



药明康德 (603259.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

新分子业务快速放量，一体化

CRDMO 模式高筑行业护城河

投资逻辑：

公司为全球领先的一体化、端到端新药研发与生产服务平台，依托独特的“CRDMO”商业模式，通过全产业链研发生产服务体系持续降低新药研发门槛、提升客户研发效率。

深度参与 GLP-1 产业链，Tides 业务快速增长。GLP-1 市场空间广阔。根据 Evaluate Pharma 预测，GLP-1 类药物全球销售额在 2030 年将达到 1,450 亿美元，接近 2024 年的三倍。GLP-1 领域领域代表性产品替尔泊肽已成为全球“药王”，2025 年全球销售额为 365 亿美元。在处于全球临床阶段的 GLP-1 候选药物中，公司支持了 36 个小分子药物中的 12 个，56 个多肽药物中的 11 个。此外，在 7 个已商业化药物中，公司支持了其中 1 个。落实到业绩层面，公司近两年多肽和寡核苷酸 CRDMO 业务 (TIDES) 增长强劲，2025 年 TIDES 业务收入达到 113.7 亿元，同比增长 96%。

行业景气度持续上行，在手订单保证未来增长持续性。目前，随着外部压力缓释、全球投融资回暖，国内 BD 持续升温，行业已进入内外需共振、新分子放量、订单与业绩逐季改善的新一轮复苏上行周期。截至 2026Q1，公司在手订单 597.7 亿元，同比增长 23.6%，充足的在手订单为公司未来业绩的持续强劲增长奠定坚实基础。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2026-2028 年实现营业收入 529.20 亿/614.81 亿/715.36 亿元，同比+16.42%/+16.18%/+16.35%，归母净利润 174.27 亿/209.45 亿/251.67 亿元，同比-9.00%/+20.19%/+20.16% (注：2026 年归母净利润下滑主要是由于 2025 年投资收益约 85.88 亿元，公司 24-25 年扣非净利润分别为 99.88 亿/132.41 亿元，同比+2.47%/32.56%，以 2025 年扣非净利润作为基数计算，则 2026 年归母净利润同比增长 31.4%)，对应 EPS 为 5.84/7.02/8.44 元。我们认为，公司目前所处 CDMO 赛道正处于景气度加速上行阶段且公司 Tides 业务处于快速放量期，参考 CDMO 行业 2026 年 28.5 倍平均 PE 估值，考虑到公司行业龙头地位，给予 2026 年 25XPE，目标价 146.03 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

汇兑风险；国内外政策风险；临床试验进展不及预期风险；产品上市审评进展不及预期风险；大股东减持风险

医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

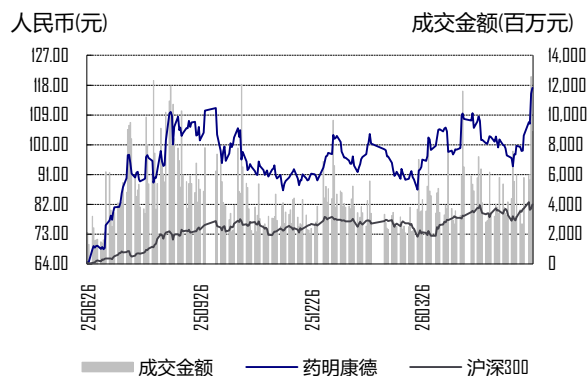
gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：方程嫣 (执业 S1130525110002)

fangchengyan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：117.22 元

目标价 (人民币)：146.03 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	39,241	45,456	52,920	61,481	71,536
营业收入增长率	-2.73%	15.84%	16.42%	16.18%	16.35%
归母净利润(百万元)	9,450	19,151	17,427	20,945	25,167
归母净利润增长率	-1.63%	102.65%	-9.00%	20.19%	20.16%
摊薄每股收益(元)	3.272	6.418	5.841	7.020	8.435
每股经营性现金流净额	4.29	5.75	5.42	8.01	9.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.12%	24.02%	18.38%	19.34%	20.21%
P/E	16.82	14.12	20.07	16.70	13.90
P/B	2.71	3.39	3.69	3.23	2.81

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

新分子业务快速放量，一体化 CRDMO 模式高筑行业护城河.....	3
深度参与 GLP-1 领域，Tides 业务快速放量	5
行业景气度持续上行，在手订单保证未来增长持续性.....	6
海外投融资回暖，MNC 创新热情持续	6
国内 BD 交易火热，带动需求复苏显著.....	8
在手订单保证未来持续强劲增长.....	10
公司投资建议与盈利预测.....	11
风险提示.....	13

图表目录

图表 1： 公司收入情况	3
图表 2： 公司经调净利润情况	3
图表 3： 公司项目情况	3
图表 4： 公司经调整经营现金流及资本开支情况	4
图表 5： 公司全球产能布局情况	4
图表 6： GLP-1 产品销售额（单位：亿美元）	5
图表 7： 公司 GLP-1 项目情况	5
图表 8： 公司各板块业务增速	6
图表 9： 公司多肽固相合成反应釜总体积	6
图表 10： 海外投融资月度数据	6
图表 11： 全球 TOP 15 药企研发支出情况	7
图表 12： 海外核心 CXO 公司业绩及指引变化情况	7
图表 13： 国内 BD 情况	8
图表 14： 国内投融资月度数据	9
图表 15： 全球医药交易总规模中国占比	9
图表 16： 中国企业 license out 交易首付款及总金额	9
图表 17： CXO 公司收入和扣非净利润情况.....	10
图表 18： 公司在手订单情况	10
图表 19： 公司收入拆分情况	11
图表 20： 可比公司估值情况	12

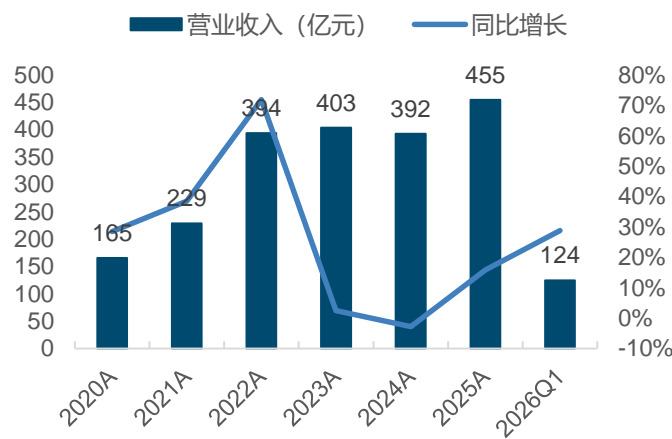


新分子业务快速放量，一体化 CRDMO 模式高筑行业护城河

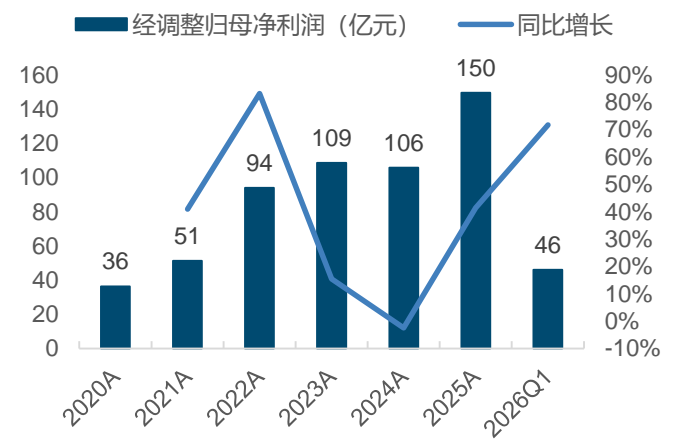
公司是全球领先的端到端一体化新药研发及生产服务平台，依托独具特色的“CRDMO”商业模式，搭建覆盖新药全产业链的研发生产服务体系，持续降低创新药物研发门槛、大幅提升全球药企研发转化效率，加速多款突破性疗法落地，惠及全球病患。当前公司一体化赋能平台可有效承接海量前沿创新研发项目。依托贯穿药物研发全链条、多维度的综合服务能力，公司持续提速新药临床开发与商业化进程，源源不断推动优质创新药物快速走向临床应用与市场。

公司近年来收入利润均快速增长，2025 年公司营业收入 455 亿元，经调整归母净利润 150 亿元，2020-2025 年经调整归母净利润复合增速达 32.7%。

图表1：公司收入情况



图表2：公司经调净利润情况

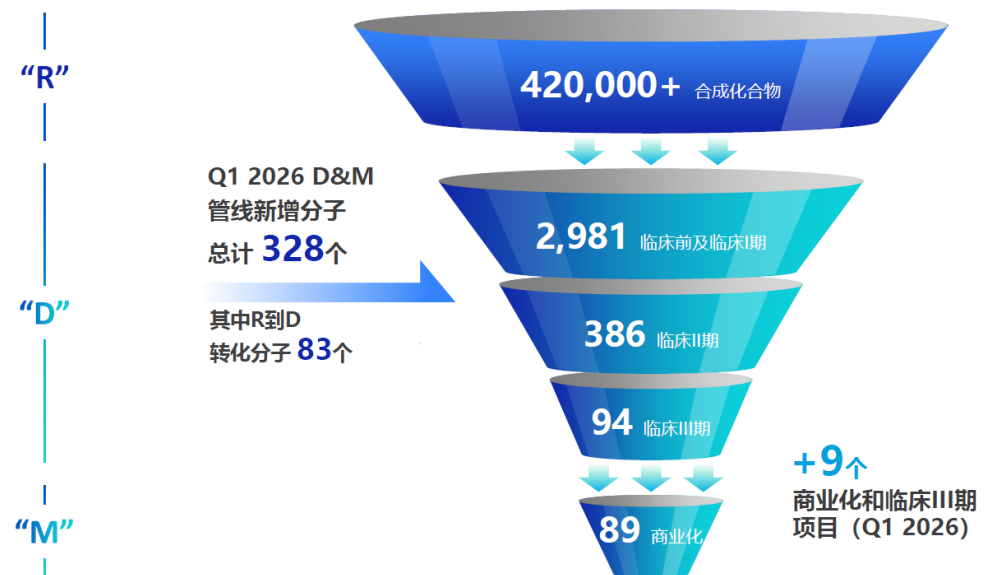


来源：ifind，公司财报，国金证券研究所

来源：ifind，公司财报，国金证券研究所

依托独具特色的一体化 CRDMO 模式，公司能够深度洞察行业，精准预判前沿技术与研发趋势、把握产业新机遇，夯实长期成长动能。截至 2026 年一季度，公司 D&M 管线新增分子总计 328 个，其中 R 到 D 转化分子 83 个，充分验证 CRDMO 模式的持续性和有效性。公司目前已累计 89 个商业化项目，其中 2026 年一季度新增 9 个商业化和临床 III 期项目，为后续增长提供有力保障。

图表3：公司项目情况

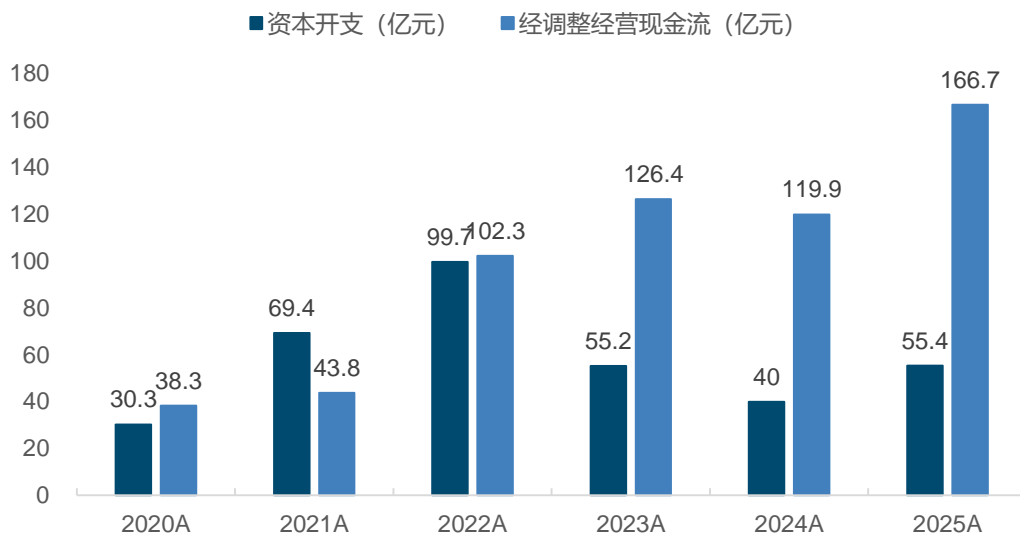


来源：公司演示文稿，公司财报，国金证券研究所（注：数据截至公司 2026 年一季度）



公司深化产能布局，2025 年资本开支达 55.4 亿元，公司仍将持续加大产能建设，预计 2026 年资本开支达到 65-75 亿元。公司经调整经营现金流情况良好，2025 年经调整经营现金流为 166.7 亿元，预计 2026 年经调整自由现金流达到 105-115 亿元。

图表4：公司经调整经营现金流及资本开支情况



来源：ifind，公司财报，国金证券研究所 注：经调整经营现金流，已剔除公司公告披露的股权及业务出售等重大交易（即出售药明联合部分权益与出售中国临床研究服务业务）相关的所得税支出影响。

公司拥有国内领先的全球化布局，在亚洲、欧洲、北美等地均设有运营基地。全球化多点产能布局可充分适配客户近岸生产的发展诉求，有效稳固全球供应链安全；依托新加坡、欧洲等海外基地，可有效对冲关税壁垒、海外监管法案等各类国际贸易风险。公司完善的全球一体化服务体系可全方位承接药企境外研发、商业化生产需求，持续拉动海外业务收入持续增长。

图表5：公司全球产能布局情况



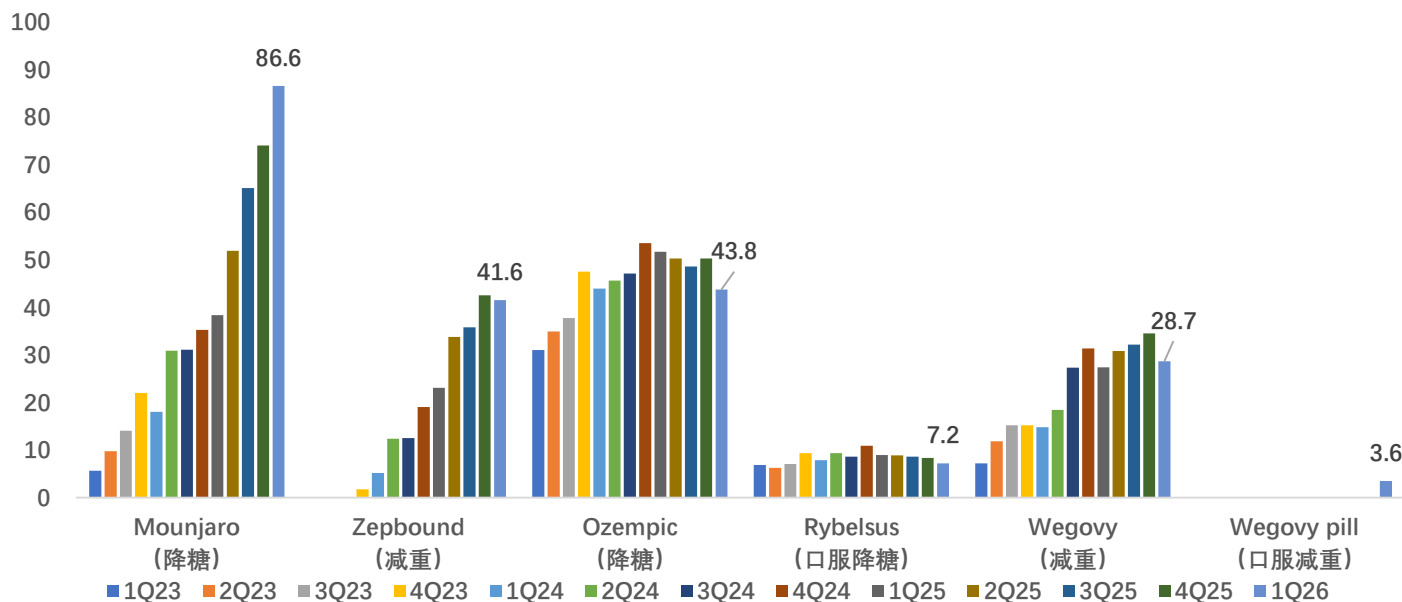
来源：公司 2026JPM 演示材料，国金证券研究所



深度参与 GLP-1 领域，Tides 业务快速放量

GLP-1 市场空间广阔。根据 Evaluate Pharma 预测, GLP-1 类药物全球销售额在 2030 年将达到 1,450 亿美元, 接近 2024 年的三倍。GLP-1 领域领域代表性产品替尔泊肽已成为全球“药王”, 2025 年全球销售额为 365 亿美元, 其中降糖版 (Mounjaro) 收入 230 亿美元, 同比增长 99%; 减重版 (Zepbound) 收入 135 亿美元, 同比增长 175%。2026 年一季度, 降糖版产品销售额达 86.6 亿美元, 创历史新高。

图表6: GLP-1 产品销售额 (单位: 亿美元)



来源: 礼来, 诺和诺德, 国金证券研究所 (注: 全球销售额数据)

公司深度参与 GLP-1 领域, 且相关管线增速超过行业平均增速。目前公司平台上的 GLP-1 管线增至 24 个, 其中有 15 个处于 II 期和 III 期临床阶段。

具体来看, 在处于全球临床阶段的 GLP-1 候选药物中, 公司支持了 36 个小分子药物中的 12 个, 56 个多肽药物中的 11 个。此外, 在 7 个已商业化药物中, 公司支持了其中 1 个。

图表7: 公司 GLP-1 项目情况



Estimated global sales of GLP-1 drugs in 2030 will reach \$145B, 2.7x of the sales in 2024

11 Source: Evaluate Pharma, Mechanism of Action "Glucagon-like peptide 1 (GLP-1) receptor agonist", January 2026.



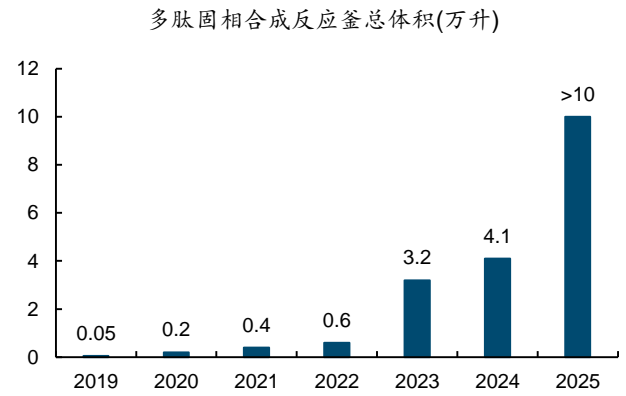
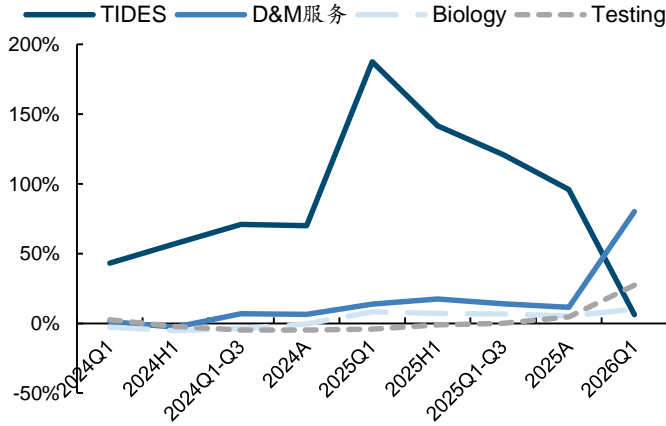
来源: 公司 2026JPM 演示材料, 国金证券研究所



落实到业绩层面，公司 Tides 业务涉及各类多肽品种的 CDMO 生产，该板块业务在 2024 年驶入高速增长通道，2025 年 TIDES 业务收入达到 113.7 亿元，同比增长 96%。2026 年一季度受到订单交付节奏影响，Tides 业务增速有所回落，公司管理层依旧对 2026 年全年 TIDES 业务维持高增长具备充足信心，全年增长确定性仍较强。

图表8：公司各板块业务增速

图表9：公司多肽固相合成反应釜总体积



来源：公司财报，公司官网，国金证券研究所

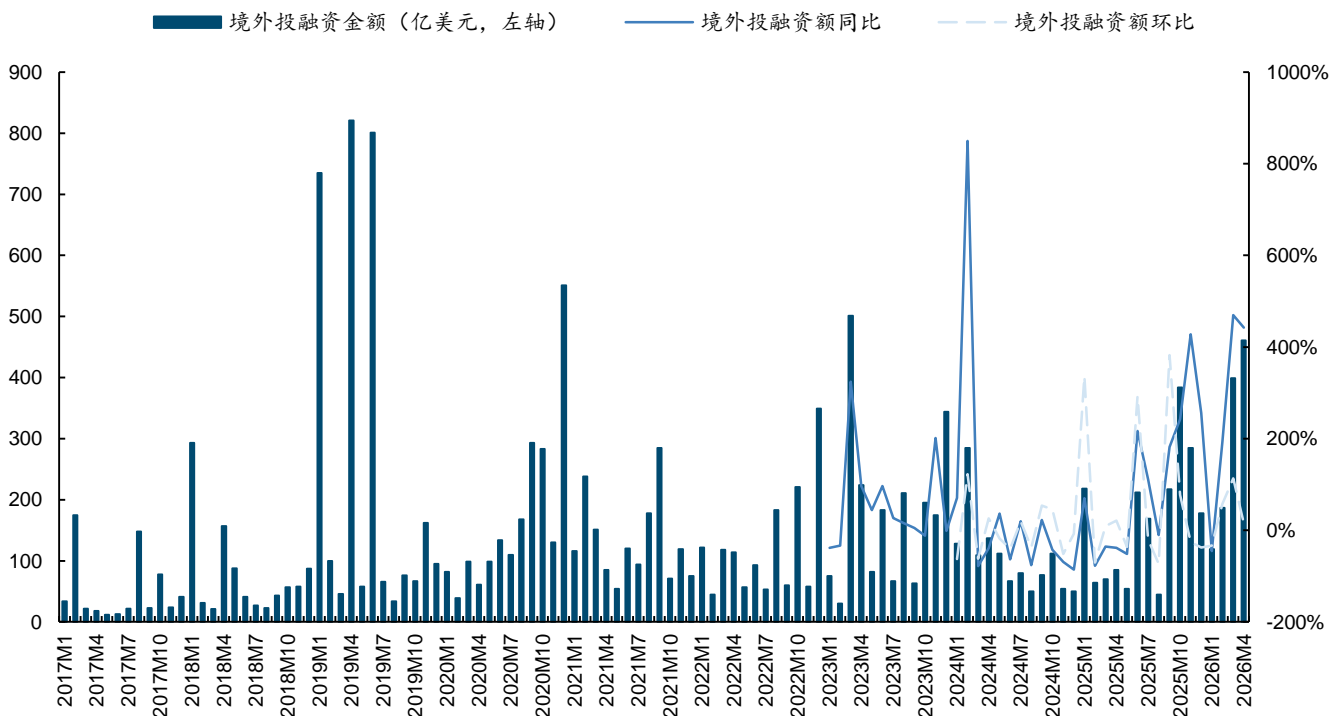
来源：公司 2025 年年报，公司官网，国金证券研究所

行业景气度持续上行，在手订单保证未来增长持续性

海外投融资回暖，MNC 创新热情持续

流动性宽松的背景下，海外投融资持续回暖。根据 insight 数据库统计，2025 年全球生物医药投融资总额达 1981 亿美元，相较 2024 年的 1261 亿美元同比大幅提升 57%，投融资回暖幅度显著。2026 年 4 月海外融资金额 461 亿美元，同比+442%，环比+16%，持续两个月同比增速超过 400%。

图表10：海外投融资月度数据

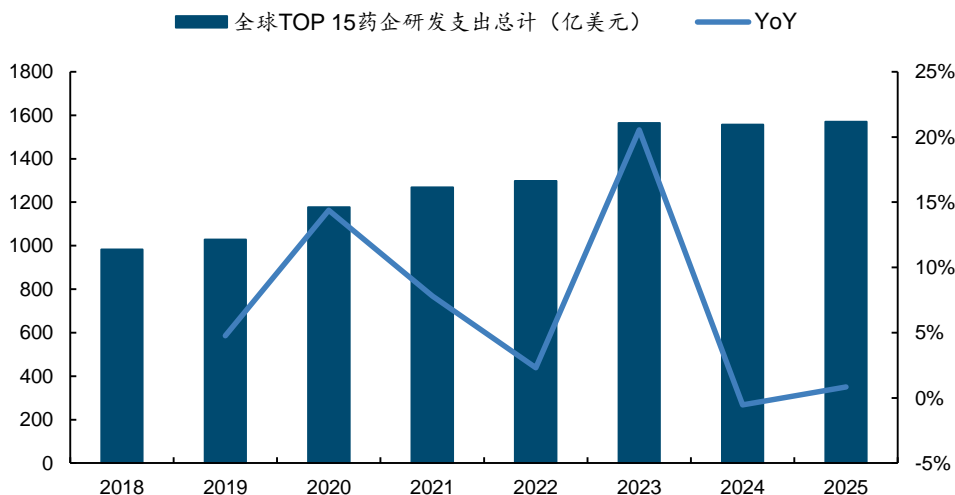


来源：insight 数据库，国金证券研究所



从中长期视角看，全球跨国药企（MNC）正面临严峻的创新分子专利悬崖压力。如数据所示，2026年起，MNC旗下核心创新分子的专利到期数量将进入加速攀升通道，对应的累计销售规模也将快速放大，专利到期带来的市场份额流失与营收下滑风险持续凸显。在此背景下，持续加大研发投入及通过BD合作引进潜力品种、补充管线缺口，已成为MNC抵御专利悬崖冲击的核心战略选择，我们预计未来全球MNC的研发热情将持续高位延续。

图表11：全球TOP 15药企研发支出情况



来源：各公司财报，Bloomberg，国金证券研究所

从海外CXO龙头企业的经营业绩与业绩指引调整趋势来看，2025年多家海外CXO公司逐季度上调全年业绩预期，盈利修复节奏持续超市场预期。展望2026年，海外头部CXO企业收入指引仍维持稳健小幅增长格局，叠加全球生物医药投融资逐步回暖、创新药研发需求稳步复苏，行业景气度延续上行态势，成长确定性进一步增强。

图表12：海外核心CXO公司业绩及指引变化情况

公司	25Q1 收入及 增速	25Q2 收入及 增速	25Q3 收入及 增速	25Q4 收入及 增速	25 年全年 收入增速	25 年全年指引变化情况 (收入增速)	26 年全年指引 (收入增速)
GRL	9.8 亿美金 yoy -2.7%	10.3 亿美金 yoy +0.6%	10.0 亿美金 yoy -0.5%	9.9 亿美金 yoy -0.8%	-0.9%	Q1 指引为(-5.5%)-(-3.5%)，Q2 大幅上调至(-2.5%)-(-0.5%)，Q3 上调下限至(-1.5%)-(-0.5%)	(-1%)-0%
IQVIA	38.3 亿美金 yoy +2.5%	40.2 亿美金 yoy +5.3%	41.0 亿美金 yoy +5.2%	43.6 亿美金 yoy +10.3%	5.9%	Q1 指引为 3.9%-6.5%，Q2 区间收窄为 4.5%-5.8%，Q3 微调优化至 4.8%-5.5%	5.2%-6.4%
Labcorp	33.5 亿美金 yoy +5.3%	35.3 亿美金 yoy +9.5%	35.6 亿美金 yoy +8.6%	35.2 亿美金 yoy +5.6%	7.20%	Q1 指引为 6.7%-8.0%，Q2 上调至 7.5%-8.6%，Q3 区间收窄至 7.4%-8.0%	4.7%-6.0%
Icon	20.0 亿美金 yoy -4.3%	20.2 亿美金 yoy -4.8%	20.4 亿美金 yoy +0.6%	尚未披露	尚未披露	Q1 指引为(-6.4%)-(-1.6%)，Q2 上调至(-5.2%)-(-1.6%)，Q3 区间收窄至(-2.8%)-(-2.2%)	尚未披露



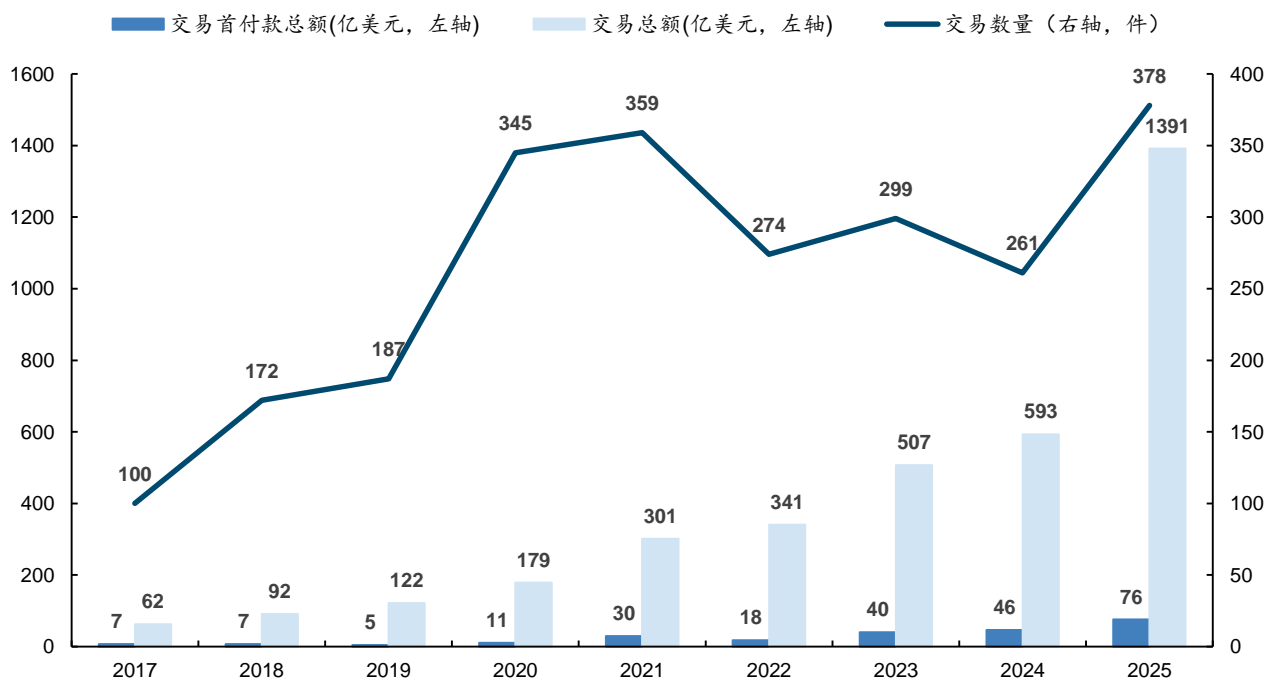
公司	25Q1 收入及 增速	25Q2 收入及 增速	25Q3 收入及 增速	25Q4 收入及 增速	25 年全年 收入增速	25 年全年指引变化情况 (收入增速)	26 年全年指引 (收入增速)
Medpace	5.6 亿美金 yoy +9.3%	6.0 亿美金 yoy +14.2%	6.6 亿美金 yoy +23.7%	7.1 亿美金 yoy +32.0%	20.0%	Q1 指引为 1.5%-6.2%，Q2 大幅上调至 14.7%-19.5%，Q3 小幅上调至 17.6%-20.0%	8.9%-12.8%
Lonza	H1 45.3 亿美金 yoy +17.0%			25A 84.2 亿美金 yoy +21.7% (CER*)	21.7% (CER)	Q1 对全年 CDMO 增速指引为约 20%，Q2 上调至 20-21%，Q3 维持 20-21%	11-12% (CER)
三星生物	9.1 亿美金 yoy +37.1%	9.0 亿美金 yoy +11.5%	11.6 亿美金 yoy +39.9%	9.0 亿美金 yoy +35.3%	30.3%	Q1 指引为 20%-25%，Q2 上调至 25%-30%，Q3 维持 25%-30%	15-20%

来源：各公司官网，各公司财报，Wind，国金证券研究所（*注：CER 为固定汇率增速，CRL 收入增速为有机收入增速）

国内 BD 交易火热，带动需求复苏显著

国内医药 BD 授权交易持续火热，进一步带动创新药产业链维持高景气度。根据医药魔方数据库统计，2025 年国内医药 BD 交易活跃度显著提升，全年首付款总额达 76 亿美元，整体交易规模攀升至 1391 亿美元，交易数量高达 378 件。

图表13：国内 BD 情况

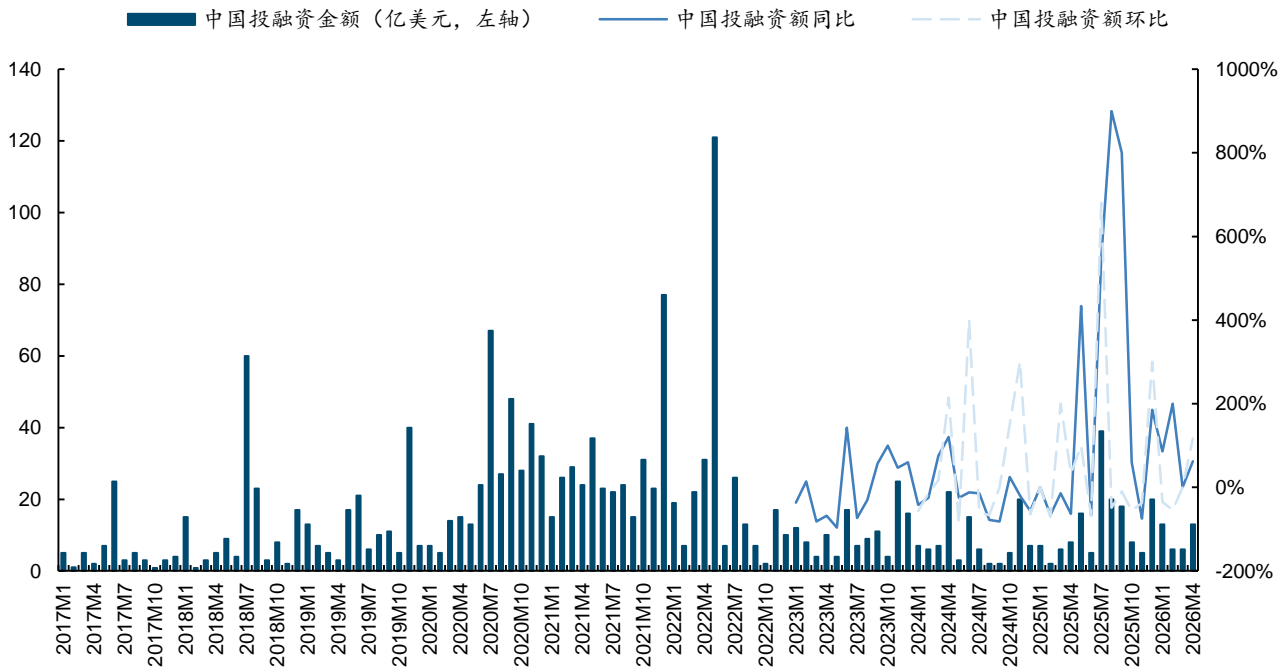


来源：医药魔方数据库，国金证券研究所

在医药 BD 授权交易持续火爆的强力拉动下，国内创新药一级市场投融资景气度同步迎来显著修复，行业资本环境明显改善。据 insight 数据库统计，2025 年国内医药行业投融资总额达到 154 亿美元，相较 2024 年的 102 亿美元同比大幅提升 51%。



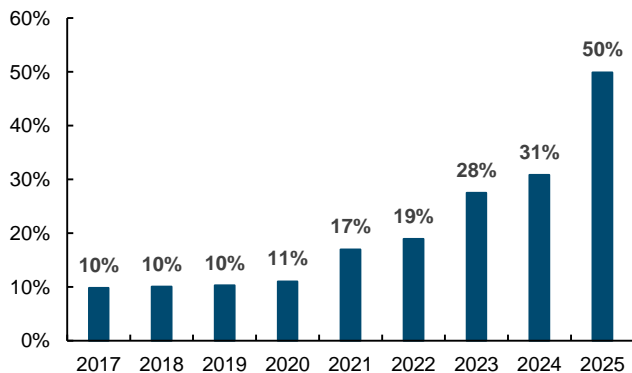
图表14: 国内投融资月度数据



来源: insight 数据库, 国金证券研究所

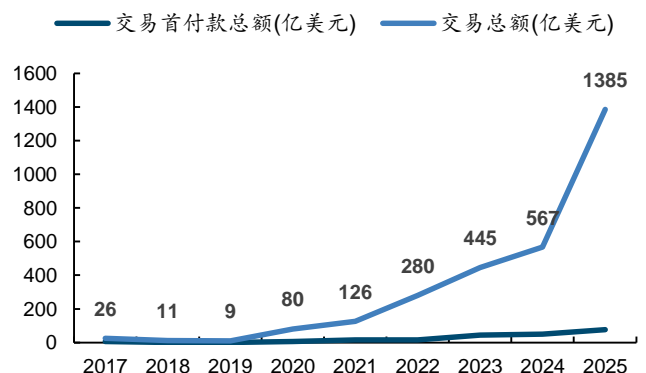
在全球医药交易中, 中国企业的重要性持续凸显。2025 年, 全球医药交易总规模中, 中国占比50%达 2020 年的 11%提升显著。同时, 中国企业 license out 交易首付款及总金额也屡创新高, 2025 年中国企业 license out 交易首付款总额达到 77 亿美元, 总交易金额更是高达 1385 亿美元。国内药企供应链多依托本土 CXO 或自建产能体系, 伴随本土创新药出海进程持续提速, 国内 CXO 行业有望借此契机持续提升全球市场占有率。

图表15: 全球医药交易总规模中国占比



来源: 医药魔方数据库, 国金证券研究所

图表16: 中国企业 license out 交易首付款及总金额



来源: insight 数据库, 国金证券研究所

国内 CDMO 及 CRO 企业均在业绩端看到改善, 具体来看:

(1) CDMO: 2024 年由于地缘政治等因素扰动, CDMO 板块收入基本与 2023 年同期持平; 2025 年 CDMO 行业率先迎来复苏拐点, 板块增速大幅提升至 17%; 2026 年一季度, 在人民币升值、业绩大幅承压的不利背景下, CDMO 板块收入增速仍进一步提升至 20%, 展现出强劲韧性;

(2) CRO: 2024 年 CRO 板块收入增速同比下滑 8%, 2025 年收入增速下滑幅度收窄至 3%, 行业筑底信号明确; 2026 年一季度, 板块收入增速成功恢复正增长, 同比增长 14%, 复苏势头显现。



图表17: CXO 公司收入和扣非净利润情况

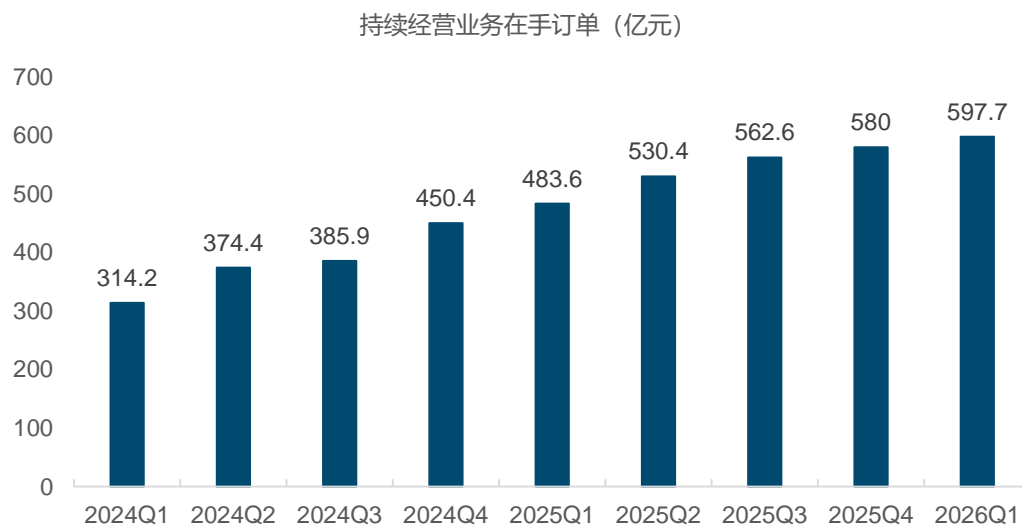
板块	公司	营业收入 (亿元)			收入增速 YoY			扣非净利润 (亿元)			扣非净利润增速 YoY		
		2024A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1	2024A	2025A	2026Q1	
CDMO	药明康德	392	455	124	-3%	16%	29%	99.9	132.4	42.8	2%	33%	84%
	药明生物	187	218	-	10%	17%	-	54.0	65.9	-	9%	22%	-
	药明合联	41	59	-	91%	47%	-	9.2	15.6	-	190%	70%	-
	康龙化成	123	141	36	6%	15%	15%	11.1	15.4	3.4	-27%	39%	17%
	凯莱英	58	67	18	-26%	15%	17%	8.5	10.4	2.7	-60%	22%	-11%
	博腾股份	30	34	9	-18%	14%	11%	-2.7	0.6	0.2	-210%	122%	345%
	九洲药业	52	55	12	-7%	7%	-19%	5.9	7.3	1.7	-42%	23%	-33%
	合计	882	1,029	199	0%	17%	20%	186	247	51	-7%	33%	61%
临床 CRO	泰格医药	66	68	18	-11%	3%	15%	8.5	3.6	1.2	-42%	-58%	18%
	普蕊斯	8	8	2	6%	5%	10%	0.8	0.9	0.1	-27%	6%	110%
	诺思格	7	9	2	3%	14%	26%	1.1	1.1	0.2	-11%	-1%	-5%
临床前 CRO	昭衍新药	20	17	3	-15%	-18%	10%	0.2	3.1	2.2	-93%	1221%	747%
	益诺思	11	8	2	10%	-29%	0%	1.3	-0.5	0.1	-28%	-143%	376%
合计	113	110	27	-8%	-3%	14%	12	8	4	-46%	-32%	143%	

来源: ifind, 国金证券研究所 (注: 药明生物及药明合联利润口径为经调整纯利及同比增速)

在手订单保证未来持续强劲增长

截至 2026 年一季度, 公司在手订单 597.7 亿元, 同比增长 23.6%, 充足的在手订单为公司未来业绩的持续强劲增长筑牢坚实基础。

图表18: 公司在手订单情况



来源: 公司财报, 公司官网, 国金证券研究所



公司投资建议与盈利预测

盈利预测

预计公司 2026-2028 年营业总收入为 529.20 亿/614.81 亿/715.36 亿元，同比 +16.42%/+16.18%/+16.35%，毛利率分别为 49.93%/51.05%/51.70%。

分业务板块来看，我们预计公司化学业务 2026-2028 年实现收入 458.65 亿/540.73 亿/636.58 亿元，同比增长 25.77%/17.90%/17.72%，主要基于公司在手订单情况进行预测。考虑到高毛利 Tides 业务占比持续提升（公司 TIDES 业务增速较快，2026-2028 年分别为 45%、20%、15%），预计板块毛利率 2026-2028 年将有望提升至 53%/54%/54%的水平。

预计公司测试业务 2026-2028 年实现收入 42.44 亿/44.56 亿/47.79 亿元，同比-30.17%/+5.00%/+7.24%，2026 年增速下滑主要由于 2025 年出售 CRO 和 SMO 业务（上海康德弘翼医学临床研究有限公司和上海药明津石医药科技有限公司）所致，预计 2027 年增速恢复正常，预计板块毛利率 2026-2028 年将有望维持 30%的水平。

预计公司生物学业务 2026-2028 年实现收入 28.11 亿/29.52 亿/30.99 亿元，同比增长 5%/5%/5%，且毛利率有望恢复至 2023-2024 年水平，在 38%维持稳定。

公司细胞及基因疗法 CTDMO 业务和国内新药研发服务部已剥离。

图表19：公司收入拆分情况

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	403.41	392.41	454.56	529.20	614.81	715.36
YoY	2.51%	-2.73%	15.84%	16.42%	16.18%	16.35%
毛利率	41.18%	41.48%	47.64%	49.93%	51.05%	51.70%
化学业务 (WuXiChemistry)	291.71	290.52	364.66	458.65	540.73	636.58
YoY	1.12%	-0.41%	25.52%	25.77%	17.90%	17.72%
毛利率	44.52%	46.39%	51.89%	53%	54%	54%
工艺研发和生产 (小分子 D&M)	216.20	178.70	199.20	239.44	285.83	346.29
YoY	-0.08%	-17.35%	11.47%	20.20%	19.38%	21.15%
Tides	34.10	58.00	113.70	164.87	197.84	227.51
YoY	67.40%	70.09%	96.03%	45%	20%	15%
小分子药物发现 (R)	75.51	53.82	51.76	54.35	57.06	62.77
YoY	4.69%	-28.73%	-3.83%	5%	5%	10%
测试业务 (WuXiTesting)	65.40	56.71	60.77	42.44	44.56	47.79
YoY	14.36%	-13.29%	7.16%	-30.17%	5.00%	7.24%
毛利率	37.40%	32.73%	29.26%	30.0%	30.0%	30.0%
实验室分析及测试	47.80	38.60	40.42	42.44	44.56	46.79
YoY	15.35%	-19.25%	4.71%	5%	5%	5%
临床 CRO 及 SMO	17.60	18.10	20.35	0	0	0
YoY	11.77%	2.84%	12.45%			



	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
生物学业务(WuXiBiology)	25.53	25.44	26.77	28.11	29.52	30.99
YoY	3.15%	-0.35%	5.23%	5%	5%	5%
毛利率	40.35%	37.70%	34.66%	38.0%	38.0%	38.0%
细胞及基因疗法CTDMO业务(WuXiATU)	13.10	13.24				
毛利率	-10.04%					
国内新药研发服务部(WuXiDDSU)	7.26					
毛利率	35.72%					
其他业务	0.41	6.51	2.36			

来源: Wind, 国金证券研究所

期间费用率: 2026年公司产能持续爬坡, 规模效应逐渐显现, 费用率有望实现稳中有降。预计26-28年销售费用率为1.8%/1.8%/1.7%, 管理费用率为5.9%/5.9%/5.9%, 研发费用率为2.5%/2.5%/2.5%。

根据公司2026年一季报后最新指引, 2026年资本开支达到65-75亿元。随着业务增长及效率提升, 预计2026年经调整自由现金流达到105-115亿元。

投资建议及估值

预计公司2026-2028年实现营业收入529.20亿/614.81亿/715.36亿元, 同比+16.42%/+16.18%/+16.35%, 归母净利润174.27亿/209.45亿/251.67亿元, 同比-9.00%/+20.19%/+20.16%(注: 2026年归母净利润下滑主要是由于2025年投资收益约85.88亿元, 公司24-25年扣非净利润分别为99.88亿/132.41亿元, 同比+2.47%/32.56%, 以2025年扣非净利润作为基数计算, 则2026年归母净利润同比增长31.4%), 对应EPS为5.84/7.02/8.44元。

我们选取4家可比公司对药明康德进行估值, 分别为康龙化成、凯莱英、药明生物、药明合联, 4家公司均为CDMO行业头部公司。我们认为, 公司目前所处CDMO赛道正处于景气度加速上行阶段且公司Tides业务处于快速放量期, 参考CDMO行业2026年28.5倍平均PE估值, 考虑到公司行业龙头地位, 给予2026年25XPE, 目标价146.03元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表20: 可比公司估值情况

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300759	康龙化成	25.37	1.11	1.36	1.65	22.85	18.63	15.36
002821	凯莱英	151.46	3.90	4.98	6.27	38.81	30.39	24.17
02269	药明生物	28.70	1.28	1.58	1.94	22.10	17.96	14.77
02268	药明合联	48.16	1.64	2.20	2.92	29.37	21.89	16.49
平均值						28.37	22.28	17.70
603259	药明康德	2	5.77	6.97	8.36	20.07	16.70	13.90

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 数据截至日期2026/6/25, 药明合联和药明康德来自国金证券分析师预测, 其余公司均为Wind一致预期, 汇率按照1港币=0.8672人民币计算)



风险提示

汇兑风险：部分公司存在海外业务，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

国内外政策风险：若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将对部分公司业绩增长产生影响。

临床试验进展不及预期风险：药品的临床开发耗时耗资庞大，且其过程及结果具有高度不确定性。若新药出现不利的临床试验结果，将可能导致产品开发进展延缓甚至开发失败。

产品上市审评进展不及预期风险：若制药产品无法及时获得各国家和地区监管机构批准，将可能导致相应公司业绩的增长受到影响；

大股东减持风险：存在大股东减持带来的股价压制风险。若持股比例较高的原始股东、产业资本出于资金回笼、投资布局等需求实施减持，二级市场流通盘供给增加，容易引发市场情绪走弱，短期对公司股价形成压制。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	40,341	39,241	45,456	52,920	61,481	71,536
增长率		-2.7%	15.8%	16.4%	16.2%	16.4%
主营业务成本	-23,729	-22,965	-23,801	-26,499	-30,093	
%销售收入	58.8%	58.5%	52.4%	50.1%	48.9%	48.3%
毛利	16,612	16,277	21,655	26,420	31,388	36,987
%销售收入	41.2%	41.5%	47.6%	49.9%	51.1%	51.7%
营业税金及附加	-297	-301	-361	-423	-492	-572
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-701	-745	-807	-942	-1,094	-1,216
%销售收入	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%
管理费用	-2,879	-2,879	-2,661	-3,096	-3,597	-4,185
%销售收入	7.1%	7.3%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
研发费用	-1,441	-1,239	-1,119	-1,302	-1,512	-1,760
%销售收入	3.6%	3.2%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	11,294	11,112	16,706	20,657	24,692	29,254
%销售收入	28.0%	28.3%	36.8%	39.0%	40.2%	40.9%
财务费用	338	787	-398	-374	-17	563
%销售收入	-0.8%	-2.0%	0.9%	0.7%	0.0%	-0.8%
资产减值损失	-395	-1,574	-1,070	-200	-200	-200
公允价值变动收益	-38	187	-137	400	300	300
投资收益	234	604	8,588	250	250	250
%税前利润	2.0%	5.2%	35.9%	1.2%	1.0%	0.8%
营业利润	11,872	11,580	23,930	21,233	25,526	30,667
营业利润率	29.4%	29.5%	52.6%	40.1%	41.5%	42.9%
营业外收支	-40	-40	-24	-20	-20	-20
税前利润	11,832	11,540	23,906	21,213	25,506	30,647
利润率	29.3%	29.4%	52.6%	40.1%	41.5%	42.8%
所得税	-2,132	-1,972	-4,573	-3,606	-4,336	-5,210
所得税率	18.0%	17.1%	19.1%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	9,700	9,568	19,333	17,607	21,170	25,437
少数股东损益	94	117	182	180	225	270
归属于母公司的净利润	9,607	9,450	19,151	17,427	20,945	25,167
净利率	23.8%	24.1%	42.1%	32.9%	34.1%	35.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	9,700	9,568	19,333	17,607	21,170	25,437
少数股东损益	94	117	182	180	225	270
非现金支出	2,907	4,588	4,633	3,123	3,666	4,344
非经营收益	95	-1,221	-7,510	-445	-455	-458
营运资金变动	651	-559	708	-4,120	-475	-489
经营活动现金净流	13,353	12,375	17,164	16,165	23,905	28,834
资本开支	-5,500	-3,988	-5,463	-6,874	-6,900	-7,200
投资	-2,343	-2,013	3,035	400	300	300
其他	283	482	483	250	250	250
投资活动现金净流	-7,561	-5,518	-1,945	-6,224	-6,350	-6,650
股权募资	247	196	7,046	3,842	0	0
债权募资	178	3,320	3,563	-5,744	0	0
其他	-4,366	-7,348	-9,485	-6,358	-7,513	-9,009
筹资活动现金净流	-3,941	-3,832	1,124	-8,260	-7,513	-9,009
现金净流量	1,984	3,412	15,972	1,682	10,043	13,175

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	13,764	18,322	35,131	36,677	46,624	59,732
应收款项	8,090	8,168	8,006	9,419	10,943	12,732
存货	4,736	5,400	8,993	9,438	9,894	10,412
其他流动资产	3,832	6,800	9,547	9,939	10,121	10,336
流动资产	30,422	38,690	61,677	65,474	77,582	93,213
%总资产	41.3%	48.2%	59.8%	59.2%	61.6%	64.5%
长期投资	10,842	11,269	10,276	10,276	10,276	10,276
固定资产	25,185	25,813	26,889	30,527	33,726	36,548
%总资产	34.2%	32.1%	26.1%	27.6%	26.8%	25.3%
无形资产	5,364	3,074	2,512	2,618	2,670	2,719
非流动资产	43,247	41,636	41,444	45,146	48,361	51,197
%总资产	58.7%	51.8%	40.2%	40.8%	38.4%	35.5%
资产总计	73,669	80,326	103,121	110,620	125,943	144,410
短期借款	3,962	1,503	6,146	150	150	150
应付款项	4,838	4,554	5,291	5,522	6,284	7,219
其他流动负债	5,957	10,170	7,798	5,702	6,625	7,726
流动负债	14,756	16,226	19,235	11,373	13,060	15,095
长期贷款	687	2,960	1,819	1,819	1,819	1,819
其他长期负债	2,709	2,055	1,819	1,919	1,824	1,757
负债	18,152	21,240	22,873	15,112	16,703	18,671
普通股股东权益	55,122	58,633	79,712	94,793	108,299	124,529
其中：股本	2,969	2,888	2,984	2,984	2,984	2,984
未分配利润	25,773	32,008	46,149	57,387	70,893	87,123
少数股东权益	395	453	535	715	940	1,210
负债股东权益合计	73,669	80,326	103,121	110,620	125,943	144,410

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	3.236	3.272	6.418	5.841	7.020	8.435
每股净资产	18.567	20.302	26.715	31.770	36.296	41.736
每股经营现金净流	4.498	4.285	5.752	5.418	8.012	9.664
每股股利	0.990	0.982	2.279	2.074	2.493	2.995
回报率						
净资产收益率	17.43%	16.12%	24.02%	18.38%	19.34%	20.21%
总资产收益率	13.04%	11.76%	18.57%	15.75%	16.63%	17.43%
投入资本收益率	15.26%	14.38%	15.24%	17.52%	18.36%	18.95%
增长率						
主营业务收入增长率	2.51%	-2.73%	15.84%	16.42%	16.18%	16.35%
EBIT 增长率	21.36%	-1.61%	50.34%	23.65%	19.53%	18.47%
净利润增长率	9.00%	-1.63%	102.65%	-9.00%	20.19%	20.16%
总资产增长率	13.88%	9.04%	28.38%	7.27%	13.85%	14.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.8	73.7	61.1	61.1	61.1	61.1
存货周转天数	80.0	80.6	110.4	130.0	120.0	110.0
应付账款周转天数	25.3	27.0	32.2	32.2	32.2	32.2
固定资产周转天数	164.7	184.6	168.7	167.3	160.0	149.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.18%	-25.55%	-41.17%	-42.49%	-46.26%	-50.61%
EBIT 利息保障倍数	-33.4	-14.1	42.0	55.2	1,479.4	-51.9
资产负债率	24.64%	26.44%	22.18%	13.66%	13.26%	12.93%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	9	35	54	83
增持	1	3	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.25	1.10	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
金证券研究