

药明康德(603259)

报告日期: 2026年04月20日

## 前端复苏 CDMO 强劲, 看好高增持续

### ——药明康德 2025 年业绩点评

#### 投资要点

□ 公司预计 2026 年资本开支达到 65-75 亿, 重回历史高位, 我们看好小分子 CDMO+TIDES 产能&订单共振下业绩高增长的可持续性。

□ 业绩: 在手订单强劲, Q4 业绩持续创佳绩

公司披露 2025 年业绩: 实现营业收入 454.56 亿元 (YOY15.8%), 其中持续经营业务收入 434.21 亿元 (YOY21.4%)。2025 年实现经调整归母净利润约人民币 149.57 亿元 (YOY41.3%), 经调整 Non-IFRS 净利率达到 32.9% (同比 +5.9pct)。

2025Q4 实现收入 125.99 亿元 (YOY9.19%), 经调整净利润 44.22 亿元 (YOY36.49%), 经调整净利率 35.11%, 第四季度收入和利润均持续创历史新高。公司披露截至 2025 年末, 公司持续经营业务在手订单人民币 580.0 亿元, 同比增长 28.8%, 大基数下持续快速增长。

指引: 公司预计 2026 年整体收入达到 513-530 亿元, 持续经营业务收入同比增长 18%-22%。公司将更加聚焦 CRDMO 核心战略, 加速全球化能力建设和产能投放, 持续提高生产经营效率。持续推动高质量增长, 稳步释放规模效益、精进运营管理能力, 高效前置管理新建产能爬坡及汇率波动等挑战; 有信心在 2026 年保持稳定且有韧性的经调整 non-IFRS 归母净利率水平。

□ 收入拆分: 前端恢复增长, 后端持续强劲

化学业务: TIDES 收入增长显著, 小分子 D&M 商业化新增持续强劲。2025 年化学业务实现收入人民币 364.7 亿元, 同比增长 25.5%。小分子 D&M 业务收入 199.2 亿元, 同比增长 11.4%。2025 年小分子 D&M 管线累计新增 839 个分子。截至 2025 年末, 小分子 D&M 管线包括 83 个商业化项目 (同比增加 11 个, 环比增加 3 个), 91 个临床 III 期项目 (同比增加 11 个, 环比增加 4 个), 管线漏斗效应持续强化, 叠加 2026 年 Capex 加速推进全球 D&M 产能建设, 我们持续看好小分子 CDMO 业务持续稳健增长。2025 年 TIDES 业务收入达到 113.7 亿元, 同比增长 96.0%。截至 2025 年末, TIDES 在手订单同比增长 20.2%。从 D&M 服务管线延续性增长趋势看, 公司在小分子 CDMO 领域仍具有较强话语权和获单能力。

测试业务: 收入 YOY 恢复正增长。2025 年测试业务实现收入人民币 40.4 亿元, 同比恢复正增长 4.7%。药物安全性评价业务收入同比增长 4.6%, 持续保持亚太行业领先地位。

生物学业务: CRDMO 流量入口, 持续导流。2025 年生物学业务实现收入人民币 26.8 亿元, 同比恢复正增长 5.2%。积极拓展全球业务, 为公司 CRDMO 业务模式高效引流, 持续为公司带来超过 20% 的新客户。新分子业务持续贡献增长, 2025 年收入占比进一步提升至超 30%, 核酸类、偶联抗体类、多肽类等领域新客户快速增长。

□ 展望: 2026 年 Capex 预期重回高位, 看好产能&订单共振下业绩持续性

公司年报中提到: “公司持续推进小分子产能建设。2025 年, 常州、泰兴及金山原料药基地均以零缺陷成功通过 FDA 现场检查。截至 2025 年末, 小分子原料药反应釜总体积已提升至超 4,000kL”、“2025 年 9 月, 提前完成泰兴多肽产能建设。公司多肽固相合成反应釜总体积已提升至超 100,000L”。同时公司还披露: 加速推进全球产能建设, 预计 2026 年资本开支达到 65-75 亿元 (2025 年为 55.4 亿元), 重回高位, 在全球投融资持续底部情况下, 公司仍坚持持续新建产能, 我们认为这得益于公司领先的 CRDMO 模式的持续兑现能力, 这也带来了订单更高的确定性和可持续性。

□ 盈利预测与估值

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 郭双喜

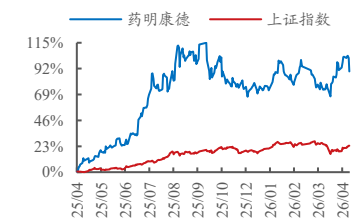
执业证书号: S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥99.39
总市值(百万元)	296,555.62
总股本(百万股)	2,983.76

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《Capex 重回高位, 看好业绩加速》2025.03.20
- 2 《订单强劲, 看好 CRDMO 持续性》2024.08.05
- 3 《看好扰动下一体化韧性》2024.03.25

考虑到公司 2025 年业绩以及对 2026 年收入指引和经调整利润率指引超出我们先前预期，我们上调 2026-2027 年业绩预测。我们预计 2026-2028 年公司 EPS 为 5.84、6.85 和 7.89 元（前次预测 2026-2027 年 EPS 分别为 4.63 和 5.42 元），2026 年 4 月 17 日收盘价对应 2026 年 PE 为 17 倍，我们看好公司领先且独特的 CRDMO 商业模式驱动下，公司业绩增长可持续性，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

全球创新药研发投入景气度下滑风险；国际化拓展不顺造成业务下滑风险；汇兑风险；公允价值波动带来的不确定性风险。

## 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	45456.17	51973.57	60429.25	68920.48
(+/-) (%)	15.84%	14.34%	16.27%	14.05%
归母净利润	19150.58	17428.64	20447.14	23535.65
(+/-) (%)	102.65%	-8.99%	17.32%	15.10%
每股收益(元)	6.42	5.84	6.85	7.89
P/E	15.49	17.02	14.50	12.60

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>61,677</b>	<b>74,169</b>	<b>92,522</b>	<b>114,334</b>
现金	35,131	44,570	60,580	78,335
交易性金融资产	5,806	7,000	8,000	9,000
应收账款	7,281	8,401	9,280	10,370
其它应收款	696	780	906	1,034
预付账款	247	315	361	406
存货	8,993	9,783	10,274	12,271
其他	3,522	3,319	3,119	2,919
<b>非流动资产</b>	<b>41,444</b>	<b>44,905</b>	<b>47,771</b>	<b>50,492</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2,145	2,200	2,250	2,300
固定资产	20,000	22,108	24,460	26,940
无形资产	1,281	887	532	215
在建工程	5,876	7,917	9,278	10,185
其他	12,143	11,794	11,250	10,851
<b>资产总计</b>	<b>103,121</b>	<b>119,074</b>	<b>140,292</b>	<b>164,825</b>
<b>流动负债</b>	<b>19,235</b>	<b>15,187</b>	<b>16,536</b>	<b>18,022</b>
短期借款	5,986	1,100	1,000	1,000
应付款项	2,450	2,629	3,009	3,382
预收账款	0	0	0	0
其他	10,800	11,459	12,528	13,640
<b>非流动负债</b>	<b>3,638</b>	<b>3,185</b>	<b>2,619</b>	<b>2,137</b>
长期借款	1,819	1,319	819	319
其他	1,819	1,866	1,800	1,818
<b>负债合计</b>	<b>22,873</b>	<b>18,372</b>	<b>19,155</b>	<b>20,159</b>
少数股东权益	535	752	1,007	1,300
归属母公司股东权益	<b>79,712</b>	<b>99,949</b>	<b>120,130</b>	<b>143,366</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>103,121</b>	<b>119,074</b>	<b>140,292</b>	<b>164,825</b>

### 利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>45,456</b>	<b>51,974</b>	<b>60,429</b>	<b>68,920</b>
营业成本	23,801	26,286	30,085	33,817
营业税金及附加	361	426	508	586
营业费用	807	945	1,092	1,258
管理费用	2,661	3,042	3,537	4,034
研发费用	1,119	1,280	1,488	1,697
财务费用	398	(722)	(971)	(1,230)
资产减值损失	1,070	1,223	1,422	1,622
公允价值变动损益	(137)	100	100	100
投资净收益	8,588	2,000	2,000	2,000
其他经营收益	241	259	259	259
<b>营业利润</b>	<b>23,930</b>	<b>21,852</b>	<b>25,627</b>	<b>29,495</b>
营业外收支	(24)	(32)	(28)	(30)
<b>利润总额</b>	<b>23,906</b>	<b>21,820</b>	<b>25,599</b>	<b>29,465</b>
所得税	4,573	4,174	4,897	5,637
<b>净利润</b>	<b>19,333</b>	<b>17,646</b>	<b>20,702</b>	<b>23,829</b>
少数股东损益	182	217	255	293
<b>归属母公司净利润</b>	<b>19,151</b>	<b>17,429</b>	<b>20,447</b>	<b>23,536</b>
EBITDA	26,842	24,646	28,376	32,220
EPS (最新摊薄)	6.42	5.84	6.85	7.89

### 主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.84%	14.34%	16.27%	14.05%
营业利润	106.65%	-8.68%	17.27%	15.10%
归属母公司净利润	102.65%	-8.99%	17.32%	15.10%
<b>获利能力</b>				
毛利率	47.64%	49.42%	50.21%	50.93%
净利率	42.53%	33.95%	34.26%	34.57%
ROE	27.49%	19.26%	18.43%	17.71%
ROIC	21.52%	16.65%	16.26%	15.67%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.18%	15.43%	13.65%	12.23%
净负债比率	34.82%	14.04%	10.33%	7.34%
流动比率	3.21	4.88	5.60	6.34
速动比率	2.74	4.24	4.97	5.66
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.50	0.47	0.47	0.45
应收账款周转率	5.98	6.20	5.70	5.30
应付账款周转率	11.34	10.35	10.67	10.58
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	6.42	5.84	6.85	7.89
每股经营现金	5.77	6.91	8.35	8.84
每股净资产	26.72	33.50	40.26	48.05
<b>估值比率</b>				
P/E	15.49	17.02	14.50	12.60
P/B	3.72	2.97	2.47	2.07
EV/EBITDA	8.86	10.09	8.15	6.59

### 现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>17,203</b>	<b>20,631</b>	<b>24,912</b>	<b>26,379</b>
净利润	19,333	17,646	20,702	23,829
折旧摊销	3,387	3,448	3,748	4,085
财务费用	398	(722)	(971)	(1,230)
投资损失	(8,588)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
营运资金变动	<b>1,001</b>	<b>(1,538)</b>	<b>(934)</b>	<b>(1,292)</b>
其它	1,673	3,798	4,367	2,988
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,945)</b>	<b>(9,336)</b>	<b>(9,007)</b>	<b>(9,055)</b>
资本支出	(1,076)	(7,492)	(7,360)	(7,408)
长期投资	<b>181</b>	<b>(55)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
其他	(1,050)	(1,789)	(1,597)	(1,597)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,124</b>	<b>347</b>	<b>1,105</b>	<b>1,930</b>
短期借款	4,743	(4,886)	(100)	0
长期借款	<b>(1,140)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
其他	(2,479)	5,733	1,705	2,430
<b>现金净增加额</b>	<b>16,382</b>	<b>11,642</b>	<b>17,010</b>	<b>19,254</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与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收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>