

【事件】

公司公告：2025 年实现总营业收入 7.48 亿元人民币，同比减少 31.93%；税前利润为-1.00 亿元人民币，同比减少 388.77%；实现净利润-1.00 亿元人民币，同比减少 388.77%。

【点评观点】

相关报告

➤ 业绩暂时下降，随着业务的发展有望实现增长

业绩下降的主因是自研产品销售降至 4.88 亿元 (-44%)，受朴欣汀® (贝伐珠单抗注射液) 市场竞争加剧影响；CDMO 业务收入 2.35 亿元 (+13%)，占总收入 31.4%，成为核心增长引擎。净利润亏损 1.00 亿元 (2024 年盈利 3476 万元)，销售费用下降 2.83 亿元 (-46.6%)，随着朴欣汀® 的国际化的推进，以及 CDMO 的发展，公司业绩有望实现增长。

➤ 坚定转型 ADC CDMO，效果明显

CDMO 业务增长：新增项目 60 个，累计达 213 个，ADC 项目占比 68%；已签约未完成订单 3.08 亿元 (+61%)，成功推动全球首款 EGFR ADC “美佑恒®” 上市，验证商业化能力。自 2021 年转型以来，近五年复合增长率达 34%，凸显了稳健成长动能。

➤ 公司在 ADC CDMO 优势明显

公司构建一站式端到端服务能力：构建覆盖抗体、Linker-Payload、偶联与冻干制剂的全链条 CDMO 平台，ADC 项目占总项目 68%，已累计 8 个 Pre-BLA 项目，锁定未来商业化收入。公司技术平台差异化突破：自主 GL-DisacLink® 糖定点偶联平台推动 268 个早期项目签约，BDKcell® 细胞株与 BDKLyo™ 数智冻干平台实现源头创新与工艺升级，获国家软着认证。国际化质量体系验证：全年通过 37 次 GMP 审计 (含 6 次 NMPA、4 次欧盟 QP)，获巴西、泰国、印度尼西亚等多国 GMP 认证。

➤ 公司和药明合联的协同效应有望显现

2026 年 2 月 12 日，药明合联 (股票代码：HK2268) 以 4.00 港元/股的价格收购东曜药业，股份要约价较 2025 年 12 月 22 日收盘价溢价约 99%。此次整合，是基于双方对抗体偶联药物及生物偶联药物领域巨大发展潜

研究部

姓名：林兴秋

SFC: BLM040

电话：0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

力的共同信念，以及药明合联对东曜药业规模化生产设施、完整的生产能力、国际认证的质量体系和长期积累的技术经验等优势充分认可。此次战略整合是强强联合的典范，将极大增强公司综合服务能力与全球市场竞争力。协同效应近期已经明显体现，药明合联将很多客户的订单转到东曜药业，客户欣然接受，充分体系药明合联及其客户对公司 ADC CDMO 技术及执行效率的充分认同。

➤ **我们的观点**

公司自 2021 年开始转型 CDMO，取得了显著的成果，尤其是公司在 ADC CDMO 方面的优势明显，从项目深度、广度推进更多项目落地，进一步突出公司在 ADC/XDC CDMO 领域的优势。公司和药明合联在 ADC CDMO 的协同效应有望进一步显现，公司获得的订单有望大幅增长，建议积极关注。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>