

药明生物 (2269 HK, 买入, 目标价: HK\$54.23)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$54.23 当前股价: HK\$37.68

股价上行/下行空间 +44%

52周最高/最低价 (HK\$) 42.60/16.20

市值 (US\$mn) 5,923

当前发行数量(百万股) 1,228

三个月平均日交易额 (US\$mn) 156

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

WuXi Biologics Holdings 14

BlackRock 5

陈智胜 0

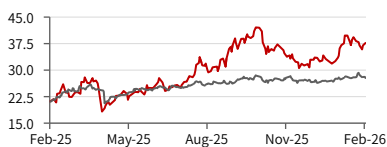
按 2026 年 2 月 6 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	54.23	33.40	62%
2025E EPS (RMB)	0.87	0.87	0%
2026E EPS (RMB)	1.03	1.03	0%
2027E EPS (RMB)	1.20	1.20	0%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	20,546 (+3%)	23,379 (+8%)
EPS (RMB)	0.92 (-6%)	1.08 (-5%)

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。

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

业绩修复与平台化能力强化推动经营表现持续提升

- 2025 年公司业绩持续修复, 2026 年收入与盈利有望延续稳健增长;
- 项目数量与结构同步优化, 平台化能力增强带动高价值分子项目增加;
- 维持“买入”评级, 上调 DCF 目标价至 HK\$54.23 (WACC 为 7.9%)。

2025 年业绩增速恢复, 平台型增长动能加速释放: 根据公司近期参加第 44 届摩根大通医疗健康年会报告, 2025 年公司预计收入和利润保持双增长, 公司进一步推动全球网络扩张和推动数字化转型。展望 2026 年, 公司业务增长趋势有望持续, 在强劲的研究服务业务、领先的平台认可度、药物开发项目持续放量以及生产端 PPQs、新药获批与在产项目爬坡等多重因素推动下, 收入与盈利能力有望延续加速增长态势。我们预计, 公司 25E-27E 收入和利润将保持上升趋势, 分别为 13.4%/18.9%/18.4%和 10.7%/18.6%/16.7%。

项目数量持续增长, 结构升级夯实发展基础: 根据公司 JPM 会议报告, 2025 年公司新增 209 个综合项目, 综合项目总数达 945 个, 其中约三分之二为双多抗及 ADC 等复杂分子, 并包含 6 个临床 III 期项目, 项目质量与后期属性同步提升。公司表示双多抗成为公司增速最快、盈利能力最强的分子类型, 贡献近 20% 的收入, 同比增长超过 120%。截至 2025 年底, 公司拥有 74 个临床 III 期项目及 25 个商业化生产项目, 为未来收入放量提供支撑。生产端方面, 公司 2025 年转入 23 个外部项目, 其中包括 6 个 III 期及商业化项目, 项目结构持续优化; 同时, 公司 2025 年完成 28 个 PPQ 项目, 同比增长 75%, 2026 年已排程 34 个, PPQ 生产成功率超过 99%, 商业化交付能力持续验证。

全球布局持续推进, 跨区域协同能力不断增强: 根据公司 JPM 会议报告, 2025 年新签项目中约半数来自美国, 公司持续推进美国、新加坡及卡塔尔等战略枢纽建设, 形成覆盖全球化 CRDMO 服务网络。其中, 公司持续加大美国战略投资力度, 在麻省塞州伍斯特布局 36,000L 原液产能, 预计于 2028 年投用; 同时在新泽西州克兰伯里布局约 5,400L 原液产能及约 89,000 平方英尺的工艺开发设施。

维持“买入”评级, 目标价上调至 HK\$54.23 (之前为 HK\$33.40): 对应 49 倍的 2026 年 P/E, 略高于行业可比公司的 30 倍均值。我们看好公司未来发展前景, 我们认为公司估值仍有一定的上升空间。

风险提示: 1) 生物制药行业研发支出放缓; 2) CMO 利用率降低; 3) 雇佣受限; 4) 中美潜在冲突升级。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	17,034	18,675	21,176	25,175	29,813
毛利润 (RMBmn)	6,828	7,651	8,616	10,120	11,702
归母净利润 (RMBmn)	3,400	3,356	3,714	4,404	5,139
每股收益 (RMB)	0.78	0.78	0.87	1.03	1.20
市盈率 (x)	55.0	18.1	29.7	33.4	28.6

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

估值

维持买入评级，上调 DCF 目标价至 54.23 港币（之前为 33.40 港币）

我们采用两阶段 DCF 估值法，第一阶段为 2026 年至 2030 年，第二阶段以 2031 年开始作为永续期。我们最新的 WACC 为 7.9%（之前为 8.3%），WACC 的核心假设为：贝塔系数 1.00、无风险利率为 2.5%（之前为 3.0%）、股权风险溢价为 7.0%、债务成本为 4.5%、边际税率为 25%、债务/总资本比率为 25.5%。考虑到公司核心业务在进入稳定期后的长期发展前景，我们将永续增长率调整为 5%（之前为 3%）。

我们的最新目标价 54.23 元相对于 2 月 6 日的收盘价 37.68 元蕴含约 44% 的上行空间。我们的目标价对应 2026 年 P/E 为 49x，略高于行业可比公司平均值的 30x。鉴于药明生物在行业中的领先地位、全面一体化 CRDMO 平台的持续推进，以及“跟随并赢得分子”战略的逐步落地，我们认为公司具备长期增长潜力，维持买入评级。

图表 1：药明生物—DCF 估值表

百万元，除每股外	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	1,966	3,993	5,358	4,174	4,834	5,137	6,091	7,108	8,563	10,099	11,998
财务费用	75	39	64	158	158	-2	-14	-14	-14	-14	-14
EBIT	2,041	4,032	5,422	4,332	4,992	5,134	6,077	7,094	8,549	10,086	11,984
EBIT*(1-t)	1,768	3,548	4,614	3,729	4,103	4,364	5,164	6,028	7,264	8,571	10,185
固定资产折旧	656	1,242	1,907	2,501	2,889	2,744	2,769	2,695	2,628	2,422	2,382
无形资产摊销	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
营运资本变动	-1,084	-1,140	-1,553	-858	113	2,326	-3,368	1,734	-3,210	761	-3,888
股权激励	276	532	1,234	1,274	934	635	755	894	1,081	1,305	1,587
资本开支	-5,476	-6,500	-5,500	-5,500	-5,500	-3,000	-2,000	-2,000	-500	-2,000	-2,000
自由现金流	-3,861	-2,318	702	1,146	2,540	7,069	3,320	9,351	7,263	11,059	8,265
贴现因子	-	-	-	-	-	-	2	3	4	6	7
自由现金流现值						7,069	2,849	7,436	5,351	7,265	4,916

估值简介	2026年底
自由现金流现值 (2026-30E)	34,887
永续现金流现值	175,697
企业价值	210,584
(-) 净负债	-8,592
(-) 少数股东权益	5,084
股权价值	214,093
总股本 (百万)	4,291
目标价 (港币)	HK\$54.23
最新收盘价	HK\$37.68
上行/(下行)空间 %	44%
港币/人民币汇率	0.92

WACC计算	
无风险利率	2.5%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	1.00
权益成本	9.5%
债务成本	4.5%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.4%
债务/总资本比例	25.5%
WACC	7.9%
永续增长率	5.0%

目标价 (港币)	敏感性分析对应永续增长率和WACC				
	6.9%	7.4%	7.9%	8.4%	8.9%
4.5%	66.89	55.59	47.58	41.61	36.99
4.8%	73.54	59.96	50.64	43.86	38.70
5.0%	81.90	65.22	54.23	46.44	40.63
5.3%	92.74	71.70	58.49	49.42	42.82
5.5%	107.35	79.84	63.61	52.92	45.34

2026年EPS	1.03
目标价对应P/E	49

注：2026 年 2 月 6 日收盘价

资料来源：Wind、华兴证券预测

图表 2：药明生物-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 (RMB)				P/E		
					2026/2/6	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
药明康德*	2359.HK	338,060	买入	HK\$147.00	HK\$115.20	3.28	6.68	5.86	7.20	32	16	18	15
泰格医药*	300347 CH	54,847	买入	RMB79.25	RMB65.65	0.47	1.56	2.04	2.90	140	42	32	23
凯莱英	002821 CH	36,990	未覆盖	N/A	RMB102.06	2.58	3.15	3.71	4.42	40	32	28	23
博腾股份	300363 CH	13,053	未覆盖	N/A	RMB23.77	-0.53	0.23	0.51	0.89	NA	105	47	27
康龙化成	300759 CH	55,651	未覆盖	N/A	RMB30.20	1.01	0.95	1.16	1.40	30	32	26	22
平均值										60	45	30	22
药明生物*	2269.HK	155,241	买入	HK\$54.23	HK\$37.68	0.82	0.90	1.07	1.25	42	38	32	27

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

- **生物制药行业研发支出放缓：**药明生物的服务在很大程度上依赖于客户的研发需求。行业研发支出放缓可能会对公司的业务增长能力产生负面影响。
- **CMO 利用率低于预期：**药明生物正建设 CMO 设施以拓展业务。CMO 利用率低于预期可能会损害其盈利能力。
- **雇佣受限：**经验丰富的专业人员是合同研究组织（CRO）最重要的资产之一，因为他们是公司取得高质量成果及执行新项目的关键。因缺乏可用候选人造成的雇佣受限，以及具有关键科学/项目管理知识的资深员工的流失，都可能会损害公司的运营业绩。
- **中美冲突可能持续升级：**我们注意到，中美地缘政治冲突的升级可能会给药明生物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。在 2024 年，药明生物有 57.3% 的收入来自北美（主要是美国）。如果未来地缘政治冲突进一步加剧，药明生物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
IND前服务	7,062	7,956	8,874	9,632
早期（临床I&II期）	3,816	3,991	4,114	4,480
后期（临床III期和CMO）	7,485	8,869	11,773	15,225
其他收入	314	360	414	476
营业收入	18,675	21,176	25,175	29,813
营业成本	(11,025)	(12,560)	(15,055)	(18,111)
毛利润	7,651	8,616	10,120	11,702
管理及销售费用	(2,914)	(3,325)	(3,827)	(4,323)
其中：研发支出	(766)	(889)	(1,032)	(1,193)
其中：市场营销支出	(474)	(529)	(579)	(596)
其中：管理支出	(1,674)	(1,906)	(2,215)	(2,534)
息税前利润	4,737	5,291	6,293	7,379
息税折旧及摊销前利润	8	8	9	10
利息收入	0	158	158	158
利息支出	(158)	(2)	(14)	(14)
税前利润	4,834	5,137	6,091	7,108
所得税	(889)	(771)	(914)	(1,066)
净利润	3,356	3,714	4,404	5,139
基本每股收益 (RMB)	0.78	0.87	1.03	1.20

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	23,573	16,544	24,365	18,513
货币资金	8,279	8,279	8,279	8,279
应收账款	6,241	(145)	7,381	1,195
存货	1,522	1,401	1,697	2,030
其他流动资产	7,532	7,008	7,008	7,008
非流动资产	33,404	40,572	43,136	51,807
固定资产	28,435	28,691	27,922	27,228
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
其他	4,525	11,436	14,770	24,135
资产	56,977	57,116	67,502	70,320
流动负债	8,621	4,258	8,711	4,592
短期借款	184	0	0	0
预收账款	2,435	2,435	2,435	2,435
应付账款	2,778	(1,402)	3,052	(1,067)
长期借款	201	(299)	(299)	(299)
非流动负债	2,580,411	2,580,411	2,580,411	2,580,411
负债	11,500	6,636	11,090	6,971
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	41,819	46,169	51,328	57,362
少数股东权益	3,658	4,311	5,084	5,986
负债及所有者权益	56,978	57,116	67,502	70,320

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	3,356	3,714	4,404	5,139
折旧摊销	2,889	2,744	2,769	2,695
利息（收入）/支出	0	(158)	(158)	(158)
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	2,570	2,056	2,428	2,849
营运资本变动	113	2,326	(3,368)	1,734
经营活动产生的现金流量	8,929	10,681	6,075	12,259
资本支出	(5,500)	(3,000)	(2,000)	(2,000)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	0	158	158	158
投资活动产生的现金流量	(5,500)	(2,842)	(1,842)	(1,842)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	(2,000)	(500)	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(158)	2	14	14
筹资活动产生的现金流量	(2,153)	(498)	14	14
现金及现金等价物净增加额	361	6,571	3,334	9,365
自由现金流	2,540	7,069	3,320	9,351

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
总CRDMO项目数 ¹	817	959	1,116	1,287
临床前	402	482	562	642
临床I&II期	328	368	418	478
临床III期	66	78	93	108
CMO	21	31	43	59

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	9.6	13.4	18.9	18.4
毛利润	12.1	12.6	17.5	15.6
息税折旧及摊销前利润	12.9	5.4	12.8	11.2
净利润	(1.3)	10.7	18.6	16.7
稀释每股调整收益	0.0	10.6	18.6	16.7
盈利率 (%)				
毛利率	41.0	40.7	40.2	39.3
息税折旧摊销前利润率	0.0	0.0	0.0	0.0
息税前利润率	25.4	25.0	25.0	24.8
净利率	18.0	17.5	17.5	17.2
净资产收益率	8.0	8.0	8.6	9.0
总资产收益率	5.9	6.5	6.5	7.3
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.7	3.9	2.8	4.0
速动比率	2.6	3.6	2.6	3.6
估值比率 (x)				
市盈率	18.1	29.7	33.4	28.6
市净率	1.3	2.2	2.6	2.3
市销率	2.3	2.0	1.7	1.4

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%。