下载日志已记录，仅供内部参考

药明康德（603259）管理层一线洞察（一）

三问三答：创新药不同分子形式展望，复杂分子趋势下的 CXO 如何赋能

药明康德管理层多年来在产业周期、技术迭代及战略布局上的前瞻性持续得到验证。行业日新月异变化中，我们借公司管理层的眼睛，通过系统梳理公司陈民章、杨青、陈珂、傅小勇、张峰、郭涛等多位管理层的访谈与公开交流内容，通过三问三答，凝练公司对产业的判断和思考，是观察产业和公司实力真实图景的第一手窗口，亦对公司的全方面实力有更具象化的理解。

- **问一：新分子形式层出不穷，未来如何看待小分子的发展？新分子蓬勃发展，公司 TIDES 部分亦是关注焦点，但药明康德多位管理层均提到小分子“依然是现代药物的重要基石”，稳据“半壁江山”并不断焕发新生机，亦带来药明康德 2026H1 小分子 D&M 收入达 149.9 亿元，同比高速增长 72.7%。1）**审批端，2025 年 FDA 批准的 46 款新药中 31 款为小分子，占比 67%；销售端，2025 年全球药品销售额 TOP100 中，小分子贡献超六成；**2）**小分子具备可进入细胞内部触达胞内靶点、口服给药便利、供应链成熟且成本可控可放大等优势，并能在同一治疗领域提供更多选择（如口服小分子 GLP-1）。**3）**同时，小分子仍在“进化”：PROTAC、分子胶、共价抑制剂等技术使“不可成药”靶点有了新解法（KRAS 等已在临床验证）；**4）**AI 亦从更大范围寻找与设计候选分子。
- **问二：分子越来越复杂，对 CXO 产业链提出了怎样的挑战？无论是新分子还是小分子，分子均在复杂化，大幅提升了 CXO 的壁垒。1）**复杂度上行的量化证据明确：以“里宾斯基五规则”500 道尔顿为传统标尺，**过去 5 年，药明康德统计分子量超 600 道尔顿的小分子比例增加 63%，合成步骤超 20 步甚至 30—50 步的复杂分子亦在增多。2）**难度不止于发现阶段——从实验室走向生产，要跨越可放大性、质量控制、上游原料端复杂性与稳定性、制剂开发等多重关卡，全链条还涉及多供应商的高效协同。因此，分子复杂度考验的不是单点能力，而是“技术+工艺控制能力+高效协同供应体系”的合力。
- **问三：药明康德如何赋能复杂分子？技术、产能、质量体系缺一不可。复杂项目使药企与 Biotech 更倾向选择高度专业的 CXO（多肽、寡核苷酸 CDMO 外包率超 60%，ADC 超 70%）。1）技术上，**公司储备了酶催化、喷雾干燥等大量技术经验，文中列举了两位管理层均提到酶催化大幅减少反应步骤的案例；**2）产能上，**公司具备“通过 CRDMO 管线在看未来的趋势”优势，进行前瞻布局，横跨三大洲，提前启动常州新基地、2026 年资本开支指引上调至 75—85 亿元充分证明“我们都看到了强劲的市场需求”（正文对不同分子产能、及三大洲各产能及进度进行了全面梳理）。**3）质量体系上，**药明康德具备随时接受任何机构监管检验的能力和底气；**4）成果上，**2017 年以来合全药业已支持 70 多款新药上市；2024 年初至 2025 年上半年 FDA 批准的 40 款小分子新药中，公司支持 8 款、占比 20%。
- **维持“强烈推荐”投资评级：**无论新分子、小分子，我们认为分子复杂化趋势下外包率提升、并向龙头集中，我们持续看好药明康德作为全球 CRDMO 龙头的极强的竞争壁垒，产能储备预计 2026-2028 年实现归母净利润 222、272、337 亿元，对应 PE 分别为 19、16、13 倍。

强烈推荐（维持）

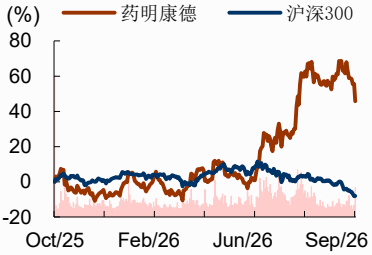
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：144.3 元

基础数据

总股本（百万股）	3035
已上市流通股(百万股)	2473
总市值（十亿元）	437.9
流通市值（十亿元）	356.9
每股净资产（MRQ）	27.5
ROE（TTM）	26.0
资产负债率	27.8%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	8.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	38	48
相对表现	-1	50	58



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《药明康德（603259）—在手订单充沛，大幅上调全年业绩指引》2026-08-04
2、《药明康德（603259）—再次上调全年指引彰显经营信心，拟出售临床聚焦 CRDMO》2025-10-28
3、《药明康德（603259）—持续展现经营韧性，上调全年业绩指引》2025-07-29

梁广楷 S1090524010001
liangguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

- **风险提示：**全球医药研发投入、投融资与外包渗透率不及预期风险；地缘政治风险；新分子技术路线商业化进度不及预期风险；产能扩张不及预期风险；汇率波动与海外基地运营成本上升风险；质量与合规事件的非线性影响风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	39241	45456	59824	75571	94651
同比增长	-3%	16%	32%	26%	25%
营业利润(百万元)	11580	23930	30749	38161	47448
同比增长	-2%	107%	28%	24%	24%
归母净利润(百万元)	9450	19151	22156	27225	33678
同比增长	-2%	103%	16%	23%	24%
每股收益(元)	3.17	6.42	7.43	9.12	11.29
PE	45.6	22.5	19.4	15.8	12.8
PB	7.3	5.4	4.5	3.7	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

问一：新分子形式层出不穷，未来如何看待小分子的发展？ 4
1.1 新分子蓬勃发展，小分子依然稳据“半壁江山” 4
1.2 小分子的优势在哪？ 5
1.3 小分子在“进化”，不断焕发新生机：“不可成药”的靶点有了新的解法 5
1.4 AI 带来更多可能：更大范围的候选分子 6
问二：分子越来越复杂，对 CXO 产业链提出了怎样的挑战？ 6
2.1 如何定量定义“复杂”？从“里宾斯基五规则”说起 6
2.2 分子量更大、路线更长：复杂度上行的量化证据 6
2.3 复杂分子带来的挑战：从生产供应层层关卡，考验的是 CXO 多维度综合能力 7
问三：药明康德如何赋能复杂分子？技术、产能、质量体系缺一不可 7
3.1 全方面的技术和能力 7
3.2 药明康德全球产能：让产能走在产业之前 8
3.3 质量体系：统一高标准全球交付 10
3.4 平台成果：以客户项目的进展印证价值 10
投资建议 10
风险提示 11

图表目录

表 1：本文相关访谈来自于如下管理层 4
表 2：复杂分子对应部分技术能力 8
表 3：产能建设：小分子与 TIDES 同步扩产 9
表 4：全球基地布局：横跨三大洲的产能网络，贴近客户需求 9
表 5：药明康德部分重点数据 10
附：财务预测表 12

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：本文相关访谈来自于如下管理层

管理层	职务
陈民章 博士	联席首席执行官（Co-CEO）
杨 青 博士	联席首席执行官（Co-CEO）
傅小勇 博士	执行副总裁、合全药业负责人
张 峰	高级副总裁、原料药生产业务部负责人
陈 珂 博士	高级副总裁、小分子原料药后期和商业化项目业务部负责人
郭 涛 博士	研发化学服务部业务拓展与一体化项目管理负责人

资料来源：《对话陈民章博士：25 年来，药明康德如何加速新药诞生？》（BioWorld）；《全球产能布局按下"加速键"》（Pharma Manufacturing）；《从「做实验」到「做决策」》（GEN）；《从科学发现到产业化落地，CRDMO 如何赋能欧洲创新生态》（bio:cap 柏林）；《让"不可能三角"成为可能》与《以"三倍速度"，赢取"十分信任"》（逐梦者说）；《深耕欧洲，助力科学成果更快走向患者》（European Biotech Magazine）；《让复杂小分子走得更远》（傅小勇专访）；《当创新药越来越复杂，真正拖慢项目的是什么？》（Fierce Pharma）；《预见未来，让产能走在产业需求之前》（张峰专访）；《新型疗法破局"不可成药"》（ISOPT 播客）；药明康德官网；药明康德公众号；招商证券整理。

问一：新分子形式层出不穷，未来如何看待小分子的发展？

1.1 新分子蓬勃发展，小分子依然稳据"半壁江山"

随着技术创新和应用，mRNA、多肽、抗体偶联药物（ADC）、小核酸等新兴技术路线轮番走红，"新分子形式"备受关注，根据 Evaluate Pharma 今年 8 月的数据，全球多肽药物的市场将在 5 年内翻倍；类似地，全球寡核苷酸药物的市场将在 5 年内增长 4 倍，包括药明康德 TIDES 部门亦是大家关注的焦点之一，但纵观药明康德的多位管理层访谈，小分子的旺盛生命力依然被坚定看好：**小分子依然稳稳占据着"半壁江山"。陈民章博士也指出，小分子"依然是现代药物的重要基石"。**

- **从审批端看，创新药小分子仍然占主导：**据美国 FDA 药物评价与研究中心（CDER）2025 年新药批准年度总结，2025 年 CDER 共批准 46 款新药，其中小分子药物 31 款、占比约 67%，仍是绝对主导的分子类型；蛋白类生物制品 12 款（约 26%），核酸类产品 3 款（约 7%）。
- **商业化销售端的口径同样清晰，小分子仍占六成。**据丁香园 Insight 统计，2025 年全球药品销售额 TOP100 合计达到 5,643 亿美元，其中小分子药物贡献超过 60%；前十大小分子药物合计销售额超过 1,070 亿美元。

据药明康德 2026 年中报，也能看到小分子**管线数量的持续扩张与后期项目的提升：**2026 年上半年公司小分子 D&M（开发与生产）业务实现收入 149.9 亿元，同比增长 72.7%；截至上半年末，小分子 D&M 管线达到 3,731 个，上半年新增 699 个分子，其中 155 个来自 R（研究）端内部转化，商业化和临床 3 期项目新增 15 个。

药明康德执行副总裁、合全药业负责人傅小勇博士从客户项目的一线视角给出了同样的判断。"从我们接触的客户项目来看，小分子仍然是新药研发中非常活跃的一类分子，"他表示，"这背后有其科学规律，很多疾病机制和靶点仍然适合通

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

过小分子来解决。”

1.2 小分子的优势在哪？

- **可进入细胞内部，触达抗体难以覆盖的胞内靶点。**相比主要作用于细胞表面或细胞外的大分子药物，小分子体积较小，分子结构和理化性质也可以灵活调节，因此“更有机会进入细胞内部，触达其他药物形式较难覆盖的细胞内靶点”。如**中枢神经系统疾病**是典型场景——经过针对性设计的小分子往往更有机会穿过血脑屏障，因而仍是重要的研发方向。
- **口服给药与患者依从性。**对于高血压、糖尿病、高血脂等需要长期用药的慢性疾病，治疗能否持续很大程度上取决于用药是否便利。小分子通常更易开发为口服制剂，在提升患者依从性和药物可及性方面具有鲜明优势，也更有机会覆盖广泛的患者群体。
- **供应链成熟、生产成本可控、可大规模放大。**小分子拥有较为成熟的生产、储运和规模化供应体系，单位成本随规模放大而下降。
- **物流便利性：**储存运输条件温和，便利性高于需要冷链运输的产品。

在同一治疗领域，小分子亦能提供更多选择，如多肽类药物率先打开了减重和代谢疾病市场，口服小分子随后提供了新的选择。2026 年 4 月，礼来小分子 GLP-1 药物 Foundayo（orforglipron）获 FDA 批准，该药每日口服一次，不受进食和饮水时间限制，集中体现了小分子在用药便利性上的价值。“一个治疗领域的兴起，并不只属于某一类分子，”傅小勇博士表示，“不同疾病机制和患者需求，会催生不同的解决方案。多肽验证了 GLP-1 的治疗价值，口服小分子则进一步丰富了患者的选择。”

1.3 小分子在“进化”，不断焕发新生机：“不可成药”的靶点有了新的解法

陈民章博士认为，随着蛋白降解靶向嵌合体（PROTAC）、分子胶、共价抑制剂等新技术逐步成熟，小分子作用于疾病靶点的方式更加丰富，使此前“不可成药”的细胞内靶点成为可能，**也正在进一步推动小分子领域需求增长。**在靶向蛋白降解和分子胶等方面药明康德也已组建专门的团队在这一领域持续投入。

杨青博士则用 KRAS 给出了一个案例：KRAS 长期被视为难以成药的靶点，随着 sotorasib、adagrasib 等多款 KRAS 靶向药物相继获批，不仅在临床层面验证了直接靶向 KRAS 的可行性，也为不同类型的癌症患者带来了全新的治疗选择。

“科学就是一次次突破创新的边界。”杨青博士说，“对于药明康德而言，我们要确保的是，让平台有能力陪伴产业创新走向任何一个可能的方向。”如在 PROTAC 领域，耶鲁大学 Craig Crews 教授开创了 PROTAC 疗法并创立 Arvinas 公司将技术推向商业化，而药明康德自 2016 年起便为 Arvinas 提供一体化支持，几乎全程参与产业转化历程；2026 年 5 月，首款 PROTAC 药物获美国 FDA 批准上市。

郭涛博士在 AACR 年会期间接受 GEN 采访时，进一步回答了他关注的三个方向：其一，靶向蛋白降解（TPD）领域持续拓展，E3 连接酶从传统的 CRBN、VHL，

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

延伸到 DCAF15、KEAP1 等全新的 E3 连接酶；其二，合成致死策略从 PARP 抑制剂扩展到 PRMT5、WRN 等靶点；其三，偶联药物快速发展，ADC 出现更多创新载荷与连接子技术，降解剂-抗体偶联物（DAC）等融合不同治疗模式的方向也在涌现。

1.4 AI 带来更多可能：更大范围的候选分子

AI 等药物发现工具的升级，也能从更大范围内寻找、设计和筛选候选分子。已有研究显示，生成式 AI 已经展现出设计结构新颖、可合成的小分子候选物的潜力。

问二：分子越来越复杂，对 CXO 产业链提出了怎样的挑战？

2.1 如何定量定义“复杂”？从“里宾斯基五规则”说起

制药行业常用“里宾斯基五规则”（Lipinski's Rule of Five）评估小分子化合物的成药可能性，其中分子量低于 500 道尔顿是一项重要参考，否则分子在体内的溶解度将大打折扣。这套经验规则在过去二十余年里，帮助研发人员在早期快速筛除大量成药性不佳的候选物，是药物化学领域的“入门标尺”。

但标尺的适用边界正在被突破。当管线中越来越多地出现 PROTAC、分子胶、多肽偶联物、小核酸等分子类型时，“500 道尔顿”这条线不再是不可逾越的红线。行业正在经历从“遵守五规则”到“有意识地突破五规则”的范式切换。

杨青博士的比喻颇为形象——“越复杂的‘锁’，需要越精密的‘钥匙’。” 他同时归纳了**复杂性的三个具体表现**：

- 分子量更大、结构更复杂；
- 需要针对特定生物化学和药理功能进行定制设计；
- 物理化学性质更加复杂，使合成、纯化、分析和生产都面临更多挑战。

2.2 分子量更大、路线更长：复杂度上行的量化证据

据药明康德研发化学团队统计，**过去 5 年，分子量超过 600 道尔顿的小分子比例增加 63%；与此同时，合成步骤超过 20 步、甚至达到 30 至 50 步的复杂分子也在增多。**

傅小勇博士把这一变化概括为一次命题的升级：“过去讨论小分子，更多关注能否找到有效的分子；今天，**还要回答能否把越来越复杂的分子真正做成药**。”他进一步指出，“新的药物策略和发现工具打开了更多可能，**但也把更多挑战推向了后续开发和生产。”**

张峰则从生产端的日常感受出发做了呼应：“近年来，**项目分子的复杂度肉眼可见地在增加，无论是小分子还是新分子，都要定制化探寻工艺的最优解**。”

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 复杂分子带来的挑战：从生产供应层层关卡，考验的是 CXO 多维度综合能力

复合分子的难度并不会止步于发现阶段。陈珂博士在世界制药原料展（CPHI）前夕接受 Fierce Pharma 采访时，把从发现到生产的落差描述得相当具体："在发现阶段，科学家可以发挥极大创造力，能在毫克或克级规模上制备高度复杂的分子，完成纯化并迅速推进。但一旦进入更大规模或后期开发阶段，一些曾经看似可控的分子，就会将真正的难题摆到桌面上。"

第一关是可放大性。"实验室里可行的路线，放大到生产规模未必行得通。"

第二关是质量控制。必须建立一套完整且可控的质量控制策略，让监管机构信服。

第三关是上游原料端的复杂性。如何在成本可控的前提下稳定获得高质量原料，并满足对潜在基因毒性杂质（PGIs）、亚硝胺等杂质控制的监管要求，"这本身就是一门学问"。

第四关是稳定性。"某些化合物、中间体乃至原料药本身就不够稳定，而随着规模放大，这种不稳定性带来的挑战越会被放大。"

哪怕原料药完成了，**制剂开发亦有可能成为制约整个项目推进的关键环节**。以 PROTAC 为例，一些分子的分子量接近 1000"，原料药已经足够棘手，制剂再次上难度。

即便工艺、质量、制剂都打通，复杂分子带来的全链条协同难题依然存在。药明康德曾参与一个靶向蛋白降解剂项目，该项目最初涉及**五家不同供应商**——分别承担起始物料、粗品原料药、最终原料药、喷雾干燥分散体与制剂，且分布在不同国家和地区。"仅物流本身就可能显著拉长项目周期：运输、方法转移、清关以及跨供应商协调，这些环节叠加起来，就可能将时间线延长六个月到一年。"后来客户把整个链条整合到药明康德的**一体化平台上**，在同一质量体系下完成原料药、喷雾干燥分散体和制剂的开发与生产，公司帮助客户大幅缩短了时间线，也有效降低了多次交接带来的风险。

由此可以得出一个结论：分子复杂度上行，考验的不是供应伙伴的单维度能力，而是"技术+工艺控制能力 + 高效协同的供应体系"的合力。

问三：药明康德如何赋能复杂分子？技术、产能、质量体系缺一不可

复杂的项目难度使得药企和 Biotech 都更倾向于选择高度专业的 CXO 来执行落地，如多肽和寡核苷酸的 CDMO 外包率超 60%，抗体偶联药物（ADC）超 70%。**新分子采用与 CXO 合作已经不再是"可选项"，是几乎默认的产业动作。**

3.1 全方面的技术和能力

经过二十多年的发展和积累，药明康德围绕复杂小分子的开发需求，已提前布局、建立了解决复杂分子挑战的全面技术和能力。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：复杂分子对应部分技术能力

复杂分子痛点	对应技术能力	解决路径
合成路线长、总收率低	酶催化	以生物催化替代多步化学转化，提高立体选择性与原子经济性，缩短路线
釜式反应放大困难、安全风险高	连续化生产	以连续流实现精确控温、快速混合与危险反应的安全放大
分子量增大导致溶解度下降	喷雾干燥	制备无定形固体分散体，提高难溶药物的溶出度与生物利用度
难溶药物口服吸收差	热熔挤出、纳米悬浮	通过固体分散与粒径工程改善口服吸收，提升制剂可行性

资料来源：药明康德公众号，招商证券梳理

以酶催化为例，药明康德已建立生物酶催化工艺技术平台，十余年来累计开发**650 个酶催化工艺**，完成**440 个生产项目的交付**，其中包括 20 项处于临床 3 期及商业化阶段的项目，平台累计交付的关键手性中间体和原料药已**超过 500 吨**。

- 傅小勇博士提及某项目案例：某分子原合成路线长达几十步，初始收率仅为几十个 ppm（即目标产物产量只有理论值的几万分之一）。团队重新设计整条合成路线，并引入**酶催化**技术进行定向优化，**最终合成步骤缩短了十多步，整体收率提升近百倍**，让原本“难以成药”的分子重新具备产业化可能。此后药明康德已为客户提供数百公斤原料药用于支持临床试验；近期该款药物已获 FDA 批准上市，项目正向更大规模生产推进。
- 张峰亦提到：“在此前的某一个客户项目中，这项技术能将五步化学反应缩成一步酶催化反应，极大地提升了合成效率。此外，酶催化还可以增强立体选择性，并节省有机溶剂用量，在环保、安全性方面也表现出显著优势。”

在多肽领域：

- 公司开发了多种一体化工艺路径，通过将固相合成与液相合成相结合（SPPS-LPPS 混合策略）来提升效率；
- 在下游环节，根据具体多肽分子的特性和开发需求，灵活采用先进的纯化及 API 分离技术，如切向流过滤（TFF）、连续流色谱及喷雾干燥，助力提高收率、工艺稳定性和可扩展性。

在寡核苷酸领域：

- 公司开发了多种创新工艺技术。比如固相与液相合成（SPOS 和 LPOS）、酶促合成等，进一步拓展合成复杂序列的效率；
- 在下游纯化与分离方面，采用薄膜蒸发（TFE）、连续流色谱等创新技术，简化下游处理流程、减少工艺步骤。

3.2 药明康德全球产能：让产能走在产业之前

药明康德对产能的建设节奏具备前瞻性，张峰表示：“我们不是在看单一年度节点的订单建产能，而是**通过 CRDMO 管线在看未来的趋势**，全球客户要把哪些分子变成药。”

同时，在此前投资者日上，陈民章博士提到，药明康德一个新车间从建成到完全满负荷运转的周期，**从之前的 2 年缩短到了现在的 2 个多月，充分体现了药明康**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

德产能的效率。

为支持公司扩产计划，在 2026 年中报后将今年**资本开支指引从 65—75 亿元进一步上调至 75—85 亿元。**

从分子种类看：公司“双管齐下”，同时扩大小分子原料药反应釜和 TIDES 合成反应釜总体积。“因为在这两大领域，我们都看到了强劲的市场需求”，陈民章博士表示。

表 3：产能建设：小分子与 TIDES 同步扩产

平台	截至 2025 年底	后续规划	说明
小分子原料药反应釜	总体积超过 400 万升	常州新基地提前启动建设，泰兴两个新车间今年投入运营	满足小分子药物需求
多肽固相合成反应釜（ SPPS ）	总体积超过 10 万升（已提前完成目标）	2026 年底进一步扩建至 13 万升	满足多肽药物需求
寡核苷酸固相合成（SPOS）	总规模突破 8 摩尔	用于寡核苷酸、多肽和 PMO 生产的两个新车间预计在 2027 年投产	满足小核酸药物与 PMO 等药物需求

资料来源：药明康德公众号，招商证券梳理

从地域分布看，具备横跨三大洲的产能网络：**合全药业的全球网络包括 9 个开发和生产基地，**从中国的常州、泰兴，德国的慕尼黑，瑞士的库威和美国的特拉华，到落子新加坡，全球产能建设在高速推进。

表 4：全球基地布局：横跨三大洲的产能网络，贴近客户需求

区域	基地	产能与能力要点	投产节奏
中国	泰兴基地	两个全新小分子原料药生产车间已投入运营；用于寡核苷酸、多肽和 PMO 生产的两个新车间在建	小分子车间已投运；TIDES 新车间预计 2027 年投产
中国	常州基地（新基地）	提前启动新原料药生产基地建设，以匹配客户项目从临床早期走向后期的生产需求	提前启动建设
美国	特拉华州米德尔顿基地	公司在美国最大的运营基地，亦是首次在美国大规模开展制剂生产业务；计划 2026 年第四季度启动口服固体制剂生产， 2027 年第四季度开始无菌注射剂生产	计划 2026 年底投入运营
欧洲	瑞士库威基地	制剂生产及包装产能持续扩建；新增 PSD-4 喷雾干燥车间，后续增加无菌注射剂等能力	新喷雾干燥车间预计 2026 年第四季度投产
亚洲	新加坡基地	将新增小分子、寡核苷酸、多肽及复杂偶联物的原料药生产能力，提升全球供应灵活性；“新加坡基地的产能还会以每年一个新车间的速度持续提升”。	一期工程预计 2027 年投产，首个 TIDES 车间预计 2028 年投入运营

资料来源：药明康德公众号，招商证券梳理

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 质量体系：统一高标准全球交付

产能的地理分散并不等于标准的分散，无论产能分布在全球何处，交付高标准保持统一：

- 2025 年 3 月，美国 FDA 对药明康德位于常州和泰兴的原料药生产基地进行检查，其中常州基地为不预先通知的飞行检查，涵盖六大 GMP 系统和 21 款已获 FDA 批准的产品；FDA 检查官提前一天完成所有核查，两个基地均以**零缺陷**通过，未签发任何“483 表格”；
- 2026 年上半年，公司完成 **465 次**客户、监管及第三方质量审计，未出现任何严重发现项；
- 2025 年全年，公司接受来自全球客户、监管机构和独立第三方的质量审计与检查共计 **741 次**，以及全球客户的信息安全审计 **60 次，均无严重发现项**。

检查结果也验证了一个事实：药明康德具备随时接受任何机构监管检验的能力。

3.4 平台成果：以客户项目的进展印证价值

平台能力的最终检验标准，是客户愿意给的实打实的项目。自 2017 年以来，合全药业已支持 **70 多款新药上市**；过去一年内（截至 2026 年二季度），公司支持了 **3,600 多个临床前至临床 3 期的药物**，以及 **90 多款商业化药物**。

在跨国监管口径下，这一支持力度同样可以量化：

- 2024 年初到 2025 年上半年，美国 FDA 一共批准了 40 款小分子新药，药明康德支持了其中 **8 款，占比 20%**。
- 在全球生物医药产业的诸多合作与授权交易中，期间共有 **53 个药物**原先就在药明康德平台上进行研发；当药物权益发生变更后，新客户并没有转移项目，而是请药明康德继续相关工作，**保留率高达 100%**。与此同时，还有 **9 个项目**原本由其他公司承接，在权益变更后被新的拥有者**转移到了药明康德**平台。

投资建议

陈珂博士认为，产业对 CRDMO 的期待本身也在变化。“如今，客户所寻求的，早已超越一双能执行既定任务的‘手’。”一个值得托付的合作伙伴“不该只是等待指令，而应能够将经验转化为洞察，将洞察带入讨论”——这构成了头部 CRDMO 在复杂分子时代的深层竞争壁垒。

我们持续看好药明康德作为全球 CRDMO 绝对龙头，小分子 D&M+一体化平台粘性构筑了极强的竞争壁垒；TIDES 第二曲线持续高增，全球化产能前瞻布局；预计 2026-2028 年实现归母净利润 222、272、337 亿元，对应 PE 分别为 19、16、13 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

表 5：药明康德部分重点数据

指标	2026H1	同比	备注

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

指标	2026H1	同比	备注
营业收入（亿元）	288.97	+38.9%	公司有信心 2026 年保持稳定且有韧性的经调整 Non-IFRS 归母净利率水平（25 年 32.9%、26H1 40.0%）
持续经营业务在手订单（亿元）	664.3	+25.2%	订单充沛带来未来业绩确定性增长
WuXi TIDES 收入增速指引	250	+53%	TIDES 全年收入增长由约 40%上调至约 45%
2026 年全年收入指引（亿元）持续经营业务口径	585–605	+35%–39%	中报后大幅上调，同比增速由 18%–22%上调至 35%–39%
2026 年资本开支指引（亿元）	75—85	35.4%—53.4%	中报后由 65—75 亿元上调，用于全球产能建设

资料来源：药明康德 2026 年半年度报告，招商证券

风险提示

- 全球医药研发投入、投融资、与外包渗透率不及预期风险：若全球生物医药融资环境持续承压、跨国药企研发预算收缩，或研发外包渗透率提升速度低于预期，则会影响 CXO 行业业绩。
- 地缘政治与跨境监管政策变化风险。
- 新分子技术路线商业化进度不及预期风险。PROTAC、分子胶、多肽偶联、寡核苷酸等新分子形式的临床成功率、监管接受度与商业化放量节奏存在不确定性。
- 产能扩张带来的短期盈利与折旧压力。
- 汇率波动与海外基地运营成本上升风险。公司收入以美元等外币结算为主，人民币汇率波动会直接影响报表端收入与利润；同时海外基地的人工、合规与运营成本普遍高于国内，海外收入占比提升可能带来结构性成本抬升。
- 质量与合规事件的非线性影响。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	38690	61677	74205	94433	120262
现金	18322	35131	42396	56080	74019
交易性投资	1234	5875	5875	5875	5875
应收票据	93	19	25	31	39
应收款项	7952	7263	9558	12074	15123
其它应收款	108	696	916	1157	1449
存货	5400	8993	10599	13115	16124
其他	5582	3700	4836	6101	7633
非流动资产	41636	41444	45685	47193	48429
长期股权投资	2326	2145	2145	2145	2145
固定资产	18784	20000	24631	26481	28020
无形资产商誉	3610	3158	2842	2558	2302
其他	16916	16141	16068	16009	15962
资产总计	**80326**	**103121**	**119891**	**141626**	**168691**
流动负债	16226	19235	19394	20292	21525
短期借款	1243	5986	5388	4849	4364
应付账款	1764	2450	2887	3572	4392
预收账款	2251	2709	3193	3951	4857
其他	10968	8090	7927	7920	7912
长期负债	5014	3638	3638	3638	3638
长期借款	2960	1819	1819	1819	1819
其他	2055	1819	1819	1819	1819
负债合计	**21240**	**22873**	**23032**	**23930**	**25163**
股本	2888	2984	2984	2984	2984
资本公积金	22079	29235	29235	29235	29235
留存收益	33666	47493	63893	84471	109982
少数股东权益	453	535	747	1006	1327
归属于母公司所有者权益	58633	79712	96112	116690	142201
负债及权益合计	**80326**	**103121**	**119891**	**141626**	**168691**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12407	17203	17016	22546	28380
净利润	9568	19333	22367	27485	33999
折旧摊销	2769	3387	3759	4492	4764
财务费用	(428)	1073	145	22	(135)
投资收益	(604)	(8588)	(4909)	(4345)	(4076)
营运资金变动	1147	2196	(4346)	(5108)	(6172)
其它	(44)	(198)	0	0	0
投资活动现金流	(5518)	(1945)	(3091)	(1655)	(1924)
资本支出	(4003)	(5538)	(8000)	(6000)	(6000)
其他投资	(1515)	3593	4909	4345	4076
筹资活动现金流	(3832)	1124	(6660)	(7208)	(8518)
借款变动	2212	(1722)	(758)	(539)	(485)
普通股增加	(81)	96	0	0	0
资本公积增加	(3166)	7156	0	0	0
股利分配	(2938)	(3879)	(5756)	(6647)	(8168)
其他	140	(527)	(145)	(22)	135
现金净增加额	3056	16382	7265	13683	17939

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	39241	45456	59824	75571	94651
营业成本	22965	23801	28052	34709	42674
营业税金及附加	301	361	476	601	753
营业费用	745	807	838	982	1230
管理费用	2879	2661	3051	3779	4733
研发费用	1239	1119	1196	1436	1798
财务费用	(787)	398	145	22	(135)
资产减值损失	(1610)	(1128)	(226)	(226)	(226)
公允价值变动收益	187	(137)	1683	1346	1077
其他收益	500	299	478	526	526
投资收益	604	8588	2748	2473	2473
营业利润	11580	23930	30749	38161	47448
营业外收入	22	31	35	35	35
营业外支出	63	55	66	66	66
利润总额	11540	23906	30717	38129	47416
所得税	1972	4573	8350	10645	13417
少数股东损益	117	182	211	259	321
归属于母公司净利润	9450	19151	22156	27225	33678

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-3%	16%	32%	26%	25%
营业利润	-2%	107%	28%	24%	24%
归母净利润	-2%	103%	16%	23%	24%
获利能力					
毛利率	41.5%	47.6%	53.1%	54.1%	54.9%
净利率	24.1%	42.1%	37.0%	36.0%	35.6%
ROE	16.6%	27.7%	25.2%	25.6%	26.0%
ROIC	14.3%	22.5%	22.5%	23.5%	24.2%
偿债能力					
资产负债率	26.4%	22.2%	19.2%	16.9%	14.9%
净负债比率	5.6%	7.7%	6.0%	4.7%	3.7%
流动比率	2.4	3.2	3.8	4.7	5.6
速动比率	2.1	2.7	3.3	4.0	4.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	4.5	3.3	2.9	2.9	2.9
应收账款周转率	4.9	5.9	7.1	7.0	6.9
应付账款周转率	13.5	11.3	10.5	10.7	10.7
每股资料(元)					
EPS	3.17	6.42	7.43	9.12	11.29
每股经营净现金	4.16	5.77	5.70	7.56	9.51
每股净资产	19.65	26.72	32.21	39.11	47.66
每股股利	0.95	1.93	2.23	2.74	3.39
估值比率					
PE	45.6	22.5	19.4	15.8	12.8
PB	7.3	5.4	4.5	3.7	3.0
EV/EBITDA	27.7	13.3	10.5	8.5	7.0

资料来源：公司数据、招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster