

药明合联 (2268 HK)

快速成长的全球 XDC 领导者

药明合联已成长为全球 XDC 外包服务行业的领导者，公司可在其无锡基地提供“一站式”的 XDC 研发和生产服务，并正在建设其新加坡基地。公司的项目数快速增长，截至 1H25 已拥有 19 个临床三期和 11 个 PPQ 阶段的项目，后期及商业化项目将支撑公司在未来的持续增长。我们首次覆盖药明合联，给予买入评级，目标价 74.0 港元。

■ **全球 XDC 市场蓬勃发展。**全球 ADC 市场正经历快速增长，其中中国市场的增长速度超过了全球。随着技术的进步，全球医药行业逐渐克服了影响 ADC 药物疗效和安全性的多个问题，例如降低免疫原性、增强特异性、改良的连接子提高血液循环中的药物稳定性以及更好的药物生产同质性。全球医药行业正积极推动从 ADC 到 XDC 的转变，在全球范围内，2024 年新启动的 XDC 相关临床试验数量达到 163 个，显著高于 2022 年的 83 个 (CAGR 为 40%)。特别需要指出的是，2024 年，全球新启动的 XDC 试验中的 60% 由中国公司发起。此外，XDC 药物相关的许可交易在全球范围内呈现爆发趋势，其中中国已成为一个活跃的对外授权中心。在中国医药历史上的 Top20 生物药许可交易中，有 7 项是 XDC 相关药物，且 Top3 交易均为 XDC 相关药物。

■ **药明合联是全球领先的“一站式”XDC 服务提供商。**药明合联已经发展成为全球 XDC 外包服务行业的领导者，公司的平台覆盖了 XDC 药物研发和生产的整个过程，涵盖了 XDC 药物的所有关键组成部分。从 2021 年到 2024 年，公司的总收入从 3.11 亿元迅速增长至 40.52 亿元，年复合增长率高达 135%。公司正在快速扩展其项目管线，截至 1H25，有 19 个项目处于临床 III 期阶段，11 个项目处在 PPQ 阶段，后期和商业化项目将为未来几年收入的持续增长奠定坚实基础。截至 1H25，公司的在手订单达 13.29 亿美元，同比增长 58%，延续了 2023/24 年分别同比增长 82%/71% 的强劲势头。

■ **药明合联拥有产能和技术支持下的强劲全球竞争力。**药明合联在其位于无锡市的设施中提供“一站式”服务，并正在新加坡建设生产基地。2024 年公司的资本支出超过 15 亿元 (同比增长 184%)，公司预计 2025 年资本支出将达到 15.6 亿元。为了支持持续增长的研发需求以及即将到来的商业化生产，公司预计从 2026 年到 2029 年将在资本支出上合计投入超过 70 亿元。药明合联处在全球 XDC 创新浪潮的最前沿，构建了如 WuXiDARx 偶联平台、X-LinC 连接子平台和 WuXiTecan-1/WuXiTecan-2 载荷平台等具有全球竞争力的技术平台。

■ **首次覆盖给予买入评级，目标价 74.0 港元。**我们预计药明合联在 2025E/26E/27E 的收入将同比增长 45.7%/35.7%/30.9%，经调整净利润同比增长 40.0%/32.4%/30.8%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	2,124	4,052	5,906	8,014	10,488
同比增长 (%)	114.4	90.8	45.7	35.7	30.9
调整后净利润 (百万人民币)	412	1,174	1,643	2,176	2,846
同比增长 (%)	112.1	184.8	40.0	32.4	30.8
调整后每股收益 (人民币)	0.38	0.91	1.26	1.68	2.19
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	1.28	1.73	2.29
调整后市盈率 (倍)	136.2	57.1	41.2	31.1	23.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (首次覆盖)

目标价	74.00 港元
潜在升幅	38.2%
当前股价	53.55 港元

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	67,831.9
3 月平均流通量(百万港元)	335.0
52 周内股价高/低(港元)	62.60/18.70
总股本 (百万)	1198.4

资料来源：FactSet

股东结构

药明生物	50.1%
药明康德	21.9%

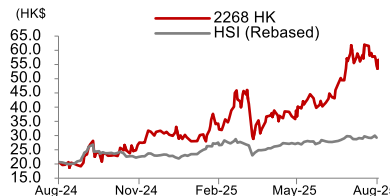
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-8.3%	-6.7%
3 - 月	41.0%	32.5%
6 - 月	76.0%	61.1%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告：

[WuXi XDC \(2268 HK, INITIATION-BUY, TP HK\\$74.0\) - A rapidly-growing leader in global XDC field - 1 Sep, 2025](#)

图 1: 招银国际与市场预测

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入	5,906	8,014	10,488	5,837	7,867	10,242	1.19%	1.87%	2.40%
毛利	2,037	2,803	3,721	1,982	2,733	3,658	2.74%	2.58%	1.72%
运营利润	1,812	2,257	2,997	1,496	2,105	2,964	21.09%	7.21%	1.12%
经调整净利润	1,643	2,176	2,846	1,595	2,160	2,829	3.02%	0.76%	0.59%
经调整每股收益 (元)	1.26	1.68	2.19	1.25	1.69	2.26	1.27%	-1.11%	-3.07%
毛利率	34.48%	34.98%	35.48%	33.96%	34.74%	35.72%	+0.52ppt	+0.24ppt	-0.24ppt
运营利润率	30.67%	28.16%	28.58%	25.63%	26.76%	28.94%	+5.04ppt	+1.40ppt	-0.36ppt
经调整净利润率	27.82%	27.16%	27.13%	27.33%	27.46%	27.62%	+0.50ppt	-0.30ppt	-0.49ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 2: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
息税前利润	1,629	2,357	3,097	3,871	4,800	5,904	7,203	8,715	10,458	12,444
税率	14.01%	14.01%	14.01%	14.01%	14.01%	14.01%	14.01%	14.01%	14.01%	14.01%
息税前利润*(1-税率)	1,401	2,027	2,663	3,329	4,128	5,077	6,194	7,494	8,993	10,701
+折旧与摊销	180	239	281	338	401	474	554	642	738	841
-营运资金变化	-3	-177	-185	-222	-264	-311	-364	-422	-485	-553
-资本支出	-1,560	-1,200	-1,000	-900	-810	-729	-656	-590	-531	-478
自由现金流	18	888	1,760	2,545	3,456	4,510	5,728	7,124	8,714	10,511
终值										139,852

永续增长率	2.00%
加权平均资本成本 WACC	9.67%
股本成本	13.04%
债务成本	4.00%
市场风险系数 β	1.10
无风险利率	2.00%
市场风险溢价	10.00%
目标负债率	35.00%
有效公司税率	15.00%

终值现值	55,584
总现值	78,587
净负债	-3,304
股权价值	81,891
股份数 (百万股)	1,203
DCF 每股价值 (人民币)	68.08
DCF 每股价值 (港元)	74.00

资料来源：招银国际环球市场预测。港元:人民币 = 0.92。

图 3: DCF 估值敏感性分析

		WACC				
		8.67%	9.17%	9.67%	10.17%	10.67%
永续增长率	3.00%	100.38	90.47	82.10	74.96	68.80
	2.50%	93.95	85.22	77.77	71.34	65.75
	2.00%	88.48	80.70	74.00	68.17	63.06
	1.50%	83.77	76.78	70.69	65.36	60.66
	1.00%	79.68	73.33	67.77	62.86	58.50

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	990	2,124	4,052	5,906	8,014	10,488
销售成本	(729)	(1,564)	(2,812)	(3,870)	(5,211)	(6,767)
毛利润	261	560	1,240	2,037	2,803	3,721
运营费用	(66)	(124)	(90)	(225)	(547)	(724)
销售费用	(9)	(15)	(56)	(101)	(129)	(168)
行政费用	(49)	(124)	(164)	(226)	(291)	(370)
研发费用	(34)	(77)	(100)	(108)	(155)	(213)
其他	26	92	230	210	28	28
运营利润	195	436	1,149	1,812	2,257	2,997
净利息收入(支出)	(3)	(1)	(3)	(15)	(2)	1
其他	3	(75)	74	(32)	100	100
税前利润	196	360	1,220	1,764	2,355	3,099
所得税	(40)	(76)	(150)	(247)	(330)	(434)
税后利润	156	284	1,070	1,517	2,025	2,665
净利润	156	284	1,070	1,517	2,025	2,665
调整后净利润	194	412	1,174	1,643	2,176	2,846

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	1,402	5,200	6,101	6,605	8,424	11,244
现金与现金等价物	335	4,048	3,540	3,850	4,938	6,930
应收账款	506	956	1,800	1,961	2,594	3,309
存货	63	47	119	114	153	199
以公允价值计入损益的资产	400	0	434	434	434	434
其他流动资产	99	149	209	247	305	372
非流动资产	1,094	1,535	3,023	4,403	5,364	6,082
物业及厂房及设备 (净额)	799	1,246	2,725	4,114	5,084	5,811
无形资产	51	53	45	37	28	20
商誉	215	215	215	215	215	215
其他非流动资产	30	21	38	37	37	36
总资产	2,496	6,735	9,124	11,007	13,788	17,327
流动负债	1,014	1,279	2,466	2,707	3,311	4,004
短期债务	71	0	478	528	578	628
应付账款	773	915	1,409	1,599	2,153	2,796
应付税款	12	34	72	72	72	72
其他流动负债	7	1	3	3	3	3
合同负债	151	328	504	504	504	504
非流动负债	2	2	18	18	18	18
融资租赁承担	2	2	15	15	15	15
递延收入	0	0	3	3	3	3
其他非流动负债	0	0	0	0	0	0
总负债	1,016	1,281	2,485	2,725	3,329	4,022
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	1,480	5,454	6,639	8,282	10,459	13,304
股东权益总额	1,481	5,454	6,639	8,283	10,459	13,305
总负债和股东权益	2,496	6,735	9,124	11,007	13,788	17,327

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	196	360	1,220	1,764	2,355	3,099
折旧摊销	31	60	110	180	239	281
税款	(43)	(48)	(115)	(247)	(330)	(434)
营运资金变化	(6)	(94)	(401)	(3)	(177)	(185)
其他	74	56	(97)	(10)	153	180
净经营现金流	252	333	717	1,685	2,239	2,941
投资现金流						
资本开支	(201)	(529)	(1,505)	(1,560)	(1,200)	(1,000)
其他	(1,078)	438	(1,825)	151	0	0
净投资现金流	(1,280)	(91)	(3,330)	(1,409)	(1,200)	(1,000)
融资现金流						
净借贷	0	0	478	50	50	50
发行股票所得现金	0	3,604	0	0	0	0
其他	1,328	(82)	(3)	(15)	(2)	1
净融资现金流	1,328	3,522	475	35	48	51
净现金流变动						
年初现金	26	335	4,048	1,925	2,236	3,324
汇率变动	8	(51)	15	0	0	0
年末现金	335	4,048	1,925	2,236	3,324	5,316
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	218.3%	114.4%	90.8%	45.7%	35.7%	30.9%
毛利润	130.0%	114.3%	121.6%	64.3%	37.7%	32.7%
经营利润	148.1%	123.0%	163.8%	57.6%	24.6%	32.8%
净利润	183.5%	82.1%	277.2%	41.9%	33.5%	31.6%
调整后净利润	152.1%	112.1%	184.8%	40.0%	32.4%	30.8%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	26.4%	26.3%	30.6%	34.5%	35.0%	35.5%
营业利润率	19.7%	20.5%	28.4%	30.7%	28.2%	28.6%
调整后净利润率	19.6%	19.4%	29.0%	27.8%	27.2%	27.1%
股本回报率	20.7%	8.2%	17.7%	20.3%	21.6%	22.4%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.2)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
流动比率 (倍)	1.4	4.1	2.5	2.4	2.5	2.8
应收账款周转天数	120.8	125.6	124.2	121.2	118.2	115.2
存货周转天数	21.7	12.8	10.7	10.7	10.7	10.7
应付帐款周转天数	398.4	197.0	150.8	150.8	150.8	150.8
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率 (调整后)	na	136.2	57.1	41.2	31.1	23.8
市帐率	na	9.7	9.3	7.5	6.0	4.7
市现率	na	159.2	86.5	37.0	27.8	21.2

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。