下载日志已记录，仅供内部参考

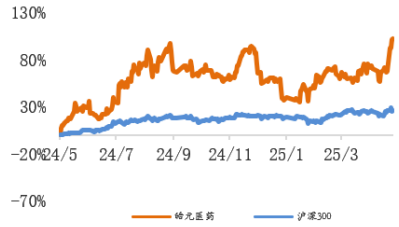
前后端共振，成长逻辑强化

相关研究：

1.《稀缺ADC一体化平台助推成长》
2025.08.18

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	16	26	83
绝对收益	14	34	106

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 蒋栋
证书编号： S0500521050001
Tel： (8621) 50295368
Email： jiangdong@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ 一体化加速成型，开启后端开创成长弹性新阶段

公司自 2017 年推进“产业化、全球化、品牌化”战略，2021 年科创板上市后通过收购上海药源、建设重庆 ADC 基地等关键动作，完成从“前端强、后端蓄力”向“前端稳现金流、后端创成长弹性”的跨越。**2025 年重庆基地投运，上海-马鞍山-重庆“三位一体”XDC 体系成型，战略落地具备强连续性。**

后端培育阶段利润略有侵蚀：根据 Wind 数据，2020-2025 年营收从 6.35 亿元增至 28.77 亿元，CAGR 达 35.3%；归母净利润由 2020 年的 1.28 亿元增长至 2025 年的 2.40 亿元，5 年间 CAGR 约为 13.4%。**后端毛利率较低，产能爬坡盈利弹性有望持续释放：**2025 年前端生命科学试剂收入 19.91 亿元，占比 69.2%，毛利率 61.91%，为利润压舱石；后端原料药及中间体收入 8.72 亿元，同比增长 15.59%，随产能爬坡盈利弹性将持续释放。

❑ 前端：三层增长曲线筑牢护城河

前端业务形成“稳增长-快放量-拓空间”的三阶格局：

- **工具化合物为现金流底座：**根据 Wind 数据， 2025 年与生化试剂合计收入 14.28 亿元，同比增长 32.0%，累计支持科研论文超 7.2 万篇，客户粘性深厚。
- **分子砌块为第二增长引擎：**根据 Wind 数据，2022-2025 年收入从 2.46 亿元增至 5.63 亿元，CAGR 超 35%，2025 年增速回升至 35.0%，已形成 PROTAC、氘代试剂等高附加值产品线，SKU 达 9.2 万种，逐步脱离低门槛竞争。
- **生化试剂打开天花板：**根据公司投资者关系活动记录表，2025 年收入约 3 亿元，同比增长超 50%，覆盖重组蛋白、抗体、小核酸等品类，SKU 达 2.4 万种，成为前端增长新动力。

根据公司年报，截至 2025 年末，前端总 SKU 达 15.9 万种，**叠加“小分子药物研发+AI 技术”一站式筛选平台，将充分受益国产替代趋势**——当前高端科研试剂进口占比超 90%，公司凭借供货效率与品牌优势加速渗透。**全球化成效显著：**根据 Wind 数据，2025 年境外收入 11.57 亿元，同比增长 34.22%，毛利率 61.10%，显著高于国内业务的 37.78%。。

❑ 后端：ADC 一体化平台迈入收获期

后端核心逻辑已从“产能投放”转向“订单兑现”：

- **能力闭环成型：**根据公司公众号信息，2025 年 3 月重庆 ADC 基地投运，6 月通过欧盟 QP 审计，形成覆盖“毒素连接子合成-抗体原液生产-偶联制剂灌装”的全链条 XDC 服务体系，质量体系达欧盟 GMP 标准，可承接国际高端订单。
- **订单储备充足：**根据公司年报，2025 年承接 ADC 项目超 190 个，合作客户超 1700 家，分别同比增长 72.7%和 71.7%；后端小分子在手

下载日志已记录，仅供内部参考

订单 2026 年 Q1 达 8.57 亿元，连续 6 个季度环比增长；ADC 大分子在手订单突破 1 亿元，2026 年下半年将迎来交付小高峰。

- **结构持续优化：**根据公司年报，2025 年创新药 CRDMO 收入 5.86 亿元，同比增长 20.3%，占后端收入比重达 67.2%，成为增长主引擎。截至 2025 年末，16 个 ADC 相关小分子完成美国 FDA sec-DMF 备案，参与 5 个 BLA 申报，项目逐步向临床后期及商业化迁移。产能端，马鞍山基地小分子产线利用率达 70%-80%，重庆基地利用率约 40%-50%，未来 1-2 年产能爬坡将带动毛利率修复。

❑ 前瞻布局新技术，助推业务能力不断扩展

ADC 行业高景气提供外部催化：根据弗若斯特沙利文数据，全球 ADC 市场规模预计从 2024 年的 141 亿美元增至 2030 年的 685 亿美元，CAGR 达 30.1%；中国 ADC CDMO 市场规模预计 2030 年达 24.5 亿美元。ADC 外包率高达 70%，远超其他生物药的 34%，药企对全流程服务需求迫切。公司卡位 Payload-Linker 技术优势，叠加重庆基地补齐大分子能力，**是国内稀缺的具备 ADC 一站式服务能力的平台型企业**，同时**前瞻布局 XDC、PROTAC、小核酸等新分子赛道**，成长天花板持续打开。

❑ 投资建议

皓元医药前后端业务齐发力，业务领域不断拓宽。我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 35.31/43.43/53.79 亿元（考虑公司业绩略超预期调升 2026/2027 年营收预测，此前 2026/2027 年营收预测分别为 31.30/35.59 亿元，新增 2028 年营收预测），归母净利分别为 3.25/4.60/6.11 亿元（考虑汇兑损益调降 2026/2027 年归母净利润，此前 2026/2027 年归母净利润预测分别为 3.31/3.93 亿元，新增 2028 年归母净利润预测），对应 EPS 分别为 1.52/2.16/2.87 元，我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

❑ 风险提示

产品需求下降的风险；监管政策变化的风险；行业竞争加剧的风险。

财务预测	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2877	3531	4343	5379
同比	26.7%	22.7%	23.0%	23.9%
归母净利（百万元）	240	325	460	611
同比	19.0%	35.5%	41.7%	32.8%
毛利率	47.1%	47.4%	47.4%	47.0%
ROE	7.6%	9.5%	12.1%	14.2%
每股收益（元）	1.12	1.52	2.16	2.87
PE	80.16	59.18	41.76	31.45
EV/EBITDA	39.28	26.21	21.06	18.25

资料来源：Wind、湘财证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 公司基本情况.....1
1.1 聚焦前后端两大业务服务全球药企.....1
1.2 营收稳健增长，业绩拐点确立.....2
1.3 产业化、全球化、品牌化战略持续推进.....4
2 前端业务：构筑护城河与现金流.....5
2.1 前端业务稳健成长.....5
2.2 分子砌块：培育成公司业绩增长的第二引擎.....9
2.3 科研试剂国产替代可期，拥抱 AI 为前端引流.....9
3 后端破局：ADC 一体化平台迈入收获期.....10
3.1 后端增长稳健，致力打造一体化平台.....10
3.2 重庆基地投产意味着 ADC 平台完成最后一块拼图.....12
3.3 订单与项目数据同步抬升，后端转向“业绩兑现”.....13
3.4 后端收入结构有望优化，创新药 CRDMO 成拉动主线.....14
3.5 行业红利：ADC 外包高景气与 XDC 贡献新蓝海.....15
4 核心假设.....18
5 投资建议.....19
6 风险提示.....19

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1 公司主要产品和服务的具体情况 1
图 2 2020-2026Q1 公司营业收入及增长 3
图 3 2020-2026Q1 公司归母净利及增长 3
图 4 2020-2026Q1 公司销售毛利率及销售净利率变化 3
图 5 2020-2026Q1 公司费用率情况 3
图 6 2020-2025 公司主营业务收入（亿元）构成 4
图 7 2020-2025 公司主要业务毛利率（%） 4
图 8 2020-2025 公司境内外收入（亿元）构成 4
图 9 2020-2025 公司境内外业务毛利率（%） 4
图 10 公司“产业化、全球化、品牌化”发展战略 5
图 11 2020-2025 前端业务收入及增速 6
图 12 2020-2025 前端业务毛利率 6
图 13 公司前端业务 2025 年收入结构 7
图 14 公司 SKU 数量快速增长 7
图 15 公司研发投入持续提升 8
图 16 公司不断加速生化试剂等研发管线的开发进程 8
图 17 分子砌块是前段增长中最值得重视的变量 9
图 18 2020-2025 公司后端业务收入及增速 11
图 19 2020-2025 公司后端业务毛利率 11
图 20 产品类型不断丰富，赋能合作伙伴从临床前至商业化全过程 11
图 21 重庆基地构建 ADC 全产业链闭环能力 12
图 22 公司后端小分子订单连续增长 14
图 23 公司后端业务创新药 CRDMO 增长明显 15
图 24 全球 ADC 药物市场规模(2022-2030E) 15
图 25 中国 ADC CDMO 市场规模现状及预测(2018-2030E) 16
图 26 传统 ADC 有望向更广的 XDC 延伸 17
图 27 公司创新药 CRDMO 业务持续向后期推进 17

表 1 资本赋能下公司的一体化加速成形 2
表 2 公司生命科学试剂产品包括分子砌块产品、工具化合物和生化试剂产品 6
表 3 皓元医药 ADC 平台关键经营指标演进 13
表 4 皓元医药核心营收预测 18
附表 3 财务报表以及相应指标 20

下载日志已记录，仅供内部参考

1 公司基本情况

1.1 聚焦前后端两大业务服务全球药企

皓元医药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。公司聚焦前端“工具化合物和生化试剂”“分子砌块”及后端“原料药和中间体、制剂”三大引擎业务。

- **在前端生命科学试剂板块**，主要聚焦分子砌块、工具化合物和生化试剂业务。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，特别是在工具化合物这一关键细分领域，公司处于国内龙头地位并具备较强的国际影响力，其技术积累与创新能力可以同时助推分子砌块业务的创新与发展。
- **在后端原料药和中间体、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。

图 1 公司主要产品和服务的具体情况



资料来源：公司年报、湘财证券研究所

2021 年上市后：资本赋能下的一体化加速成形，沿着既有客户需求与技术积累自然延展，战略演化的逻辑较为顺畅。公司 2006 年成立，自 2017 年起明确推进“产业化、全球化、品牌化”战略，**产业化解决后端承接与放大能力，全球化解决前端流量与盈利结构优化，品牌化解决试剂业务的客户心智**

下载日志已记录，仅供内部参考

与长期复购问题。2021 年科创板上市是公司发展的第二个分水岭。上市之后，公司得以通过资本市场进一步推进研发中心、产业基地和并购整合。2022 年公司收购上海药源药物，补齐 GMP 级原料药与制剂能力；同年成立德国商务中心，并推动上海生化生物、烟台、合肥等研发中心运营。

站在当前时点看，重庆 ADC 基地投运、上海—马鞍山—重庆“三位一体”体系成形，意味着皓元医药已从早期“前端强、后端蓄力”的阶段，逐步走向前端稳现金流、后端开创成长弹性的新发展阶段。公司并非单点式扩张，而是围绕技术平台、资本工具、产能基地和海外布局同步推进，发展轨迹具有较强的战略连续性。这种连续性决定了皓元医药不是简单从试剂跨入 CDMO，而是沿着既有客户需求与技术积累自然延展，战略演化的逻辑较为顺畅。

表 1 资本赋能下公司的一体化加速成形

时间	关键事件	战略含义
2006-2009	公司成立、参与 863 计划、入驻张江、成立皓元生物	确立药物发现前端服务定位，形成技术驱动底色
2015-2017	股份改制、HPAPI 平台、创立乐研品牌、成立安徽皓元	从研发服务向平台化、品牌化过渡
2018-2020	安徽工厂开工、C 轮融资 1.7 亿元、研发中心扩建	启动产业化基础设施建设
2021-2022	科创板上市、ADC 高活产线建成投产、收购上海药源、成立德国商务中心	借助资本市场加速一体化与全球化布局
2023-2025	成立重庆皓元、发行可转债、重庆 ADC 基地投运	补齐 ADC 大分子与商业化能力，三位一体格局成形

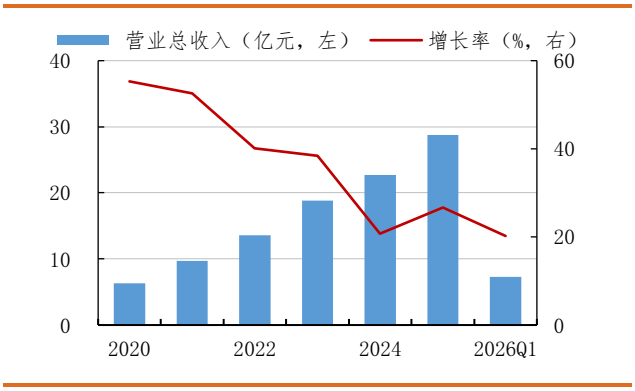
资料来源：皓元医药官网、湘财证券研究所

1.2 营收稳健增长，业绩拐点确立

公司营收由 2020 年的 6.35 亿元增长至 2025 年的 28.77 亿元，5 年间 CAGR 约为 35.3%，2026 年 Q1 公司实现营收 7.29 亿元，同比增长 20.21%；公司归母净利润由 2020 年的 1.28 亿元增长至 2025 年的 2.40 亿元，5 年间 CAGR 约为 13.4%，2026 年 Q1 公司实现归母净利润为 0.68 亿元，同比增长 8.75%。我们判断，公司一季度利润端增速放缓主要是由于**美元资产带来的汇兑损失进一步放大利润端波动，因此利润端扰动大于收入端。**

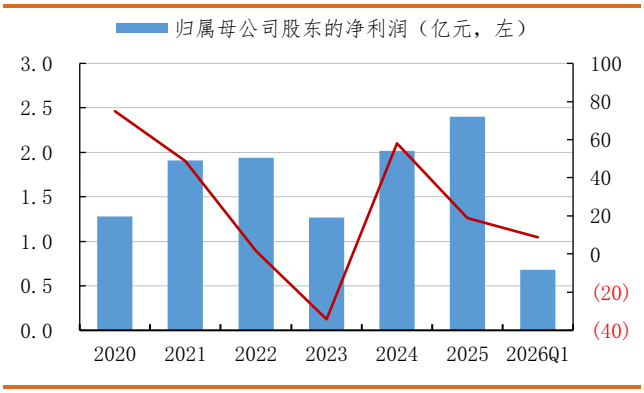
下载日志已记录，仅供内部参考

图 2 2020-2026Q1 公司营业收入及增长



资料来源：Wind、湘财证券研究所

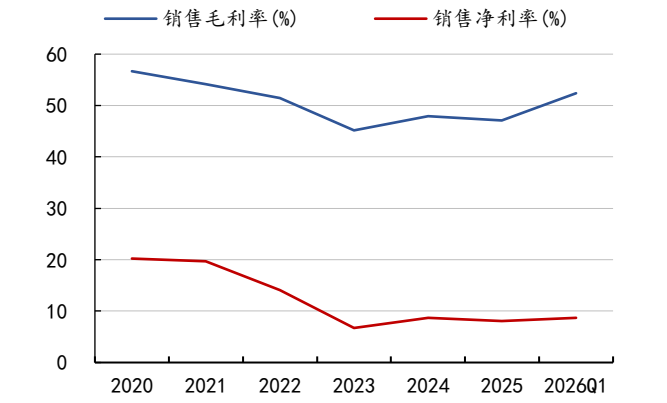
图 3 2020-2026Q1 公司归母净利及增长



资料来源：Wind、湘财证券研究所

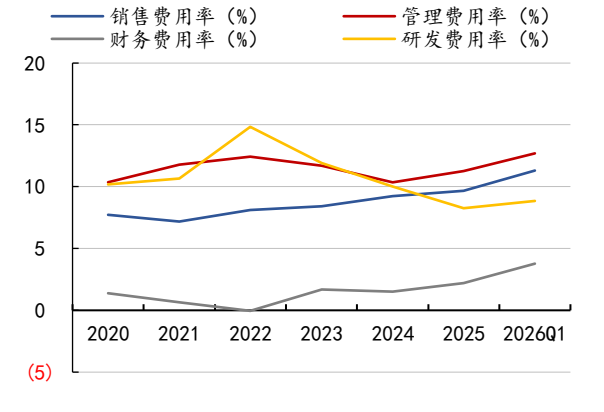
利润率有所波动，费用率管理颇有成效。公司近年来毛利率有所下降，毛利率由 2020 年的 56.67%下降至 2025 年的 47.10%，2026 年 Q1 毛利率为 52.43%；净利率由 2020 年的 20.22%降至 2025 年的 8.05%，2026 年 Q1 净利率为 8.65%。公司费用率管理颇有成效，销售费用率分别从 2020 年的 7.72%增加到 2025 年的 9.67%，管理费用率 2020 至 2025 年间先有所提升，后有所下降，2025 年为 11.26%;2025 年 Q1 销售费用率及管理费用率分别为 11.31%、12.70%；此外，2026 年 Q1 财务费用率、研发费用率分别为 3.78%、8.85%。

图 4 2020-2026Q1 公司销售毛利率及销售净利率变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2020-2026Q1 公司费用率情况

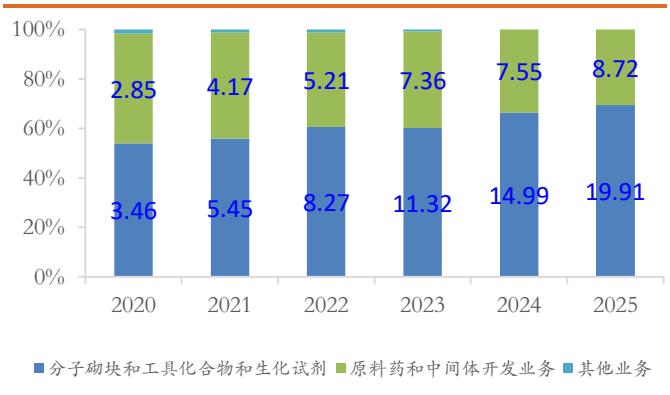


资料来源：Wind、湘财证券研究所

2025 年，公司前端生命科学试剂业务：分子砌块、工具化合物和生化试剂营业收入 19.91 亿元，同比增长 32.41%，占公司营业收入比重约 69.2%；后端原料药和中间体开发业务实现营业收入 8.72 亿元，同比增长 2.49%，占公司营业总收入的 30.3%。分业务来看前端分子砌块、工具化合物和生化试剂毛利率高于后端原料药和中间体开发业务，2025 年该两大业务毛利率分别为 61.91%、13.63%。

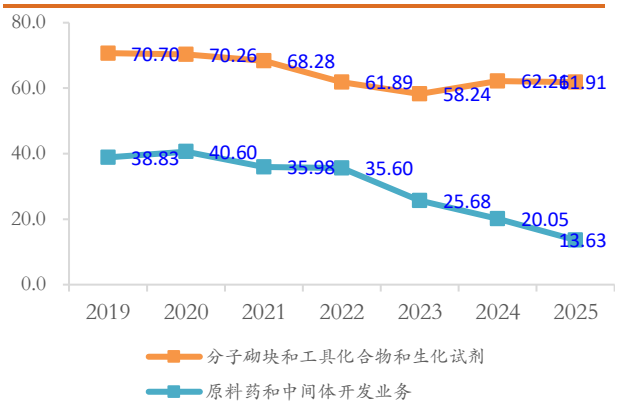
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6 2020-2025 公司主营业务收入（亿元）构成



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 2020-2025 公司主要业务毛利率（%）



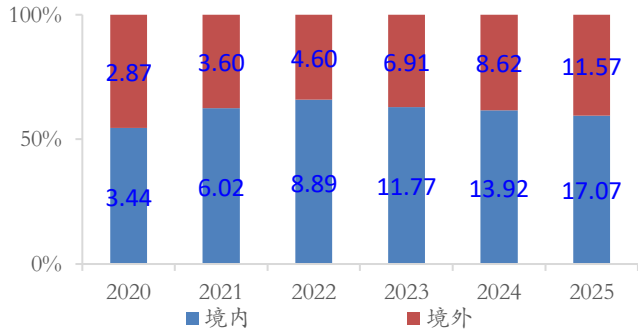
资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.3 产业化、全球化、品牌化战略持续推进

皓元医药通过不断拓展境外业务，通过完善前后端一体化平台，不断拓展科研试剂种类实现“产业化、全球化、品牌化”战略，这是理解公司发展逻辑的关键锚点。从后验视角看，这一战略基本对应了公司三类核心矛盾。

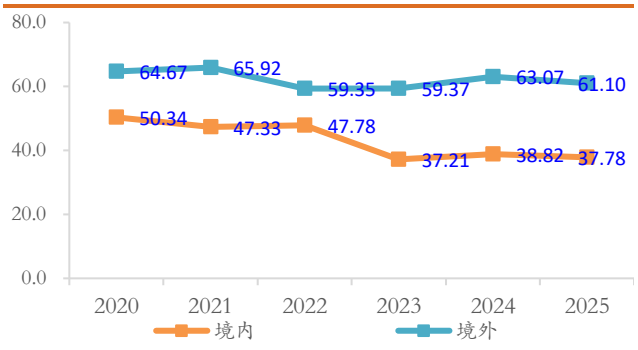
一是前端业务虽具备较好盈利能力，但若仅停留在国内科研试剂市场，天花板有限，因此必须通过全球化拓展境外客户、提升收入体量，同时利用境外更高毛利率优化盈利结构。2021 年公司境外收入 3.60 亿元，占比 37.42%；2025 年境外收入增至 11.57 亿元，同比增长 34.22%，毛利率达 61.10%，显著高于境内的 37.78%。境外结构改善，已成为公司利润修复的重要来源。

图 8 2020-2025 公司境内外收入（亿元）构成



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 2020-2025 公司境内外业务毛利率（%）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

二是单纯前端业务难以完整兑现客户价值，因此必须推进产业化，形成从研发到生产的闭环。公司致力于打造“起始物料—中间体—原料药—制剂”一体化平台，并通过马鞍山、菏泽、启东、重庆等基地逐步补全能力短板。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10 公司“产业化、全球化、品牌化”发展战略



资料来源：公司 ESG 报告、湘财证券研究所

三是科研上游业务本质具有较强心智依赖，必须通过品牌化建立行业认知。公司通过 MCE、乐研等品牌运营、论文引用积累、全球仓储配送和客户服务体系强化品牌壁垒。根据公司年报数据，截至 2025 年末公司累计储备生命科学试剂超 15.9 万种，科研客户使用公司产品发表文章累计超 7.2 万篇。

2 前端业务：构筑护城河与现金流

我们认为，公司前端业务的中期判断可以概括为：工具化合物负责稳增长和现金流，分子砌块负责加速放量和境外渗透，生化试剂负责打开天花板和提升估值想象空间。**在这一框架下，皓元前端业务不仅具备延续高增长的基础，更具备向全球化平台型科研试剂与早研服务供应商持续进化的潜力。**

2.1 前端业务稳健成长

生命科学试剂业务为公司前端业务，包括分子砌块、工具化合物和生化试剂。聚焦于科学研究的前沿进展及新药研发领域的最新动态，专注于在药物发现的早期阶段，为客户提供从毫克级至千克级的产品及技术支持，以满足客户的多样化需求。公司具备较强的定制研发能力，已经形成了一定的客户群体和市场规模，成为国内生命科学试剂细分领域较具竞争实力的参与者之一。

下载日志已记录，仅供内部参考

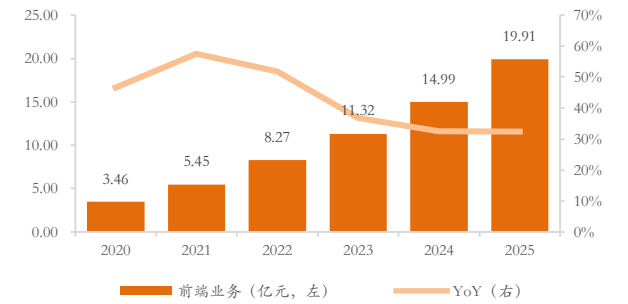
表 2 公司生命科学试剂产品包括分子砌块产品、工具化合物和生化试剂产品

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	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，涉及化学小分子、蛋白大分子、多肽、核酸及基因治疗原辅料分子、细胞治疗辅料分子等产品系列
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
	公司终端客户多样，包括 Pfizer、JNJ、Lilly、MSD、Roche、BMS 等跨国医药巨头，及美国国立卫生研究院（NIH）、中科院科研院所、清华大学、北京大学、哈佛大学、牛津大学、剑桥大学等科研院所及高等院校；并与 ThermoFisher、Sigma-Aldrich、eMolecules、Namiki、VWR 等海外知名药物研发试剂专业经销商建立了稳定的合作关系，持续为客户提供优质产品及科研服务	
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	工具化合物由多种分子砌块合成得到，通常开发难度较分子砌块高，开发周期长，成本较高
种类数	9.8 万种	6.0 万种

资料来源：公司年报、湘财证券研究所　注：种类数截至 2025 年末

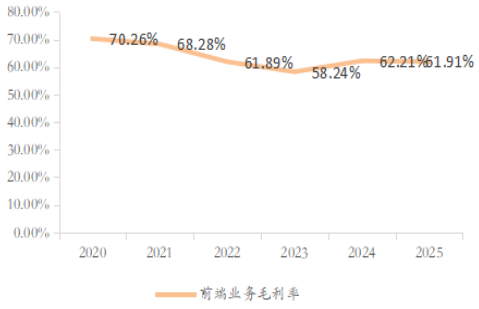
从收入端来看，公司前端业务收入实现快速增长，2020 年营业收入为 3.46 亿元，随后快速增长到 2025 年的 19.91 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 41.91%。从毛利率来看，公司前端业务毛利率保持高位，2020 年为 70.26%此后由于 CXO 板块周期性调整和行业订单价格调整等因素，毛利率有所下降，2025 年毛利率为 61.91%。

图 11 2020-2025 前端业务收入及增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 12 2020-2025 前端业务毛利率

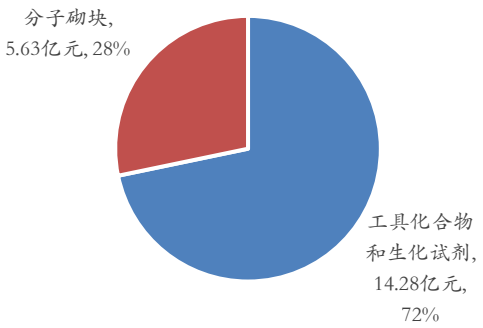


资料来源：Wind、湘财证券研究所

从结构上看，2025 年公司前端业务中工具化合物和生化试剂 14.28 亿元，同比增长 32.0%，分子砌块 5.63 亿元，同比增长 35.0%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13 公司前端业务 2025 年收入结构

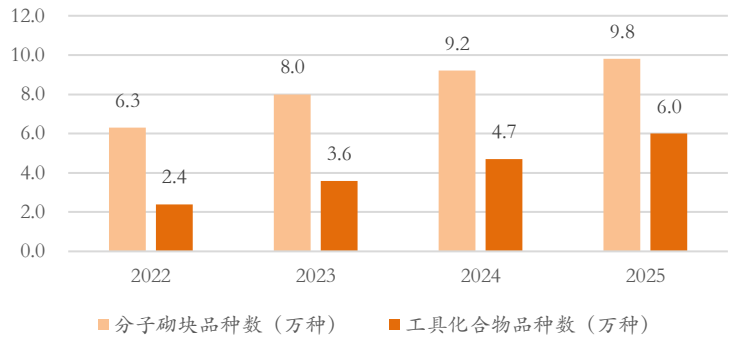


资料来源：公司年报、湘财证券研究所

SKU 数量快速增长，形成长尾需求覆盖能力。公司前端业务本质上是典型的“长尾 SKU 驱动型生意”。截至 2022 年末，公司储备分子砌块 6.3 万种、工具化合物 2.4 万种；到 2025 年末分别达到 9.8 万种和 6.0 万种。也就是说，仅 2022-2025 三年间，分子砌块净增约 3.5 万种，工具化合物净增约 3.6 万种，增量非常可观。也正是新增的品种使得公司产品不断迭代。

对科研及早研客户而言，采购行为高度碎片化且强调即时可得性，**谁能在更宽的靶点、更前沿的通路、更复杂的新分子类型方向提供“现货+技术支持”**，谁就更容易获得首购与复购。皓元正是依靠这一逻辑，从工具化合物逐步向分子砌块、生化试剂外延，建立起覆盖药物发现前端更广需求面的产品池。

图 14 公司 SKU 数量快速增长

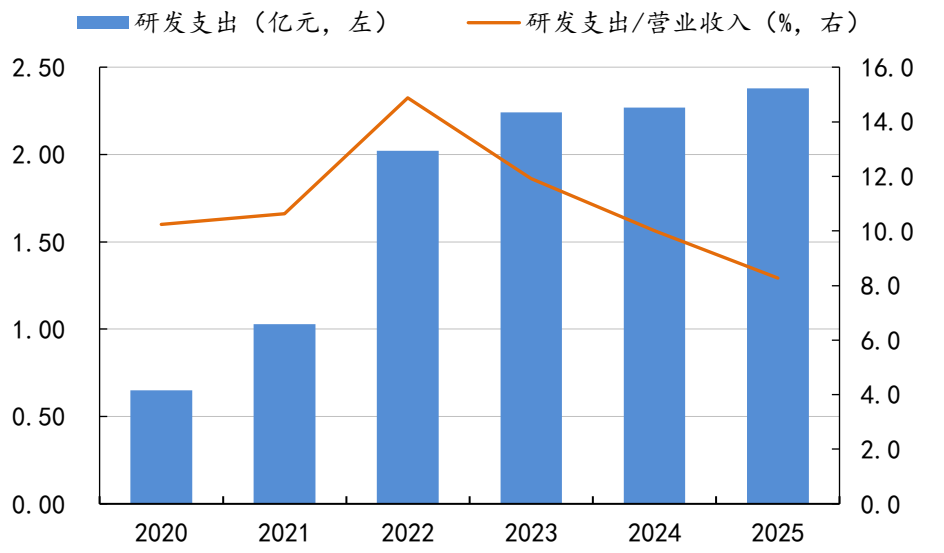


资料来源：公司年报、湘财证券研究所

研发投入持续增长，是 SKU 上新速度和产品新颖性的重要驱动。2025 年研发投入 2.4 亿元，占营收比重约 8.3%；根据公司 2025 年年报，截至 2025 年底，公司技术团队 2255 人，技术团队中硕士和博士比例为 26.8%。对前端试剂企业而言，研发不是利润侵蚀项，而是决定 SKU 上新速度和产品新颖性的资本开支替代。皓元的高研发投入，本质上是在持续购买未来收入曲线的斜率。

下载日志已记录，仅供内部参考

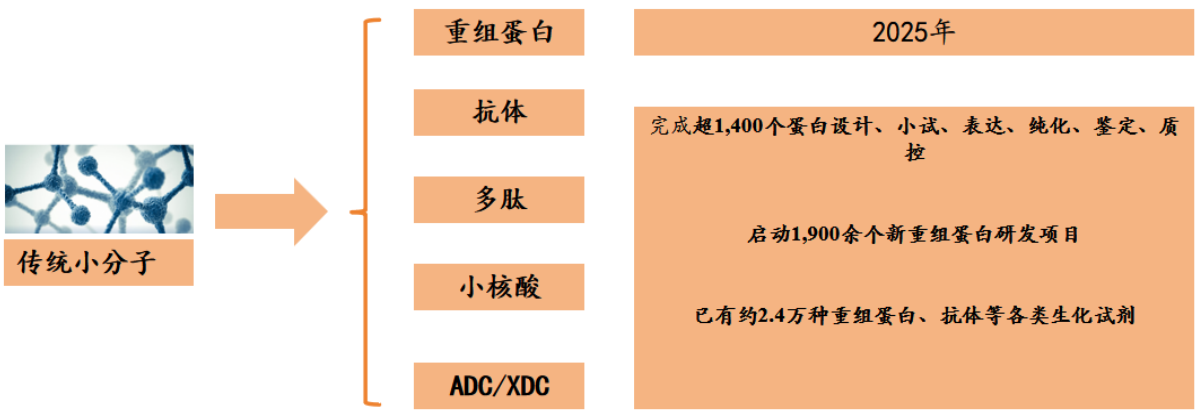
图 15 公司研发投入持续提升



资料来源：公司年报、湘财证券研究所

工具化合物向生化试剂延伸，拉升增长天花板。如果说 SKU 扩张解决的是“宽度”问题，那么生化试剂拓展解决的是“高度”问题。公司不断加速从传统化学小分子，**向重组蛋白、抗体、多肽、小核酸、ADC/XDC 相关试剂**等方向延展。根据公司年报 2025 年，2025 年公司完成**超 1,400 个蛋白设计、小试、表达、纯化、鉴定和质控，启动 1,900 余个新重组蛋白研发项目**，并已有约 2.4 万种重组蛋白、抗体等各类生化试剂；这一变化的战略意义在于，工具化合物原本已经是皓元的优势领域，但其市场空间和复购频率仍然受限于化学试剂的应用边界；**而向生化试剂拓展后，公司切入了更大市场空间、更新技术周期、更高客户黏性的赛道**。

图 16 公司不断加速生化试剂等研发管线的开发进程



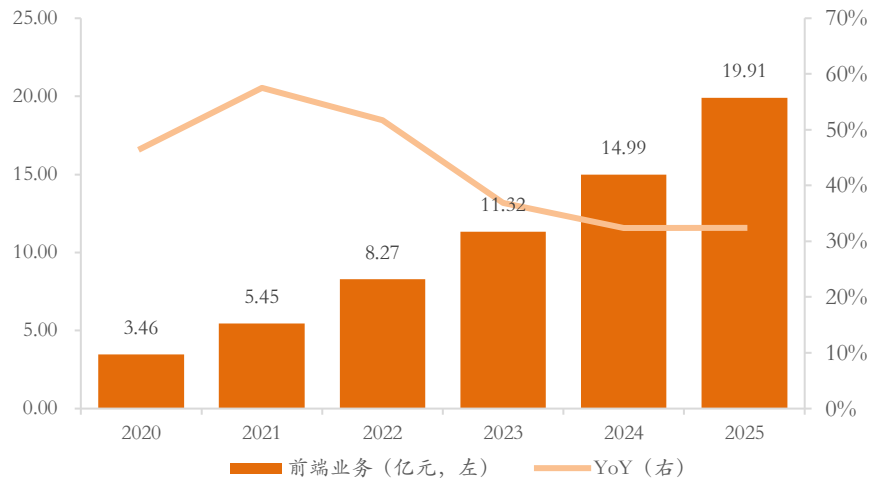
资料来源：公司年报、湘财证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 分子砌块：培育成公司业绩增长的第二引擎

分子砌块业务是这一轮前端增长中最值得重视的变量。2022 年分子砌块收入 **2.46 亿元，同比增长 78.43%**；2023 年 **3.07 亿元，同比增长 25.1%**；2024 年 **4.17 亿元，同比增长 35.7%**；2025 年进一步达到 **5.63 亿元，同比增长 35.0%**。从增速韧性看，分子砌块并未因行业竞争加剧而失速，反而在 2024-2025 年重新回到 35%左右增速区间，说明其增长逻辑已经从“低基数修复”转向“能力放量”。核心原因在于，公司正在把工具化合物身上已经验证过的成功模式，系统复制到分子砌块：**高壁垒产品库+海外仓储+品牌建设+直销经销网络+定制开发能力**。 同时，分子砌块业务形成了 PROTAC、催化剂和配体、氘代试剂、多肽、寡核苷酸等明星产品线，开始脱离传统通用砌块的低门槛竞争，向高附加值差异化方向迁移。更重要的是，分子砌块业务的市场意义不仅在收入增量，更在于它拓宽了公司服务药物研发早期客户的入口。工具化合物更多对应生物活性筛选和机制研究，而**分子砌块更前置、更底层，更容易嵌入客户早期研发流程**。一旦分子砌块和工具化合物形成联动，公司在客户项目早期的渗透深度将显著提升。

图 17 分子砌块是前段增长中最值得重视的变量



资料来源：公司年报、湘财证券研究所

2.3 科研试剂国产替代可期，拥抱 AI 为前端引流

根据公司年报数据，2023 年，全球生命科学工具和试剂市场以及相关诊断产品的总价值达到了 594 亿美元，预计到 2029 年将增长至 665 亿美元，年复合增长率为 4.6%。但在主流的科研试剂市场，由于品牌效应，进口试剂仍占有很大的市场份额，尤其是高端的科研试剂，超九成依赖进口品牌。中国作

下载日志已记录，仅供内部参考

为发展中国家，整体科学研究领域起步较晚，相较国外发达国家具有明显差距。但近年来，国产试剂受益于供货周期短，科技创新、政策支持、科研资金持续投入等因素驱动，渗透率在稳步增加。近年来，中国科研试剂市场规模从2018 年的约 250.0 亿元增长到 2022 年的约 480.0 亿元，期间复合年均增长率约为 18.0%，并预计会在 2027 年将达到约 1,000.0 亿元。目前我国科研试剂产业竞争格局由外资企业绝对垄断向相对垄断过渡，本土企业快速发展，国产替代进程持续推进中。

根据公司年报数据，中国 AI 制药是全球增速最快的核心市场，2025-2030 年预计 CAGR 60%-70%，2026-2028 是商业化兑现关键期。AI 药物发现项目覆盖小分子、抗体、疫苗等分子类型，全面布局癌症、精神、心血管、消化、呼吸等疾病领域。将 AI 应用到药物发现领域，可以加速化合物的发现，快速扩充产品种类和应用需求，提升研发效率。公司积极拥抱智能化变革机遇，深度融合“小分子药物研发+AI 技术”，依托海量化合物库资源与 CADD/AIDD 技术，成功打造“一站式药物筛选平台”，并融合生成式 AI 技术与算法模型突破传统设计瓶颈，致力于显著提升化合物预测活性与筛选效率。此外，在业务协同方面，公司秉承“优势互补、资源共享、合作共赢”的原则，与行业伙伴协同探索 AI 制药创新应用场景，持续赋能生物医药产业的蓬勃发展。

3 后端破局：ADC 一体化平台迈入收获期

皓元医药后端业务的核心变化，不在于单一产能投放，而在于 **ADC 从“小分子 payload-linker 优势”正式升级为“抗体原液—偶联—制剂灌装”全链条一体化平台**，这意味着公司后端增长逻辑已从过去偏早期、偏单点技术服务，切换为可承接更高附加值、更长生命周期、更强客户粘性的综合 CRDMO 订单。**重庆抗体偶联药物 CDMO 基地投产、以及通过欧盟 QP 审计，是这一转折的标志性节点：前者补齐大分子与商业化生产短板，后者验证其国际合规承接能力，两者共同推动 ADC 平台从“能力建设期”迈向“订单转化期”。**从经营指标看，2025 年后端业务其中创新药 CRDMO 收入同比增长显著快于特色原料药、中间体及 CMO 业务的收入。而后端业务订单的持续提升说明后端业务的增长已不再只是产能投放后的静态摊销逻辑，而是开始进入订单持续导入、结构持续改善、收入逐步兑现的阶段。

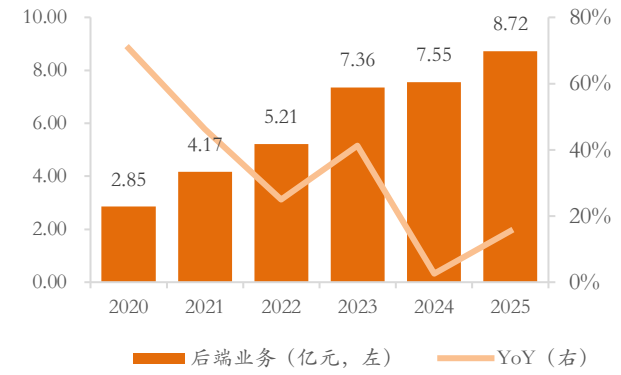
3.1 后端增长稳健，致力打造一体化平台

公司后端业务布局完善，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。从收入端来看，公司后端业务收入

下载日志已记录，仅供内部参考

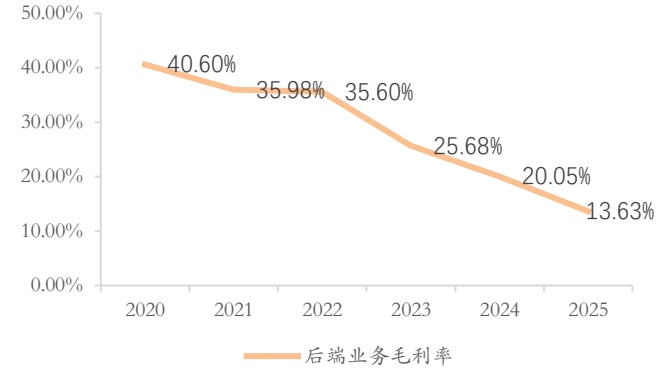
实现稳健增长，2020 年营业收入为 2.85 亿元，随后快速增长到 2025 年的 8.72 亿元，2020 年-2025 年 CAGR 为 25.06%；从毛利率来看，公司后端业务毛利率持续下降，从 2020 年的 40.60%下降到 2025 年的 13.63%。我们判断，后端毛利率的下降主要是由于随着马鞍山和重庆工厂的投入使用折旧摊销增大所致，预计后期随着产能利用率的提升，后端毛利率有望逐渐恢复。

图 18 2020-2025 公司后端业务收入及增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 19 2020-2025 公司后端业务毛利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

公司在小分子药物研发服务与产业化应用方面有着深厚的积累，专注于高难度、高技术壁垒产品开发赋能药物研发。近年来进一步拓宽业务领域，推动创新药 CDMO 业务及制剂业务链条。在 ADC 业务领域，公司构建了丰富多样的 Payload-Linker 成品库，具有丰富的毒素-连接子的合成、质量研究和高活操作经验。在 PROTAC、多肽和小核酸药物等新兴领域的开发和服务能力方面，公司还进行了更深层次的布局，通过丰富产品类型，加速赋能全球合作伙伴实现从临床前到商业化生产的过程。此外，公司还积极布局大分子 CDMO 研发，致力于打造覆盖医药产业链全周期的一体化产业服务平台。

图 20 产品类型不断丰富，赋能合作伙伴从临床前至商业化全过程



资料来源：皓元医药公众号、湘财证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 重庆基地投产意味着 ADC 平台完成最后一块拼图

2025 年 3 月重庆皓元抗体偶联 CDMO 基地正式投入运营，标志着公司 ADC 平台实现了从小分子到生物大分子的能力跃迁。该基地可提供从毒素、连接子合成到抗体偶联及制剂灌装的全链条服务，与上海、马鞍山共同构成“三位一体”XDC 服务体系，形成覆盖 Payload-Linker 开发、抗体发现、偶联工艺优化到商业化生产的闭环能力。对客户而言，这种闭环模式的真正价值在于显著降低跨供应商协同带来的工艺转移风险、质量体系割裂风险和申报资料整合难度。

重庆基地通过“同一厂区商业化生产矩阵”，使小分子合成、大分子表达、偶联和制剂灌装处于同一质量体系和项目管理体系下运行，可覆盖从 PCC 样品制备、细胞株构建、IND 申报资料准备到商业化生产的完整周期。**这意味着皓元所提供的不只是一个单环节制造能力，而是 ADC 项目推进效率的系统性提升方案。**ADC 研发与生产同时涉及抗体、生物偶联、高活载荷、无菌制剂等多个高壁垒环节，药企自建完整能力的资本开支、合规成本与组织难度都极高，因此更倾向将项目外包给具备全流程能力的平台型 CDMO。 皓元过去的优势在于卡位了 ADC 价值链上最稀缺的小分子部分，**而重庆基地投产后，公司则具备了承接更大订单、更后期项目与更高附加值环节的能力，这也是后端估值逻辑变化的基础。**

图 21 重庆基地构建 ADC 全产业链闭环能力



资料来源：皓元医药公众号、湘财证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

根据皓元医药公众号信息，重庆基地随后在 2025 年 6 月顺利通过欧盟 QP 审计，进一步强化了这一判断。欧盟 QP 审计本质上是进入欧盟市场的重要准入审核，意味着重庆皓元的质量管理体系和生产能力已达到欧盟 GMP 标准，能够支撑单抗、双抗、多抗、重组蛋白及 ADC 等生物药的高品质研发与生产。对皓元而言，这并不直接立刻带来大规模收入确认，**但它显著提升了公司面向海外高端客户的可信度和订单承接门槛，是后续国际客户导入、客户审计通过率提升以及高端商业化订单争取的重要前提。**

3.3 订单与项目数据同步抬升，后端转向“业绩兑现”

平台补齐后，ADC 业务正在从技术验证走向订单扩张，并进一步向收入兑现过渡。2024 年公司承接 ADC 项目数超过 110 个，活跃客户超过 990 家；到 2025 年，承接 ADC 项目数已超过 190 个，合作客户超过 1700 家。若以项目数口径计算，2025 年较 2024 年增长约 **72.7%**；客户数口径增长约 **71.7%**。这说明公司在 ADC 服务市场中的渗透率和品牌认知度正在快速提升，且并非依赖单一大客户，而是呈现客户基础面持续拓宽的特征。

其次看项目质量和注册端积累。**截至 2024 年底，公司已有 12 个与 ADC 药物相关的小分子产品完成美国 FDA sec-DMF 备案；截至 2025 年末，这一数字提升至 16 个，并已参与 5 个 BLA 申报。**DMF 备案与 BLA 参与的意义在于，皓元的 ADC 服务已经不再停留于早期研发支持，而是在逐步切入临床后期乃至上市申报的关键节点。对于 CRDMO 企业而言，项目一旦进入后期或商业化，订单金额通常更高、持续时间更长、切换成本更大，对盈利的拉动也更明显。

表 3 皓元医药 ADC 平台关键经营指标演进

指标	2024 年	2025 年
承接 ADC 项目数	超 110 个	超 190 个
合作/活跃客户数	超 990 家	超 1700 家
ADC 相关 FDA sec-DMF 备案	12 个	16 个
BLA 参与情况	未明确披露	参与 5 个 BLA 申报
ADC 基地布局	上海+马鞍山	上海+马鞍山+重庆“三位一体”

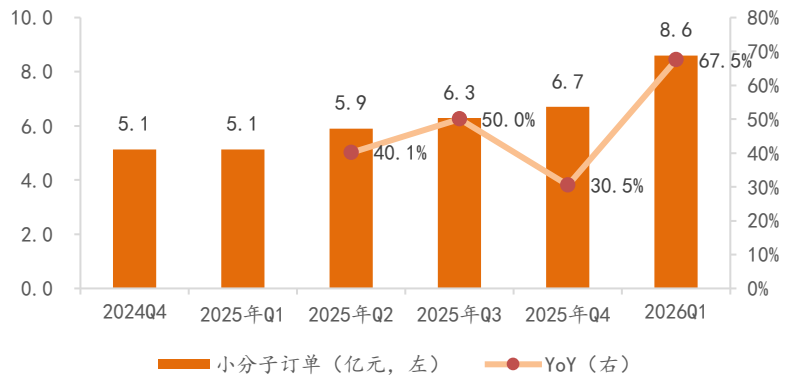
资料来源：公司年报、湘财证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

截至 2025 年底，公司后端小分子在手订单为 6.7 亿元，同比增长 30.5%；截至 2026 年一季度末进一步提升至 8.57 亿元，已连续 6 个季度环比正增长。这一变化非常关键，因为它证明了后端订单并非脉冲式改善，而是具有持续性和累积性。若以 2025 年后端收入 8.72 亿元对比，单看**2025 年底 6.7 亿元小分子在手订单**，已相当于 2025 年后端收入的约**76.8%**；若再考虑**2026Q1 小分子 8.57 亿元+大分子超 1 亿元**，则 2026 年初可见订单储备已接近或超过上一年后端收入体量。

这对 2026 年收入兑现的含义较强：一方面，小分子订单延续高增，说明马鞍山端的 payload-linker、高活产线和创新药 CRDMO 需求仍处在上行期；另一方面，根据上证 e 互动数据，截至 2026 年一季度末公司大分子订单突破 1 亿元，则说明重庆基地已不只是能力展示，而是在逐步转化为真实可交付业务。**ADC 大分子订单交付周期通常在 8 至 24 个月左右，2026 年二、三季度公司 ADC 订单交付有望迎来交付小高峰。** 因此，2026 年后端尤其 ADC 相关业务的增长，更可能表现为**上半年平稳、下半年提速**的节奏。

图 22 公司后端小分子订单连续增长



资料来源：公司年报、湘财证券研究所

3.4 后端收入结构有望优化，创新药 CRDMO 成拉动主线

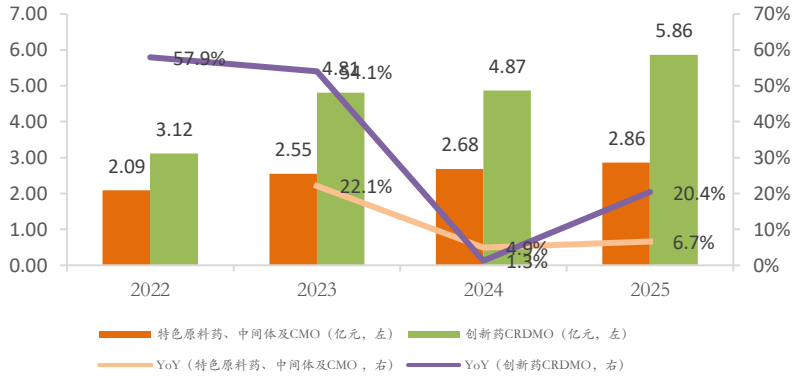
皓元后端过去几年的一个核心矛盾，是收入虽持续增长，但利润释放不充分，原因在于早期业务中中间体占比偏高、产能利用率不足、原料药和制剂占比尚低，导致新建工厂折旧与固定成本摊销拖累了整体毛利率。但 2025 年数据已显示结构改善开始生效：后端业务收入 8.72 亿元，同比增长 15.5%；其中**创新药 CRDMO 收入 5.86 亿元，同比增长 20.3%，占后端收入比重约 67.2%**；特色原料药、中间体及 CMO 收入 2.86 亿元，同比增长约 7.0%。

这组数据说明两个变化。第一，后端增长主引擎已由传统原料药/中间体切换为创新药 CRDMO。 第二，创新药 CRDMO 更快的增长意味着后端整体

下载日志已记录，仅供内部参考

收入结构正在向高附加值方向迁移，尽管毛利率短期仍低，但中长期改善逻辑更强。以创新药 CRDMO 为增长中枢、以 ADC 为技术与订单突破口、以原料药/制剂产业化为承接抓手的综合平台。

图 23 公司后端业务创新药 CRDMO 增长明显



资料来源：公司年报、Wind、湘财证券研究所

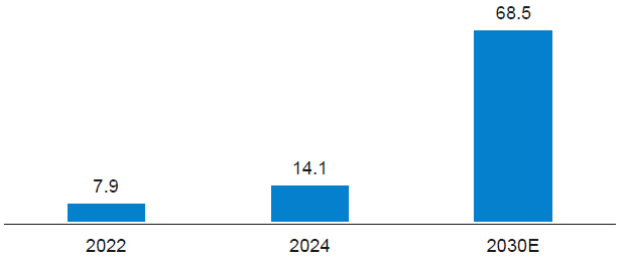
3.5 行业红利：ADC 外包高景气与 XDC 贡献新蓝海

ADC 药物的火爆不仅体现在在线管线上，终端用药市场规模也出现放量态势。由于 ADC 药物在乳腺癌、尿路上皮癌等领域的疗效突破正推动其从后线治疗向一线治疗拓展以及中国药企的快速崛起正加速全球 ADC 商业化进程，以及第三代 ADC 技术、双特异性 ADC 等创新提升了药物疗效及安全性使得 ADC 药物市场规模不断提升，由 2022 年的 79 亿美元增至 2024 年的 141 亿美元，预计2023 年有望达到 685 亿美元，2024-2030E 年复合增长高达 30.1%。**我们认为，终端 ADC 药物的市场快速增长亦将反作用于药企使其对 ADC 药物研发更加重视，从而推动 ADC 研发投入的持续增长。**

图 24 全球 ADC 药物市场规模(2022-2030E)

单位：十亿美元

	2022-2024	2024-2030E
年复合增长率	33.6%	30.1%



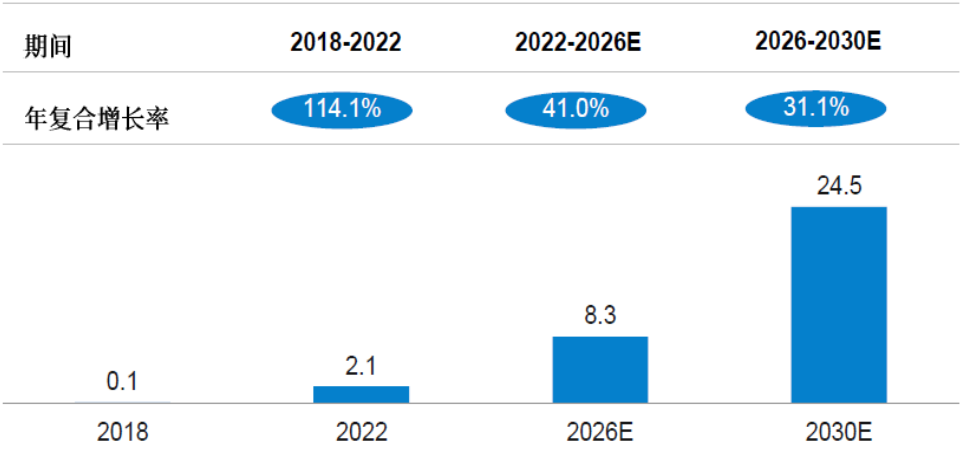
资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

受益于交易热潮带来的订单增长与技术创新需求，ADC CDMO 市场规模增速高。目前 ADC、产品迭代升级提升 ADC 药物竞争力，生产壁垒促使药企依赖 CDMO 专业服务，而交易火热则推动市场规模扩张，三者协同作用，驱动 ADC CDMO 市场快速增长，2018 年至 2022 年，中国市场规模从 0.1 亿美元扩大至 2.1 亿美元，复合年增长率为 114.1%。预计未来市场将持续整合升级，且技术创新与产能扩展将成为企业制胜关键，2026 年将达到 8.3 亿美元，2030 年将达到 24.5 亿美元。对皓元而言，真正重要的不只是行业空间大，而是其自身卡位具备一定稀缺性。公司一方面在 payload-linker、高活线、DMF 备案、BLA 参与方面已有深度积累；另一方面通过重庆基地补齐抗体原液、偶联和制剂灌装能力，形成国内较少见的一站式平台。 在 ADC 项目往后期推进时，药企通常更倾向选择已深度参与前期开发、且具备后续商业化承接能力的服务商，这使皓元具备由前端技术切入、向后端放大变现的天然优势。

图 25 中国 ADC CDMO 市场规模现状及预测(2018-2030E)

单位：亿美元



资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

ADC 向更广的 XDC 延伸将推动偶联药物 CDMO 市场空间进一步扩大。ADC 的新型载体也在不断涌现，理论上来说，具有特异性识别作用的分子均有潜力成为载体。分子量较小的新型载体，相对更易透过实体瘤，应用前景广阔;双特异性抗体能够提升抗体的靶向作用，提高内吞效率。因此，除了以单抗作为靶向运输作用的 ADC 以外，偶联药物的概念也逐渐拓宽至放射性核素偶联药物(Radionuclide Drug Conjugates，RDC)多肽偶联药物(PeptideDrug Conjugates，PDC)，小分子偶联药物(Small Molecule-Drug Conjugates，SMDC)等其他新型偶联药物(XDC)。**预计，从 ADC 到 XDC 的延伸将推动偶联药物 CDMO 市场空间进一步扩大。**

下载日志已记录，仅供内部参考

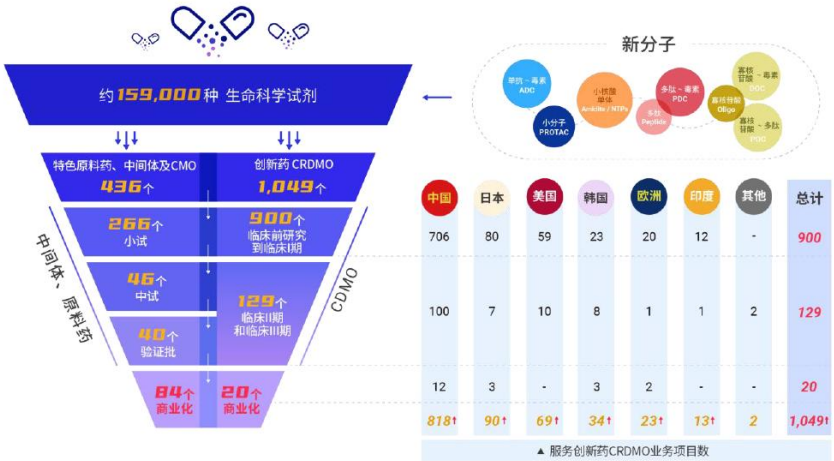
图 26 传统 ADC 有望向更广的 XDC 延伸



资料来源：药明合联招股书、湘财证券研究所

从项目阶段结构看，公司创新药 CRDMO 业务也在持续向后期推进。截至 2025 年底，创新药 CRDMO 累计承接项目已突破 1000 个，超过 140 个进入临床 II 期、III 期及商业化阶段。对后端业务估值而言，后期项目和商业化项目占比提升的重要性远高于早期项目数的绝对增长，因为它决定了未来单位项目收入、项目持续时间和客户粘性的上移。虽然临床前及 I 期项目仍占多数，但临床 II/III 期和商业化项目数量也在持续增加。这意味着公司当前后端的“高增订单”并非缺乏后续转化的松散储备，而是已经逐步形成从早期到后期的漏斗结构。结合 ADC 项目数和客户数的快速抬升，可以判断皓元的后端增长不只是靠单一基地投产驱动，而更像是平台能力增强后，项目漏斗整体变宽、并开始向后端收入端传导。

图 27 公司创新药 CRDMO 业务持续向后期推进



资料来源：公司年报、湘财证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4 核心假设

- **生命科学试剂：**作为公司前端业务的核心驱动力，该板块具备较强的抗周期属性。2024 年实现营收 14.99 亿元，同比增长 32.41%，展现出强劲的增长韧性。随着全球生物医药投融资回暖及“AI+化学”研发模式的渗透，预计该业务将保持较快增长，但增速随基数扩大逐步放缓。预计 2026-2028 年营收增速分别为 24.33%/22.89%/20.60%，对应营业收入分别为 24.76/30.42/36.69 亿元。

- **特色原料药、中间体和制剂：**随着地缘政治影响常态化、美国进入降息周期，国内外投融资情况明显转好，创新药 BD 交易对产业链带来积极效应。公司 ADC（抗体偶联药物）连接子和 payload 业务进入商业化兑现期，带动后端 CDMO 业务加速放量。预计 2026-2028 年将持续恢复增长，营收增速分别为 19.10%/23.23%/31.56%，对应营业收入分别为 10.39/12.80/16.84 亿元。

- **其他业务：**公司其他业务收入体量较小，主要包括技术服务及其他衍生业务。2025 年受短期项目交付节奏影响略有下滑，2026-2028 年有望恢复平稳增长，对应营业收入分别为 0.17/0.21/0.26 亿元，同比增速分别为 25.00%/25.00%/25.00%。

- **毛利率假设：**公司毛利率在 2024 年达到 47.97%的高位。尽管高毛利的 ADC 后端业务及分子砌块占比提升优化了业务结构，但受前端产品竞争加剧及后端原料药产能爬坡过程中的成本摊薄影响，预计整体毛利率将呈现小幅回落并趋稳的态势。综合以上预计 2026-2028 年毛利率分别为 47.42%/47.42%/46.99%。

表 4 皓元医药核心营收预测

收入预测（百万元）	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
生命科学试剂	1132.1	1499.1	1991.1	2475.7	3042.2	3669.0
YoY	*36.88%*	*32.41%*	*32.83%*	*24.33%*	*22.89%*	*20.60%*
特色原料药、中间体和制剂	736.2	754.6	872.2	1038.8	1280.1	1684.1
YoY	*41.25%*	*2.50%*	*15.59%*	*19.10%*	*23.23%*	*31.56%*
其他业务	11.7	16.5	13.5	16.9	21.1	26.4
YoY	*19.65%*	*41.15%*	*-18.15%*	*25.00%*	*25.00%*	*25.00%*
总营收	1880.1	2270.2	2876.9	3531.4	4343.5	5379.5
YoY	*38.44%*	*20.75%*	*26.73%*	*22.75%*	*23.00%*	*23.85%*
毛利率	45.17%	47.97%	47.10%	47.42%	47.42%	46.99%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5 投资建议

皓元医药前后端业务齐发力，业务领域不断拓宽。我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 35.31/43.43/53.79 亿元（考虑公司业绩略超预期调升 2026/2027 年营收预测，此前 2026/2027 年营收预测分别为 31.30/35.59 亿元，新增 2028 年营收预测），归母净利分别为 3.25/4.60/6.11 亿元（考虑汇兑损益调降 2026/2027 年归母净利润，此前 2026/2027 年归母净利润预测分别为 3.31/3.93 亿元，新增 2028 年归母净利润预测），对应 EPS 分别为 1.52/2.16/2.87 元，我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

6 风险提示

（1）产品需求下降的风险：过去，受益于全球医药市场的不断增长以及我国基础科学研发投入的不断提高，医药行业发展迅速，客户对公司的研发需求持续上升。但随着近年来医药行业的结构性调整，以及考虑大量药品专利到期以及仿制药广泛运用的影响，未来如果医药行业发展趋势放缓，或者全球新药的研发效率下降，相应客户的相关需求则会有一定的调整，从而会对公司业务造成一定的影响。

（2）监管政策变化的风险：公司所处医药行业受到较为严格的监管。公司同时向国内外客户开展业务，需要及时跟踪各个国家、地区的医药行业产业政策和监管体系的变化。欧美等发达国家监管体系、政策法规相对成熟，我国的政策法规体系亦在不断完善。国家相关行业政策的出台或调整将对医药行业的市场供需关系、经营模式、企业的产品选择和商业化策略等产生较大影响。若公司不能及时跟踪国内外医药行业的监管政策变化情况，并根据监管要求及时采取措施应对行业政策变化，可能会对公司的生产经营造成不利影响。

（3）行业竞争加剧的风险：考虑不同国家、地区的经营环境不完全相同，因此，未来如果医药企业研发投入受到宏观经济形势、医药产业政策调整，或因贸易关税、局部战争、自然灾害以及疾病或突发的公共卫生事件等不可抗力影响而出现下降，或者公司的产品和技术不能有效维持在境外市场的竞争地位，将有可能会影响公司业务发展和经营业绩。我们测算若由于行业竞争加剧导致 2026 年毛利率比预期下降 1%、下降 2%、下降 3%则对应归母净利润分别同比下降 9.5%、下降 18.9%、下降 28.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表 5 财务报表以及相应指标

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2270.2	2876.9	3531.4	4343.5	5379.5
减: 营业成本	1181.3	1521.8	1856.9	2283.9	2851.7
营业税金及附加	13.3	18.0	22.0	27.1	33.6
营业费用	209.9	278.2	341.5	420.0	520.2
管理费用	235.0	323.9	379.9	458.6	541.1
研发费用	226.9	237.6	291.7	358.7	444.3
财务费用	34.5	63.0	123.0	113.0	123.0
减值损失	-147.7	-153.8	-163.8	-173.8	-183.8
加: 投资收益	-13.8	-16.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	208.0	264.7	352.4	508.2	681.8
加: 其他非经营损益	30.4	11.1	21.1	21.1	21.1
利润总额	238.4	275.8	373.5	529.3	702.8
减: 所得税	40.4	44.1	59.8	84.7	112.5
净利润	197.9	231.6	313.8	444.6	590.4
减: 少数股东损益	-3.7	-8.2	-11.1	-15.7	-20.8
归属母公司净利润	201.6	239.8	324.8	460.3	611.2

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	879.6	1531.4	1821.4	2131.4	2451.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收和预付款项	586.5	719.4	883.3	1087.9	1354.0
其他应收款（合计）	30.6	30.9	0.0	0.0	0.0
存货	1162.6	1406.0	1728.2	2126.6	2686.6
其他流动资产	97.2	111.1	111.1	111.1	111.1
长期股权投资	126.7	47.4	47.4	47.4	47.4
金融资产投资	0.0	0.0	0.0	7.7	54.8
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	1145.4	1209.2	1218.0	1233.6	1251.1
无形资产和开发支出	415.2	532.1	512.8	493.5	474.2
其他非流动资产	769.4	765.1	694.9	617.0	569.9
资产总计	5504.9	6294.3	6989.8	7828.8	8973.0
短期借款	539.4	829.8	1201.7	1455.2	1956.2
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	586.2	766.0	826.3	1038.8	1186.8
长期借款	951.5	969.5	969.5	969.5	969.5
其他负债	1063.0	1373.0	1744.9	1998.4	2499.4
负债合计	2600.7	3108.5	3540.8	4006.8	4655.7
股本	211.0	212.1	212.1	212.1	212.1
资本公积	1676.2	1757.7	1757.7	1757.7	1757.7
留存收益	990.7	1166.3	1440.6	1829.3	2345.4
归属母公司股东权益	2877.9	3136.0	3410.3	3799.0	4315.2
少数股东权益	26.4	49.7	38.6	23.0	2.2
股东权益合计	2904.3	3185.7	3449.0	3822.0	4317.3
负债和股东权益合计	5504.9	6294.3	6989.8	7828.8	8973.0

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金净流量	382.0	317.7	405.5	604.9	451.0
投资性现金净流量	(783.7)	(202.0)	(313.8)	(363.8)	(413.8)
筹资性现金净流量	791.5	177.0	198.4	68.9	282.9
现金流量净额	397.6	291.6	290.0	310.0	320.0

财务分析和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收益率					
毛利率	48.0%	47.1%	47.4%	47.4%	47.0%
三费/销售收入	29.6%	29.2%	28.7%	28.5%	28.0%
EBIT/销售收入	12.0%	11.8%	14.1%	14.8%	15.4%
EBITDA/销售收入	18.5%	17.2%	21.1%	21.3%	20.0%
销售净利率	8.7%	8.1%	8.9%	10.2%	11.0%
资产获利率					
ROE	7.0%	7.6%	9.5%	12.1%	14.2%
ROA	5.0%	5.4%	7.1%	8.2%	9.2%
ROIC	7.1%	8.9%	11.5%	13.7%	16.3%
增长率					
销售收入增长率	20.8%	26.7%	22.7%	23.0%	23.9%
EBIT 增长率	70.5%	24.2%	46.6%	29.4%	28.6%
EBITDA 增长率	51.5%	17.6%	50.5%	24.0%	16.4%
归母净利增长率	58.2%	19.0%	35.5%	41.7%	32.8%
总资产增长率	31.3%	14.3%	11.0%	12.0%	14.6%
股东权益增长率	14.7%	9.0%	8.7%	11.4%	13.6%
经营营运资本增长率	3.0%	14.7%	32.8%	22.8%	32.0%
资本结构					
资产负债率	47.2%	49.4%	50.7%	51.2%	51.9%
投资资本/总资产	56.1%	55.0%	54.6%	52.9%	53.8%
带息债务/总负债	57.3%	57.9%	61.3%	60.5%	62.8%
流动比率	251.9%	213.1%	206.5%	204.7%	199.2%
速动比率	152.0%	127.8%	123.3%	121.1%	115.1%
股利支付率	15.7%	13.3%	15.6%	15.6%	15.6%
收益留存率	84.3%	86.7%	84.4%	84.4%	84.4%
资产管理效率					
总资产周转率	0.41	0.46	0.51	0.55	0.60
固定资产周转率	2.60	3.10	3.98	5.10	6.56
应收账款周转率	4.18	4.29	4.31	4.29	4.28
存货周转率	1.02	1.08	1.07	1.07	1.06

业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBIT（百万元）	272.9	338.8	496.6	642.4	825.9
EBITDA（百万元）	421.0	495.1	745.0	924.0	1075.4
NOPLAT（百万元）	201.3	275.7	399.4	521.8	676.0
净利润（百万元）	201.6	239.8	324.8	460.3	611.2
EPS（元）	0.95	1.12	1.52	2.16	2.87
BPS（元）	13.50	14.71	15.99	17.82	20.24
PE（X）	95.36	80.16	59.18	41.76	31.45
PEG	3.01	2.19	N/A	N/A	N/A
PB（X）	6.68	6.13	5.64	5.06	4.45
PS（X）	8.47	6.68	5.44	4.43	3.57
PCF（X）	50.33	60.50	47.41	31.78	42.63
EV/EBIT	70.47	57.40	39.32	30.30	23.77
EV/EBITDA	45.68	39.28	26.21	21.06	18.25
EV/NOPLAT	95.52	70.53	48.89	37.29	29.04
EV/IC	6.22	5.62	5.12	4.70	4.07
ROIC-WACC	0.5%	2.4%	5.0%	7.1%	9.8%
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。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、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。