

营业收入稳健增长，经营效率持续优化

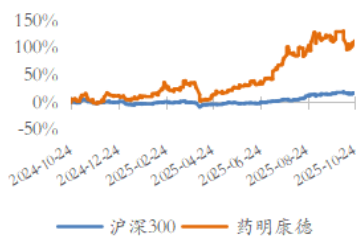
相关研究：

1.《R端开源引流，D&M潜力不断释放》

2025.10.10

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-3	7	94
绝对收益	-1	20	112

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：蒋栋

证书编号：S0500521050001

Tel: (8621) 50295368

Email: jiangdong@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

2025Q1-Q3 营收同比增长 18.61%，扣非归母净利润同比增长 42.51%

公司发布了 2025 年三季报，根据 Wind 数据，2025 年前三季度公司实现营业收入 328.57 亿元，同比增长 18.61%，实现归母净利润 120.76 亿元，同比增长 84.84%，实现扣非归母净利润 95.22 亿元，同比增长 42.51%。单季度看，2025Q3 实现营业收入 120.57 亿元，同比增长 15.26%，实现归母净利润 35.15 亿元，同比增长 53.27%，扣非归母净利润 39.40 亿元，同比增长 73.75%。

产能效率提升促使毛利率大幅提升，出售股票进一步提升公司利润

根据 Wind 数据，2025 年前三季度公司销售费用率 1.73%，同比下降 0.24 pct，管理费用率为 8.17%，同比下降 2.02 pct，财务费用率 0.58%，同比上升 0.80pct，研发费用率 2.51%，同比下降 0.93 pct。前三季度公司毛利率 46.62%，较上年同期提升 5.97 个百分点，净利率 37.15%，同比提升 13.32pct。公司净利率大幅提升除了由于公司营收持续增长且持续优化生产工艺和经营效率，以及临床后期和商业化大项目增长带来的产能效率不断提升，提高了整体的盈利能力外，出售持有的联营企业 WuXi XDC Cayman Inc.部分股票的收益，进一步提升了公司的利润所致。

CRDMO 商业模式驱动业务持续增长，TIDES 业务尤其亮眼

根据公司三季报，公司业务主要由化学业务（WuXi Chemistry）、测试业务（WuXi Testing）、生物学业务（WuXi Biology）三大业务构成，2025 年前三季度三大业务营收分别为 259.8 亿元（+29.28%）、41.69 亿元（-0.04%）、19.5 亿元（+6.64%）。

● **化学业务**：收入 259.8 亿元，同比增长 29.28%。

— **小分子 D&M 业务**：收入人民币 142.4 亿元，同比增长 14.1%

— **TIDES 业务（寡核苷酸和多肽药物）**：收入 78.4 亿元，同比激增 121.1%；在手订单增长 17.1%，客户数同比提升 12%，服务分子数提升 34%。预计 2025 年末多肽固相合成反应釜总体积将进一步提升至超 100,000L。

● **测试业务**：收入 41.7 亿元，同比下滑 0.04%。

— 实验室分析与测试业务收入人民币 29.6 亿元，同比增长 2.7%。其中药物安全性评价业务恢复正增长。

— 临床 CRO 及 SMO 业务收入人民币 12.1 亿元，受市场价格因素影响，同比下降 6.4%。

● **生物学业务**：收入 19.5 亿元，同比增长 6.6%；新分子种类收入占比超 30%。

预计 2025 年持续经营业务重回双位数增长

根据公司 2025 年三季报，截至 2025 年 9 月末，公司持续经营业务在手订单人民币 598.8 亿元，同比增长 41.2%。2025 年前三季度公司持续经营业务收入人民币 324.5 亿元，其中来自美国客户收入人民币 221.5 亿元，同比增长 31.9%；来自欧洲客户收入人民币 38.4 亿元，同比增长 13.5%；来

自中国客户收入人民币 50.4 亿元，同比增长 0.5%；来自其他地区客户收入人民币 14.2 亿元，同比增长 9.2%。

公司预计 2025 年持续经营业务收入重回双位数增长，增速从 13-17% 上调至 17-18%。公司预计全年整体收入从人民币 425-435 亿元上调至人民币 435-440 亿元。

□ 投资建议

公司前三季度业绩持续向好，尤其 TIDES 业务表现亮眼。鉴于公司业务发展持续向好，我们上调公司 2025-2027 年营收预测为 444.93/512.59/584.79 亿元（原预测 434.72/501.78/573.21 亿元），上调公司归母净利润预测分别为 151.44/143.44/164.82 亿元（原预测 148.53/140.30/161.41 亿元），对应 EPS 分别为 5.08/4.81/5.52 元，维持“买入”评级。

□ 风险提示

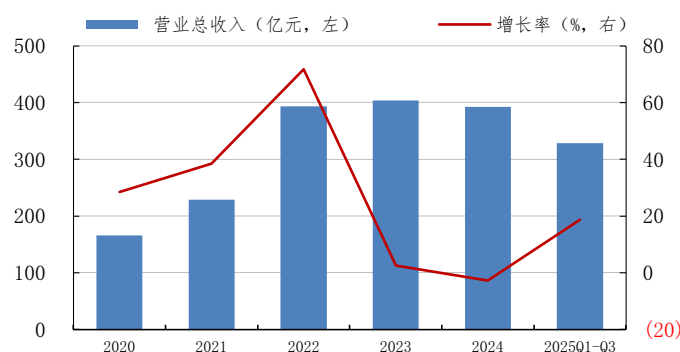
医药研发服务市场需求下降的风险；行业监管政策变化的风险；医药研发服务行业竞争加剧的风险；地缘政治及国际政策变动风险。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	39241	44493	51259	58479
同比	-2.7%	13.4%	15.2%	14.1%
归母净利（百万元）	9450	15144	14344	16482
同比	-1.6%	60.3%	-5.3%	14.9%
毛利率	41.5%	44.6%	44.7%	44.8%
ROE	16.1%	21.9%	18.1%	18.2%
每股收益（元）	3.17	5.08	4.81	5.52
PE	32.78	20.45	21.59	18.79
EV/EBITDA	21.11	13.07	12.65	10.90

资料来源：Wind、湘财证券研究所

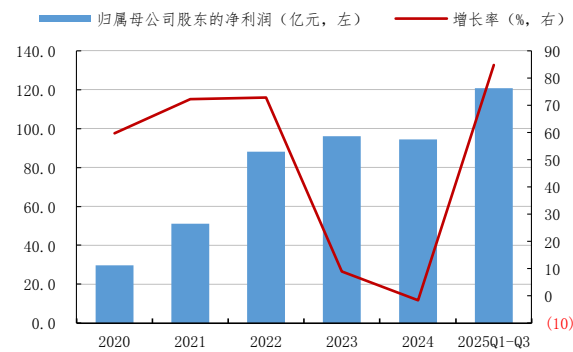
1 主要财务数据

图 1 2020-2025Q1-Q3 公司营业收入及增长



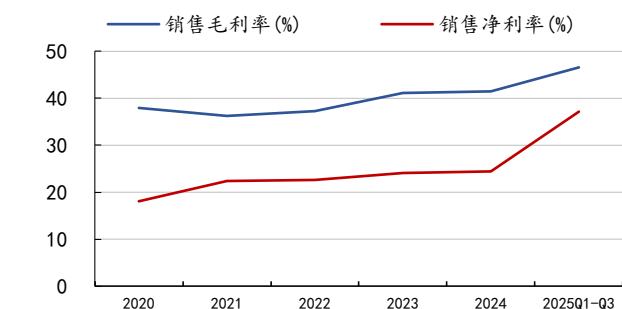
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 2020-2025Q1-Q3 公司归母净利及增长



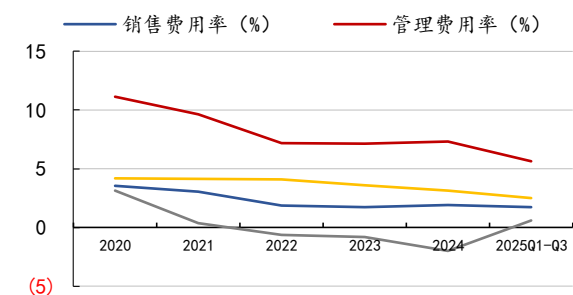
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2020-2025Q1-Q3 公司销售毛利率及销售净利率



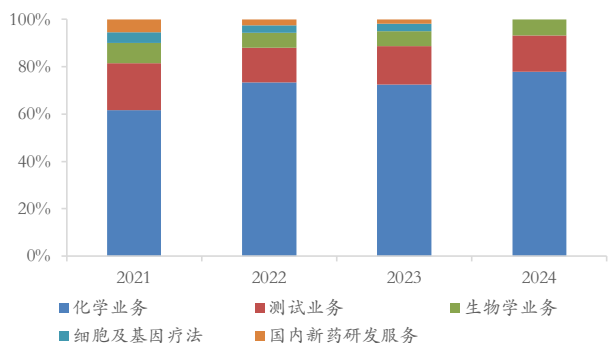
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2020-2025Q1-Q3 公司费用率情况



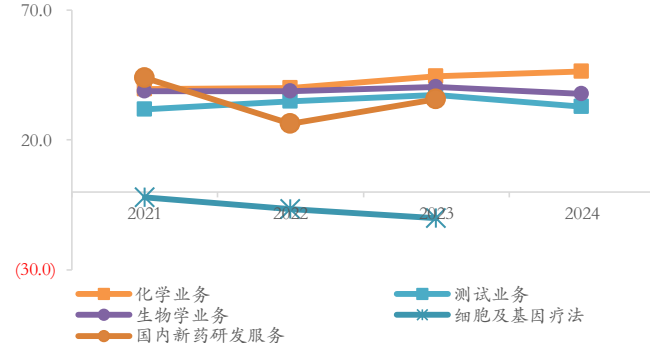
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2021-2024 公司主营业务收入构成



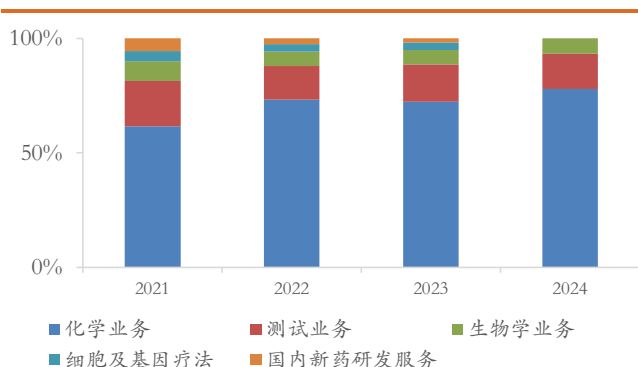
资料来源：Wind、湘财证券研究所 注：2024 年细胞基因疗法被划为终止经营业务

图 6 2021-2024 公司各业务毛利率



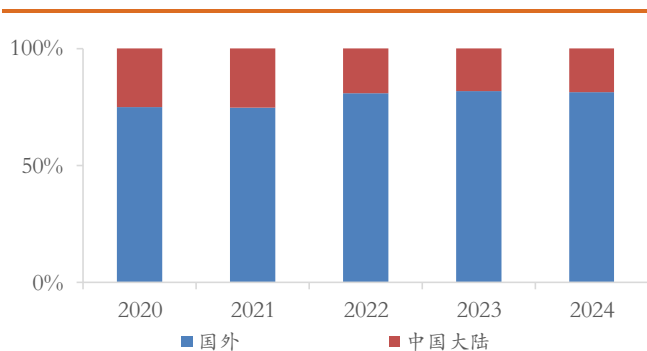
资料来源：Wind、湘财证券研究所注：2024 年细胞基因疗法被划为终止经营业务

图 7 2021-2024 公司毛利构成



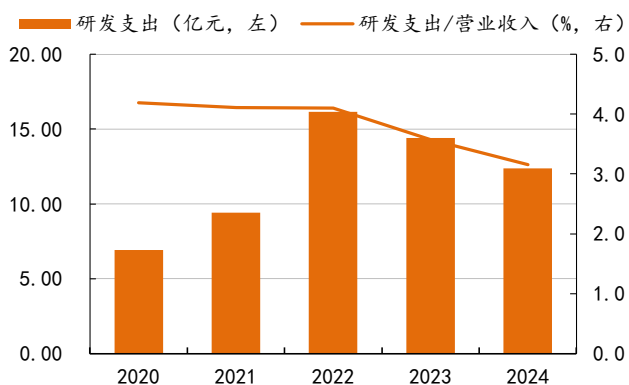
资料来源：Wind、湘财证券研究所 注：2024 年细胞基因疗法被划为终止经营业务

图 8 2020-2024 公司国内外销售占比



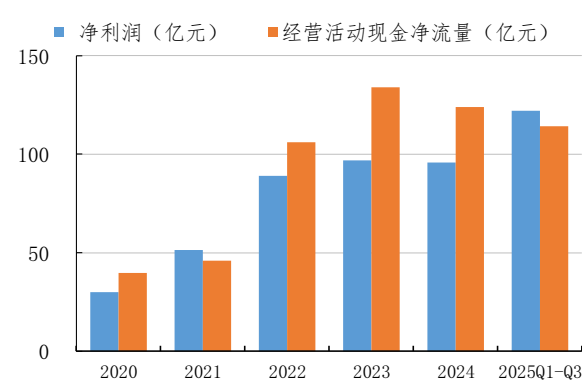
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 2020-2024 研发支出及营收占比



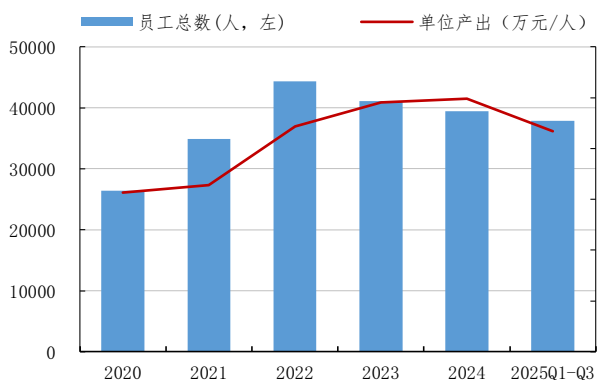
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 2020-2025Q1-Q3 净利润与经营活动现金流



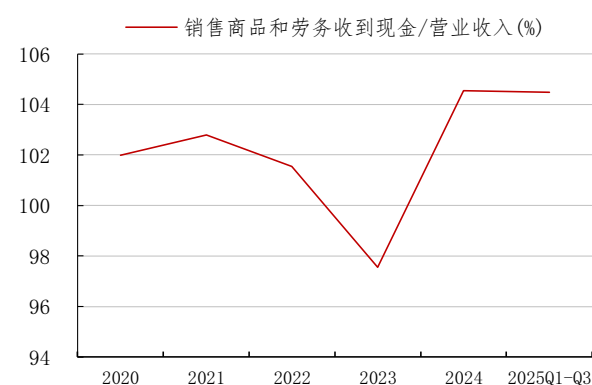
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 2020-2025Q1-Q3 公司员工数与单位产出



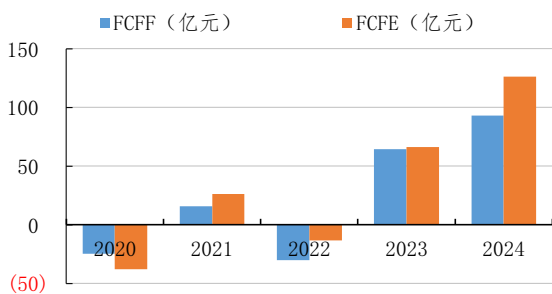
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 12 2020-2025Q1-Q3 公司销售收到的现金与营收比



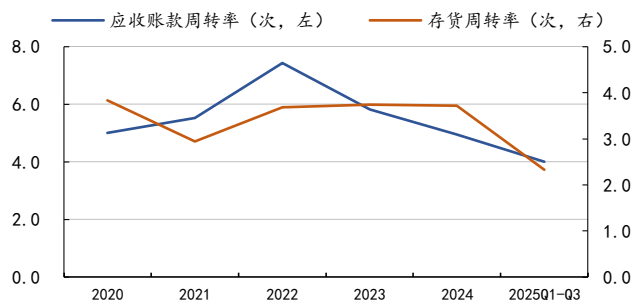
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 13 2020-2024 公司 FCFF 与 FCFE



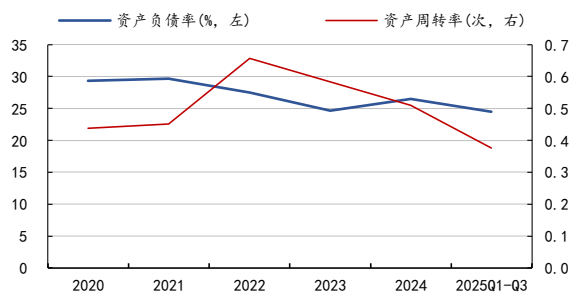
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 14 2020-2025Q1-Q3 公司应收账款周转率、存货周转率



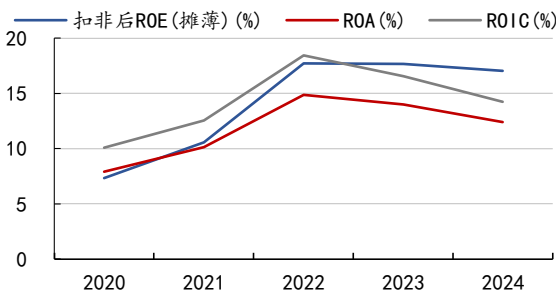
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 15 2020-2025Q1-Q3 公司资产负债率与资产周转率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 16 2019-2024 扣非 ROE、ROA、ROIC



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 投资建议

公司前三季度业绩持续向好，尤其 TIDES 业务表现亮眼。鉴于公司业务发展持续向好，我们上调公司 2025-2027 年营收预测为 444.93/512.59/584.79 亿元（原预测 434.72/501.78/573.21 亿元），上调公司归母净利润预测分别为 151.44/143.44/164.82 亿元（原预测 148.53/140.30/161.41 亿元），对应 EPS 分别为 5.08/4.81/5.52 元，维持“买入”评级。

3 风险提示

- (1) 医药研发服务市场需求下降的风险；
- (2) 行业监管政策变化的风险；
- (3) 医药研发服务行业竞争加剧的风险；
- (4) 地缘政治及国际政策变动风险。

附表 1 财务报表以及相应指标

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析和估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40340.8	39241.4	44492.5	51258.8	58478.7	收益率					
减: 营业成本	23728.8	22964.5	24666.9	28344.6	32296.0	毛利率	41.2%	41.5%	44.6%	44.7%	44.8%
营业税金及附加	297.5	301.2	341.5	393.4	448.8	三费/销售收入	12.4%	12.4%	12.3%	12.0%	11.9%
营业费用	701.0	745.4	874.6	1007.6	1149.6	EBIT/销售收入	28.5%	27.4%	39.2%	33.0%	33.1%
管理费用	2878.8	2879.3	3245.1	3636.1	4089.8	EBITDA/销售收入	34.2%	34.5%	48.0%	42.0%	41.7%
研发费用	1440.6	1238.5	1374.8	1526.0	1693.8	销售净利率	24.0%	24.4%	34.5%	28.3%	28.5%
财务费用	-338.1	-786.7	-251.1	-410.3	-570.9	资产获利率					
减值损失	-394.9	-1573.8	-753.2	-753.2	-753.2	ROE	17.4%	16.1%	21.9%	18.1%	18.2%
加: 投资收益	233.8	604.2	3600.0	700.0	700.0	ROA	15.6%	13.4%	19.1%	16.5%	17.0%
公允价值变动损益	-37.8	187.0	213.0	213.0	213.0	ROIC	20.9%	18.2%	32.9%	28.1%	30.3%
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	增长率					
营业利润	11433.3	11116.4	17300.5	16921.1	19531.3	销售收入增长率	2.5%	-2.7%	13.4%	15.2%	14.1%
加: 其他非经营损益	398.6	423.4	406.5	406.5	406.5	EBIT 增长率	10.8%	-6.4%	62.3%	-3.1%	14.5%
利润总额	11832.0	11539.8	17706.9	17327.6	19937.7	EBITDA 增长率	14.0%	-1.9%	58.0%	0.8%	13.4%
减: 所得税	2131.7	1972.1	2374.3	2805.0	3251.0	归母净利润增长率	9.0%	-1.6%	60.3%	-5.3%	14.9%
净利润	9700.3	9567.7	15332.7	14522.6	16686.7	总资产增长率	13.9%	9.0%	13.9%	11.9%	11.6%
减: 少数股东损益	93.5	117.4	188.2	178.2	204.8	股东权益增长率	18.3%	6.4%	18.1%	14.5%	14.6%
归属母公司净利润	9606.7	9450.3	15144.5	14344.3	16481.9	经营营运资本增长率	5.1%	-21.6%	39.6%	22.2%	53.0%
资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资本结构					
货币资金	13764.1	18322.0	24893.0	31855.8	37800.9	资产负债率	24.6%	26.4%	23.6%	21.7%	19.6%
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本/总资产	63.2%	55.2%	53.1%	50.5%	50.0%
应收和预付款项	8333.4	8394.0	10543.8	11272.5	13615.8	带息债务/总负债	24.0%	19.8%	19.2%	17.7%	16.0%
其他应收款 (合计)	168.2	123.9	2.2	0.0	0.0	流动比率	206.2%	238.4%	286.5%	329.1%	388.2%
存货	4736.2	5399.7	5475.6	7021.2	9388.2	速动比率	152.6%	172.3%	221.2%	257.4%	303.4%
其他流动资产	3163.7	5340.4	5340.4	5340.4	5340.4	股利支付率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
长期股权投资	2215.6	2325.5	2325.5	2325.5	2325.5	收益留存率	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
金融资产投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产管理效率					
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.55	0.49	0.49	0.50	0.51
固定资产和在建工程	25184.8	25813.0	28662.3	30811.6	32261.0	固定资产周转率	2.22	1.98	2.05	2.15	2.31
无形资产和开发支出	3684.7	2547.2	2302.3	2057.5	1812.6	应收账款周转率	5.09	4.88	4.42	4.75	4.50
其他非流动资产	14377.4	13275.6	30833.0	30930.7	29768.2	存货周转率	5.01	4.25	4.50	4.04	3.44
资产总计	73669.3	80325.8	91463.6	102341.8	114201.6	业绩和估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
短期借款	3667.1	1242.7	1191.6	981.4	610.4	EBIT (百万元)	11493.9	10753.1	17455.8	16917.3	19366.8
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA (百万元)	13781.6	13521.6	21361.5	21523.0	24409.1
应付和预收款项	10292.3	10162.7	10563.5	11434.0	11924.2	NOPLAT (百万元)	9185.5	8473.2	14574.5	13632.5	15663.4
长期借款	687.0	2959.5	2959.5	2959.5	2959.5	净利润 (百万元)	9606.7	9450.3	15144.5	14344.3	16481.9
其他负债	7172.6	8118.0	8067.0	7856.7	7485.8	EPS (元)	3.22	3.17	5.08	4.81	5.52
负债合计	18151.9	21240.2	21590.0	22250.2	22369.5	BPS (元)	18.47	19.65	23.20	26.57	30.43
股本	2968.8	2888.0	2888.0	2888.0	2888.0	PE (X)	32.24	32.78	20.45	21.59	18.79
资本公积	25244.5	22078.8	22078.8	22078.8	22078.8	PEG	2.26	1.61	N/A	N/A	N/A
留存收益	26909.1	33666.0	44265.7	54305.5	65841.3	PB (X)	5.62	5.28	4.47	3.91	3.41
归属母公司股东权益	55122.5	58632.7	69232.5	79272.2	90808.0	PS (X)	7.68	7.89	6.96	6.04	5.30
少数股东权益	395.0	452.9	641.1	819.3	1024.1	PCF (X)	23.14	24.97	22.50	18.42	18.84
股东权益合计	55517.4	59085.6	69873.6	80091.5	91832.2	EV/EBIT	26.07	26.55	15.99	16.09	13.74
负债和股东权益合计	73669.3	80325.8	91463.6	102341.8	114201.6	EV/EBITDA	21.74	21.11	13.07	12.65	10.90
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EV/NOPLAT	32.62	33.69	19.15	19.97	16.99
经营性现金净流量	13386.9	12406.5	13765.7	16817.5	16441.2	EV/IC	6.43	6.44	5.75	5.27	4.66
投资性现金净流量	(7560.5)	(5518.2)	(2850.0)	(5750.0)	(5750.0)	ROIC-WACC	14.3%	11.6%	26.3%	21.5%	23.8%
筹资性现金净流量	(3941.4)	(3832.2)	(4344.7)	(4104.6)	(4746.1)	股息率	0.9%	0.9%	1.5%	1.4%	1.6%
现金流量净额	2017.1	3443.7	6571.0	6962.8	5945.1						

资料来源: Wind、湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。