

药明康德 (2359 HK, 买入, 目标价: HK\$147.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$147.00 当前股价: HK\$114.10

股价上行/下行空间 +29%

52 周最高/最低价 (HK\$) 124.70/44.30

市值 (US\$mn) 84,297

当前发行数量(百万股) 2,956

三个月平均日交易额 (US\$mn) 77

流通盘占比 (%) 61

主要股东 (%)

香港中央结算 (代理人) 13

公司 G&C IV ltd 5

香港中央结算 (陆股通) 8

按 2026 年 1 月 26 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

评级 买入 买入 N/A

目标价 (HK\$) 147.00 92.00 60%

2025E EPS (RMB) 6.68 3.98 68%

2026E EPS (RMB) 5.86 4.62 27%

2027E EPS (RMB) 7.20 5.64 28%

一体化 CRDMO 模式驱动业绩高质量增长

- 受益于投资收益增加, 2025 年业绩大幅增长。
- 毛利率改善叠加费用管控驱动盈利提升, 整体盈利能力显著增强。
- 维持“买入”评级, 上调 DCF 目标价至 147.00 港币 (WACC 为 8.1%)。

受益于投资收益增加, 2025 年业绩大幅增长: 根据公司 2025 年业绩快报, 公司预计实现营收约 454.56 亿元, 同比增长 15.84%, 其中持续经营业务收入同比增长 21.40%; 公司预计净利润达 191.51 亿元, 同比大幅增长 102.65%, 其中包含出售联营公司股权及业务剥离带来的投资收益。其中, 2025 年扣非净利润同比大幅上升 32.56%, 达到 132.41 亿元, 公司业务复苏态势明显。我们认为, 随着公司不断拓展新能力、建设新产能, 持续优化生产工艺和提高经营效率, 我们上调 2024-2027E 公司收入和净利润增速 CAGR 至 19%/30% (之前分别为 16%/20%)

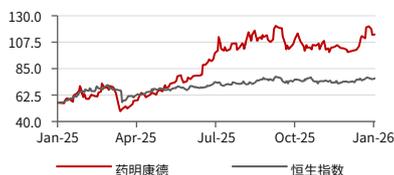
主营业务增长稳健, 盈利质量持续提升: 公司持续投入研发, 通过“一体化、端到端”CRDMO 模式强化竞争优势, 为长期增长奠定基础。我们认为公司业绩增长的核心驱动因素显著: 1) Tides (寡核苷酸与多肽) 业务在减重药物等需求驱动下实现爆发式增长, 带动化学板块收入显著提升; 2) 全球研发外包需求持续旺盛, 公司海外业务保持强劲增长态势; 3) 运营效率持续改善, 费用控制成效显著。根据公司 3Q25 报告, 公司毛利率为 46.62% (同比提升 6ppts), 公司毛利率提升主要得益于运营效率优化和高价值业务占比提高。根据公司 3Q25 报告, 公司的期间费用率为 10.48% (同比下降 1.46ppts)。我们将公司 2025E-2027E 的毛利率提升至 44.7%/46.6%/47.3% (与之前预测相比分别提高 2ppts/5ppts/5ppts)。

2026 年业务展望积极, 增长动能充足: 分业务看, 基于公司在手订单充足和全球化布局的深化, 我们预计公司 2026/2027 年业绩将保持稳健增长。我们将 2025E-2027E 年化学业务收入预测和测试业务收入预测分别上调至 351.5 亿元/435.9 亿元/523.1 亿元和 65.2 亿元/75.0 亿元/86.2 亿元 (分别比之前的预测调整了 5%/11%/11 和 5%/7%/7%)。

维持“买入”评级, 目标价上调至 HK\$147.00 (之前为 HK\$92.00): 公司持续聚焦独特的 CRDMO 商业模式, 紧抓全球新药研发外包需求, 我们看好其长期发展潜力。基于 DCF 估值法 (假设 WACC 为 8.1%, 永续增长率为 2%), 推导出目标价 147.00 港元, 对应 2026 年 P/E 为 23x。

风险提示: 1) CDMO 的利用率低于预期; 2) 人才瓶颈; 3) 外汇风险; 4) 中美冲突可能持续升级。

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

2025E 2026E

营收 (RMBmn) 43,587 (+4%) 48,892 (+14%)

EPS (RMB) 3.76 (+78%) 4.26 (+38%)

注: 所示市场预测来源于 Wind, 正差幅 = 华兴预测高于

市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	40,341	39,241	45,381	55,498	66,133
毛利润 (RMBmn)	16,612	16,277	20,270	25,846	31,310
归母净利润 (RMBmn)	9,607	9,450	19,295	16,922	20,794
每股收益 (RMB)	3.24	3.27	6.68	5.86	7.20
市盈率 (x)	23.6	12.6	11.6	18.0	14.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得, 华兴证券预测

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

盈利预测调整

根据公司 2025 年业绩快报，我们将公司 2025E-27E 年营业收入预期上调 5%/9%/9%。收入方面，我们认为，2025 年收入增长的主要驱动因素在于核心化学业务表现强劲，特别是 TIDES（寡核苷酸与多肽）板块延续高速增长态势（1H25，TIDES 业务收入同比大幅增长 141.6%）。

盈利预测方面，我们将公司 2025-27 年净利润预期上调了 68%/27%/28%。3Q25，公司毛利率同比提升 6.0 个百分点，显示运营效率优化与高价值业务占比提升带来的盈利改善趋势明确。同时，公司的销售与管理费用率得到有效控制，为利润增长释放了空间。

分业务看：

1) 化学业务：基于 TIDES（寡核苷酸与多肽）业务的超预期表现，我们将 2025E-2027E 年化学业务收入预测分别上调 5%/11%/11%。我们预计，在减重药物等前沿需求持续驱动下，该业务有望延续高速增长，成为公司营收增长的核心引擎。

2) 测试业务：我们将 2025E-2027E 年测试业务收入预测分别上调 5%/7%/7%。该板块增长稳健，与公司一体化平台协同效应显著。我们预计，随着研发外包需求持续以及公司实验室运营效率的不断提升，测试业务将保持稳定健康的成长态势。

3) 生物学业务：我们维持对生物学业务 2025E-2027E 年的收入预测不变。该业务作为公司早期研发服务的重要组成，需求稳定，预计将伴随全球研发投入趋势实现同步稳健增长。

图表 1：药明康德-25E-27E 年核心预测修正

RMB (百万元)	新			旧			变化%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收	45,381	55,498	66,133	43,354	50,819	60,544	5%	9%	9%
毛利	20,270	25,846	31,310	18,940	22,491	27,379	7%	15%	14%
归母净利润	19,295	16,922	20,794	11,501	13,336	16,276	68%	27%	28%
EPS (元)	6.68	5.86	7.20	3.98	4.62	6	68%	27%	28%

资料来源：华兴证券预测

图表 1：药明康德-25E-27E 年分部营收预测更新

RMB (百万元)	新			旧			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	45,381	55,498	66,133	43,354	50,819	60,544	5%	9%	9%
化学业务	35,153	43,590	52,308	33,410	39,424	47,309	5%	11%	11%
测试业务	6,521	7,500	8,624	6,238	6,986	8,034	5%	7%	7%
生物学业务	2,926	3,511	4,213	2,926	3,511	4,213	0%	0%	0%
其他	781	898	988	781	898	988	0%	0%	0%
毛利率	44.7%	46.6%	47.3%	43.7%	44.3%	45.2%	2%	5%	5%

资料来源：华兴证券预测

重申买入评级，上调 DCF 目标价至 147.00 港币

我们采用两阶段 DCF 估值法，第一阶段为 2025 年至 2028 年，第二阶段以 2029 年开始作为永续期。我们最新的 WACC 为 8.1%（之前为 9.1%），WACC 的核心假设为：无风险利率为 2.3%（之前为 2.9%）；股权风险溢价为 7.0%；贝塔系数为 1.00（之前为 1.10）；债务成本为 4.7%；边际税率为 25%；债务资本比率为 20.5%。我们将公司永续增长率维持在 2.0%。

由于我们上调了 2025-27E 年盈利预测，我们的最新目标价 HK\$147.00 元相对于 1 月 26 日的收盘价 HK\$114.10 元蕴含约 29% 的上行空间。我们的目标价对应 2026 年 P/E 为 23x，低于行业可比公司平均值的 29x。鉴于药明康德的领先行业地位以及 TIDES 业务的增长前景，我们认为公司估值仍有一定的上升空间。

图表 3：药明康德- DCF 估值表

百万元，除每股外	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
税前利润	2,581	2,337	3,369	6,016	10,619	11,832	11,540	23,562	20,664	25,391	29,905
财务费用	56	24	520	84	248	-338	-787	241	277	284	274
EBIT	2,637	2,361	3,889	6,100	10,866	11,494	10,753	23,803	20,940	25,675	30,180
EBIT*(1-t)	2,390	1,935	3,506	5,220	9,151	9,362	8,781	19,776	17,409	21,336	25,069
固定资产折旧	501	620	738	959	1,351	1,902	2,372	2,856	3,404	4,041	4,664
无形资产摊销	149	193	220	312	367	386	396	317	328	341	354
营运资本变动	-835	-524	-572	-1,208	-253	128	-970	1,411	-777	-330	53
资本开支	-2,249	-2,532	-3,031	-6,936	-9,966	-5,517	-4,003	-6,807	-8,325	-6,613	-6,060
自由现金流	-44	-306	862	-1,653	650	6,261	6,576	17,554	12,039	18,775	24,080
贴现因子								-	1	2	3
自由现金流现值								17,554	11,135	16,062	19,054

估值简介	截至2026年底
自由现金流现值 (2026-28E)	63,805
永续现金流现值	317,771
企业价值	381,576
(-) 净负债	-10,074
(-) 少数股东权益	453
股权价值	391,197
总股本 (百万)	2,888
目标价 (港币)	HKD147.00
港股最新收盘价	HKD114.10
上行/(下行)空间 %	29%
2026年EPS	5.86
目标价对应P/E	23

WACC计算	
无风险利率	2.3%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	1.00
权益成本	9.3%
债务成本	4.7%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.5%
债务/总资本比例	20.5%
WACC	8.1%
永续增长率	2.0%
港币/人民币 汇率	0.92

目标价 (港币)	敏感性分析对应永续增长率 和 WACC				
	6.1%	7.1%	8.1%	9.1%	10.1%
1.50%	195.80	161.71	137.98	120.51	107.11
1.75%	205.86	168.31	142.61	123.91	109.71
2.00%	217.14	175.55	147.00	127.56	112.48
2.25%	229.89	183.53	153.04	131.47	115.42
2.50%	244.41	192.39	158.96	135.69	118.55

资料来源：Wind、华兴证券预测

图表 2：药明康德- 可比公司估值分析

名称	代码	市值 (百万元)	评级	目标价	收盘价	EPS (元)					PE		
						2026/1/26	2024A/E	2025E	2026E	2027E	2024A/E	2025E	2026E
药明生物*	2269.HK	157,985	买入	HK\$33.40	HK\$38.22	0.78	0.87	1.03	1.20	45	41	34	29
泰格医药*	300347 CH	50,723	买入	RMB79.25	RMB58.91	0.47	1.56	2.04	2.90	125	38	29	20
凯莱英	002821 CH	36,539	NC	N/A	RMB101.33	2.58	3.15	3.71	4.42	39	32	27	23
康龙化成	300759 CH	56,403	NC	N/A	RMB30.71	1.01	0.95	1.16	1.40	30	32	26	22
平均值										60	36	29	24
药明康德*	2359.HK	340,745	买入	HK\$147.00	HK\$114.20	3.28	6.68	5.86	7.20	32	16	18	15

注：带*公司 EPS 为华兴证券预测，其他公司的 EPS 预测来自于 Wind 一致性预期。

资料来源：Wind、华兴证券预测

风险提示

- **CDMO 的利用率低于预期。**公司正在不断加大资本开支投入，修建 CDMO 设施扩大产能。利用率如果低于预期可能影响到公司的盈利能力。
- **人才瓶颈。**有经验的专业人员是 CRDMO 公司最重要的资产之一，影响能够取得优质结果及能否实施新的合约。此外，主要员工掌握先进的科学知识和项目管理经验，两者无法剥离。有经验的员工如果流失可能会影响公司的业绩。
- **外汇风险。**外汇的不利变动可能会对公司财务业绩产生不利影响。公司大部分收入以美元入账，而成本以人民币计量。
- **中美冲突可能持续升级：**中美地缘政治冲突的升级可能会给药明康德等在美国拥有核心原材料、技术和市场的中国制药企业带来难以预见的风险。药明康德有大量的收入来自美国。如果未来地缘政治冲突进一步加剧，药明康德的收入可能会受到负面影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
化学业务	29,052	35,153	43,590	52,308
测试业务	5,671	6,521	7,500	8,624
生物学业务	2,544	2,926	3,511	4,213
其他收入	1,974	781	898	988
营业收入	39,241	45,381	55,498	66,133
营业成本	(22,965)	(25,111)	(29,653)	(34,824)
毛利润	16,277	20,270	25,846	31,310
管理及销售费用	(4,863)	(4,638)	(5,716)	(6,878)
其中: 研发支出	(1,239)	(1,135)	(1,443)	(1,786)
其中: 市场营销支出	(745)	(781)	(888)	(992)
其中: 管理支出	(2,879)	(2,723)	(3,385)	(4,100)
息税前利润	10,753	23,803	20,940	25,675
息税折旧及摊销前利润	13,522	26,976	24,672	30,057
利息收入	41	55	38	50
利息支出	(280)	(296)	(315)	(333)
税前利润	11,540	23,562	20,664	25,391
所得税	(1,972)	(4,027)	(3,531)	(4,339)
净利润	9,450	19,295	16,922	20,794
基本每股收益 (RMB)	3.27	6.68	5.86	7.20
稀释每股调整收益 (RMB)	3.27	6.68	5.86	7.20

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	38,690	32,795	39,021	49,431
货币资金	18,322	12,665	16,577	24,960
应收账款	8,044	7,857	9,123	9,965
存货	5,400	5,294	6,251	7,341
其他流动资产	6,924	6,979	7,069	7,164
非流动资产	41,636	48,233	52,827	55,058
固定资产	18,784	22,837	26,076	28,532
无形资产	1,575	1,794	1,777	1,744
商誉	2,936	1,821	1,821	1,821
其他	6,598	10,039	11,411	11,218
资产	80,326	81,028	91,847	104,489
流动负债	16,226	20,250	22,067	23,987
短期借款	1,243	4,094	4,374	4,596
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,764	1,749	2,065	2,425
长期借款	3,506	1,993	2,130	2,238
非流动负债	986	(15,019)	(14,702)	(17,540)
负债	21,240	7,747	10,017	9,207
股份	2,888	2,888	2,888	2,888
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	1,357	1,357	1,357	1,357
归属于母公司所有者权益	59,086	73,281	81,830	95,282
少数股东权益	453	453	453	453
负债及所有者权益	80,326	81,028	91,847	104,489

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	9,450	19,295	16,922	20,794
折旧摊销	2,769	3,173	3,731	4,382
利息 (收入) / 支出	(1,032)	(5,259)	(723)	(1,216)
其他非现金科目	1,429	(3,000)	(200)	(200)
其他	761	(1,562)	210	258
营运资本变动	(970)	1,411	(777)	(330)
经营活动产生的现金流量	12,407	14,059	19,164	23,688
资本支出	(5,886)	(6,807)	(8,325)	(6,613)
收购及投资	(2,013)	0	0	0
处置固定资产及投资	(3,506)	(6,807)	(8,325)	(6,613)
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(5,518)	(6,807)	(8,325)	(6,613)
股利支出	3,085	8,372	7,342	9,022
债务筹集 (偿还)	(202)	340	416	331
发行 (回购) 股份	196	0	0	0
其他	(6,912)	(16,744)	(14,685)	(18,045)
筹资活动产生的现金流量	(3,832)	(8,032)	(6,926)	(8,692)
现金及现金等价物净增加额	3,444	(780)	3,913	8,383
自由现金流	6,576	17,554	12,039	18,775

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
化学业务 营收YoY%	(0.4)	21.0	24.0	20.0
测试业务 营收YoY%	(13.3)	15.0	15.0	15.0
生物学业务 营收YoY%	(0.3)	15.0	20.0	20.0
其他 营收YoY%	1,485.2	20.0	15.0	10.0

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	(2.7)	15.6	22.3	19.2
毛利润	(2.0)	24.5	27.5	21.1
息税折旧及摊销前利润	(1.9)	99.5	(8.5)	21.8
净利润	(1.6)	104.2	(12.3)	22.9
稀释每股调整收益	1.1	104.2	(12.3)	22.9
调整后稀释每股调整收益	1.1	104.2	(12.3)	22.9
盈利率 (%)				
毛利率	41.5	44.7	46.6	47.3
息税折旧摊销前利润率	34.5	59.4	44.5	45.4
息税前利润率	27.4	52.5	37.7	38.8
净利率	24.1	42.5	30.5	31.4
净资产收益率	16.0	26.3	20.7	21.8
总资产收益率	11.8	23.8	18.4	19.9
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.4	1.6	1.8	2.1
速动比率	2.1	1.4	1.5	1.8
估值比率 (x)				
市盈率	12.6	11.6	18.0	14.6
市净率	2.0	3.1	3.7	3.2
市销率	7.9	6.9	5.6	4.7

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。