

## 公司研究

## 业绩超预期，小分子 D&amp;M 增长强劲

——药明康德（603259.SH、2359.HK）2025 年报&amp;2026 年一季报点评

## 要点

**事件:** 公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报: 2025 年全年实现营业收入 454.6 亿元 (+15.8%)，归母净利润 191.5 亿元 (+102.7%)，主要受益于出售药明合联部分股权及剥离临床 CRO 等业务带来的非经常性收益；扣非归母净利润达 132.4 亿元，同比增长 32.6%，表现亮眼。公司发布 2026 年一季报，实现营业收入 124.4 亿元 (+28.8%)，归母净利润 46.5 亿元 (+26.7%)，扣非归母净利润 42.8 亿元 (+83.6%)。业绩超出市场预期。

## 点评:

**业绩增速显著，在手订单支撑强劲:** 公司 2025 年持续经营业务收入实现 21.4% 的稳健增长，2026 年一季度延续强劲势头，持续经营业务收入同比大幅增长 39.4%。业绩高速增长主要源于：1) 公司持续聚焦并强化 CRDMO 业务模式，临床后期和商业化项目增长带动产能效率持续提高；2) 公司不断优化生产工艺与经营效率，盈利能力显著增强，公司 26Q1 经调整 Non-IFRS 净利率提升至 37.0%，同比增加 9.2 个百分点。截至 2026 年 3 月底，公司持续经营业务在手订单高达 597.7 亿元，同比上升 23.6%，为后续收入增长筑牢根基。

**化学业务表现卓越，TIDES 业务维持高景气:** 2026 年一季度公司化学业务实现收入 106.2 亿元，同比大幅增长 43.7%。其中，小分子 D&M（工艺研发和生产）业务表现尤为亮眼，实现收入 69.3 亿元，同比增长 80.1%，主要得益于 GLP-1 及其他多样化管线的共同驱动。公司 CRDMO 漏斗效应持续显现，一季度 D&M 管线新增 328 个分子，管线总数累计至 3550 个，其中商业化和临床 III 期项目新增 9 个。此外，TIDES（寡核苷酸和多肽）业务因项目交付节奏原因，一季度收入为 23.8 亿元，同比增长 6.1%，但公司维持全年约 40% 的增长指引不变，一季度 D&M 服务客户数与分子数分别同比增长 28% 和 59%，彰显强劲需求。公司计划提前启动常州新基地建设，以满足日益增长的客户需求。

**盈利预测、估值与评级:** 考虑到公司一季度业绩超预期，小分子 D&M 业务增长强劲，TIDES 业务全年高增长预期不变，前端业务稳健复苏，对公司未来增长保持乐观。我们上调公司 26-27 年归母净利润预测为 180.18/191.54 亿元（原值为 155.4/180.2 亿元，分别上调 15.95%/6.29%），新增 28 年归母净利润预测为 218.74 亿元，26-28 年 A 股对应 PE 为 18/17/15 倍；H 股对应 PE 为 20/19/16 倍，均维持“买入”评级。

**风险提示:** 药企研发投入不及预期；竞争加剧；地缘政治风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	39,241	45,456	53,008	61,483	71,174
营业收入增长率	-2.73%	15.84%	16.61%	15.99%	15.76%
归母净利润 (百万元)	9,450	19,151	18,018	19,154	21,874
归母净利润增长率	-1.63%	102.65%	-5.92%	6.31%	14.20%
EPS (元)	3.27	6.42	6.04	6.42	7.33
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.12%	24.02%	19.78%	18.44%	18.39%
P/E	34	17	18	17	15
P/E (H 股)	37	19	20	19	16
P/B	5.5	4.2	3.6	3.2	2.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2026-04-29; 港币兑人民币汇率为 0.8731。24-25 年公司总股本为 28.88/29.84 亿股, 预测 26-28 年总股本为 29.84 亿股。

## A 股: 买入 (维持)

当前价: 111.18 元

## H 股: 买入 (维持)

当前价: 137.80 港元

## 作者

分析师: 吴佳青

执业证书编号: S0930519120001

021-52523697

wujiqing@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	29.84
总市值(亿元):	3317.34
一年最低/最高(元):	56.51/115.41
近 3 月换手率:	89.19%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.99	12.24	61.10
绝对	15.08	13.43	88.52

资料来源: Wind

## 相关研报

毛利率改善明显, TIDES 业务增长强劲——药明康德 (603259.SH、2359.HK) 2025 年半年报点评 (2025-07-30)

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	39,241	45,456	53,008	61,483	71,174
营业成本	22,965	23,801	27,829	32,279	37,366
折旧和摊销	2,537	3,297	3,308	3,361	3,595
税金及附加	301	361	408	473	548
销售费用	745	807	981	1,107	1,281
管理费用	2,879	2,661	3,074	3,382	3,986
财务费用	-787	398	358	409	397
研发费用	1,239	1,119	1,352	1,476	1,779
投资收益	604	8,588	3,600	1,000	800
营业利润	11,580	23,930	22,465	23,590	26,939
利润总额	11,540	23,906	22,456	23,581	26,930
所得税	1,972	4,573	4,267	4,245	4,847
净利润	9,568	19,333	18,189	19,336	22,082
少数股东损益	117	182	172	183	208
归属母公司净利润	9,450	19,151	18,018	19,154	21,874
EPS(元)	3.27	6.42	6.04	6.42	7.33

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12,407	17,203	13,961	17,469	20,069
净利润	9,450	19,151	18,018	19,154	21,874
折旧摊销	2,537	3,297	3,308	3,361	3,595
净营运资金增加	-3,854	10,827	10,312	11,359	12,862
其他	4,273	-16,071	-17,677	-16,404	-18,262
投资活动产生现金流	-5,518	-1,945	-2,759	-4,832	-5,077
净资本支出	-3,988	-5,463	-5,000	-5,000	-5,000
长期投资变化	2,326	2,145	0	0	0
其他资产变化	-3,856	1,373	2,241	168	-77
融资活动现金流	-3,832	1,124	-3,926	-5,858	-7,239
股本变化	-81	96	0	0	0
债务净变化	-187	3,503	2,710	494	-559
无息负债变化	3,275	-1,870	-1,172	-11,622	-12,097
净现金流	3,444	16,011	7,275	6,780	7,753

### 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	41.5%	47.6%	47.5%	47.5%	47.5%
EBITDA 率	39.8%	46.1%	43.7%	43.9%	43.3%
EBIT 率	32.7%	38.6%	37.5%	38.5%	38.2%
税前净利润率	29.4%	52.6%	42.4%	38.4%	37.8%
归母净利润率	24.1%	42.1%	34.0%	31.2%	30.7%
ROA	11.9%	18.7%	15.7%	15.0%	15.5%
ROE (摊薄)	16.1%	24.0%	19.8%	18.4%	18.4%
经营性 ROIC	17.5%	19.5%	18.8%	19.7%	19.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	26%	22%	21%	19%	16%
流动比率	2.38	3.21	3.46	4.12	5.23
速动比率	2.05	2.74	2.97	3.53	4.47
归母权益/有息债务	13.14	10.01	8.53	9.30	11.21
有形资产/有息债务	17.21	12.56	10.59	11.23	13.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	80,326	103,121	116,193	128,710	142,537
货币资金	18,322	35,131	42,407	49,186	56,939
交易性金融资产	1,234	5,806	5,806	5,806	5,806
应收账款	7,952	7,263	8,868	10,285	11,907
应收票据	93	19	22	25	29
其他应收款 (合计)	124	725	812	942	1,090
存货	5,400	8,993	10,315	11,796	13,519
其他流动资产	1,426	1,527	1,602	1,687	1,784
流动资产合计	38,690	61,677	72,042	82,009	93,434
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	2,326	2,145	2,145	2,145	2,145
固定资产	18,784	20,000	21,096	20,914	21,185
在建工程	5,966	5,876	6,094	7,531	8,274
无形资产	1,575	1,281	1,195	1,115	1,041
商誉	972	864	864	864	864
其他非流动资产	106	473	700	700	700
非流动资产合计	41,636	41,444	44,151	46,700	49,104
总负债	21,240	22,873	24,411	23,958	22,471
短期借款	1,243	5,986	8,618	9,130	8,585
应付账款	1,750	2,450	2,864	3,322	3,846
应付票据	14	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
流动负债合计	16,226	19,235	20,810	19,887	17,865
长期借款	2,960	1,819	1,819	1,819	1,819
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	986	948	1,326	1,750	2,234
非流动负债合计	5,014	3,638	3,602	4,071	4,606
股东权益	59,086	80,248	91,781	104,751	120,066
股本	2,888	2,984	2,984	2,984	2,984
公积金	25,695	34,569	34,569	34,569	34,569
未分配利润	32,008	46,149	57,363	70,151	85,257
归属母公司权益	58,633	79,712	91,074	103,862	118,968
少数股东权益	453	535	707	890	1,098

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.90%	1.78%	1.85%	1.80%	1.80%
管理费用率	7.34%	5.85%	5.80%	5.50%	5.60%
财务费用率	-2.00%	0.88%	0.68%	0.66%	0.56%
研发费用率	3.16%	2.46%	2.55%	2.40%	2.50%
所得税率	17.09%	19.13%	19.00%	18.00%	18.00%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.98	2.28	2.13	2.27	2.59
每股经营现金流	4.30	5.77	4.68	5.85	6.73
每股净资产	20.30	26.72	30.52	34.81	39.87
每股销售收入	13.59	15.23	17.77	20.61	23.85

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	34	17	18	17	15
PB	5.5	4.2	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	22	16	14	12	11
股息率	1%	2%	2%	2%	2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼