

医药	收盘价 港元 70.85	目标价 港元 91.00个	潜在涨幅 +28.4%
----	-----------------	------------------	----------------

2026年1月19日

药明合联 (2268 HK)

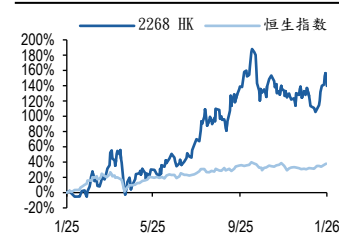
2025年高增长，技术产能升级+外延并购推动长期能见度，上调目标价

- 下游高景气度+利润率改善驱动2025年高增长：**公司发布2025年正面盈利预告：1) 收入同比增长45%以上，得益于订单高速增长以及无锡DP3的投产；2) 毛利大幅增长70%以上，产能利用率和生产效率的提升、有效的成本控制持续推动利润率改善；3) 扣除利息收入经调整净利润增长45%以上，剔除汇率变动后增速在65%以上。订单表现同样亮眼：2025年内公司共新签70个综合CMC项目（超一半为新机制/新适应症），包括22个“赢得分子”战略下获得的项目以及10个新PPQ项目。年末综合CMC项目数达到252个，在全球XDC/XDC CRDMO赛道中位居第一。
- 技术+产能共同确保长期繁荣：**公司在JPM大会上公布了长期发展战略和业绩目标：1) 2025-30年收入CAGR达到30-35%；2) 到2030年，CMO业务与XDC分子项目对整体收入的贡献均超过20%。实现这一目标的主要驱动力来自：1) 技术进步，包括升级版的WuXi DARx技术（同质化DAR值，赋能双载荷ADC分子发现）、稳定性更强的X-LinC接头技术、基于拓扑异构酶抑制剂的WuXiTecan-1/WuXiTecan-2载荷连接子等。2) 自有产能建设，无锡六条产线满产运行的基础上，DP5和DP6有望于2027年末/2028年初建成，江阴产能已启动建设；新加坡的DS和DP产能则将于2026年正式投用。管理层预计2026-29年资本开支将合计达70亿元人民币。3) CMO业务即将迎来订单爆发期，预计2026-28年获批BLA项目数量将逐年增加，总计将有15-20个项目进入商业化生产阶段。
- 外延扩张加速：**公司近期宣布将以4港元/股的价格要约收购东曜药业至少60%的股权，最高对价31亿港元（假设股权和期权要约100%获接纳）。东曜在苏州拥有5个原液车间（2个抗体、3个ADC）和3个ADC制剂车间，ADC原液和制剂年产能分别达到960公斤/800万瓶。这是公司继2025年8月收购合肥多肽偶联产能之后再次收购XDC领域产能，有助于进一步强化公司竞争力及其在全球XDC CRDMO赛道中的头部地位。
- 上调目标价：**根据公司2025年业绩预告、更进取的产能扩张计划和管理层最新指引，我们上调公司2026-27年净利润预测2-3%、提高2027年以后的盈利及资本开支预测。我们上调DCF目标价至91港元，维持买入评级及CXO行业首推，看好高景气度赛道龙头的长期高成长确定性。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	85.10
52周低位 (港元)	27.90
市值 (百万港元)	88,933.75
日均成交量 (百万)	6.25
年初至今变化 (%)	16.63
200天平均价 (港元)	64.59

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	2,124	4,052	6,034	8,498	11,399
同比增长 (%)	114.4	90.8	48.9	40.8	34.1
净利润 (百万人民币)	284	1,070	1,502	2,394	3,366
每股盈利 (人民币)	0.28	0.89	1.25	2.00	2.81
同比增长 (%)	56.9	222.0	40.4	59.4	40.6
市盈率 (倍)	228.4	70.9	50.5	31.7	22.5
每股账面净值 (人民币)	5.33	5.54	8.98	11.08	14.01
市账率 (倍)	11.87	11.43	7.05	5.71	4.52

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：药明合联：财务预测变动

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	6,034	5,902	2%	8,498	8,316	2%	11,399	10,979	4%
毛利润	2,118	2,071	2%	3,152	3,085	2%	4,456	4,292	4%
毛利率	35.1%	35.1%	0.0ppt	37.1%	37.1%	0.0ppt	39.1%	39.1%	0.0ppt
经调整归母净利润	1,617	1,715	-6%	2,521	2,474	2%	3,505	3,389	3%
经调整归母净利率	26.8%	29.1%	-2.3ppts	29.7%	29.7%	-0.1ppt	30.8%	30.9%	-0.1ppt

资料来源：交银国际预测

图表 2：药明合联：DCF 估值模型

人民币百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	6,034	8,498	11,399	14,808	18,774	22,809	26,175	29,006	31,812	34,686	37,394
EBIT	1,756	2,794	3,924	5,298	6,900	8,632	10,085	11,258	12,443	13,657	14,787
减：所得税	(263)	(419)	(589)	(795)	(1,035)	(1,295)	(1,513)	(1,689)	(1,866)	(2,048)	(2,218)
加：折旧摊销	342	452	609	761	898	997	1,015	1,036	1,059	1,089	1,125
减：资本性支出	(1,219)	(1,700)	(1,824)	(1,851)	(1,690)	(1,140)	(1,178)	(1,218)	(1,304)	(1,370)	(1,421)
减：运营资本变动	(760)	(818)	(863)	(737)	(930)	(792)	(893)	(838)	(889)	(934)	(1,008)
自由现金流	(144)	309	1,258	2,676	4,144	6,402	7,517	8,549	9,441	10,393	11,264
永续增长率	3%										
自由现金流现值	34,070										
终值现值	61,847										
企业价值	95,917										
净现金	7,921										
少数股东权益	-										
股权价值 (百万人民币)	103,838										
股权价值 (百万港元)	114,222										
股份数量 (百万)	1,255										
每股价值 (港元)	91.00										

WACC	
无风险利率	4.5%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	1.10
股权成本	13.3%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	30%
有效税率	15.0%
WACC	10.6%

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3：药明合联 (2268 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

2026 年 1 月 19 日

药明合联 (2268 HK)

图表 4：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	97.80	136.00	39.1%	2026 年 01 月 13 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	买入	10.20	13.00	27.4%	2025 年 12 月 10 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	26.48	39.50	49.2%	2025 年 11 月 27 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	22.11	72.00	225.7%	2025 年 11 月 17 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	202.80	231.00	13.9%	2025 年 11 月 10 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	473.80	549.00	15.9%	2025 年 10 月 22 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	39.92	84.00	110.4%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	89.50	105.00	17.3%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	60.60	78.00	28.7%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	121.00	183.00	51.2%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	4.06	8.80	116.7%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	25.44	37.60	47.8%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	70.85	91.00	28.4%	2026 年 01 月 19 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	14.09	28.75	104.1%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	39.78	34.00	-14.5%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
AZN US	阿斯利康	买入	94.39	93.30	-1.2%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	55.26	33.10	-40.1%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	11.64	16.40	40.9%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	43.00	48.00	11.6%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	6.95	9.10	31.0%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.50	14.00	64.7%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	9.83	7.30	-25.7%	2025 年 11 月 21 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	77.30	69.50	-10.1%	2025 年 10 月 28 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	32.02	40.20	25.5%	2025 年 06 月 19 日	制药
6078 HK	海吉亚医疗	买入	13.67	18.00	31.7%	2025 年 03 月 31 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	31.80	42.00	32.1%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.46	3.30	34.1%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 1 月 16 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,124	4,052	6,034	8,498	11,399
主营业务成本	(1,564)	(2,812)	(3,916)	(5,346)	(6,942)
毛利	560	1,240	2,118	3,152	4,456
销售及管理费用	(139)	(220)	(334)	(454)	(597)
研发费用	(77)	(100)	(119)	(159)	(201)
经营利润	344	920	1,665	2,540	3,658
财务成本净额	(1)	(3)	(10)	(10)	(10)
其他非经营净收入/费用	17	303	91	253	266
税前利润	360	1,220	1,747	2,784	3,915
税费	(76)	(150)	(245)	(390)	(548)
净利润	284	1,070	1,502	2,394	3,366
作每股收益计算的净利润	284	1,070	1,502	2,394	3,366

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4,048	1,925	4,449	4,906	6,335
应收账款及票据	956	1,800	2,447	3,178	4,018
存货	47	119	454	836	1,142
其他流动资产	149	2,257	3,657	3,657	3,657
总流动资产	5,200	6,101	11,008	12,577	15,152
物业、厂房及设备	1,246	2,725	3,601	4,849	6,064
无形资产	53	45	43	42	40
其他长期资产	236	253	253	253	253
总长期资产	1,535	3,023	3,898	5,144	6,358
总资产	6,735	9,124	14,906	17,721	21,510
短期贷款	0	478	478	478	478
应付账款	915	1,409	1,631	1,926	2,209
其他短期负债	364	580	2,020	2,020	2,020
总流动负债	1,279	2,466	4,129	4,423	4,707
其他长期负债	2	18	18	18	18
总长期负债	2	18	18	18	18
总负债	1,281	2,485	4,147	4,442	4,725
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	5,454	6,639	10,759	13,279	16,784
股东权益	5,454	6,639	10,759	13,279	16,785
总权益	5,454	6,639	10,759	13,279	16,785

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	360	1,220	1,747	2,784	3,915
折旧及摊销	60	110	343	453	610
利息调整	(47)	(185)	0	0	0
税费	(48)	(115)	(245)	(390)	(548)
其他经营活动现金流	9	(313)	(635)	(682)	(714)
经营活动现金流	333	717	1,210	2,166	3,262
资本开支	(539)	(1,505)	(1,219)	(1,700)	(1,824)
其他投资活动现金流	448	(1,825)	(1,400)	0	0
投资活动现金流	(91)	(3,330)	(2,619)	(1,700)	(1,824)
负债净变动	(76)	(2)	0	0	0
权益净变动	3,604	0	2,503	0	0
其他融资活动现金流	(6)	477	1,430	(10)	(10)
融资活动现金流	3,522	475	3,933	(10)	(10)
汇率收益/损失	(51)	15	0	0	0
年初现金	335	4,048	1,925	4,449	4,906
年末现金	4,048	1,925	4,449	4,906	6,335

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.277	0.893	1.253	1.998	2.809
全面摊薄每股收益	0.263	0.830	1.166	1.859	2.613
每股账面值	5.332	5.540	8.977	11.081	14.005
利润率分析(%)					
毛利率	26.3	30.6	35.1	37.1	39.1
EBITDA利润率	17.5	28.3	34.8	38.2	39.8
EBIT利润率	14.7	25.6	29.1	32.9	34.4
净利率	13.4	26.4	24.9	28.2	29.5
盈利能力(%)					
ROA	4.2	11.7	10.1	13.5	15.7
ROE	5.2	16.1	14.0	18.0	20.1
ROIC	5.2	15.0	13.4	17.4	19.5
其他					
流动比率	4.1	2.5	2.7	2.8	3.2
存货周转天数	22.6	40.0	60.0	70.0	70.0
应收账款周转天数	200.0	180.0	160.0	145.0	135.0
应付账款周转天数	250.0	180.0	150.0	130.0	115.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2026年1月19日

药明合联 (2268 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司以及红星冷链（湖南）股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。