下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

化学原料药 2026 年 07 月 01 日

皓元医药（688131）深度研究报告

前端现金牛业务稳增，后端产能爬坡有望贡献利润弹性

推荐（首次）

当前价：94.60 元

- **前后端一体化平台，三大业务协同推动业绩增长。**公司聚焦“工具化合物和生化试剂”“分子砌块”“原料药和中间体、制剂”三大业务，打造前后端一体化平台，提供覆盖药物研发全生命周期的支持服务。2021-2025 年间，公司营收从 9.69 亿元增长至 28.77 亿元，CAGR 达到 31%；利润端 2023 年由于行业环境和自身资产折旧增加等因素有所下滑，之后恢复增长。三大业务协同推动业绩增长，其中前端试剂业务保持较高水平毛利率，后端毛利率承压，近些年高毛利的海外收入占比持续提高，25 年已达到 40%。
- **前端：区域扩张与横向拓展驱动持续增长，多重壁垒构筑现金牛业务护城河。**科研试剂市场规模保持较快增长，高端市场仍由进口品牌主导，国产替代有较大空间。公司前端业务布局从工具化合物到分子砌块、生化试剂，近年来后两者已成为前端增长重要动力，此外公司持续完善海外配套体系，以并购加速海外布局。通过横向拓展与区域扩张，2021-2025 年间公司前端业务收入从 5.45 亿元增长至 19.91 亿元，期间 CAGR 达到 38%。前端业务尤其是其中的工具化合物与生化试剂是公司现阶段的利润和现金流中心，公司以 SKU 品类扩展、服务体系和品牌效应等多重壁垒构筑了前端现金牛业务的深厚护城河。
- **后端：订单增长拉动毛利率有望贡献利润弹性，稀缺一站式 ADC CDMO 蓄势待发。**

  1）资本开支导致后端毛利暂时承压，订单增长有望带动产能利用率及毛利率提升。公司 IPO、可转债募集资金主要用于投入后端产能的建设，大量资本开支导致后端毛利率和整体利润承压。随着后端收入和项目数量的增长，产能利用率有望逐渐爬坡，预计后端业务的毛利率也将逐渐提高，对公司总体利润的负面影响将减少并逐渐转为贡献利润增量，公司盈利水平将体现向上弹性。

  2）立足小分子核心优势打造稀缺一站式 ADC CDMO，蓝海市场下蓄势待发。全球 ADC 药物市场正处于爆发期，CDMO 市场规模也有望稳步增长。公司的核心竞争力在于其小分子优势与稀缺的一站式服务能力，公司是国内较早布局 ADC 小分子研究的企业之一，建成了规模庞大的 Payload-Linker 库。2025 年重庆抗体偶联 CDMO 基地建成投用，标志着公司 ADC CDMO 业务已实现从小分子到生物大分子的覆盖。目前公司在 ADC CDMO 领域已拥有丰富的项目经验，商业化生产能力达到国际水平，订单趋势良好。我们认为公司在国内 ADC CDMO 厂家中具备差异化优势，有望获得更多份额。
- **投资建议：**我们预计皓元 2026-2028 年归母净利润分别为 3.4、4.8、6.5 亿元，同比增长 42.7%、39.8%、34.7%。公司前端业务在区域扩张与横向拓展驱动下持续增长，是现阶段的利润中心；后端业务订单持续增长，在 ADC CDMO 等创新药业务带动下有望迎来产能利用率和毛利率的爬升，预计将逐步扭亏并贡献利润增量，前后端业务共同驱动下将使得公司步入盈利上行期。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**存货跌价风险；市场竞争加剧风险；后端订单转化/交付不及预期；医药行业研发投入不及预期；汇率波动风险。

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万)	2,877	3,553	4,383	5,377
同比增速(%)	26.7%	23.5%	23.4%	22.7%
归母净利润(百万)	240	342	478	645
同比增速(%)	19.0%	42.7%	39.8%	34.7%
每股盈利(元)	1.12	1.61	2.24	3.02
市盈率(倍)	84	59	42	31
市净率(倍)	6.4	5.9	5.3	4.6

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2026 年 6 月 30 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：张良龙

邮箱：zhanglianglong@hcyjs.com

执业编号：S0360525110002

公司基本数据

总股本(万股)	21,323.41
已上市流通股(万股)	21,323.41
总市值(亿元)	201.72
流通市值(亿元)	201.72
资产负债率(%)	49.95
每股净资产(元)	14.69
12 个月内最高/最低价	98.11/49.38

市场表现对比图(近 12 个月)



下载日志已记录，仅供内部参考

投资主题

报告亮点

本报告详细阐述了皓元医药前端、后端业务的市场潜力和自身优势，并明确提出公司后端业务随着订单增长拉动产能与毛利率双升有望展现利润弹性，其中稀缺的一站式 ADC CDMO 平台在蓝海市场中潜力巨大。

投资逻辑

前端：区域扩张与横向拓展驱动持续增长，多重壁垒构筑现金牛业务护城河。公司前端业务布局从工具化合物到分子砌块、生化试剂，近年来后两者已成为前端增长重要动力，此外公司持续完善海外配套体系，以并购加速海外布局。通过横向拓展与区域扩张，2021-2025 年间公司前端业务收入从 5.45 亿元增长至 19.91 亿元，期间 CAGR 达到 38%。前端业务尤其是其中的工具化合物与生化试剂是公司现阶段的利润和现金流中心，公司以 SKU 品类扩展、服务体系和品牌效应等多重壁垒构筑了前端现金牛业务的深厚护城河。

后端：订单增长拉动毛利率有望贡献利润弹性，稀缺一站式 ADC CDMO 蓄势待发。1）公司 IPO、可转债募集资金主要用于投入后端产能的建设，大量资本开支导致后端毛利率和整体利润承压。随着后端收入和项目数量的增长，产能利用率有望逐渐爬坡，预计后端业务的毛利率也将逐渐提高，公司盈利水平将体现向上弹性。**2）**全球 ADC 药物市场正处于爆发期，CDMO 市场规模也有望稳步增长。公司的核心竞争力在于其小分子优势与稀缺的一站式服务能力，公司是国内较早布局 ADC 小分子研究的企业之一，建成了规模庞大的 Payload-Linker 库。2025 年重庆抗体偶联 CDMO 基地建成投用，标志着公司 ADC CDMO 业务已实现从小分子到生物大分子的覆盖。目前公司在 ADC CDMO 领域已拥有丰富的项目经验，商业化生产能力达到国际水平，订单趋势良好。我们认为公司在国内 ADC CDMO 厂家中具备差异化优势，有望获得更多份额。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、 前后端一体化平台，三大业务协同推动业绩增长 6
（一） 打造前后端一体化平台，服务药物全生命周期 6
（二） 三大业务协同推动业绩增长，海外占比逐步提高 8
二、 前端：区域扩张与横向拓展驱动持续增长，多重壁垒构筑现金牛业务护城河 10
（一） 全球市场空间广阔，高端领域国产替代空间巨大 10
（二） 横向拓展与区域扩张齐头并进，分子砌块与生化试剂成为新增长点 11
（三） SKU、服务与品牌等多重壁垒构筑现金牛业务护城河 13
三、 后端：订单增长拉动毛利率有望贡献利润弹性，稀缺一站式 ADC CDMO 蓄势待发 14
（一） 资本开支导致后端毛利暂时承压，订单增长有望带动产能利用率及毛利率提升 14
（二） 立足小分子核心优势打造稀缺一站式 ADC CDMO，蓝海市场下蓄势待发 18
四、 盈利预测与估值 21
五、 风险提示 23

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 皓元医药发展历史 6
图表 2 皓元医药前后端业务产业链关系示意图 7
图表 3 皓元医药股权结构图 7
图表 4 皓元医药历年股权激励或员工持股计划 8
图表 5 皓元医药营收变化 8
图表 6 皓元医药归母净利润变化 8
图表 7 皓元医药收入结构（按业务拆分） 9
图表 8 皓元医药各业务毛利率 9
图表 9 皓元医药收入结构（按区域拆分） 9
图表 10 皓元医药境内外毛利率 9
图表 11 皓元医药费用率变化 10
图表 12 皓元医药资产减值情况 10
图表 13 全球制药行业研发支出（亿美元） 10
图表 14 全球生命科学试剂市场规模（亿美元） 10
图表 15 中国科研试剂市场规模变化 11
图表 16 皓元医药前端试剂产品 11
图表 17 皓元医药前端业务细分收入变化（亿元） 12
图表 18 子公司 MCE 收入变化（亿元） 13
图表 19 皓元医药前端试剂种类数量变化 13
图表 20 皓元医药 IPO 及可转债募资用途 14
图表 21 皓元医药历年资本开支相关数据（亿元） 15
图表 22 皓元医药后端收入拆分（亿元） 16
图表 23 皓元医药后端项目数量 16
图表 24 截至 2025 年底公司后端业务项目数量分布 16
图表 25 皓元医药各生产基地情况 17
图表 26 2025 年部分子公司财务数据 17
图表 27 ADC 全球市场规模预测（亿美元） 18
图表 28 ADC 中国市场规模预测（亿美元） 18
图表 29 ADC 向 XDC 的拓展方式 18
图表 30 全球 ADC CDMO 市场规模（十亿美元） 19
图表 31 中国 ADC CDMO 市场规模（亿美元） 19
图表 32 皓元医药 ADC CDMO 一站式服务能力 20
图表 33 国内主要 ADC CDMO 厂家 20

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34 皓元医药收入拆分预测 21
图表 35 可比公司估值 22
图表 36 皓元医药历史 PE（TTM） 23

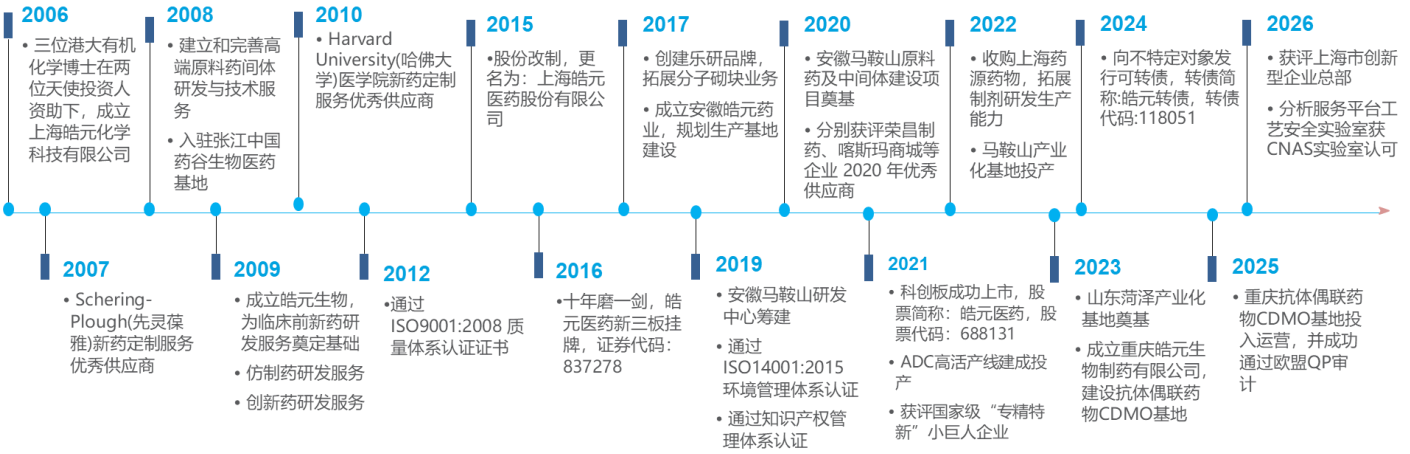
下载日志已记录，仅供内部参考

一、前后端一体化平台，三大业务协同推动业绩增长

（一）打造前后端一体化平台，服务药物全生命周期

公司成立于 2006 年，是一家专注于为全球制药和生物医药行业提供专业高效的小分子、大分子及新分子类型药物的平台型高新技术企业，主要业务包括小分子及新分子类型药物发现领域的生命科学试剂的研发，原料药、中间体、起始物料及制剂的药物研发，工艺优化及商业化生产。公司致力于打造覆盖药物研发及生产“起始物料—中间体—原料药—制剂”的一体化服务平台，加速赋能全球合作伙伴实现从临床前到商业化生产的全过程高效转化。

图表 1 皓元医药发展历史



资料来源：公司官网，华创证券

打造前后端一体化平台，提供覆盖药物研发全生命周期的支持服务。公司聚焦“工具化合物和生化试剂”“分子砌块”“原料药和中间体、制剂”三大业务，高效协同驱动高质量发展。**1）在前端的生命科学试剂板块，**公司专注于药物发现阶段的分子设计与合成，为创新药物研发提供坚实的物质基础及全方位解决方案，加速药物研发进程，提供工具化合物、生化试剂、分子砌块等产品，为客户提供从毫克级至千克级的产品及技术支持。**2）在后端的原料药和中间体、制剂业务板块，**公司聚焦高难度高壁垒高附加值产品的技术攻关，致力于为客户提供稳定可靠的原料药与中间体、制剂产品供应和合成工艺开发、工艺优化和原料药注册申报等技术服务。公司各业务板块之间紧密协同，提供覆盖药物研发全生命周期的支持服务。

下载日志已记录，仅供内部参考

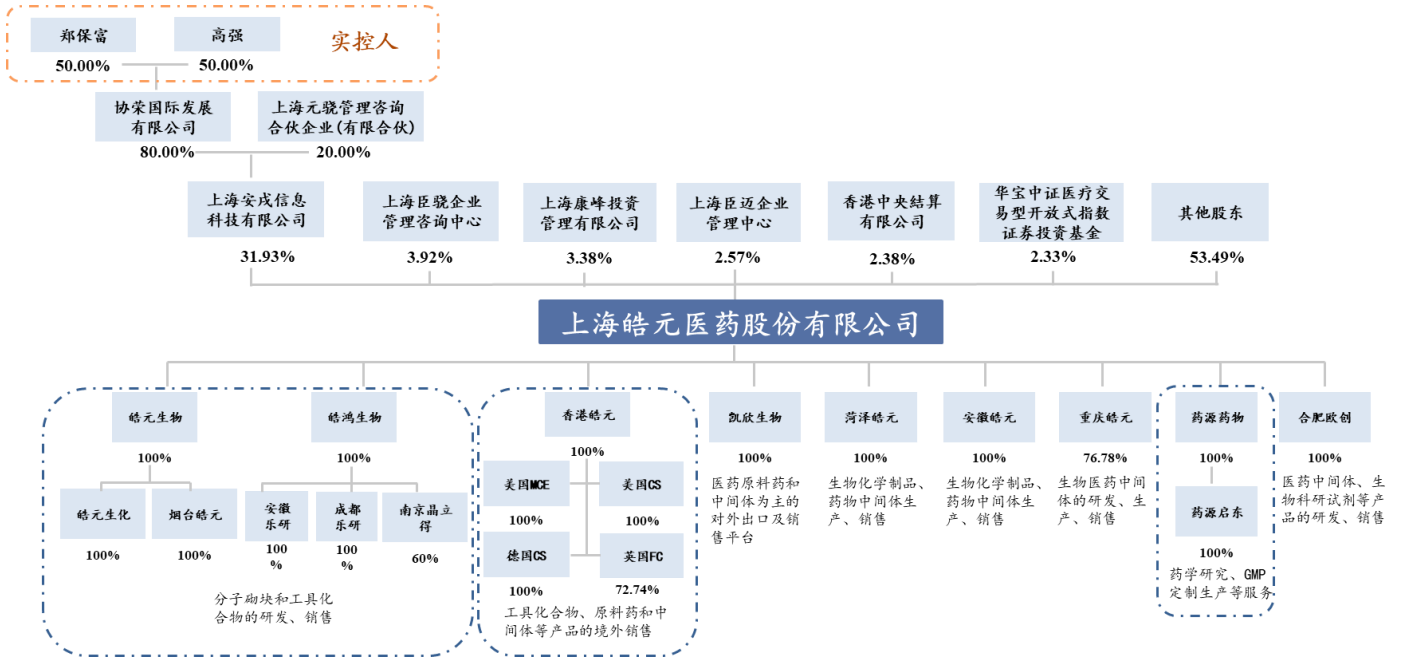
图表 2 皓元医药前后端业务产业链关系示意图



资料来源：公司公告

股权结构稳定，实控人为两位创始人。截至 2026 年一季报，公司两位创始人郑保富、高强为公司实际控制人，控制公司 31.93%的股份，其余股东持股比例均低于 4%，整体股权结构稳定。公司下属子公司、孙公司分工明确，其中皓元生物、皓鸿生物等负责前端生命科学试剂的研发、生产、销售，凯欣生物、菏泽皓元、安徽皓元、重庆皓元、药源启东等负责后端原料药和中间体、制剂业务板块的研发、生产、销售等，此外还有香港皓元控股的海外子公司美国 MCE、美国 CS、英国 FC、德国 CS 等负责海外业务运营。

图表 3 皓元医药股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券（截至 2026 年一季度，图中展示部分子公司/孙公司）

员工激励充分，助力公司长远发展。自 2022 年以来，公司持续推出股权激励和员工持股计划，充分调动公司管理人员与核心员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起，使各方共同关注和推动公司的长远发展。2025 年公司股权激励

下载日志已记录，仅供内部参考

计划拟向激励对象授予限制性股票 300 万股，占公司总股本的 1.42%，该计划业绩考核目标是以 2024 年营业收入/净利润为基数，2025/2026/2027 增长率分别不低于 15%、25%、40%。

图表 4 皓元医药历年股权激励或员工持股计划

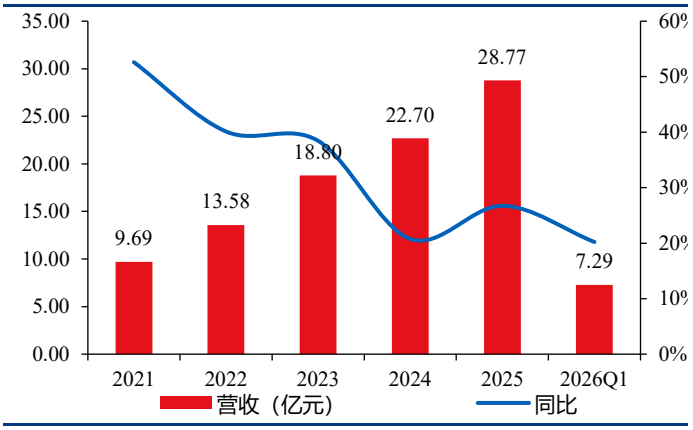
股权激励或员工持股计划	授予股份数量
2022 年限制性股票激励计划	拟向激励对象授予不超过 100 万股限制性股票
2023 年限制性股票激励计划	拟向激励对象授予限制性股票 110 万股
2024 年员工持股计划	初始拟筹集资金总额不超过 15,000 万元，其中员工自筹资金不超过 7,500 万元，以 2024 年 1 月 31 日的皓元医药股票收盘价 33.36 元/股测算，本员工持股计划所能购买和持有的皓元医药股份数量上限为 449.64 万股
2025 年限制性股票激励计划	拟向激励对象授予限制性股票 300 万股

资料来源：公司公告，华创证券

（二）三大业务协同推动业绩增长，海外占比逐步提高

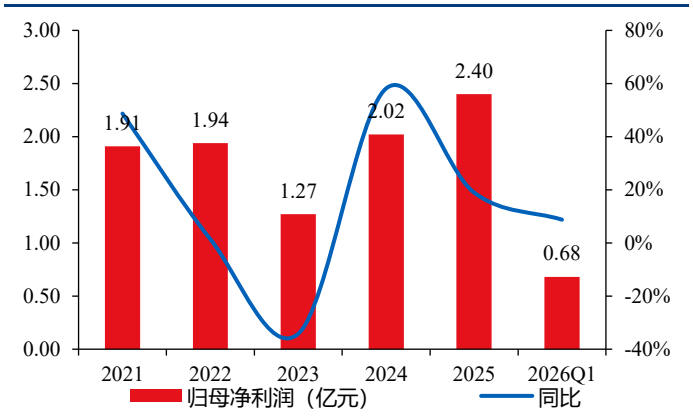
收入多年来持续快速增长，利润端 2023 年后恢复增长。2021-2025 年间，公司营收从 9.69 亿元增长至 28.77 亿元，CAGR 达到 31%，2026Q1 继续同比增长 20%，收入端多年来保持快速增长。2023 年由于医药行业投融资放缓带来需求不足、竞争加剧，以及资产折旧、减值等因素，导致利润下滑，之后利润恢复增长，2024、2025 年归母净利润同比分别为 58%、19%。

图表 5 皓元医药营收变化



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 皓元医药归母净利润变化

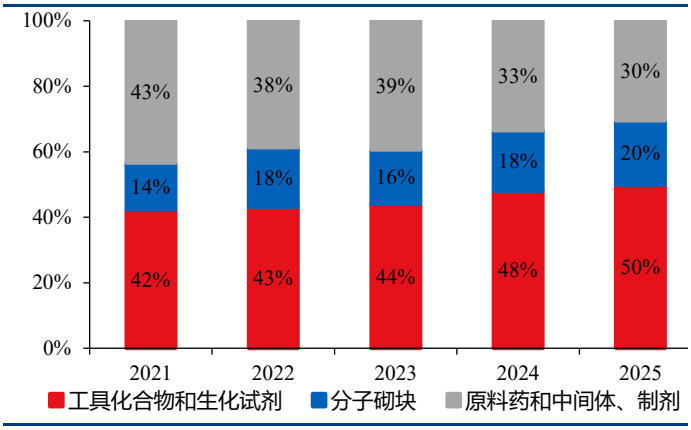


资料来源：Wind，华创证券

三大业务协同推动业绩增长，前端业务保持较高水平毛利率。公司三大业务过去 5 年间均持续增长，其中“工具化合物和生化试剂”与“分子砌块”的增速更快，在总收入中的占比逐渐提高，2025 年两者占比分别为 50%、20%，“原料药和中间体、制剂”的占比从 2021 年的 43%降低至 2025 年的 30%。从毛利率上来看，前端业务（包括“工具化合物和生化试剂”与“分子砌块”）的毛利率保持在 60%以上的较高水平，后端业务（原料药和中间体、制剂）过去数年间由于市场竞争加剧、产能利用率处于爬坡期等原因，毛利率下滑，后续随着产能利用率提高和市场竞争稳定，后端毛利率有望恢复到正常水平。

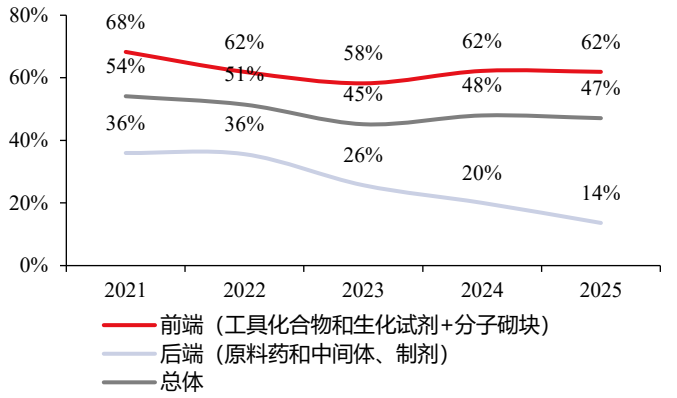
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7 皓元医药收入结构（按业务拆分）



资料来源：Wind，华创证券

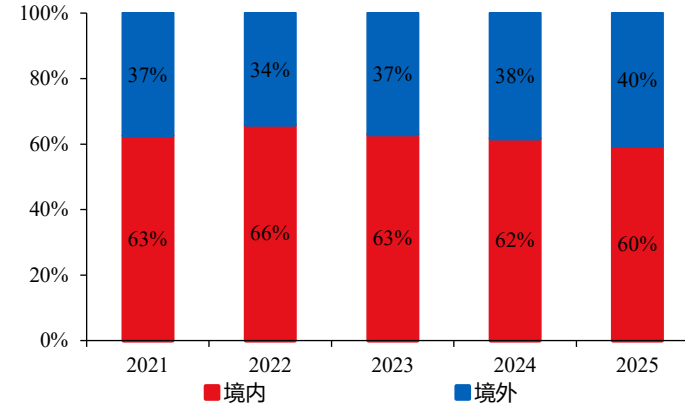
图表 8 皓元医药各业务毛利率



资料来源：Wind，华创证券

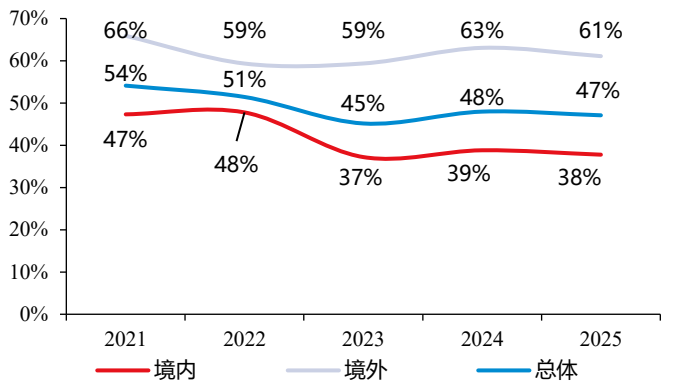
高毛利率的海外收入占比持续提高。22-25 年间，公司海外收入占比持续提高，从 34%增长至 40%。海外毛利率基本保持在 60%以上，相比国内毛利率高出近 20 个百分点，高毛利率海外收入占比的持续提高有望增强公司的盈利能力。

图表 9 皓元医药收入结构（按区域拆分）



资料来源：Wind，华创证券

图表 10 皓元医药境内外毛利率

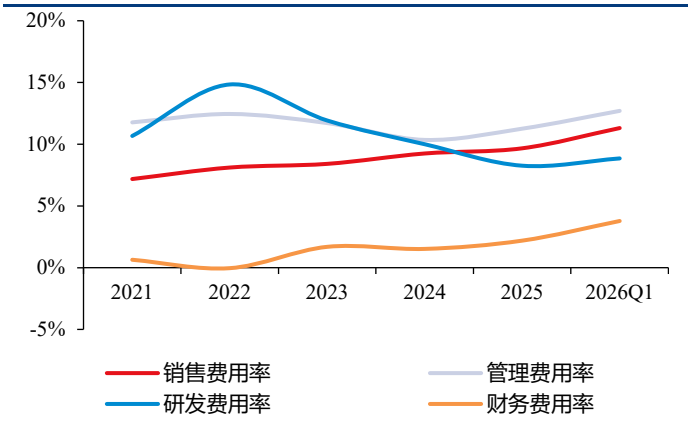


资料来源：Wind，华创证券

2026Q1 费用率阶段性上升，资产减值是公司利润重要影响因素。2024-2025 年公司费用率相对稳定，2026Q1 公司费用增长主要受加大国内外市场开拓以及重庆工厂运营投入、英国 FC 并表、汇率波动等因素影响。资产减值是公司利润的重要影响因素，占营业利润的比例达到 50%左右，主要包括存货跌价、固定资产减值、商誉减值等，由于公司前端现货储备较多，存货跌价成为资产减值的主要部分，2025 年 1.34 亿元的资产减值中有 1.21 亿元为存货跌价损失，预计存货跌价准备与前端业务发展阶段相匹配，其余固定资产减值损失和商誉减值损失均为一次性影响。

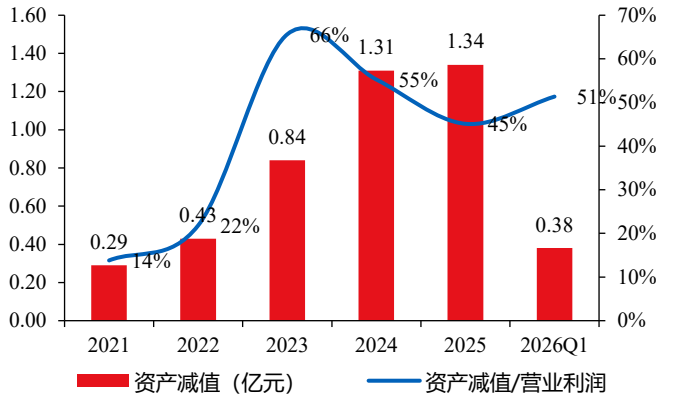
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11 皓元医药费用率变化



资料来源：华创证券

图表 12 皓元医药资产减值情况



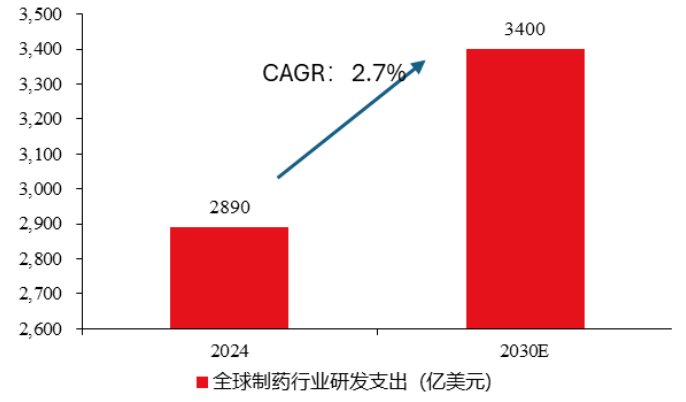
资料来源：华创证券

二、前端：区域扩张与横向拓展驱动持续增长，多重壁垒构筑现金牛业务护城河

（一）全球市场空间广阔，高端领域国产替代空间巨大

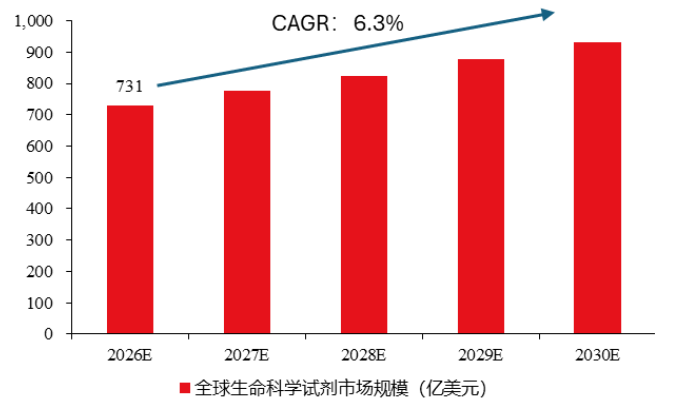
全球制药行业研发支出持续提高，生命科学试剂市场规模也随之增长。根据 Evaluate Pharma 数据，2024 年全球制药行业研发支出同比增长 1.7%，达到 2890 亿美元，预计到 2030 年研发支出将超 3400 亿美元；Mordor Intelligence 预测，全球生命科学试剂的市场规模在 2026 年达到 730.5 亿美元，2026-2030 年行业预计实现 CAGR 为 6.28%。

图表 13 全球制药行业研发支出（亿美元）



资料来源：Evaluate Pharma，转引自公司公告，华创证券

图表 14 全球生命科学试剂市场规模（亿美元）

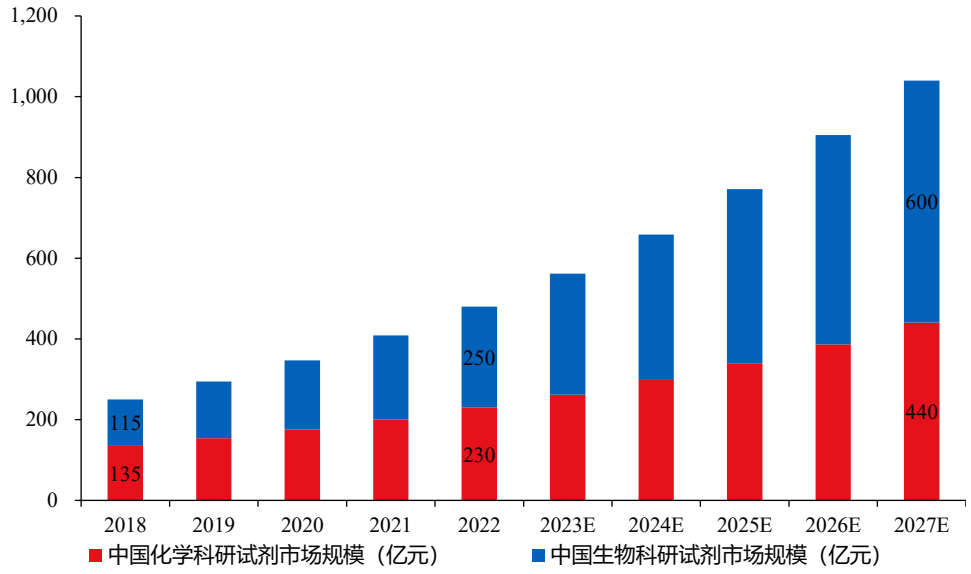


资料来源：Mordor Intelligence，转引自公司公告，华创证券

国内科研试剂市场规模保持较快增长。近年来，受益于供应链响应迅速、科技创新、政策支持、科研资金持续投入等因素驱动，国产试剂的市场渗透率在稳步提升。根据弗若斯特沙利文的数据，中国科研试剂市场规模从 2018 年的约 250 亿元增长到 2022 年的约 480 亿元，期间 CAGR 约为 18.0%，并预计会在 2027 年将达到约 1040 亿元。国内科研试剂市场主要分为生物试剂和化学试剂两种，其中，化学试剂市场规模从 2018 年的约 135 亿元增长到 2022 年的约 230 亿元，期间复合年均增长率约为 14.0%，并预计会在 2027 年将增长至 440 亿元。而生物试剂市场规模从 2018 年的约 115 亿元增长到 2022 年的约 250 亿元，期间 CAGR 约为 22.0%，预计会在 2027 年达到约 600 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15 中国科研试剂市场规模变化



资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

国产替代仍有较大空间。从全球来看，虽然科研试剂市场规模巨大，但高端科研试剂市场仍由进口品牌主导，这种格局的形成主要源于国外品牌长期积累的技术优势和品牌效应。国内科研试剂市场经过近些年持续的国产替代，竞争格局已经由外资企业绝对垄断向相对垄断过渡，仍有较大的国产替代空间。

（二）横向拓展与区域扩张齐头并进，分子砌块与生化试剂成为新增长点

公司前端生命科学试剂包括了工具化合物和生化试剂、分子砌块。工具化合物和生化试剂的产品种类覆盖基础科学研究和新药研发领域的大部分信号通路和靶标，具备生物活性。分子砌块是合成包含工具化合物和功能材料等目标化合物的原料和片段。一般不具备生物活性。工具化合物通常由多种功能化分子砌块或活性单体经多步偶联与修饰合成，其开发难度更高、合成路线更复杂，开发周期更长，研发壁垒高、质控与纯化成本也显著更高。

图表 16 皓元医药前端试剂产品

项目	分子砌块	工具化合物和生化试剂
用途	是合成包含工具化合物和功能材料等目标化合物的原料和片段。一般不具备生物活性，不用于生物医学方面的研究	产品种类覆盖基础科学研究和新药研发领域的大部分信号通路和靶标，具备生物活性
用量	克级到千克级	毫克级到克级
产品种类	涵盖药物分子砌块、催化剂&配体、材料科学、ADC 和 PROTAC 相关分子、杂质对照品、核苷单体、非天然氨基酸和通用试剂等产品系列	全面覆盖新药研发全链条、基础生命科学研究、质量控制与检测三大核心场景，以化学小分子、蛋白大分子、化合物库为核心特色，同时覆盖同位素标记物、标准品、寡核苷酸、重组特异性抗体、细胞/生化检测试剂盒，并延伸涉及细胞治疗、基因治疗等相关热门工具试剂

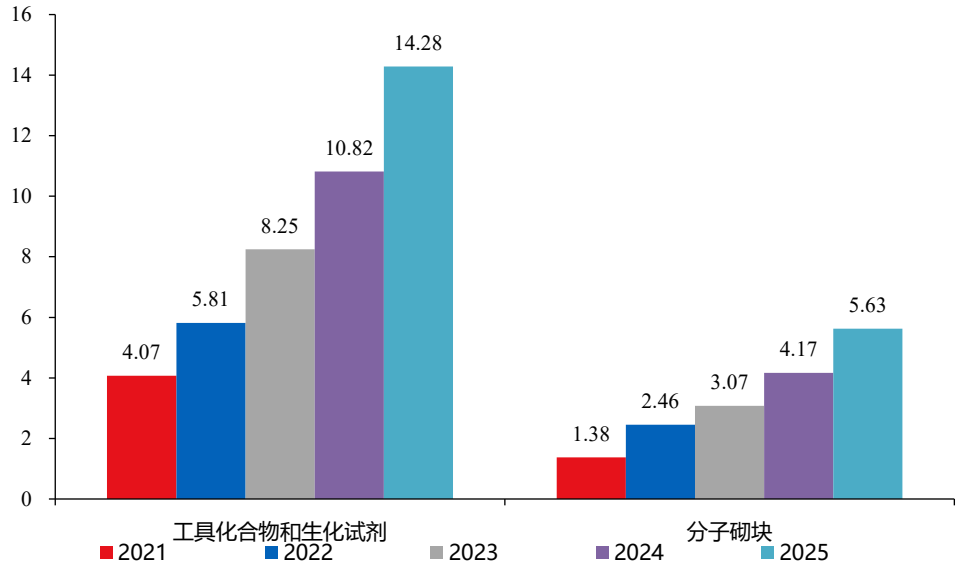
下载日志已记录，仅供内部参考

客户群	主要是合成工具化合物和功能材料等客户群，合成化学、药物化学和材料化学科研院所和制药公司实验室	主要是生物医药研究领域的高校、科研院所以及新药研发企业
开发难度、周期和成本	合成步骤短，通常开发难度比工具化合物小，开发周期短，但对成本控制和研发实力要求较高	工具化合物通常由多种功能化分子砌块或活性单体经多步偶联与修饰合成，其开发难度更高、合成路线更复杂，开发周期更长，研发壁垒高、质控与纯化成本也显著更高

资料来源：公司公告，华创证券

从工具化合物到分子砌块、生化试剂，横向拓展试剂领域拉动前端业务增长。2021-2025年间公司前端业务收入从5.45亿元增长至19.91亿元，期间CAGR达到38%。工具化合物是发展阶段处于成熟期的业务，公司在该领域处于国内龙头地位并具备较强的国际影响力，多年来持续发力，公司在此期间陆续拓展到分子砌块、生化试剂领域。分子砌块业务收入近五年来从1.38亿元增长至5.63亿元，期间CAGR达到42%，拉动了整体前端业务的增长；生化试剂产品管线不断拓展，也逐渐成为前端业务的重要增量，2021-2025年间工具化合物和生化试剂从4.07亿元增长至14.28亿元，期间CAGR达到37%。

图表 17　皓元医药前端业务细分收入变化（亿元）

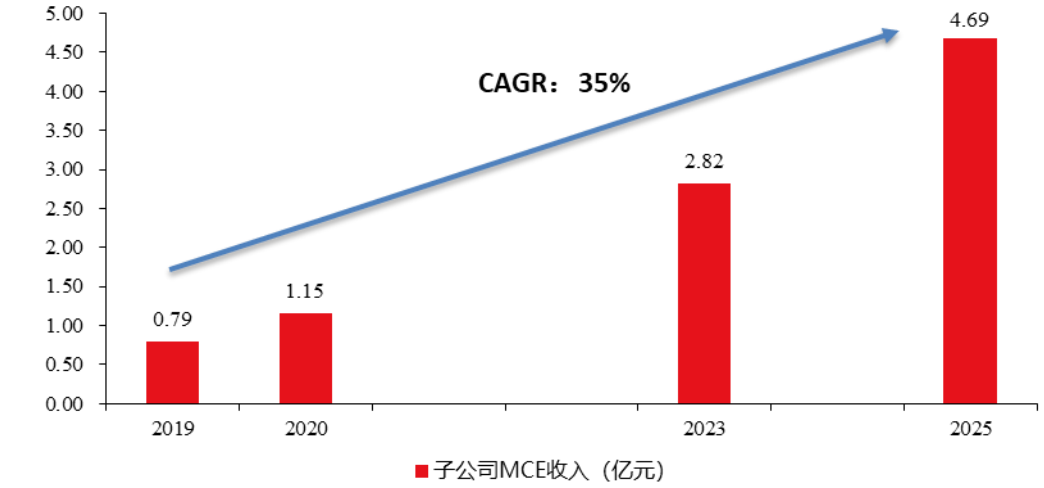


资料来源：公司公告，华创证券

海外配套体系完善，并购加速海外布局。1）公司已具备较完善的海外配套体系。截至2026年5月，公司在全球设立了8个商务中心、6个研发中心以及4个生产基地。其中，商务中心广泛分布于中国、美国、欧洲、印度、中国香港、日本、韩国及东南亚地区。公司持续优化海外销售渠道和仓储建设，提高客户粘性，通过优化调整产品结构、严密监控库存和升级交付体系等，全面提升全球服务响应能力。**2）多次海外并购加速市场拓展。**公司在2017年收购了美国MCE（Medchemexpress LLC）和美国CS（Chemscene Limited Liability Company）的100%股权，以加强工具化合物和分子砌块在美国市场的拓展。2025年公司收购英国FC，累计持股比例72.74%，依托英国FC在欧洲化学试剂领域的品牌优势与渠道资源，迅速拓展欧洲市场。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18 子公司 MCE 收入变化（亿元）



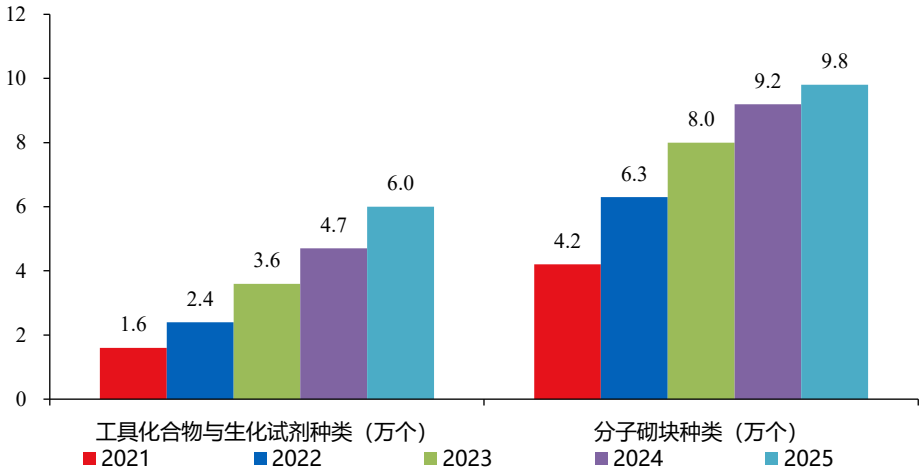
资料来源：公司公告，华创证券

（三）SKU、服务与品牌等多重壁垒构筑现金牛业务护城河

前端业务尤其是其中的工具化合物与生化试剂是公司现阶段的利润和现金流中心，公司通过 SKU 品类扩展、服务体系建设和品牌效应等多重壁垒构筑了前端现金牛业务的深厚护城河。

丰富且持续快速更新的产品库是前端试剂业务的核心竞争力和生命线。在工具化合物与生化试剂领域，公司坚持以客户需求为导向，深度整合全球生物医药领域的前沿突破与新药研发的最新趋势，以技术创新持续赋能创新产品管线建设，不断丰富产品品类。截至 2025 年底，公司储备的工具化合物和生化试剂超 6.0 万种，其中重组蛋白、抗体等各类生化试剂超 2.4 万种。在分子砌块领域，公司已经形成了 PROTAC、催化剂和配体等一系列明星产品线，同时精准对接前沿研究需求，持续扩充如氘代试剂、多肽、寡核苷酸等新颖分子砌块，截至 2025 年末，公司储备分子砌块超 9.8 万种。

图表 19 皓元医药前端试剂种类数量变化



资料来源：公司公告，华创证券

致力于打造完善的前端服务体系。公司不仅提供标准化产品，还具备较强的定制研发能力，能够满足客户对新颖、高难度分子的设计与合成需求，提供“产品+服务”的解决方

下载日志已记录，仅供内部参考

案；公司通过加强海外区域本土化部署、提升海外商务仓储物流中心和国内前置仓协同效率，以及“直销+经销”的成熟模式构建覆盖全球的销售网络，目前在美国和中国的大部分区域能够实现当日下单，次日送达，时效性优于进口品牌，在行业内处于领先水平。

已建立起国内龙头地位和全球影响力。目前公司工具化合物及生化试剂品牌已处于国内龙头地位并具备较强的国际影响力，分子砌块品牌认知度也在不断提升，前端试剂业务已形成了“MCE”、“乐研”、“ChemScene”品牌，累计完成订单数量超 104 万个，在行业内具有较高知名度。截至 2026Q1，客户使用公司产品发表的学术文章已累计超过 77,000 篇（包括 Nature、Science、Cell 等顶级期刊），这直接体现了其产品在学术界的公信力和品牌粘性。

三、后端：订单增长拉动毛利率有望贡献利润弹性，稀缺一站式 ADC CDMO 蓄势待发

（一）资本开支导致后端毛利暂时承压，订单增长有望带动产能利用率及毛利率提升

公司的后端业务在原料药和中间体业务方面可提供药品临床前/临床阶段、上市及商业化所需的公斤级到吨级的原料药和中间体产品；在制剂业务方面，公司提供包括药学研究、注册申报以及工艺验证、临床试验、注册申报阶段的样品生产和 MAH 商业化生产等。

公司 IPO、可转债募集资金主要用于投入后端业务生产基地的建设。与前端的轻资产运营模式不同，后端的原料药、中间体与制剂业务属于重资产运营模式。公司为了扩大产能将 IPO、可转债募集的大部分资金投入到后端产能建设中。

图表 20　皓元医药 IPO 及可转债募资用途

单位（万元）	项目名称	投资总额	拟投入本次募集资金金额
2021 年 IPO 募资用途	皓元医药上海研发中心升级建设项目	5,000.00	5,000.00
	安徽皓元生物医药研发中心建设项目	4,000.00	4,000.00
	安徽皓元年产 121.095 吨医药原料药及中间体建设项目（一期）	53,268.92	50,000.00
	补充流动资金	6,000.00	6,000.00
IPO 募资合计		68,268.92	65,000.00
IPO 超募资金用途	增资合肥欧创基因生物科技有限公司并建设医药研发及生物试剂研发产业化基地项目（一期）		14,400.00
	投资全资子公司烟台皓元生物医药科技有限公司并以部分超募资金向其提供借款建设新药创制及研发服务基地项目（一期）		6,500.00
	投资建设上海皓元医药股份有限公司新药创制服务实验室建设项目（一期）		8,000.00
	补充流动资金		16,919.43
IPO 超募资金合计			45,819.43
2024 年可转债募资用途	高端医药中间体及原料药 CDMO 产业化项目（一期）	40,545.00	37,307.00

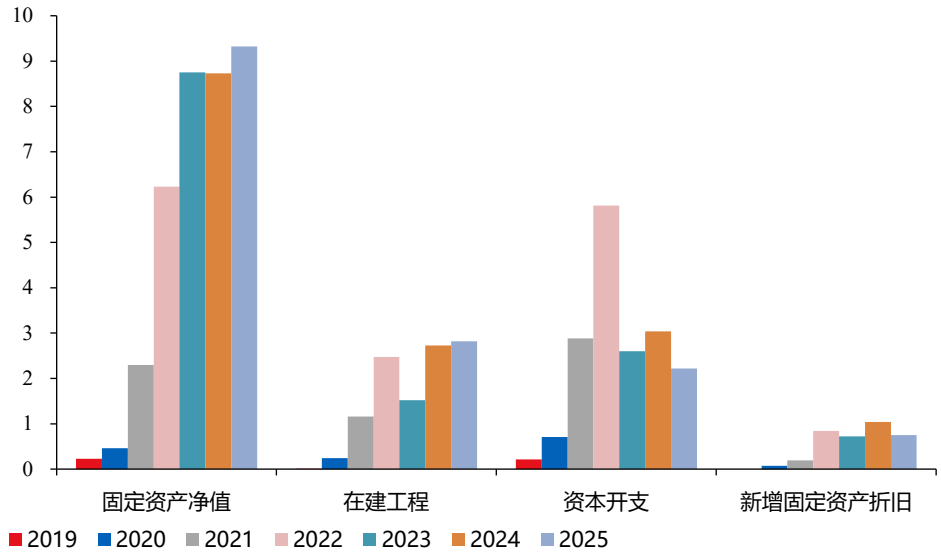
下载日志已记录，仅供内部参考

	265t/a 高端医药中间体产品项目	13,026.00	12,443.00
	欧创生物新型药物技术研发中心	8,280.00	7,985.00
	补充流动资金	24,500.00	24,500.00
可转债募资合计		86,351.00	82,235.00

资料来源：公司公告，华创证券

公司后端业务资本开支高投入使得毛利率暂时承压。近些年公司大量资本开支直接转化为固定资产（厂房、设备）和在建工程，后端新建产能正处于前期爬坡阶段，资产运行规模大，折旧摊销、能耗以及日常维护等运营成本较高，后端业务毛利率处于低位，也对公司总体利润产生较大影响。2024 年以来固定资产净值增长速度明显放缓，2025 年资本开支已经有所回落，预计公司即将度过资本开支高峰期。

图表 21　皓元医药历年资本开支相关数据（亿元）

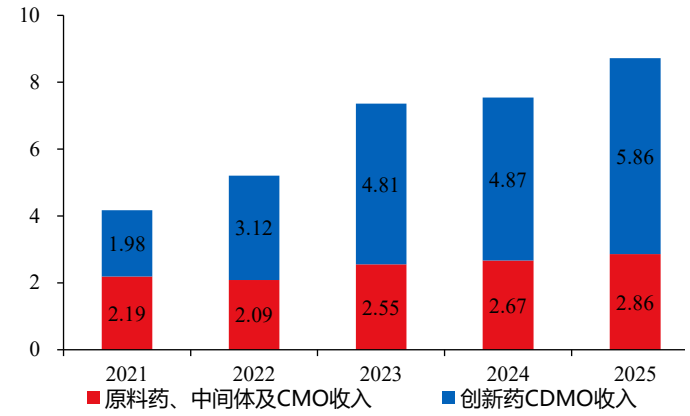


资料来源：Wind，华创证券

后端收入与项目数量持续增长，创新药 CDMO 占比提高。公司后端业务的关键竞争力根植于其在复杂分子合成领域的深厚技术积累，其拥有国内最具研究开发能力的高难度化学药物合成技术平台之一。随着产能扩充，2021 到 2025 年间，公司后端收入从 4.17 亿元增长至 8.72 亿元，CAGR 达到 20%，其中原料药、中间体及 CMO 收入从 2.19 亿元增长至 2.86 亿元，增速较缓，创新药 CDMO 收入从 1.98 亿元增长至 5.86 亿元，CAGR 达到 31%，创新药占后端收入的比例从 47%提高至 67%。项目数量也在持续增长，2021-2025 年间，原料药、中间体项目数量从 192 个增长至 436 个，创新药项目数量从 173 个增长至 1049 个。截至 2025 年末，原料药、中间体中有 84 个商业化项目，创新药 CDMO 中有 20 个商业化项目；创新药 CDMO 项目中有 78%来自国内，22%来自海外。2025 年末，后端小分子在手订单金额 6.7 亿（不含大分子订单）；截至 2026Q1 末 ，后端小分子在手订单金额 8.6 亿，大分子在手订单突破 1 亿。

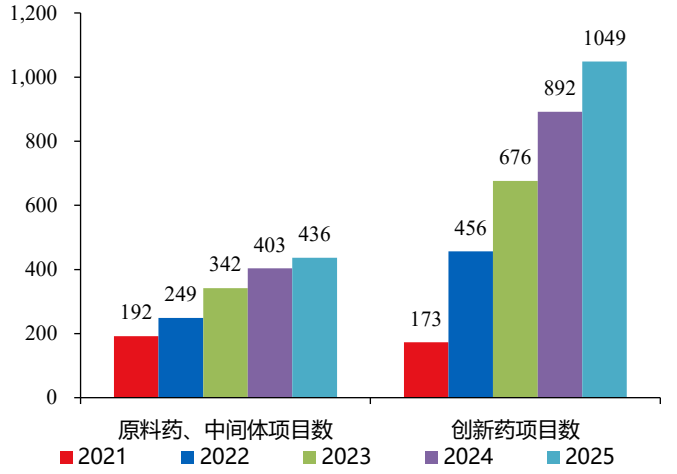
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22 皓元医药后端收入拆分（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 皓元医药后端项目数量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 截至 2025 年底公司后端业务项目数量分布



资料来源：公司公告

随着后端收入和项目数量的增长，后端产能利用率正逐步提高。公司的生产基地分别位于山东菏泽、安徽马鞍山（产业化基地和研发中心）、江苏启东和重庆，山东菏泽和安徽马鞍山的产业化基地主要为原料药和中间体生产基地，安徽马鞍山研发中心为 ADC 小分子生产基地，江苏启东为制剂生产基地，重庆为 ADC 大分子生产基地。安徽马鞍山、江苏启东、重庆皓元三个产业化基地均投入运营，产能利用率处于爬坡阶段，随着后端在手订单的持续增长， 预计产能利用率将持续提升，并改善后端业务毛利率。此外公司通过优化业务布局与客户结构，加速触发 GMP 体系并通过 FDA 认证，以此进一步提高产能利用率和改善毛利率。

下载日志已记录，仅供内部参考

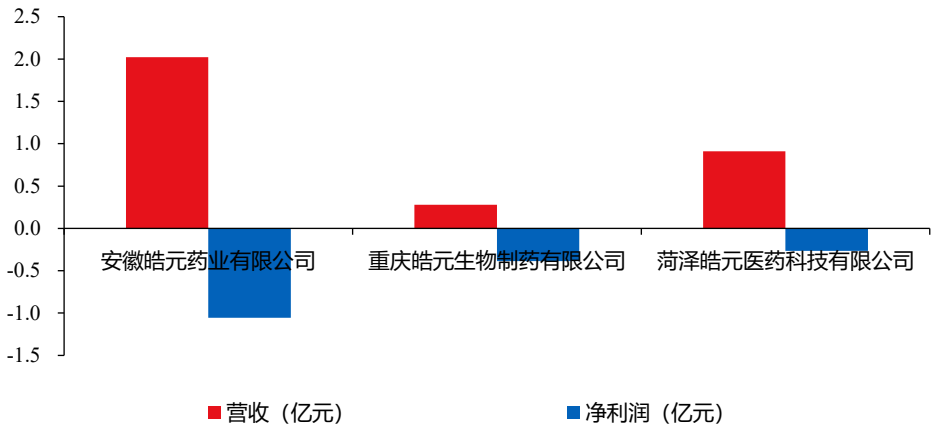
图表 25 皓元医药各生产基地情况

后端产能基地	领域	产能情况	资质
安徽马鞍山研发中心	ADC 小分子	拥有 GMP 公斤级实验室，可用于 ADC 药物及高活药物的生产，高活车间面积约 4400 m^2，反应釜体积约 4,000L	高活 GMP 产线
安徽马鞍山产业化基地	原料药和中间体	产业化基地占地面积约 131.79 亩，3 个 GMP 生产车间顺利运营，现拥有 170 余台反应釜，总体积约 483,000L	符合 GMP 标准的原料药、中间体生产基地
山东菏泽产业化基地	原料药和中间体	总面积约 105,400m^2，反应釜数量 50 台，总体积约 115,000L，反应釜规格 500L-5,000L	通过 ISO“三体系”认证
重庆抗体偶联药物 ADC CDMO 基地	ADC 大分子	总建筑面积约为 56,000 m^2，抗体蛋白原液*1 条：200L、500L、2000L，预留若干 2000L 拓展；ADC 原液/偶联*1 条：50L、100L、200L、300L、500L；制剂灌装*2 条（含冻干）：10m^2、25m^2	25 年 6 月通过欧盟 QP 审计
江苏启东制剂 GMP 生产基地	制剂	GMP 生产基地占地面积约为 13,000 m^2，拥有 7 个独立 D 级洁净车间；其中 4 个口服固体车间，年产能约 10 亿单位；2 个半固体外用制剂车间，年产能约 4000 万支；1 个固体分散体生产线	通过欧盟 QP 远程 GMP 审计及国家药监局和江苏省局药品注册和 GMP 二合一动态检查，支持 NDA 申报获批上市

资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

目前公司多个后端生产基地所属的子公司仍处于亏损状态，随着产能利用率的爬坡，我们预计后端业务的毛利率将逐渐提高，对公司总体利润的负面影响将逐渐减少并开始贡献利润增量，公司盈利水平将体现向上弹性。

图表 26 2025 年部分子公司财务数据



资料来源：Wind，华创证券

基于自身优势持续探索 AI 制药。公司围绕“小分子药物研发+AI 技术”核心战略，深度融合自有的高价值海量数据、庞大的分子砌块和工具化合物现货库以及“设计—合成—验证”的全链条能力，持续突破新药研发关键技术壁垒，着力打造技术领先、具备核心知识产权的专业化 AI 制药平台。目前公司已搭建集高价值化合物库、技术与服务、MedChemAI 智能平台于一体的“一站式药物筛选平台”，为全球研发客户提供智能化、一站式创新药研发解决方案。此外公司与华东师范大学共建“AI 药物探索联合实验室”，加速科研成果高效转化。未来公司将通过技术创新、人才培育、生态协同多维发力，持

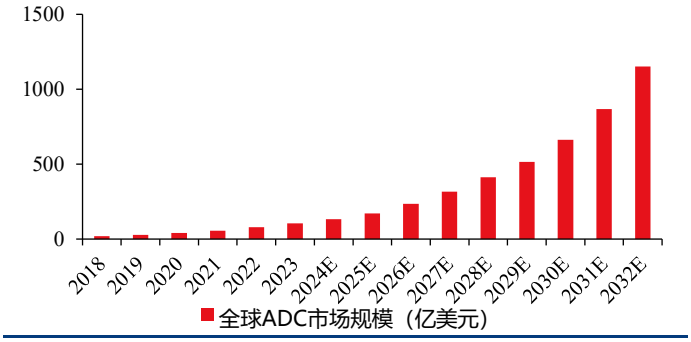
下载日志已记录，仅供内部参考

续释放 AI 赋能价值，夯实公司在 AI 制药赛道的核心竞争力。

（二）立足小分子核心优势打造稀缺一站式 ADC CDMO，蓝海市场下蓄势待发

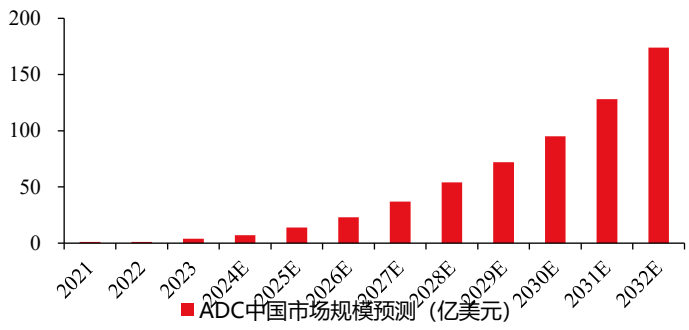
全球 ADC 药物市场正处于爆发期。抗体偶联药物（ADC）已成为最有前景且发展最迅速的治疗方式之一，其能够利用抗体的靶向及结合能力，将细胞毒性有效载荷精确递送至癌细胞或其他病变细胞。根据 Frost&Sullivan 报告显示，全球 ADC 市场规模从 2019 年的 28 亿美元迅速增长到 2023 年的 104 亿美元，CAGR 为 38.4%，预计到 2032 年达 1151 亿美元。中国市场同样展现出惊人潜力，自 2020 年首款 ADC 药物赫赛莱获批上市以来，行业迎来快速发展，预计将从 2023 年的 4 亿美元增长至 2032 年的 174 亿美元，CAGR 为 54.3%。

图表 27　ADC 全球市场规模预测（亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，转引自映恩生物招股书，华创证券

图表 28　ADC 中国市场规模预测（亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，转引自药明合联招股书，华创证券

除了传统的抗体偶联药物，载体和有效载荷还可以替换为其他形式的药物，从 ADC 拓展为 XDC，并有望拓展肿瘤以外的多种适应症，如免疫疾病、神经系统疾病、代谢及心血管疾病等，进一步拓宽生物偶联药物应用场景。

图表 29　ADC 向 XDC 的拓展方式

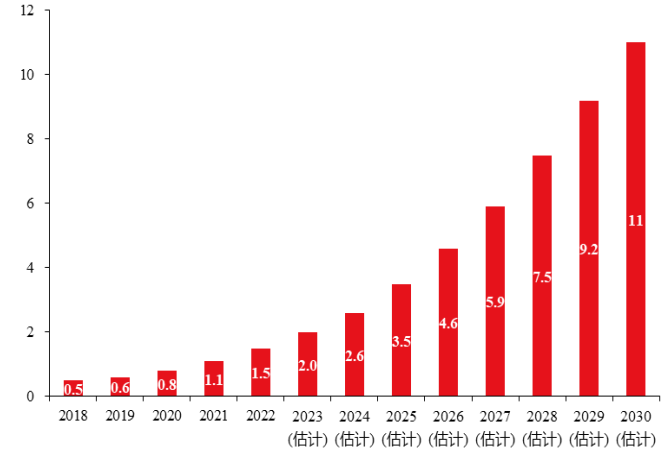


资料来源：Frost & Sullivan，转引自药明合联招股书

下载日志已记录，仅供内部参考

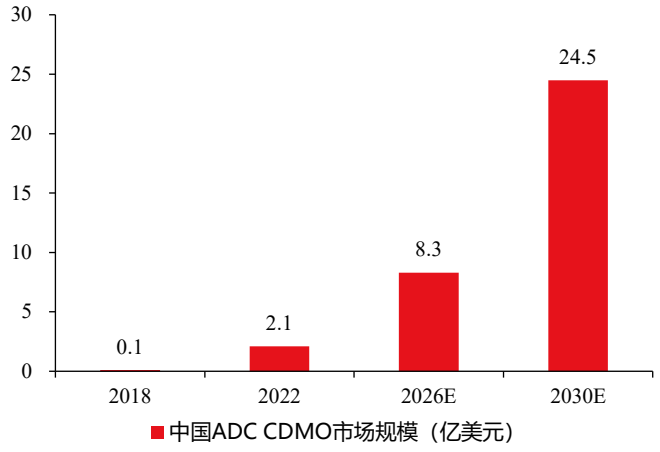
随着生物偶联药物特别是 ADC 药物研发热度不断攀升，合作交易及资金投入增加，全球 ADC CDMO 市场规模有望稳步增长。据 Frost & Sullivan 统计，2025 年全球 ADC CDMO 市场规模约为 35 亿美元，并有望以 28.4%的年复合增长率增长至 2030 年的 110 亿美元。根据观研报告网预测，2026 年我国 ADC CDMO 市场规模约为 8.3 亿美元，并将以 31%的 CAGR 在 2030 年增长至 24.5 亿美元。

图表 30　全球 ADC CDMO 市场规模（十亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，转引自药明合联招股书，华创证券

图表 31　中国 ADC CDMO 市场规模（亿美元）



资料来源：观研报告网，华创证券

公司在 ADC 领域的核心竞争力在于其 Payload-Linker（毒素-连接子）小分子优势与稀缺的一站式服务能力。

小分子端优势：公司是国内较早布局 ADC 小分子（Payload、Linker）研究的企业之一，依托在 ADC 领域多年的深耕积累，已在 ADC 业务小分子领域构筑起较强竞争优势，并建成了规模庞大的 Payload-Linker 库，已储备超 150 种 Payload 与 500 余种 Linker（截至 2026Q1 末数据）。截至 2025 年末，已有 16 个与 ADC 药物相关的小分子产品完成了美国 FDA sec-DMF 备案，参与 5 个 BLA 申报，进一步彰显了公司在 ADC 领域的技术实力与合规服务能力。

ADC CDMO 一站式服务能力：2025 年重庆抗体偶联 CDMO 基地建成投用，标志着公司 ADC 抗体偶联药物业务已实现从小分子到生物大分子的覆盖，公司以上海、马鞍山、重庆为核心的“三位一体”XDC 全方位服务体系正式落地，从原先仅占 ADC CDMO 成本 1/5 的 Linker-Payload 合成到补齐全环节，形成了覆盖 Payload-Linker 开发、抗体发现、偶联工艺优化至商业化生产的全链条闭环服务能力。这标志着公司构建起“同一厂区商业化生产矩阵”——实现从抗体原液、高活性载荷、生物偶联到无菌制剂灌装的全链条闭环。传统模式下，ADC 生产的不同环节需在不同厂区甚至城市完成，中间产品的冷链运输、质量交接与监管申报流程繁琐且耗时；而皓元的“三位一体”模式可帮助客户节省三至四个月时间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 32 皓元医药 ADC CDMO 一站式服务能力



资料来源：公司投资者关系演示材料，华创证券

在 ADC CDMO 领域已拥有丰富的项目经验，商业化生产能力达到国际水平，订单趋势良好。公司全程参与中国首个申报临床 ADC 一类抗癌新药（荣昌生物的纬迪西妥单抗）的研发、申报和生产。截至 2025 年，公司累计承接 ADC 项目数超 190 个，合作客户超 1700 家，已完成超过 430 款 XDC 分子的偶联定制服务和超过 1200 款 ADC 分子检测服务。2025 年公司重庆皓元抗体偶联 CDMO 基地通过欧盟质量受权人（QP）审计，标志着公司 ADC 商业化生产能力达到国际合规水平。2025 年 ADC 业务签单趋势良好，自 25 年重庆基地投产后，截至 2026Q1 末，公司 ADC 大分子在手订单已突破 1 亿元，多个项目正顺利推进交付，业务处于快速拓展阶段。

国内厂家中具备差异化优势，有望获得更大份额。在国内主要 ADC CDMO 厂商中，药明合联作为全链条一体化平台龙头，2025 年 ADC CDMO 业务收入达 59.44 亿元，规模领先。而皓元医药则凭借在小分子 Payload-Linker 领域的深厚积累和领先的一站式布局，在国内厂商中形成了鲜明的差异化优势，有望在快速增长的 ADC CDMO 市场中抢占更大份额。

图表 33 国内主要 ADC CDMO 厂家

公司	2025 年 CDMO 收入	ADC CDMO 产能情况	承接 ADC CDMO 项目情况
皓元医药	8.72 亿元	Payload-Linker 玻璃反应釜总体积超过 4,000L；抗体蛋白原液规划产能 120,000L/年；ADC 偶联原液规划产能 1,500kg/年；偶联制剂灌装规划产能约 190 万瓶/年	截至 2025 年末，公司累计承接 ADC 项目数超 190 个，合作客户超 1700 家，已有 16 个与 ADC 药物相关的小分子产品完成了美国 FDA sec-DMF 备案，参与 5 个 BLA 申报
药明合联	59.44 亿元	2025 年底无锡产能：偶联原液 BCM1 5-500L，双功能 XmAb/XBCM2 两条线为每批 50-2000L 单抗或每批 2000L 原液产能，DP1-3 合计 1500 万瓶制剂产能，XPLM1 为公斤级连接子及载荷产线； 2026 年新加坡即将投产产能：双功能 XmAb/XBCM3 每批 50-2000L 单抗或每批 2000L 原液产能，XDP4 年产能 800 万瓶制剂，26 年开始 GMP 生产 收购东曜药业 2025 年底产能：抗体生物反应器总规模超过 20,000 升；ADC 原液多个 20 升至 500 升的偶联反应釜，年产能达 240 批；制剂年产能 150 批，单批产能覆盖 6,000 至 50,000 瓶	截至 2025 年末进行中的 ADC/XDC 项目包括 1039 个药物发现阶段项目，124 个临床前项目，86 个临床 1 期项目，18 个临床二期项目，23 个临床 3 期项目，1 个商业化项目

下载日志已记录，仅供内部参考

凯莱英	66.7 亿元	奉贤一期商业化 ADC 车间预计 2026 年第二季度交付，将进一步扩充 ADC 商业化产能，配备 200L/500L/2000L 一次性生物反应器生产线、20 ㎡冻干机，可承接 IND 及商业化后期项目。NDCs 商业化产能（I 期 B 阶段）预计于 2026 年 1 月进行商业化投产，配备 100L-200L-500L 偶联反应器和 10 ㎡+15 ㎡+2x20 ㎡ 冻干机	截至 2025 年末毒素连接体业务服务临床阶段项目 36 个，其中验证批阶段（PPQ）项目 6 个，首个 ADC 药物通过注册现场核查（PAI）核查，正式进入商业化阶段，预计 2026 年有 4 个项目陆续进入商业化阶段；2025 年承接首个抗体多肽偶联药物（APC）一站式服务项目、助力首个 ADC BLA 后期项目海外成功授权
博腾股份	34.2 亿元		2025 年，ADC 业务实现海外订单和交付的破局，获得海外双载荷（Dual-Payload）ADC IND 整包项目订单；多肽和有效载荷-连接子（Payload-linker）业务均实现 NDA 项目破局
药石科技	11.24 亿元	浙江晖石生产基地持续完善高活车间生产能力，重点完善制备、冻干、膜分离技术等关键设备设施，可稳定承接公斤级以上商业化生产订单	2025 年公司成功完成了 2 个全新结构 Linker 项目的数十公斤级工艺性能确认（PPQ）批次生产与交付，并完成了数个 Payload-Linker 复合物的 IND 申报支持项目交付，相关合同总金额达千万元级别。截至 25 年底公司在研的 GMP 级别项目已接近 10 个
迈百瑞		能够提供抗体偶联药物全链条 CDMO 服务，并拥有 2.7 万升细胞培养体积的生物反应器，以及能够满足商业化需求的 ADC 偶联反应釜	截至 20206 年 1 月，迈百瑞已为全球近百家药企提供了 CDMO 服务，累计承接综合性项目近百个，其中 ADC 项目占国内已获批临床 ADC 总量的 25%以上

资料来源：Wind，各公司公告、官网、微信公众号，华创证券

四、盈利预测与估值

关键假设

1）前端：全球科研试剂市场规模广阔，国产替代空间巨大，公司的前端生命科学试剂板块凭借横向拓展与区域扩张保持较快增长。我们预计前端业务 2026-2028 年收入分别为 24.81、30.35、36.66 亿元，同比增长 25%、22%、21%，毛利率分别为 62.3%、62.0%、61.9%。

2）后端：后端整体订单趋势良好，产能利用率持续提高，叠加重庆抗体偶联 CDMO 基地投产后对 ADC CDMO 业务的催化带动，预计后端业务将迎来收入快速增长阶段。并且后端毛利率也将在收入增长过程中逐步提高。我们预计后端业务 2026-2028 年收入分别为 10.58、13.34、16.97 亿元，同比增长 21%、26%、27%，毛利率分别为 16.5%、18.0%、20.0%。

综上，公司 2026-2028 年总收入分别为 35.53、43.83、53.77 亿元，同比增长 24%、23%、23%，毛利率分别为 48.5%、48.5%、48.6%。

图表 34 皓元医药收入拆分预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	**18.80**	**22.70**	**28.77**	**35.53**	**43.83**	**53.77**
yoy	**38%**	**21%**	**27%**	**24%**	**23%**	**23%**
毛利额	**8.49**	**10.89**	**13.55**	**17.23**	**21.26**	**26.11**
毛利率	**45.2%**	**48.0%**	**47.1%**	**48.5%**	**48.5%**	**48.6%**
前端业务收入	11.32	14.99	19.91	24.81	30.35	36.66

下载日志已记录，仅供内部参考

yoy		32%	33%	25%	22%	21%
毛利额	6.59	9.33	12.33	15.45	18.83	22.68
毛利率	58.2%	62.2%	61.9%	62.3%	62.0%	61.9%
工具化合物与生化试剂收入	8.25	10.82	14.28	17.33	20.62	24.21
yoy		31%	32%	21%	19%	17%
分子砌块收入	3.07	4.17	5.63	7.48	9.73	12.45
yoy		36%	35%	33%	30%	28%
后端业务收入	7.36	7.55	8.72	10.58	13.34	16.97
yoy		3%	15%	21%	26%	27%
毛利额	1.89	1.51	1.19	1.75	2.40	3.39
毛利率	25.7%	20.1%	13.6%	16.5%	18.0%	20.0%
原料药、中间体收入	2.55	2.67	2.86	3.17	3.71	4.46
yoy		5%	7%	11%	17%	20%
创新药 CDMO	4.81	4.87	5.86	7.41	9.63	12.52
yoy		1%	20%	26%	30%	30%
其他业务收入	0.12	0.17	0.14	0.14	0.14	0.14
yoy		42%	-18%	0%	0%	0%
毛利额	0.01	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04
毛利率	6.3%	30.6%	26.4%	25%	25%	25%

资料来源：Wind，华创证券预测

估值：

选取 CDMO 赛道的药明合联、凯莱英、博腾股份和科研试剂赛道的阿拉丁、毕得医药作为可比公司，2026 年预期平均 PE 为 30.7x。我们预计皓元 2026-2028 年归母净利润分别为 3.4、4.8、6.5 亿元，同比增长 42.7%、39.8%、34.7%。公司前端业务在区域扩张与横向拓展驱动下持续增长，是现阶段的利润中心；后端业务订单持续增长，在 ADC CDMO 等创新药业务带动下有望迎来产能利用率和毛利率的爬升，将逐步扭亏并贡献利润增量，前后端业务共同驱动下将使得公司步入盈利上行期。首次覆盖，给予“推荐”评级。

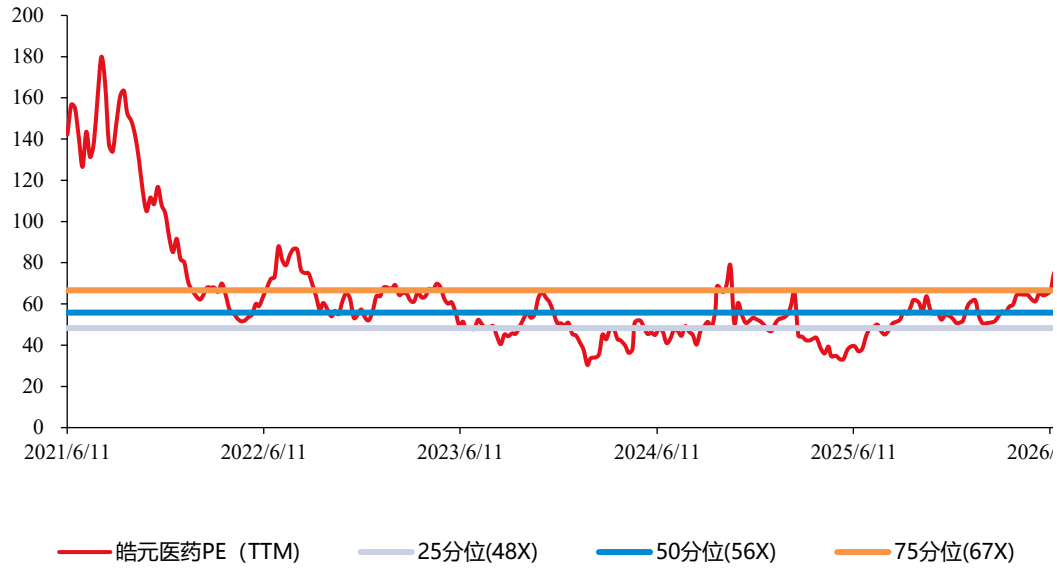
图表 35 可比公司估值

公司名称	股票代码	EPS				P/E			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
药明合联	2268.HK	1.2	1.6	2.3	3.0	42.2	30.3	21.8	16.4
凯莱英	002821.SZ	3.2	3.9	5.0	6.3	51.6	41.5	32.5	25.9
阿拉丁	688179.SH	0.3	0.5	0.6	0.7	98.3	58.8	48.0	40.5
毕得医药	688073.SH	1.8	2.4	3.0	3.6	32.2	22.3	18.2	14.8
博腾股份	300363.SZ	0.2	0.4	0.6	0.9	91.6	41.2	26.4	17.1
行业平均						63.2	38.8	29.4	22.9

资料来源：Wind，华创证券（可比公司估值取自 Wind 一致预期，截至 2026/06/30）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 36 皓元医药历史 PE（TTM）



资料来源：Wind，华创证券

五、风险提示

1、存货跌价风险：截至 2025 年底，公司存货规模为 14.06 亿元，存货跌价准备余额为 3.78 亿元，25 年确认的存货跌价损失达 1.21 亿元，若未来市场环境恶化或需求下降导致库存商品无法及时变现，将对公司利润产生不利影响；

2、市场竞争加剧风险：随着国内医药研发市场快速发展，公司在国内外市场面临的竞争形势可能会更加激烈，若无法持续保持技术优势和产品竞争力，可能面临市场份额被蚕食、产品价格及毛利率进一步下滑的风险；

3、后端订单转化/交付不及预期：尽管公司后端在手订单充足，但由于产能仍处于爬坡阶段，若项目推进、法规审评进度等不及预期，可能导致订单兑现不足，后端业务盈利拐点将进一步后移；

4、医药行业研发投入不及预期：受益于全球医药市场增长，公司业务快速发展，但若未来宏观经济放缓、医药行业发展趋势下行或是全球新药研发效率下降，导致下游客户研发需求调整，将对公司的业务拓展产生不利影响；

5、汇率波动风险：2025 年公司境外收入占比已达 40%，若未来人民币汇率出现较大幅度波动（如升值），将导致折算后的人民币收入减少和汇兑损失增加，进而直接冲击公司的盈利水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,531	1,535	1,718	1,967
应收票据	24	19	29	40
应收账款	646	836	1,018	1,240
预付账款	18	27	29	35
存货	1,406	2,004	2,318	2,785
合同资产	46	62	76	91
其他流动资产	116	146	169	211
流动资产合计	3,788	4,629	5,357	6,368
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	47	47	47	47
固定资产	928	1,051	1,114	1,114
在建工程	282	299	278	308
无形资产	155	170	188	198
其他非流动资产	1,095	1,117	1,142	1,148
非流动资产合计	2,506	2,685	2,769	2,816
资产合计	**6,294**	**7,314**	**8,126**	**9,184**
短期借款	830	1,020	1,031	1,042
应付票据	36	31	29	38
应付账款	441	589	661	822
预收款项	0	0	0	0
合同负债	86	106	131	161
其他应付款	8	8	8	8
一年内到期的非流动负债	162	162	162	162
其他流动负债	214	281	364	463
流动负债合计	1,778	2,198	2,387	2,696
长期借款	243	547	765	972
应付债券	727	727	727	727
其他非流动负债	361	361	361	361
非流动负债合计	1,331	1,635	1,853	2,060
负债合计	**3,109**	**3,832**	**4,240**	**4,756**
归属母公司所有者权益	3,136	3,431	3,839	4,387
少数股东权益	50	51	48	41
所有者权益合计	**3,186**	**3,482**	**3,887**	**4,427**
负债和股东权益	**6,294**	**7,314**	**8,126**	**9,184**

现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**318**	**-33**	**337**	**404**
现金收益	451	580	710	873
存货影响	-243	-598	-314	-467
经营性应收影响	2	-54	-38	-68
经营性应付影响	143	143	70	170
其他影响	-34	-104	-91	-105
投资活动现金流	**-202**	**-323**	**-249**	**-223**
资本支出	-261	-313	-237	-232
股权投资	79	0	0	0
其他长期资产变化	-21	-10	-12	9
融资活动现金流	**177**	**359**	**95**	**68**
借款增加	351	494	229	218
股利及利息支付	-78	-127	-149	-172
股东融资	58	58	58	58
其他影响	-153	-65	-43	-36

利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**2,877**	**3,553**	**4,383**	**5,377**
营业成本	1,522	1,830	2,257	2,766
税金及附加	18	18	23	30
销售费用	278	359	443	538
管理费用	324	409	504	613
研发费用	238	302	373	452
财务费用	63	93	71	59
信用减值损失	-20	-12	-12	-12
资产减值损失	-134	-141	-155	-170
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-16	6	6	6
其他收益	31	18	18	18
营业利润	**297**	**415**	**571**	**762**
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	23	23	23	23
利润总额	**276**	**394**	**550**	**741**
所得税	44	63	88	119
净利润	**232**	**331**	**462**	**623**
少数股东损益	-8	-12	-16	-22
归属母公司净利润	**240**	**342**	**478**	**645**
NOPLAT	285	409	522	672
EPS(摊薄)（元）	1.12	1.61	2.24	3.02

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	26.7%	23.5%	23.4%	22.7%
EBIT 增长率	24.2%	43.6%	27.6%	28.8%
归母净利润增长率	19.0%	42.7%	39.8%	34.7%
获利能力				
毛利率	47.1%	48.5%	48.5%	48.6%
净利率	8.1%	9.3%	10.5%	11.6%
ROE	7.6%	10.0%	12.5%	14.7%
ROIC	8.0%	9.6%	10.9%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	49.4%	52.4%	52.2%	51.8%
债务权益比	72.9%	80.9%	78.4%	73.7%
流动比率	2.1	2.1	2.2	2.4
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转天数	73	75	76	76
应付账款周转天数	92	101	100	96
存货周转天数	304	335	345	332
每股指标(元)				
每股收益	1.12	1.61	2.24	3.02
每股经营现金流	1.49	-0.16	1.58	1.89
每股净资产	14.71	16.09	18.01	20.57
估值比率				
P/E	84	59	42	31
P/B	6.4	5.9	5.3	4.6
EV/EBITDA	45	34	28	22

资料来源：公司公告，华创证券预测

下载日志已记录，仅供内部参考

医药组团队介绍

研究所所长助理、首席分析师：郑辰

复旦大学金融学硕士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

联席首席分析师：刘浩

中科院有机化学博士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

医疗器械组组长、资深分析师：李婵娟

上海交通大学会计学硕士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名

中药和流通组组长、高级分析师：高初蕾

中国科学院理学博士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

药品产业链和医疗服务小组组长、高级分析师：王宏雨

复旦大学金融硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

高级分析师：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

分析师：张良龙

复旦大学生物化学与分子生物学硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

分析师：陈俊威

悉尼大学会计学和商业分析硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：段江瑶

伦敦大学学院细胞生物学硕士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：赵建韬

北京大学电子信息硕士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：苍泓宇

清华大学金融硕士，2026 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

广州机构销售部	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522