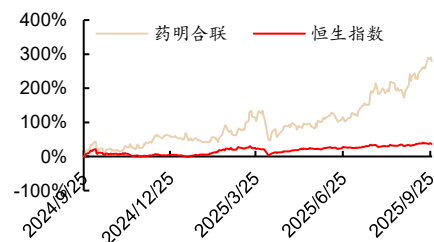


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	74.50
总股本/流通股本(亿股)	12.28/12.28
总市值/流通市值(亿港元)	914.86/914.86
52周内最高/最低价	78.55/ 18.52
资产负债率(%)	29.94
市盈率	62.9
第一大股东	药明生物技术有限公司

研究所

分析师:盛丽华
SAC 登记编号:S1340525060001
Email:shenglihua@cnpsec.com
分析师:陈灿
SAC 登记编号:S1340525070001
Email:chencan@cnpsec.com

药明合联(2268.HK)

业绩维持快速增长，产能扩张节奏顺利

● 事件

公司公布 2025 年上半年业绩, 25H1 实现收入 27.0 亿元(+62.2%, 同比增速, 下同)、净利润 7.5 亿元(+52.7%)、不含利息收支经调整净利润 7.3 亿元(+69.6%)。

● 投资要点

IND 前后收入均实现快速增长，海外收入占比有所提升

25H1 拆分来看，IND 前后收入占比为 41%/59%，结构与 24 年一致，IND 后收入占比较 24H1 略降。按地区看，北美仍是第一大区域，25H1 收入占比达到 52%，较 24 年进一步提升 2pct，欧洲占比则达到 22%超过中国的 18%，预计海外收入主要受益于对外授权、NewCo 模式及并购活动的强劲势头。

25H1 公司毛利率同比 24H1 提升 4.0pct 至 36.1%，相较于 24 年的 30.6%提升 5.5pct，主要是产线尤其是 DS/DP 环节的产能利用率进一步提升以及 24 年 11 月启动的新产线 BCM2 L2 产能快速爬坡，毛利率的提升带动公司经调整净利润率（不含利息收支）同比 24H1 提升 1.2pct 至 27.1%。

项目数量稳步增长，新加坡基地已实现机械完工

截至 25H1 公司 iCMC 项目总数达 225 个、上半年新签 iCMC 项目 37 个创历史新高，且展现了高度差异化的靶点选择与创新技术路径，与行业创新如 XDC、双抗 ADC 等快速发展趋势保持一致；PPQ 项目 11 个、上半年新签 3 个。截至 25H1 公司未完成订单总额为 13.3 亿美元(+57.9%)，新签合同金额同比增长 48.4%，其中北美地区的增速超过其他地区。

产能方面，目前 BCM1、BCM2 L1、BCM2 L2、DP1 和 DP2 生产线均为高负荷运行，无锡第三个偶联制剂生产车间 DP3 已于 25 年 7 月底成功完成 GMP 放行，拥有充足的订单储备；DP5 制剂车间目前正在建设中并计划于 2027 年实现 GMP 放行；新加坡基地在 25 年 6 月达成机械完工里程碑，并正式进入设备及设施调试和验证阶段，预计将于 26H1 实现 GMP 放行。公司预计 25 年资本开支为 15.6 亿元，其中约 9 亿元投入新加坡基地、约 4.5 亿元投入无锡基地，预计到 29 年公司资本开支将超过 70 亿元，公司国内外产能扩张将助力业绩的快速增长。

● 投资建议

公司是全球性 ADC CXO 领军企业，拥有全面的研发技术平台，客户群与项目数量持续增长，产能稳步扩张。预计公司 25/26/27 年营收为 57.5/78.3/101.7 亿元，同比增长 42%/36%/30%、归母净利润为 16.0/22.6/30.2 亿元，同比增长 50%/41%/34%，对应 PE（汇率按 1HKD=0.92RMB）为 53/37/28 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

订单交付不及预期；客户拓展不及预期；竞争压力超预期；地缘政治风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,052	5,754	7,826	10,174
增长率(%)	91	42	36	30
EBITDA（百万元）	1,333	1,931	2,732	3,635
归属母公司净利润（百万元）	1,070	1,601	2,259	3,018
增长率(%)	277	50	41	34
EPS（元/股）	0.89	1.30	1.84	2.46
市盈率（P/E）	31.68	52.56	37.25	27.89
市净率（P/B）	5.10	10.21	8.02	6.23
EV/EBITDA	24.29	43.41	30.52	22.63

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,101	6,881	8,812	11,499	营业收入	4,052	5,754	7,826	10,174
现金	1,925	899	1,380	2,557	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	1,573	2,398	3,043	3,815	营业成本	2,812	3,853	5,125	6,559
存货	119	161	199	237	销售费用	56	104	157	214
其他	2,484	3,424	4,190	4,891	管理费用	164	230	313	407
非流动资产	3,023	4,383	5,390	6,164	研发费用	100	115	149	183
固定资产	2,725	4,086	5,098	5,874	财务费用	3	-49	-52	-58
无形资产	277	274	269	267	除税前溢利	1,220	1,840	2,597	3,469
其他	21	23	23	23	所得税	150	239	338	451
资产总计	9,124	11,263	14,202	17,664	净利润	1,070	1,601	2,259	3,018
流动负债	2,466	3,004	3,684	4,127	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	478	558	608	658	归属母公司净利润	1,070	1,601	2,259	3,018
应付账款及票据	1,020	0	0	0	EBIT	1,223	1,792	2,545	3,411
其他	968	2,446	3,076	3,469	EBITDA	1,333	1,931	2,732	3,635
非流动负债	18	19	19	19	EPS（元）	0.89	1.30	1.84	2.46
长期债务	0	0	0	0					
其他	18	19	19	19					
负债合计	2,485	3,023	3,703	4,146					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	6,630	8,231	10,490	13,508	成长能力				
归属母公司股东权益	6,639	8,241	10,500	13,517	营业收入	90.80%	42.00%	36.00%	30.00%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	277.24%	49.69%	41.09%	33.59%
股东权益合计	6,639	8,241	10,500	13,517	获利能力				
负债和股东权益	9,124	11,263	14,202	17,664	毛利率	30.60%	33.04%	34.52%	35.52%
					销售净利率	26.40%	27.83%	28.87%	29.66%
					ROE	16.11%	19.43%	21.52%	22.32%
					ROIC	15.07%	17.72%	19.93%	20.93%
					偿债能力				
					资产负债率	27.23%	26.84%	26.07%	23.47%
					净负债比率	-21.80%	-4.14%	-7.35%	-14.05%
					流动比率	2.47	2.29	2.39	2.79
					速动比率	2.34	2.14	2.25	2.64
					营运能力				
					总资产周转率	0.51	0.56	0.61	0.64
					应收账款周转率	3.38	2.90	2.88	2.97
					应付账款周转率	3.43	7.55	-	-!
					每股指标（元）				
					每股收益	0.89	1.30	1.84	2.46
					每股经营现金流	0.60	0.70	1.52	1.73
					每股净资产	5.53	6.71	8.55	11.01
					估值比率				
					P/E	31.68	52.56	37.25	27.89
					P/B	5.10	10.21	8.02	6.23
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	717	857	1,868	2,127					
净利润	1,070	1,601	2,259	3,018					
少数股东权益	0	0	0	0					
折旧摊销	110	139	187	224					
营运资金变动及其	-463	-883	-579	-1,114					
投资活动现金流	-3,330	-1,953	-1,425	-988					
资本支出	-1,505	-1,497	-1,195	-998					
其他投资	-1,825	-456	-230	10					
筹资活动现金流	475	70	38	37					
借款增加	476	80	50	50					
普通股增加	4	0	0	0					
已付股利	0	0	0	0					
其他	-5	-10	-12	-13					
现金净增加额	-2,122	-1,026	481	1,177					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048