

## 评级变动报告

## 药明康德 603259.SH



鉴于公司战略聚焦及产品结构发生实质变化，我们下调了药明康德近期与远期的CRO市占率，但上调了CDMO市占率、整体毛利率，并全面下调了期间费用率，公司远期盈利中枢与估值预期同步上修。核心原因如下：

**低毛利业务战略剥离：**彻底剥离康德弘翼与津石医药（临床CRO/SMO），短期直接导致CRO份额减量，远期因“漏斗效应”减弱而收缩引流边界；但此举成功剔除了人员密集型的低毛利板块，反向优化了整体盈利结构。

**重磅大单品加速放量：**全球GLP-1类药物火爆叠加多肽产能快速扩张，带动小分子及TIDES商业化订单爆发，且远期小分子赛道韧性或超预期。高壁垒商业化项目占比的陡峭提升，不仅拉高了整体毛利率，更通过非线性的规模效应大幅摊薄了远期三费率。

公司正经历由“全面铺开”向“聚焦高附加值CRDMO”的战略蜕变。短期业务剥离不改长期成长底色，GLP-1商业化红利的集中释放将驱动公司盈利质量跨上新台阶。公司核心看点已由全产业链覆盖转向高利润率、高粘性的商业化红利驱动。

## 公司基本信息



药明康德成立于2000年，是全球领先的一体化CRDMO平台，为医药和生命科学行业提供从新药发现到生产的全流程服务。公司业务涵盖化学药研发、生物学研究、临床前测试和临床试验，并在亚洲、欧洲、北美设有运营基地，构建了完善的全球网络。药明康德以严格的国际质量标准和完善的知识产权保护赢得高度认可，凭借独特的CRDMO模式帮助客户降低研发门槛、提升效率。公司致力于推动新药研发和医疗创新，让更多好药更快惠及全球患者，践行“让天下没有难做的药，难治的病”的愿景。

## 公司深度评级

|        |          |      |       |          |                   |
|--------|----------|------|-------|----------|-------------------|
| 所属行业   | 医疗健康     | 成长空间 | ★★★★☆ | DDM估值：价值 | 3643亿(较上期+23.07%) |
| 当前股价   | 99.71元   | 盈利趋势 | ★★★★☆ | 状态       | 合理估值(上行空间+22%)    |
| 总市值    | 2975.10亿 | 产业格局 | ★★★★☆ |          |                   |
| PE-TTM | 14.78    | 护城河  | ★★★★★ | 动态估值：价值  | 3781亿(较上期+31.34%) |
| PB-MRQ | 3.53     |      |       | 状态       | 偏低估(上行空间+27%)     |

## 公司盈利预测

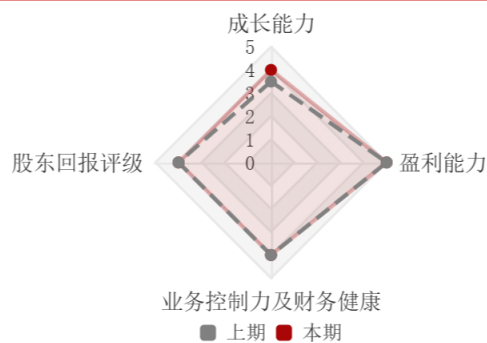
| 药明康德          | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 403.4 | 392.4 | 454.6 | 520.2 | 602.1 | 682.4 | 750.4 | 800.4 |
| 归母净利润(亿)      | 96.1  | 94.5  | 191.5 | 171.5 | 194.9 | 217.4 | 229.5 | 234.3 |
| 归母净利润增速(%)    | 9.0   | -1.6  | 102.7 | -10.5 | 13.7  | 11.5  | 5.6   | 2.1   |
| 经营性净利润(亿)     | 92.4  | 84.4  | 121.8 | 163.6 | 188.8 | 213.0 | 226.7 | 233.1 |
| 经营性净利润增速(%)   | 14.7  | -8.6  | 44.3  | 34.3  | 15.4  | 12.8  | 6.4   | 2.8   |
| 经营性归母净利润(亿)   | 91.5  | 83.4  | 120.7 | 162.1 | 187.0 | 211.0 | 224.6 | 230.9 |
| 经营性归母净利润增速(%) | 14.8  | -8.8  | 44.7  | 34.3  | 15.4  | 12.8  | 6.4   | 2.8   |

资料来源：壹评级

## 量化评级变动分析

### 经营绩效评级

#### 经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

**成长能力提升0.5星级：**上期星级3.5星，本期星级4.0星。

主要系近期公司新建多肽业务产能快速释放，同时产能爬坡进度较快，带动公司TIDES业务迎来较快增长，整体业绩增速有所提升，成长能力星级相应提升。

### 估值评级

**DDM估值上升+23.07%：**上期 2959.74亿，本期 3642.64亿。**动态估值上升+31.34%：**上期 2878.80亿，本期 3780.91亿。

我们对远期公司收入结构和盈利进行了调整。

营业收入方面，我们下调CRO业务的远期预测，上调CDMO业务的远期预测。

**CRO：**经过评估，结合公司发展战略，我们下调公司远期CRO业务的市占率预测。公司已彻底剥离康德弘翼与津石医药两家临床CRO/SMO子公司。CRO业务具有极强的“漏斗效应”，即前期的临床前、临床服务是为后续大体量CDMO商业化引流的重要入口。本次剥离不仅直接削减了当期的临床业务总量，更意味着公司在远期战略上主动放弃了这部分境内临床和现场管理市场的漏斗源头，导致长线CRO业务的客户触达和业务边界发生结构性收缩。鉴于剥离资产对长远生态引流的持续性削弱，决定同步下调公司远期CRO业务的整体市占率预测。

**CDMO：**经过评估，结合行业发展规律，我们上调公司远期CDMO业务的市占率预测。公司近期CDMO市占率提升势头强劲，商业化大单品落地加速；同时，近期医药行业发展显示，小分子药物市场份额并未如市场此前预期般大幅萎缩，依然保持着极高的市场占比。首先，CDMO行业具备极高的供应商壁垒，商业化阶段项目由于变更成本巨大、合规要求极高，客户黏性极强，一旦胜出极难流失，近期高增长将直接转化为长期的份额留存。其次，小分子药物凭借口服便利性、成熟的开发体系及在GLP-1等新靶点上的应用，展现出强大的行业韧性。公司作为全球小分子CDMO绝对龙头，将在行业需求企稳的背景下持续放大竞争优势。鉴于商业化订单的长效粘性与小分子赛道的远期韧性，决定同步上调公司远期CDMO业务的整体市占率预测。

**规模效应带来费用率的优化。**

**费用率：**经过评估，结合公司发展状况，我们下调了公司远期销售、管理、研发费用率。主要系公司远期营收结构中，高壁垒的商业化项目占比或将显著提升。商业化项目的客户黏性高、订单体量大，其后期的维护与生产无需像早期研发项目那样，密集匹配高比例的销售人员与试剂研发投入。随着商业化业务在营收中占比的持续加重，公司整体的销售、管理及研发（三费）等固定支出将被这部分高性价比的收入结构高效摊薄，展现出更为明显的规模效应。鉴于商业化占比提升带来的远期经营杠杆红利，决定同步下调公司远期销售、管理及研发费用率预测。

## 盈利预测

### 核心假设及逻辑

公司的业务包括：CRO、CDMO，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

**CRO：**

**收入假设：**

- 1) 全球新药研发支出：参考Evaluate Pharma等机构预测，年均增速在2-3%左右。
- 2) 外包渗透率：由于新药研发回报率的下降，以及中小Biotech在未来新药研发中占比的提升，整体外包渗透率持续提升，预计2030年达到60%。
- 3) 临床前阶段市占率：公司相比海外龙头，与Biotech的合作更为紧密，同时公司的成本和交付效率的优势也更符合中小Biotech的需求，伴随着中小Biotech在未来新药研发中占比的提升，预计公司市占率缓慢稳健提升，在我们的计算口径下2030年由现在的6.3%提升至7.4%，远期市占率趋近海外龙头。
- 4) 临床阶段市占率：公司已完成将全资子公司康德弘翼（临床CRO）与津石医药（SMO服务）100%股权转让给高瓴投资的交割。随着这两块境内临床研究及现场管理业务的彻底分拆，相关业务收入及对应市场份额将不再纳入合并报表。

**盈利能力假设：**

- 1) 直接人工成本：由于CRO行业为人才密集型行业，收入的增长需要工程师数量的增长，因此我们计算历史单位收入对应的直接人工成本，取其均值作为远期标准，每年CRO直接人工成本=CRO收入\*CRO单位收入直接人工成本。
- 2) 间接费用：这里我们将公司业务视为CRDMO整体，计算出历史单位收入对应的间接费用，使用2024年最新数据作为远期标准，每年CRO业务对应的间接费用=CRO收入\*单位收入间接费用。

CDMO:

收入假设:

- 1) 全球新药研发支出、外包渗透率同CRO业务收入假设部分。
- 2) 市占率: 经过评估, 我们对公司CDMO业务的全球市占率进行了上调, 主要是因为全球GLP-1类大单品销售持续火爆, 叠加多肽及口服小分子GLP-1药物商业化订单加速放量。公司TIDES (寡核苷酸和多肽) 业务强劲增长, 且多肽固相合成反应釜总体积已大幅扩产。得益于前瞻性的产能扩张, 公司迅速承接了全球药企高涨的减重/降糖药物外包需求。小分子口服商业化订单的兑现与多肽新产能的快速爬坡形成双轮驱动, 使公司在短周期内实现了高壁垒、大体量订单的集中捕获。鉴于公司在GLP-1赛道具备明显的产能与管线领先优势, 短期内份额将加速突破, 决定同步上调公司未来三年的CDMO业务整体市占率预测。

盈利能力假设:

- 1) 直接人工成本: 计算历史单位收入对应的直接人工成本, 取其均值作为远期标准, 每年直接人工成本=CDMO收入\*CDMO单位收入直接人工成本。
- 2) 间接费用: 这里我们将公司业务视为CRDMO整体, 计算出历史单位收入对应的间接费用, 使用2024年最新数据作为远期标准, 每年CDMO业务对应的间接费用=CDMO收入\*单位收入间接费用。
- 3) 原材料成本: 计算历史单位收入对应的原材料成本, 由于近期存在原料价格下降, 故远期预计恢复至2023年水平, 每年原材料成本=CDMO收入\*单位收入原材料成本。

### 公司整体业绩预测

| 药明康德          | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 403.4 | 392.4 | 454.6 | 520.2 | 602.1 | 682.4 | 750.4 | 800.4 |
| 归母净利润(亿)      | 96.1  | 94.5  | 191.5 | 171.5 | 194.9 | 217.4 | 229.5 | 234.3 |
| 归母净利润增速(%)    | 9.0   | -1.6  | 102.7 | -10.5 | 13.7  | 11.5  | 5.6   | 2.1   |
| 经营性净利润(亿)     | 92.4  | 84.4  | 121.8 | 163.6 | 188.8 | 213.0 | 226.7 | 233.1 |
| 经营性净利润增速(%)   | 14.7  | -8.6  | 44.3  | 34.3  | 15.4  | 12.8  | 6.4   | 2.8   |
| 经营性归母净利润(亿)   | 91.5  | 83.4  | 120.7 | 162.1 | 187.0 | 211.0 | 224.6 | 230.9 |
| 经营性归母净利润增速(%) | 14.8  | -8.8  | 44.7  | 34.3  | 15.4  | 12.8  | 6.4   | 2.8   |

数据来源: 壹评级

## 公司分业务业绩预测

| CDMO        | 2023A | 2024A  | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 216.2 | 215.3  | 276.8 | 348.1 | 412.8 | 478.9 | 532.1 | 569.6 |
| 收入增速(%)     | -0.1  | -0.4   | 28.5  | 25.8  | 18.6  | 16.0  | 11.1  | 7.1   |
| 经营性净利润(亿)   | 67.2  | 72.5   | 101.0 | 131.5 | 152.3 | 172.4 | 184.3 | 189.4 |
| 经营性净利率(%)   | 31.1  | 33.7   | 36.5  | 37.8  | 36.9  | 36.0  | 34.6  | 33.2  |
| 经营性净利润增速(%) | 11.0  | 7.9    | 39.3  | 30.2  | 15.8  | 13.2  | 6.9   | 2.7   |
| CRO         | 2023A | 2024A  | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
| 收入(亿)       | 166.4 | 157.4  | 155.1 | 172.2 | 189.3 | 203.5 | 218.3 | 230.8 |
| 收入增速(%)     | 8.0   | -5.5   | -1.4  | 11.0  | 10.0  | 7.5   | 7.3   | 5.7   |
| 经营性净利润(亿)   | 31.2  | 25.4   | 25.8  | 32.1  | 36.5  | 40.6  | 42.4  | 43.7  |
| 经营性净利率(%)   | 18.7  | 16.2   | 16.6  | 18.7  | 19.3  | 19.9  | 19.4  | 18.9  |
| 经营性净利润增速(%) | 10.7  | -18.4  | 1.3   | 24.7  | 13.6  | 11.2  | 4.4   | 3.1   |
| 终止业务CTDMO   | 2023A | 2024A  | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
| 收入(亿)       | 20.8  | 19.7   | 22.7  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 收入增速(%)     | -10.1 | -4.9   | 15.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 经营性净利润(亿)   | -6.0  | -13.5  | -5.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 经营性净利率(%)   | -28.7 | -68.3  | -21.9 | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 经营性净利润增速(%) | 26.5  | -125.9 | 63.2  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

数据来源：壹评级

## 动态估值

### 公司整体及分业务动态估值

| 业务           | 半显性期CAGR | 增速描述   | 产业格局   | 护城河持续性 | 贴现率      | 综合倍数   | 有效盈利预测(亿) |
|--------------|----------|--------|--------|--------|----------|--------|-----------|
| CRO          | 5.1%     | 中等-    | 较好     | 强      | 8.0%     | 16.5   | 43.6      |
| CDMO         | 3.2%     | 中低     | 较好     | 强      | 7.8%     | 15.78  | 189.0     |
| 终止业务CTDMO    | -        | --     | 一般     | 一般     | 8.0%     |        | -         |
| 业务           | 显性期价值    | 显性期后价值 | 业务价值   | 富余现金   | 少数股东权益价值 | 股权投资价值 | 总价值       |
| CRO(亿)       | 131.7    | 528.6  | 660.3  | 114.1  | 7.2      | -      | 767.1     |
| CDMO(亿)      | 522.8    | 2212.0 | 2734.8 | 287.8  | 28.1     | -      | 2994.5    |
| 终止业务CTDMO(亿) | 16.7     | -      | -      | 19.6   | 0.3      | -      | 19.3      |
| 公司整体测算(亿)    | 671.1    | 2740.6 | 3395.0 | 421.5  | 35.6     | -      | 3780.9    |

数据来源：壹评级



## DDM估值

### 公司整体及分业务DDM估值

| 业务               | 预测期<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值   | 富余现金  | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值    |
|------------------|-----------|-----------|--------|-------|--------------|------------|--------|
| CRO(亿)           | 370.6     | 334.0     | 704.5  | 114.1 | 7.2          | -          | 811.4  |
| CDMO(亿)          | 1457.5    | 1078.0    | 2535.5 | 287.8 | 28.1         | -          | 2795.3 |
| 终止业务<br>CTDMO(亿) | 16.7      | -         | 16.7   | 19.6  | 0.3          | -          | 35.9   |
| 公司整体测算(亿)        | 1844.8    | 1412.0    | 3256.8 | 421.5 | 35.6         | -          | 3642.6 |

数据来源：壹评级

## 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性处于中等偏上水平，主要系公司所处行业产业格局较好，且公司护城河持续性强，但由于公司历史业绩随着全球投融资情况具有一定波动，同时公司产品与服务不像部分行业具有高频可追踪数据，因此对估值确定性有一定削弱。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。