

香港股市 | 医药

更新报告

药明生物 (2269 HK)

预计 2025-27 年将维持快速增长

2025 年业绩将超预期

公司表示 2025 年收入将同比增加 16.7% 至 217.9 亿元（人民币，下同），毛利率将同比提升约 5 个百分点，股东净利润将同比增加 46.3% 至 49.1 亿元，反映核心业务盈利的 Non-IFRS 经调整净利润将同比增加 22.0% 至 65.9 亿元，业绩将超预期。公司获取订单的能力不断增强，2025 年总共新增 209 个项目并创历史新高（2023 与 24 年分别为 132 个与 151 个），推动收入快速增加。此外，公司的产能利用率不断提升，而且相对收费较高的 III 期临床及商业化项目不断增加，导致毛利率大幅升高，盈利增速显著快于收入。

北美业务新增订单情况理想，中国业务稳步回暖

市场早前担忧公司可能受美国生物法案的影响，但公司表示 2025 年新增的 209 个项目中约半数来自美国。此外，公司表示随着融资环境趋稳，中国客户的活跃度也在提升，中国业务在回暖。

双抗与抗体偶联物 (ADC) 等需求广阔领域的服务能力不断提升

公司表示目前正在进行的项目中，来自双抗与抗体偶联物 (ADC) 领域的项目数量总共占 2/3。由于优质双抗与抗体偶联物在肿瘤治疗中表现出优异的靶点选择性与安全性，因此未来市场需求广阔，研发服务的需求也将增加。公司在这些领域表现出卓越的服务能力，我们预计将受益于需求的增长。

目标价上调至 50.10 港元，重申“买入”评级

根据以上情况，我们将 2025-27E 收入预测分别上调 2.3%、3.2%、4.0%，股东净利润预测分别上调 2.0%、13.5%、14.0%，Non-IFRS 经调整净利润分别调升 22.9%、18.2% 与 18.7%，主要反映毛利率预测的提高。我们也相应升高 2028-35E 盈利预测，目标价从 39.00 港元提升至 50.10 港元，重申“买入”评级。

风险提示：（一）医药行业融资环境持续偏差将导致药企减少研发支出；（二）项目进展中出现问题可能中断；（三）如美国生物法案最终出台，股价将再次下跌。

主要财务数据 (百万人民币) (估值更新至 2026 年 2 月 11 日)

年结：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	17,034	18,675	21,790	25,296	29,493
增长率 (%)	11.56	9.6	16.7	16.1	16.6
股东净利润	3,400	3,356	4,908	5,919	6,919
增长率 (%)	(23.1)	(1.3)	46.3	20.6	16.9
每股盈利(人民币)	0.82	0.82	1.20	1.45	1.69
市盈率(倍)	44.7	44.4	30.4	25.2	21.6
每股股息(人民币)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
股息率 (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
每股净资产(人民币)	10.3	11.1	13.2	16.6	19.0
市净率(倍)	3.5	3.3	2.8	2.2	1.9

注：剔除股权激励开支、股权投资损益、附属公司上市开支与汇兑损益的 Non-IFRS 经调整净利润分别为 47.0 亿、47.8、65.9、74.0、86.5 亿元

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

评级：买入

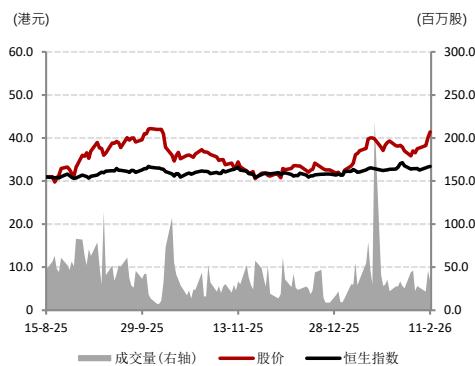
目标价：50.10 港元

股票资料 (更新至 2026 年 2 月 11 日)

收市价	41.40 港元
总市值	171,294.21 百万港元
流通股比例	90.67%
已发行总股本	4,137.54 百万
52 周价格区间	16.2-42.6 港元
3 个月日均成交额	1,225.52 百万港元
主要股东	李革等 (占 8.49%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20250822: 药明生物 (2269 HK) : 上半年新增项目数量创纪录，也即将维持稳健增长

20250725: 药明生物 (2269 HK) : 上半年盈利将超越预期

分析师

施佳丽(Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 2025 年底公司项目情况

- 凭借其领先的技术、优秀的执行力和不断深化的全球布局，药明生物在2025年新签209个项目，巩固其作为全球生物创新企业的合作伙伴地位
 - 209个新签项目的2/3是双多抗和抗体偶联药物
 - 209个新签项目中约半数来自美国
 - 中国生物医药企业也对项目新增做出了积极贡献，随着融资环境趋稳，客户活跃度提升
- 2025年获得23个“赢得分子”项目，其中包括6个临床三期项目，约一半来自美国客户
 - 其中超过半数项目是复杂生物药分子，主要包括双多抗和抗体偶联药物
- 74个临床三期和25个商业化生产项目：为未来商业化生产收入持续增长奠定坚实基础

注：
1. 截至2025年12月31日
2. 商业化生产项目是指已获监管机构批准上市且和集团签定商业化生产合同的项目



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2: DCF 模型（单位：百万港元，12 月 31 日年结）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	8,673	10,070	11,580	13,317	15,315	17,459	19,903	21,963	23,610	24,319
加：折旧与摊销	2,021	2,195	2,387	2,582	2,780	2,979	3,180	3,383	3,588	3,796
减：所得税	(1,530)	(1,788)	(2,043)	(2,349)	(2,702)	(3,080)	(3,511)	(3,874)	(4,165)	(4,290)
资本开支	(4,000)	(4,000)	(4,080)	(4,121)	(4,162)	(4,204)	(4,246)	(4,288)	(4,331)	(4,374)
营运资金变动	(26)	(2,699)	(3,104)	(3,570)	(4,105)	(4,680)	(5,335)	(5,887)	(6,329)	(6,519)
自由现金流	5,189	9,176	10,949	12,999	15,336	17,834	20,661	23,071	25,031	25,969
税后债务成本	1.1%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	10.4%									
WACC	8.9%									
永续增长率	2.0%									
股权价值 (百万港币)	207,278									
每股内涵价值 (港币)	50.10									

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 3: 每股股权价格敏感性分析（单位：港元）

		永续增长率 (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC (%)	8.1%	54.09	55.89	57.98	60.45	63.42
	8.5%	50.65	52.13	53.84	55.83	58.19
	8.9%	47.49	48.71	50.10	51.70	53.58
	9.4%	44.73	45.74	46.88	48.19	49.70
	9.8%	42.19	43.02	43.95	45.01	46.23

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

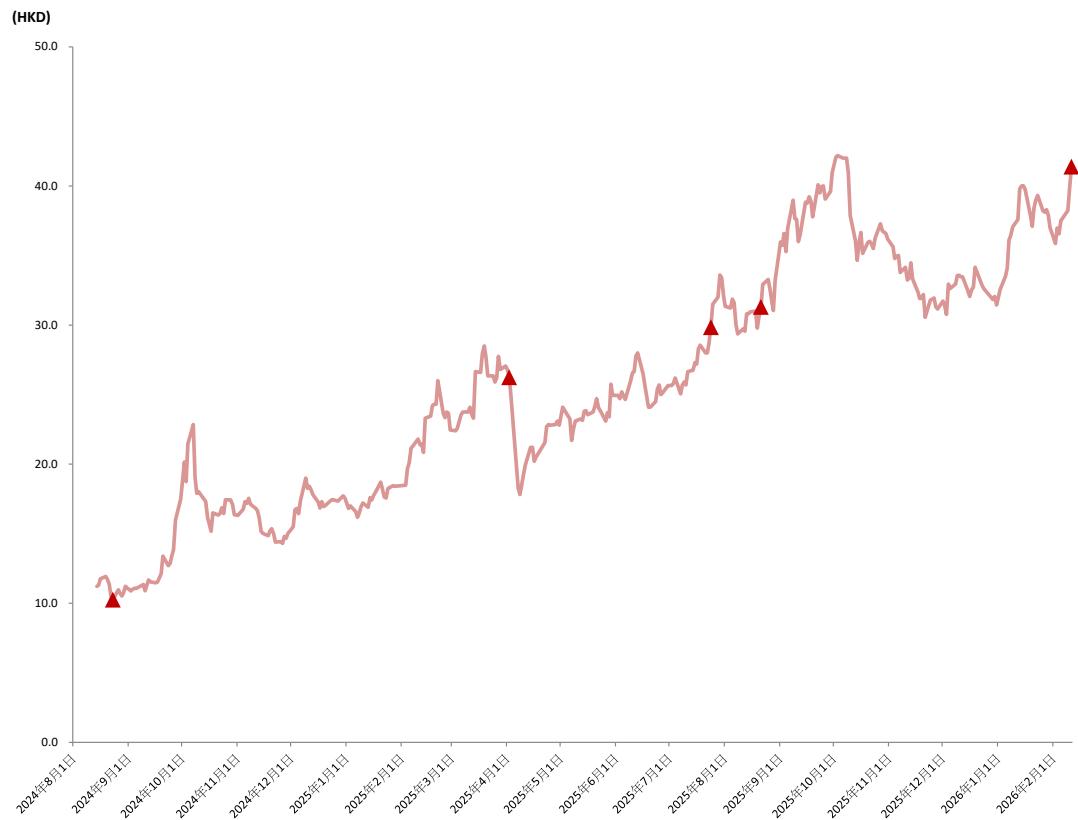
损益表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,034	18,675	21,790	25,296	29,493	税前利润	4,174	4,834	7,033	8,486	9,865
服务成本	(10,206)	(11,025)	(11,773)	(13,534)	(15,784)	折旧及摊销	1,169	1,437	1,798	2,021	2,195
毛利	6,828	7,651	10,017	11,762	13,709	营运资金变动	(892)	(801)	(2,201)	(26)	(2,699)
销售、分销及行政成本	(1,789)	(2,147)	(2,240)	(2,654)	(3,094)	已付利息	158	158	164	187	204
研发开支	(786)	(766)	(861)	(1,164)	(1,357)	已付税款	(783)	(1,092)	(1,268)	(1,530)	(1,788)
其他开支	(374)	(152)	(134)	0	0	其他	840	681	788	752	1,012
其他收入及收益	453	407	416	728	812	经营业务现金净额	4,668	5,217	6,313	9,890	8,790
经营溢利	4,332	4,992	7,197	8,673	10,070	购买厂房及设备	(4,046)	(3,930)	(6,000)	(4,000)	(4,000)
财务成本	(158)	(158)	(164)	(187)	(204)	其他	817	(12)	477	632	696
除税前利润	4,174	4,834	7,033	8,486	9,865	投资活动现金净额	(3,228)	(3,942)	(5,523)	(3,368)	(3,304)
所得税开支	(603)	(889)	(1,268)	(1,530)	(1,788)	净新增借款	(705)	490	250	274	301
年度利润	3,571	3,945	5,765	6,956	8,128	股息分派	0	0	0	0	0
非控股权益	171	589	856	1,037	1,209	其他	2,666	(3,240)	1,847	5,591	(204)
股东净利润	3,400	3,356	4,908	5,919	6,919	融资活动现金净额	1,961	(2,750)	2,097	5,865	97
Non-IFRS 经调整净利	4,699	4,784	6,586	7,398	8,648	年初现金	6,395	9,670	8,279	11,166	23,554
EBIT	4,332	4,992	7,197	8,673	10,070	现金增加净额	3,401	(1,475)	2,887	12,387	5,582
EBITDA	5,502	6,429	8,995	10,694	12,264	汇率变动影响净额	(126)	84	0	0	0
						年末现金	9,670	8,279	11,166	23,554	29,136
资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	重要指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,766	1,522	1,989	2,047	2,660	增长率 (%)					
应收账款	6,293	6,241	8,266	8,390	10,836	收入	11.6	9.6	16.7	16.1	16.6
现金	9,670	8,279	11,166	23,554	29,136	毛利	1.5	12.1	30.9	17.4	16.6
其他	3,470	7,532	7,538	7,542	7,546	经营利润	(0.4)	15.2	44.2	20.5	16.1
流动资产	21,198	23,573	28,959	41,532	50,177	EBIT	(20.1)	15.2	44.2	20.5	16.1
物业、厂房及设备	27,378	26,070	30,679	33,070	35,287	EBITDA	(11.6)	16.9	39.9	18.9	14.7
无形资产	512	442	384	325	266	股东净利润	(23.1)	(1.3)	46.3	20.6	16.9
其他非流动资产	7,488	6,891	6,934	6,954	6,988	Non-IFRS 经调整净利	(4.6)	1.8	37.7	12.3	16.9
非流动资产	35,377	33,404	37,996	40,349	42,541	利润率 (%)					
总资产	56,576	56,977	66,955	81,881	92,719	毛利率	40.1	41.0	46.0	46.5	46.5
贸易应付款项	2,756	2,778	2,972	3,031	3,294	经营溢利	25.4	26.7	33.0	34.3	34.1
短期借款	576	2,435	2,679	2,947	3,241	EBIT 利润率	25.4	26.7	33.0	34.3	34.1
其他流动负债	4,304	3,408	3,315	3,439	3,568	EBITDA 利润率	32.3	34.4	41.3	42.3	41.6
流动负债	7,636	8,621	8,965	9,416	10,104	净利润率	20.0	18.0	22.5	23.4	23.5
长期借款	1,571	201	207	213	220	经调整净利率	27.6	25.6	30.2	29.2	29.3
其他非流动负债	3,351	2,678	3,148	3,404	3,690	净负债率 (%)					
非流动负债	4,922	2,879	3,355	3,617	3,909	其他					
总负债	12,558	11,500	12,320	13,033	14,013	ROAE (%)	9.0	8.2	10.7	10.4	10.2
股东权益	40,332	41,819	50,120	63,296	71,944	ROAA (%)	6.4	5.9	7.9	8.0	7.9
非控股权益	3,686	3,658	4,515	5,552	6,761	存货周转率 (天)	72.4	54.4	54.4	54.4	54.4
总权益	44,018	45,478	54,635	68,848	78,706	应收帐周转率 (天)	110.4	109.1	109.1	109.1	109.1
净现金/(负债)	7,522	5,643	8,281	20,394	25,675						

注: Non-IFRS 经调整净利润剔除股权激励开支、股权投资损益、附属公司上市开支与汇兑损益

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

药明生物（2269 HK）股价表现及评级时间表



来源：彭博，中泰国际研究部

	报告日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024 年 8 月 26 日	HK\$10.26	中性（维持）	HK\$10.20
2	2025 年 4 月 3 日	HK\$26.25	中性（维持）	HK\$27.00
3	2025 年 7 月 25 日	HK\$29.85	买入（上调）	HK\$37.20
4	2025 年 8 月 22 日	HK\$31.32	买入（维持）	HK\$39.00
5	2026 年 2 月 11 日	HK\$41.40	买入（维持）	HK\$50.10

来源：彭博，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 19 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805