

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。



中信证券
CITIC SECURITIES

CSIWM 个股点评

2026年1月13日

药明生物

2269 HK

本文内容由 Kylie Kwok (郭凯欣) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

中国医疗保健行业

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

2026年增长再加速

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在2026年1月12日发布的题为《Reacceleration in 2026》的报告，分析预计药明生物（WuXi Biologics）将在2026年超越生物制剂CDMO同业表现，其主要受三大催化因素驱动。首先，双抗/多抗主导项目的增长动能将推动收入增速在2026年重新加快。其次，2025年强劲的项目承接量（净新增128个项目）超出市场一致预期，相较2025年，其在2026年实现更快增长奠定基础。最后，地缘政治带来的估值压制因素消退，其折价影响在2026年将较2024-2025年显著减弱。药明生物预计2026年增速将快于2025年。

未达市场一致预期：非XDC业务预计将在2026年加速

药明合联（WuXi XDC）是2023-2025年药明生物的主要增长引擎，这促使投资者日益将其视为更明确的2025年增长指标。中信里昂与市场的不同观点在于，药明生物的非XDC业务将在2026年重新加速，使公司回归多引擎增长轨道。这一判断基于双/多抗项目收入贡献的提升，以及爱尔兰产能持续爬坡对2026年收入的增量贡献。分析指出，其爱尔兰工厂预计将在2026年实现盈利，而相比之下在2025年下半年仍为盈亏平衡。

项目承接超预期；双/多抗项目结构优化带来利润率利好

2025年项目承接量超预期新增128个，主要得益于药明生物在双/多抗（BMS）业务的明显优势。结果显示，双/多抗和药明合联将成为2026-2027财年增长支柱。2025年双/多抗项目增速快于公司整体（项目数同比增长30% vs 整体16%），并实现快速规模扩张（同比大于120%；占2025年销售额约20%）。向复杂双/多抗项目优化的业务结构是可信的利润率利好因素。

催化因素

(1) 双/多抗主导项目的增长动能，将推动公司2026年收入重新加速；(2) 2025年项目承接量超预期（净新增128个项目，超越市场一致预期），为2026年较2025年实现更快增长奠定基础；(3) 地缘政治带来的估值压制因素消退，其折价影响在2026年将较2024-25年显著减弱。

投资风险

主要风险可能包括：1) 药明生物被列入1260H清单，2) 2026年生物科技融资改善及爱尔兰工厂爬坡慢于预期，3) 美国医药行业政策不确定性。

公司概况

药明生物是全球领先的合同研究、开发与生产组织（CRDMO），提供端到端解决方案助力合作伙伴从概念到商业化阶段开发生物制剂，造福全球患者。

收入按产品分类		收入按地区分类	
生物制剂	88.8%	中东及非洲	0.0%
药明合联	11.2%	美洲	47.4%
		欧洲	30.2%
		亚洲	22.4%

资料来源: 中信里昂

股票信息

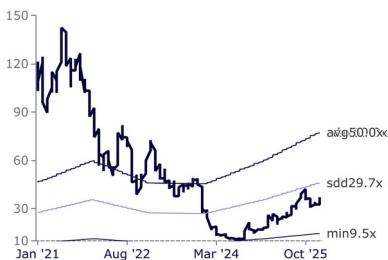


股价(@ 2026年1月9日): 37.06 港元
12个月最高/最低价: 42.18 港元/16.9 港元
市值: 196.50 亿美元
3个月日均成交额: 138.43 百万美元

市场共识目标价 (路孚特): 39.69 港元
主要股东:
 李革博士及其他财务投资者 12.53%
 贝莱德 5.03%

资料来源：彭博, 路孚特

市盈率区间



资料来源：彭博

市净率区间



资料来源：彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (icc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F
凯莱英	002821 CH	52.6	103.97	39.5	32.2	27.2	2.2	2.2	2.3	3.7	4.6	5.4	5.5	6.9	8.3
康龙化成	300759 CH	75.6	31.59	31.5	33.7	25.8	4.1	3.7	3.2	0.6	0.6	0.8	13.7	11.5	13.4

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 1 月 9 日的收盘价。Icc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“CSI”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“CSI 集团”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。