

药明康德 (603259 CH)

投资者日：TIDES 势头延续，早期研发初现回暖

买入 (维持)

药明康德举办了投资者日活动，我们认为此次会议的要点如下：1) TIDES 业务发展势头不变，产能扩张迅速、管线储备丰富；2) 早期研发显现进一步复苏的信号，将拉动占公司总收入约 1/3 的早期业务收入的增长；3) 精细化运营助力公司在面对宏观不确定性以及进行全球产能扩张的同时保持有韧性的盈利能力。

■ **产能扩张支持 TIDES 业务保持发展势头。**公司将按计划在 25 年底将多肽产能扩张至超过 10 万 L，显著高于 2024 年底的 4.1 万 L。截至 25 年 8 月，药明康德 TIDES 管线包含 23 个 GLP-1 类项目，其中 16 个在临床 2/3 期，占全球的 26%。除了 GLP-1 类项目，管线内的其他分子例如环肽和核酸项目也已进入商业化或者 PPQ 阶段，将为 TIDES 业务带来业绩增量。此外，TIDES 业务完美体现了公司“跟随分子”战略，在 1H25，TIDES 管线中有 19 个项目从 R 阶段推进至 D 阶段，占 TIDES 业务 D 阶段 1H25 新增新分子数的 50%。管理层维持 TIDES 收入全年增长超过 80% 的指引。管理层目标未来 TIDES 业务的全球市占率高于传统小分子业务 (D 阶段~16% 市占率)。

■ **早期研发需求复苏信号进一步显现。**国内外早期研发需求均看到积极催化因素。在国内市场，创新药 BD 热潮以及其引发的资本市场融资复苏，为中国 biotech 创新研发带来了资金支持。在海外市场，美联储在 9 月份再次开启降息通道，有望刺激海外 biotech 融资的复苏。作为全球药物早期研发最大的赋能平台之一，药明康德将会显著受益于全球早期研发需求的复苏。1H25，公司的临床前新签订单同比增长 14.5%，其中来自美国客户的新签订单同比增长 19.9%。新分子的研发客户需求维持强劲增长，1H25 PDC 相关 DMPK 收入同比增长 25%，CGT 相关生物分析收入增长 393%。

■ **精细化运营提升。**公司的 CRDMO 商业模式以及前瞻的产能建设带来了充足的订单，公司强大的执行能力也保证了订单的交付效率以及利润率。公司的新厂房从投产至满负荷运转所需的时间已从 2017 年的 22.6 个月大幅度缩短至 2024 年的 2.4 个月。公司开发的智能排产系统将产能空置率大幅度降低，API 设备的使用率从 2020 年的 60% 提升至 1H25 的 72%。小分子和多肽生产的自动化率达到 90%/80%，降低人工成本的同时显著提高了操作的准确性。精细化运营助力公司在面对宏观不确定性以及进行全球产能扩张的同时保持优秀的盈利水平。1H25 公司的经调整毛利率和净利润率分别达到 44.5% 和 30.4%，均为公司历史最高。管理层有信心保持有韧性的盈利能力。

■ **维持买入评级。**小幅上调药明康德目标价至 118.79 元人民币 (WACC: 9.39%，永续增长率: 2.0%)，以反映全球早期研发需求改善的积极信号。我们预计公司在 2025E/ 26E/ 27E 持续经营收入同比增长 16.0%/ 15.9%/ 15.8%，经调整 non-IFRS 净利润同比增长 16.2%/ 17.6%/ 16.4%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	40,341	39,241	43,981	50,952	58,999
同比增长 (%)	2.5	(2.7)	12.1	15.9	15.8
调整后净利润 (百万人民币)	10,854	10,583	12,296	14,459	16,832
同比增长 (%)	15.5	(2.5)	16.2	17.6	16.4
调整后每股收益 (人民币)	3.70	3.67	4.17	4.90	5.70
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	4.77	5.11	5.97
调整后市盈率 (倍)	27.8	28.1	24.7	21.0	18.0

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测。招银国际环球市场预测针对持续经营业务。

目标价	118.79 人民币
(此前目标价)	116.56 人民币
潜在升幅	15.4%
当前股价	102.92 人民币

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	296,944.9
3 月平均流通量(百万人民币)	5,626.5
52 周内股价高/低(人民币)	112.00/47.60
总股本 (百万)	2885.2

资料来源：FactSet

股东结构

李革及其一致行动人	24.0%
香港投资者	20.1%

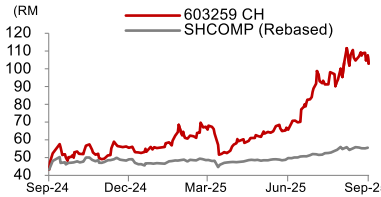
资料来源：公司财报

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	6.3%	7.4%
3 - 月	56.7%	41.2%
6 - 月	56.6%	37.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测调整

人民币 百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入	43,981	50,952	58,999	43,981	50,952	58,999	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	19,828	23,120	27,065	19,828	23,120	27,065	0.00%	0.00%	0.00%
运营利润	14,878	16,519	19,273	14,878	16,519	19,273	0.00%	0.00%	0.00%
经调整净利润	12,296	14,459	16,832	12,296	14,459	16,832	0.00%	0.00%	0.00%
经调整每股收益 (元)	4.17	4.90	5.70	4.28	5.03	5.86	-2.69%	-2.69%	-2.69%
毛利率	45.08%	45.38%	45.87%	45.08%	45.38%	45.87%	0ppt	0ppt	0ppt
运营利润率	33.83%	32.42%	32.67%	33.83%	32.42%	32.67%	0ppt	0ppt	0ppt
经调整净利润率	27.96%	28.38%	28.53%	27.96%	28.38%	28.53%	0ppt	0ppt	0ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

注：招银国际环球市场预测针对持续经营业务。

图 2: 招银国际与市场预测

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入	43,981	50,952	58,999	43,927	50,345	57,495	0.12%	1.21%	2.62%
毛利	19,828	23,120	27,065	19,426	22,533	25,897	2.07%	2.61%	4.51%
运营利润	14,878	16,519	19,273	15,982	17,216	19,731	-6.91%	-4.05%	-2.32%
经调整净利润	12,296	14,459	16,832	13,960	14,654	16,439	-11.92%	-1.33%	2.39%
经调整每股收益 (元)	4.17	4.90	5.70	4.77	5.11	5.97	-12.61%	-4.04%	-4.41%
毛利率	45.08%	45.38%	45.87%	44.22%	44.76%	45.04%	+0.86ppt	+0.62ppt	+0.83ppt
运营利润率	33.83%	32.42%	32.67%	36.38%	34.20%	34.32%	-2.56ppt	-1.78ppt	-1.65ppt
经调整净利润率	27.96%	28.38%	28.53%	31.78%	29.11%	28.59%	-3.82ppt	-0.73ppt	-0.06ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

注：招银国际环球市场预测针对持续经营业务。

图 3: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
息税前利润	18,301	17,319	20,073	23,084	26,316	29,737	33,306	36,969	40,666	44,326
税率	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%
息税前利润*(1-税率)	15,515	14,682	17,018	19,570	22,310	25,210	28,235	31,341	34,476	37,578
+折旧与摊销	2,960	3,548	3,985	4,563	5,179	5,827	6,497	7,179	7,861	8,529
-营运资金变化	590	-1,225	-1,499	-1,717	-1,949	-2,192	-2,444	-2,701	-2,958	-3,209
-资本支出	-5,500	-8,000	-6,000	-6,000	-6,000	-6,000	-6,000	-6,000	-6,000	-6,000
自由现金流	13,566	9,005	13,503	16,416	19,540	22,845	26,288	29,819	33,379	36,898
终值										509,631

永续增长率	2.00%
加权平均资本成本 WACC	9.39%
股本成本	11.95%
债务成本	4.00%
市场风险系数 β	0.90
无风险利率	3.00%
市场风险溢价	10.00%
目标负债率	30.00%
有效公司税率	15.00%

终值现值	207,816
总现值	333,856
净负债	-16,766
股权价值	350,622
股份数 (百万股)	2,952
DCF 每股价值 (人民币)	118.79

资料来源：招银国际环球市场预测

图 4: DCF 模型敏感性分析

		WACC				
		8.39%	8.89%	9.39%	9.89%	10.39%
永续增长率	3.00%	157.67	142.97	130.62	120.11	111.07
	2.50%	148.11	135.23	124.28	114.85	106.66
	2.00%	140.06	128.63	118.79	110.26	102.78
	1.50%	133.17	122.91	114.01	106.21	99.33
	1.00%	127.21	117.92	109.79	102.62	96.25

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	39,355	40,341	39,241	43,981	50,952	58,999
销售成本	(24,677)	(23,729)	(22,965)	(24,545)	(27,832)	(31,934)
毛利润	14,678	16,612	16,277	19,828	23,120	27,065
运营费用	(5,372)	(5,318)	(5,164)	(4,951)	(6,602)	(7,792)
销售费用	(732)	(701)	(745)	(865)	(1,044)	(1,238)
行政费用	(2,826)	(2,879)	(2,879)	(2,578)	(3,470)	(4,077)
研发费用	(1,614)	(1,441)	(1,239)	(1,145)	(1,671)	(1,994)
其他	(200)	(297)	(301)	(363)	(416)	(482)
运营利润	9,306	11,294	11,112	14,878	16,519	19,273
以公允价值计量的盈亏	770	(38)	187	(364)	200	200
投资盈亏	188	234	604	3,969	200	200
净利息收入(支出)	248	338	787	(48)	396	411
其他收入/支出	106	4	(1,150)	(181)	400	400
税前利润	10,618	11,832	11,540	18,253	17,715	20,484
所得税	(1,716)	(2,132)	(1,972)	(2,749)	(2,657)	(3,073)
税后利润	8,903	9,700	9,568	15,503	15,057	17,412
非控股权益	(89)	(94)	(117)	(178)	(173)	(200)
净利润	8,814	9,607	9,450	15,325	14,884	17,212
调整后净利润	9,399	10,854	10,583	12,296	14,459	16,832
总股息	2,644	2,882	2,835	4,598	4,465	5,163

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	23,997	30,422	38,690	41,567	49,111	60,864
现金与现金等价物	7,986	13,764	18,322	23,515	29,162	38,578
应收账款	6,047	7,922	8,044	7,902	9,074	10,507
存货	5,669	4,736	5,400	5,417	6,142	7,047
预付款项	291	244	226	226	226	226
以公允价值计入损益的资产	2	11	1,234	1,234	1,234	1,234
其他流动资产	4,003	3,746	5,464	3,273	3,273	3,273
非流动资产	40,693	43,247	41,636	47,264	51,985	54,318
物业及厂房及设备 (净额)	14,171	17,190	18,784	23,721	28,583	31,007
递延税项	492	367	473	473	473	473
合资及联营公司投资	1,203	2,216	2,326	2,326	2,326	2,326
无形资产	1,785	1,864	1,575	1,410	1,246	1,081
商誉	1,822	1,821	972	972	972	972
以公允价值计入损益的资产	8,954	8,626	8,943	10,227	10,627	11,027
其他非流动资产	12,265	11,164	8,562	8,135	7,758	7,431
总资产	64,690	73,669	80,326	88,831	101,095	115,182
流动负债	14,499	14,756	16,226	17,826	19,498	21,336
短期债务	3,874	3,667	1,243	3,243	4,243	5,243
应付账款	1,659	1,645	1,764	2,230	2,902	3,740
应付税款	882	1,374	1,211	1,211	1,211	1,211
其他流动负债	8,084	8,070	12,008	11,143	11,143	11,143
非流动负债	3,264	3,396	5,014	5,014	5,014	5,014
长期债务	279	687	2,960	2,960	2,960	2,960
应付公司债	502	0	0	0	0	0
融资租赁承担	984	1,099	547	547	547	547
其他非流动负债	1,499	1,610	1,508	1,508	1,508	1,508
总负债	17,764	18,152	21,240	22,840	24,512	26,351
股本	2,961	2,969	2,888	2,888	2,888	2,888
资本盈余	26,512	28,401	24,338	35,066	45,485	57,533
其他储备	17,118	23,753	31,407	27,407	27,407	27,407
股东权益总额	46,590	55,122	58,633	65,361	75,780	87,828
少数股东权益	337	395	453	631	804	1,004
总负债和股东权益	64,690	73,669	80,326	88,831	101,095	115,182

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	10,618	11,832	11,540	18,253	17,715	20,484
折旧摊销	1,718	2,288	2,769	2,897	3,434	3,822
税款	(1,716)	(2,132)	(1,972)	(2,749)	(2,657)	(3,073)
营运资金变化	(298)	(105)	(926)	590	(1,225)	(1,499)
其他	294	1,504	996	(2,977)	(551)	(566)
净经营现金流	10,616	13,387	12,407	16,013	16,716	19,168
投资现金流						
资本开支	(9,966)	(5,517)	(4,003)	(7,500)	(8,000)	(6,000)
收购与投资	(161)	(22)	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	82	(2,321)	(2,013)	2,000	0	0
其他	355	299	498	1,326	0	0
净投资现金流	(9,690)	(7,561)	(5,518)	(4,174)	(8,000)	(6,000)
融资现金流						
已支付股息	(1,598)	(2,756)	(3,085)	(4,646)	(4,069)	(4,753)
净借贷	1,668	178	3,320	2,000	1,000	1,000
发行股票所得现金	150	247	196	0	0	0
其他	(1,497)	(1,610)	(4,264)	(4,000)	0	0
净融资现金流	(1,278)	(3,941)	(3,832)	(6,646)	(3,069)	(3,753)
净现金流变动						
年初现金	8,175	7,984	10,001	18,322	23,515	29,162
汇率变动	161	132	388	0	0	0
年末现金	7,984	10,001	13,445	23,515	29,162	38,578
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	71.8%	2.5%	(2.7%)	12.1%	15.9%	15.8%
毛利润	76.6%	13.2%	(2.0%)	21.8%	16.6%	17.1%
经营利润	110.9%	21.4%	(1.6%)	33.9%	11.0%	16.7%
净利润	72.9%	9.0%	(1.6%)	62.2%	(2.9%)	15.6%
调整后净利润	83.2%	15.5%	(2.5%)	16.2%	17.6%	16.4%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	37.3%	41.2%	41.5%	45.1%	45.4%	45.9%
营业利润率	23.6%	28.0%	28.3%	33.8%	32.4%	32.7%
调整后净利润率	23.9%	26.9%	27.0%	28.0%	28.4%	28.5%
股本回报率	20.7%	18.9%	16.6%	24.7%	21.1%	21.0%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
流动比率 (倍)	1.7	2.1	2.4	2.3	2.5	2.9
应收账款周转天数	49.7	63.2	74.3	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	85.6	80.0	80.6	80.6	80.6	80.6
应付帐款周转天数	75.5	75.6	74.6	74.6	74.6	74.6
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率 (摊薄)	32.1	27.8	28.1	24.7	21.0	18.0
市帐率	6.4	5.4	5.0	4.6	4.0	3.4
市现率	28.4	22.6	23.9	19.0	18.2	15.8
股息 (%)	0.9	1.0	1.0	1.5	1.5	1.7

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。