

行业龙头业绩高增，进一步上调全年指引

——药明康德 2025 年三季度点评

核心观点

- 业绩高增，在手订单进一步提速。**公司 2025Q3 营收 120.6 亿元（+15.3%，括号内为同比，下同），其中持续经营业务+19.7%；归母净利润 35.2 亿元（+53.3%），经调整 Non-IFRS 归母净利润 42.2 亿元（+42.0%）。2025 年前三季度营收 328.6 亿元（+18.6%），其中持续经营业务+22.5%；归母净利润 120.8 亿元（+84.8%），经调整 Non-IFRS 归母净利润 105.4 亿元（+43.4%）。截至 2025Q3 持续经营业务在手订单 598.8 亿元（+41.2%），未来业绩有望进一步提速。
- WuXi Chemistry 与美国业务均实现高增长。**2025 年前三季度分板块来看，① WuXi Chemistry 营收 259.8 亿元（+29.3%），其中小分子 D&M 营收 142.4 亿元（+14.1%），TIDES 营收 78.4 亿元（+121.1%）；② WuXi Testing 中实验室分析与测试营收 29.6 亿元（+2.7%），CRO&SMO 营收 12.1 亿元（-6.4%）；③ WuXi Biology 营收 19.5 亿（+6.6%）。分地区来看，美国营收 221.5 亿元（+31.9%），欧洲营收 38.4 亿元（+13.5%），中国营收 50.4 亿元（+0.5%），日韩及其他地区营收 14.2 亿元（+9.2%）。从订单看，小分子 D&M 和 TIDES 业务临床后期和商业化学新签订单持续增长，核心业务高景气将继续驱动公司业绩稳定增长。
- 剥离临床资产，聚焦 CRDMO，上调业绩指引。**公司与高瓴投资达成协议，拟以 28 亿元出售中国临床服务研究业务 100%股权，包括临床 CRO 和 SMO 业务，前三季度收入和净利润分别占比 3.5%和 0.7%。同时公司将持续经营业务收入指引由 425-435 亿调整至 435-440 亿，增速从 13-17%上调至 17-18%。考虑到新增产能持续释放，生产和经营效率改进，预计全年经调整 non-IFRS 归母净利率将进一步提升。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年三季度，我们上调收入和毛利率预测，调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 163.52、141.85、165.79（原预测 25-27 年分别为 105.14、123.29、137.01）亿元，根据可比公司给予 26 年 29 倍 PE，对应目标价 137.75 元，维持“买入”评级。

风险提示

医药研发服务市场需求下降、新分子需求不及预期影响产能利用率、医药研发服务行业竞争加剧、境外经营及国际政策变动、行业监管政策变化等风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,341	39,241	44,757	50,394	57,065
同比增长(%)	2.5%	-2.7%	14.1%	12.6%	13.2%
营业利润(百万元)	11,872	11,580	19,973	17,401	20,289
同比增长(%)	11.5%	-2.5%	72.5%	-12.9%	16.6%
归属母公司净利润(百万元)	9,607	9,450	16,352	14,185	16,579
同比增长(%)	9.0%	-1.6%	73.0%	-13.3%	16.9%
每股收益（元）	3.22	3.17	5.48	4.75	5.56
毛利率(%)	41.2%	41.5%	45.6%	46.7%	46.9%
净利率(%)	23.8%	24.1%	36.5%	28.1%	29.1%
净资产收益率(%)	18.9%	16.6%	24.1%	17.2%	17.4%
市盈率	29.3	29.8	17.2	19.8	17.0
市净率	5.1	4.8	3.7	3.2	2.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入
股价（2025 年 11 月 05 日）	94.31 元
目标价格	137.75 元
52 周最高价/最低价	115.41/47.3 元
总股本/流通 A 股（万股）	298,376/298,376
A 股市值（百万元）	281,398
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 11 月 06 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-11.06	-15.82	1.42	79.72
相对表现%	-8.52	-15.53	-11.35	65.31
沪深 300%	-2.54	-0.29	12.77	14.41



证券分析师	
伍云飞	执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199 wuyunfei1@orientsec.com.cn 021-63326320
张坤	执业证书编号：S0860525090005 zhangkun2@orientsec.com.cn 021-63326320
傅肖依	执业证书编号：S0860524080006 fuxiaoyi@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人	
袁润璞	执业证书编号：S0860124100008 yuanrunpu@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
业绩逐季提升，在手订单高速增长：—— 药明康德 2024 年报点评	2025-03-29
单二季度环比改善，新分子业务增长强劲：——药明康德 24H1 点评	2024-08-06
业绩符合预期，新分子业务强劲增长：—— 药明康德 2023 年度年报点评	2024-03-25

表 1：可比公司估值表（2025 年 11 月 5 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
康龙化成	300759	32.07	1.01	0.96	1.16	31.80	33.39	27.59
药石科技	300725	40.99	0.94	0.76	0.99	43.65	54.17	41.21
阳光诺和	688621	55.59	1.58	2.00	2.54	35.09	27.76	21.90
毕得医药	688073	70.81	1.29	1.62	2.17	54.80	43.66	32.59
药明生物	02269	32.41	0.83	1.08	1.23	39.26	29.88	26.38
	最大值					54.80	54.17	41.21
	最小值					31.80	27.76	21.90
	平均数					40.92	37.77	29.93
	调整后平均					39	36	29

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,764	18,322	34,012	40,931	50,561
应收票据、账款及款项融资	7,922	8,044	8,280	9,850	11,136
预付账款	244	226	286	305	346
存货	4,736	5,400	5,391	5,877	6,821
其他	3,757	6,698	4,248	4,449	4,764
流动资产合计	30,422	38,690	52,217	61,412	73,630
长期股权投资	2,216	2,326	2,000	2,200	2,400
固定资产	17,190	18,784	21,079	23,007	24,710
在建工程	6,982	5,966	6,879	7,024	7,432
无形资产	1,864	1,575	1,718	1,883	2,006
其他	14,995	12,985	14,024	14,096	14,563
非流动资产合计	43,247	41,636	45,700	48,210	51,111
资产总计	73,669	80,326	97,918	109,622	124,741
短期借款	3,667	1,243	2,928	2,613	2,261
应付票据及应付账款	1,645	1,764	1,732	1,946	2,226
其他	9,444	13,219	10,545	11,263	12,080
流动负债合计	14,756	16,226	15,205	15,821	16,567
长期借款	687	2,960	2,960	2,960	2,960
应付债券	0	0	0	0	0
其他	2,709	2,055	2,086	2,099	2,080
非流动负债合计	3,396	5,014	5,045	5,058	5,039
负债合计	18,152	21,240	20,250	20,880	21,606
少数股东权益	395	453	629	784	973
实收资本（或股本）	2,969	2,888	2,984	2,984	2,984
资本公积	25,244	22,079	24,338	24,338	24,338
留存收益	26,797	33,365	49,717	60,636	74,840
其他	112	301	0	0	0
股东权益合计	55,517	59,086	77,667	88,742	103,134
负债和股东权益总计	73,669	80,326	97,918	109,622	124,741

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	9,700	9,568	16,528	14,341	16,768
折旧摊销	2,166	2,155	2,412	2,867	3,338
财务费用	(338)	(787)	(414)	(172)	(354)
投资损失	(234)	(604)	(5,050)	(200)	(200)
营运资金变动	(1,142)	1,909	(1,112)	(1,367)	(1,285)
其它	3,235	166	(519)	154	(240)
经营活动现金流	13,387	12,407	11,845	15,623	18,027
资本支出	(4,281)	(817)	(6,087)	(5,512)	(6,045)
长期投资	(1,013)	(110)	326	(200)	(200)
其他	(2,266)	(4,591)	5,161	402	228
投资活动现金流	(7,561)	(5,518)	(601)	(5,310)	(6,016)
债权融资	(8)	2,242	(8)	16	(8)
股权融资	1,487	(3,247)	2,355	0	0
其他	(5,420)	(2,827)	2,100	(3,409)	(2,373)
筹资活动现金流	(3,941)	(3,832)	4,446	(3,394)	(2,381)
汇率变动影响	132	388	-0	-0	-0
现金净增加额	2,017	3,444	15,690	6,919	9,630

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,341	39,241	44,757	50,394	57,065
营业成本	23,729	22,965	24,341	26,866	30,301
销售费用	701	745	794	859	931
管理费用	2,879	2,879	2,901	3,095	3,316
研发费用	1,441	1,239	1,233	1,320	1,415
财务费用	(338)	(787)	(414)	(172)	(354)
资产、信用减值损失	395	1,574	1,153	1,441	1,489
公允价值变动收益	(38)	187	100	100	100
投资净收益	234	604	5,050	200	200
其他	141	163	73	116	23
营业利润	11,872	11,580	19,973	17,401	20,289
营业外收入	17	22	16	18	19
营业外支出	57	63	54	58	58
利润总额	11,832	11,540	19,934	17,361	20,249
所得税	2,132	1,972	3,406	3,021	3,481
净利润	9,700	9,568	16,528	14,341	16,768
少数股东损益	94	117	176	156	189
归属于母公司净利润	9,607	9,450	16,352	14,185	16,579
每股收益（元）	3.22	3.17	5.48	4.75	5.56

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	2.5%	-2.7%	14.1%	12.6%	13.2%
营业利润	11.5%	-2.5%	72.5%	-12.9%	16.6%
归属于母公司净利润	9.0%	-1.6%	73.0%	-13.3%	16.9%
获利能力					
毛利率	41.2%	41.5%	45.6%	46.7%	46.9%
净利率	23.8%	24.1%	36.5%	28.1%	29.1%
ROE	18.9%	16.6%	24.1%	17.2%	17.4%
ROIC	16.9%	14.5%	22.0%	16.0%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	24.6%	26.4%	20.7%	19.0%	17.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.06	2.38	3.43	3.88	4.44
速动比率	1.73	2.05	3.08	3.51	4.03
营运能力					
应收账款周转率	5.6	4.8	5.5	5.6	5.5
存货周转率	4.5	4.5	4.5	4.8	4.8
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	3.22	3.17	5.48	4.75	5.56
每股经营现金流	4.51	4.30	3.97	5.24	6.04
每股净资产	18.47	19.65	25.82	29.48	34.24
估值比率					
市盈率	29.3	29.8	17.2	19.8	17.0
市净率	5.1	4.8	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	18.8	19.9	11.7	12.8	11.1
EV/EBIT	22.3	23.8	13.2	14.9	12.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。