

香港股市 | 医药

## 药明康德 (2359 HK)

### 预计 2025 年业绩将超预期

#### 预计 2025-27E 收入与盈利均超预期

公司发布盈喜公告，预计 2025 年收入将同比增加 15.8% 至 454.6 亿元（人民币，下同），股东净利润将同比上涨 102.7% 至 191.5 亿元，反映核心业务盈利的 Non-IFRS 经调整净利润同比增加 41.3% 至 149.6 亿元，业绩超预期。我们估计由于公司持续优化生产工艺、建设新产能和提升服务能力，减重药物的市场需求拉动 TIDES 业务收入，主营业务化学业务的收入将快速增加，带动收入与核心业务盈利的快速增长。此外，公司出售上海康德弘翼医学、上海药明津石医药科技两家公司，同时也出售药明合联 (2268 HK) 的部分权益，总共获 55.9 亿元，导致股东净利润倍增。

#### 上调 2025-27E 业绩预测，长远看将受益于创新药研发服务需求的增加

考虑到 2025 年业绩将超预期，我们将 2025-27E 的收入预测分别上调 5.6%、3.0%、0.7%，Non-IFRS 股东净利润预测分别上调 16.4%、13.3%、7.1%，股东净利润预测分别上调 30.0%、11.6%、5.6%，反映收入与利润率预测的上调。国家药监局近期公布将大力支持创新药的“中国首发”，对新机制、新靶点创新药，在沟通交流、临床试验、注册申报、审评审批全链条强化服务支持，长远看我们认为有利于催生创新药研发外包服务的需求，公司作为行业龙头将受益，因此我们也上调 2028-34E 盈利预测。

#### 目标价上调至 145.10 港元，重申“买入”评级

我们在 DCF 模型中纳入 2035E 盈利预测，根据调整后 DCF 模型，目标价上调至 145.10 港元，重申“买入”评级。

**风险提示：**（一）如中美关系出现超预期变化或生物安全法案最终出台，公司股价仍可能大幅波动；（二）如客户减少研发支出，公司业绩将受影响。

#### 主要财务数据 (百万人民币) (估值更新至 2026 年 1 月 13 日)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	40,341	39,241	45,456	51,659	60,332
增长率	2.6	(2.7)	15.8	13.6	16.8
股东净利润	10,690	9,353	19,151	15,667	17,752
增长率	21.3	(12.5)	104.8	(18.2)	13.3
每股盈利 (人民币)	3.64	3.24	6.70	5.48	6.21
市盈率	29.4	33.1	16.0	19.6	17.3
每股股息 (人民币)	0.98	0.98	2.16	1.64	1.86
股息率 (%)	1.10	1.09	2.40	1.83	2.08
每股净资产 (人民币)	18.6	20.3	26.5	30.8	35.7
市净率	5.8	5.3	4.0	3.5	3.0

注：2023-27E 反映核心业务盈利的 Non-IFRS 经调整净利润分别为 108.5、105.8、149.6、163.1、185.2 亿元

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

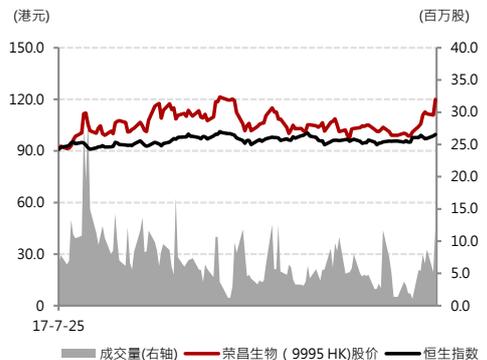
评级：买入

目标价：145.10 港元

#### 股票资料 (更新至 2026 年 1 月 13 日)

现价	120.00 港元
总市值	350,604.72 百万港元
流通股比例 (H 股)	75.79%
已发行总股本 (H 股)	510.48 百万
52 周价格区间	44.038-124.7 港元
3 个月日均成交额	582.07 百万港元
主要股东	李革等 (占 20.66%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

#### 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

#### 相关报告

20250729: 药明康德 (2359 HK): 主营业务表现亮眼，上调 2025-27E 业绩预测

20250715: 药明康德 (2359 HK): 预计上半年业绩将超预期

#### 分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: DCF 模型 (12 月 31 日年结, 百万人民币)

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	19,862	22,307	25,207	28,484	32,044	35,890	40,196	43,814	47,319	49,685
加: 折旧及摊销	3,351	3,635	3,853	4,062	4,288	4,531	4,789	5,066	5,364	5,680
减: 税费	(3,552)	(4,026)	(3,781)	(4,273)	(4,807)	(5,383)	(6,029)	(6,572)	(7,098)	(7,453)
营运资本变动	(287)	(3,214)	(3,632)	(4,104)	(4,618)	(4,853)	(5,762)	(6,221)	(7,039)	(7,391)
资本开支	(5,166)	(3,017)	(2,591)	(2,773)	(3,033)	(3,203)	(3,425)	(3,674)	(3,967)	(4,166)
自由现金流	14,783	22,113	26,321	29,604	33,110	36,688	41,294	44,856	48,656	51,138
税后债务成本	2.6%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	10.4%									
WACC	8.8%									
永续增长率	2.0%									
股权价值 (百万港币)	432,945									
每股内涵价值 (港币)	145.10									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: 每股股权价格敏感性分析

港币	永续增长率 (%)				
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
8.0%	156.03	160.97	166.75	173.57	181.77
8.4%	146.59	150.66	155.37	160.87	167.39
WACC 8.8%	137.93	141.27	145.10	149.54	154.73
9.3%	130.35	133.11	136.26	139.86	144.04
9.8%	123.36	125.64	128.22	131.14	134.51

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

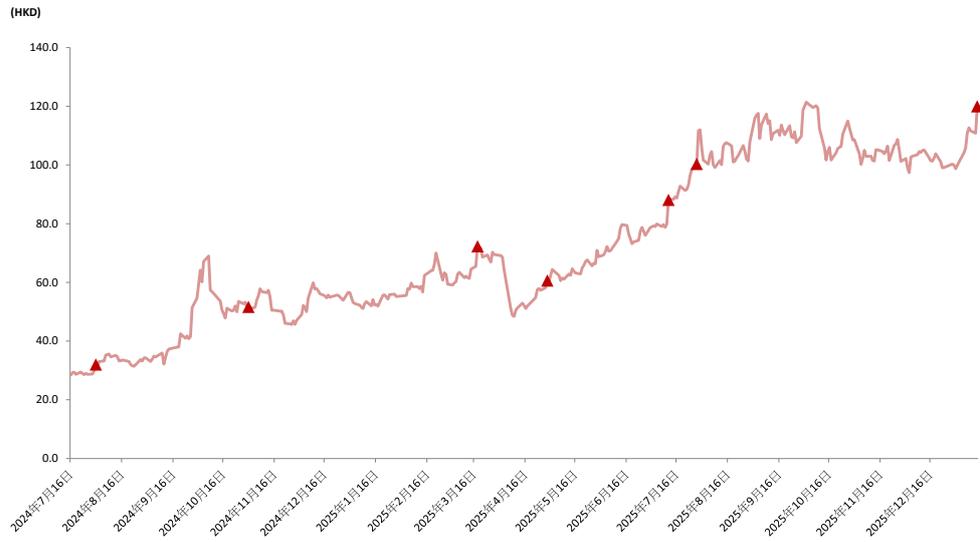
损益表					现金流量表						
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,341	39,241	45,456	51,659	60,332	税前利润	12,930	11,441	23,916	19,458	22,058
服务成本	(23,968)	(23,225)	(25,529)	(28,500)	(34,040)	折旧及摊销	2,512	3,014	3,013	3,351	3,635
毛利	16,372	16,016	19,927	23,159	26,292	营运资金变动	(875)	(648)	(1,942)	(287)	(3,214)
其他收入与收益	2,313	1,951	9,476	2,060	2,270	已付利息	194	269	356	404	250
SG&A	(3,696)	(3,755)	(3,589)	(4,078)	(4,763)	已付税款	(1,371)	(2,197)	(4,366)	(3,552)	(4,026)
研发开支	(1,441)	(1,239)	(1,124)	(1,278)	(1,492)	其他	(748)	109	(4,855)	(440)	(560)
持作出售资产减值亏损	0	(948)	(121)	0	0	经营业务现金净额	12,641	11,987	16,123	18,934	18,141
其他	(358)	(560)	(638)	(300)	(300)	资本开支	(5,519)	(4,011)	(5,909)	(5,166)	(3,017)
经营溢利	13,191	11,465	23,931	19,562	22,007	其他	(1,298)	(1,087)	6,495	933	1,330
财务成本	(194)	(269)	(356)	(404)	(250)	投资活动现金净额	(6,817)	(5,098)	585	(4,233)	(1,686)
联合合营损益	(68)	245	340	300	300	净新增借款	255	(202)	0	0	0
除税前利润	12,930	11,441	23,916	19,458	22,058	股息分派	(2,649)	(2,882)	(4,849)	(4,213)	(4,700)
所得税开支	(2,132)	(1,972)	(4,366)	(3,552)	(4,026)	其他	(1,545)	(749)	2,707	0	0
年度利润	10,798	9,469	19,550	15,906	18,031	融资活动现金净额	(3,939)	(3,833)	(2,142)	(4,213)	(4,700)
非控股权益	108	116	400	240	280	年初现金	7,984	10,001	13,445	28,010	38,498
股东净利润	10,690	9,353	19,151	15,667	17,752	现金增加净额	1,885	3,056	14,566	10,488	11,754
Non IFRS 经调整净利	10,854	10,583	14,957	16,307	18,517	汇率变动影响净额	132	388	0	0	0
EBIT	13,123	11,710	24,272	19,862	22,307	年末现金	10,001	13,445	28,010	38,498	50,252
EBITDA	15,635	14,723	27,285	23,214	25,942						
资产负债表					重要指标						
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	30,422	38,690	55,794	67,241	83,246	增长率 (%)		0			
存货	2,886	3,532	3,523	4,353	5,054	收入	2.6	(2.7)	15.8	13.6	16.8
合约成本	696	912	912	912	912	毛利	12.9	(2.2)	24.4	16.2	13.5
生物资产	1,155	955	955	955	955	经营溢利	20.4	(13.1)	108.7	(18.3)	12.5
应收账款	9,373	9,644	12,144	12,235	15,745	股东净利润	17.4	(12.5)	104.8	(18.2)	13.3
现金	13,762	18,300	32,876	43,364	55,118	经调整 Non IFRS 净利	15.5	-2.5	41.3	9.0	13.6
其他流动资产	2,551	5,347	5,383	5,422	5,462	盈利能力 (%)					
非流动资产	43,247	41,636	43,193	45,013	44,400	毛利率	40.6	40.8	43.8	44.8	43.6
物业厂房及设备	25,844	25,268	27,032	29,035	28,585	经营利率	32.7	29.2	52.6	37.9	36.5
商誉	1,821	972	972	972	972	净利润率	26.5	23.8	42.1	30.3	29.4
其他无形资产	907	601	601	601	601	经调整 Non IFRS 净利率	26.9	27.0	32.9	31.6	30.7
生物资产	1,012	1,063	1,063	1,063	1,063	EBIT 利润率	32.5	29.8	53.4	38.4	37.0
使用权资产	2,348	1,875	1,668	1,485	1,322	EBITDA 利润率	38.8	37.5	60.0	44.9	43.0
其他非流动资产	11,314	11,857	11,857	11,857	11,857	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
总资产	73,669	80,326	98,987	112,254	127,646						
流动负债	14,756	16,226	16,774	17,408	18,404	其他					
应付账款	7,334	7,026	7,243	7,442	8,046	ROAE (%)	21.0	16.4	28.4	19.0	18.5
借款	3,722	1,279	1,279	1,279	1,279	ROAA (%)	15.5	12.1	21.4	14.8	14.8
合约负债	1,955	2,251	2,583	3,017	3,409	存货周转率 (天)	52.1	50.4	50.4	50.4	50.4
其他流动负债	1,746	5,671	5,670	5,670	5,670	应收帐周转率 (天)	61.9	73.0	73.0	73.0	73.0
非流动负债	3,396	5,014	5,014	5,014	5,014	应付帐周转率 (天)	24.9	26.5	26.5	26.5	26.5
借款	687	2,960	2,960	2,960	2,960						
其他非流动负债	2,709	2,055	2,055	2,055	2,055						
总负债	18,152	21,240	21,788	22,422	23,418						
股本	2,969	2,888	2,877	2,877	2,877						
储备	52,154	55,745	73,469	85,863	99,979						
股东权益	55,122	58,633	76,346	88,740	102,856						
非控股权益	395	453	853	1,092	1,372						
总权益	55,517	59,086	77,199	89,832	104,228						
净现金 (净负债)	9,354	14,062	28,638	39,125	50,880						

注: Non-IFRS 经调整净利润剔除股权激励开支、可转换债券发行成本、可转换债券衍生金融工具部分的公允价值亏损、汇兑损益、并购所得无形资产摊销、非金融资产减值及处置损失、出售与重组相关成本、股东现金捐赠用于人才激励和保留的费用

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

药明康德 (2359 HK) 股价表现及评级时间表 (单位: 港元)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

序号	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024 年 8 月 1 日	HK\$32.05	中性 (维持)	HK\$34.00
2	2024 年 10 月 31 日	HK\$51.70	中性 (维持)	HK\$48.00
3	2025 年 3 月 19 日	HK\$72.35	增持 (上调)	HK\$79.50
4	2025 年 4 月 30 日	HK\$60.65	买入 (上调)	HK\$80.30
5	2025 年 7 月 14 日	HK\$88.15	增持 (下调)	HK\$98.20
6	2025 年 7 月 29 日	HK\$100.40	买入 (上调)	HK\$121.00
7	2026 年 1 月 14 日	HK\$120.00	买入 (维持)	HK\$145.10

来源: 彭博, 中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 19 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805