



药明生物

2269 HK

中国医疗保健行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

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

2025年下半年盈利超预期

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2月11日发布的题为《2H25 profit beat》的报告，药明生物在2025年下半年业绩收入基本符合预期，但净利润显著超预期，主要得益于毛利率大幅超预期。收入同比增长17%至118亿元，符合市场一致预期。报告期净利润同比增长38%至26亿元，超市场预期。调整后净利润同比增长31%至37亿元，同样显著超预期。2025年下半年公司毛利率跃升至48.8%（相比2024年下半年42.6%，同比增加6.2个百分点）——这是核心正面意外因素及盈利超预期主因。中信里昂认为药明生物的毛利率扩张超预期主要归因于1) 研究收入贡献提升（产品结构优化）；2) 中欧两地产能利用率改善（经营运营杠杆）；3) 药明生物精益运营管理（WBS）持续推广带来的结构性成本节约（执行力+效率提升）。

- **非 XDC (药明合联) 业务 2025 年下半年重拾加速增长**

经历两年市场对其“XDC 主导增长”的投资者质疑后，中信里昂观察到药明生物在2025年下半年出现明确拐点，即增长基础拓宽，核心（非 XDC）业务加速复苏。2025年下半年 XDC 收入增速放缓至同比增长34%（相比于2025年上半年增长62%），而非 XDC 销售额加速至同比增长12%（相比2025年上半年增长5%）——显著的产品结构优化与动能改善。

- **分析观点：增长加速叙事回归——并有望延续至 2026 年**

2025年下半年数据强化了药明生物增长重回加速轨道的判断。分析预计在以下因素支撑下，2026年将延续加速趋势：1) 非 XDC 业务加速；2) 产能利用率提升；3) 高附加值业务规模扩大带来的产品结构利好。

- **行业影响：全球资金或回流中国 CRO/CDMO 板块**

分析指出一个非基本面催化因素正在酝酿：随着中国 CRO/CDMO 企业2025年业绩超预期且2026年前景更趋积极，这种格局可能吸引增量全球资金回流中国，特别是考虑到美国 CRO 同业（如 IQVIA、Medpace）近期给出的2026年指引低于市场预期，引发股价大幅回调。

催化因素

(1) 双/多特异性抗体项目动能，有望推动2026年收入加速增长；(2) 2025年新增项目数超预期（净增128个项目，超年/市场预期），奠定2026年预测增速快于2025年；(3) 地缘政治估值压制因素消退，2026年估值折价影响将小于2024-25年。

投资风险

主要风险包括：1) 被列入 1260H 清单；2) 2026 年生物科技融资改善速度不及预期及爱尔兰工厂爬坡缓慢；3) 美国医药行业不确定性政策。

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开发生物药，惠及全球患者。

收入按产品分类	
生物药	88.8%
XCDC	11.2%

收入按地区分类	
中东及非洲	0.0%
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 2 月 10 日): 40.02 港元
12 个月最高/最低价: 42.18 港元/17.82 港元
市值: 202.40 亿美元
3 个月日均成交额: 156.15 百万美元

市场共识目标价 (路孚特): 41.25 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



市净率区间



企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

资料来源：彭博

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	52.7	104.80	39.8	32.3	27.2	2.2	2.3	2.3	3.7	4.5	5.4	5.5	7.0	8.4
康龙化成	300759 CH	74.1	30.99	30.9	33.1	25.3	4.1	3.6	3.2	0.6	0.6	0.9	13.7	11.5	13.4

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 2 月 10 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。