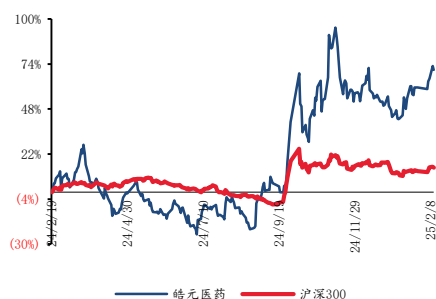


前后端一体化布局，赋能新药研发及生产

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	2.11/2.06
总市值/流通(亿元)	85.9/83.96
12个月内最高/最低价(元)	48.39/17.86

相关研究报告

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师：张崑

E-MAIL: zhangwei@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524060001

报告摘要

深耕小分子领域多年，打造一体化服务平台。皓元医药成立于 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及新分子类型药物 CRO&CDMO 服务的平台型高新技术企业，主要业务有：1) 前端：小分子及新分子类型药物发现领域的分子砌块、工具化合物和生化试剂的研发，2) 后端：小分子及新分子类型药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，以及制剂的药学研发、注册及生产。

分子砌块市场规模不断扩容，未来国产替代持续进行。研发的持续投入是医药创新的重要驱动力，预计 2030 年全球及中国医药研发市场规模分别为 4177、766 亿美元。医药研发的持续投入推动分子砌块市场规模不断扩容，预计 2026 年全球分子砌块规模将增长到 546 亿美元。此外，在主流的科研试剂市场，外资占据 90% 的高端市场份额，国产试剂因为供货周期短，研发投入加大以及价格优势，有望逐步实现国产替代。

海外收入占比持续提升，盈利能力有望改善。近年来，公司不断加大海外市场开拓力度，2022 年国外收入实现 4.60 亿元，占比为 33.84%，随后海外收入占比持续提升，2024 年上半年国外收入实现 4.01 亿元，占比为 38.02%。此外，海外业务毛利率显著高于国内业务，近几年海外业务毛利率基本维持在 60% 左右，而国内业务的毛利率有所下滑，从 2021 年的 47.33% 不断下滑至 2024 年上半年的 35.98%，未来随着海外业务持续推进，公司盈利能力有望得到改善。

项目数量储备丰富，不断加速创新转型。公司项目数量储备丰富，仿制药项目数共 363 个，其中商业化项目 81 个，持续放量中；创新药累计承接了 769 个项目，主要布局在中国、日本、韩国、美国和欧洲市场，处于临床前及临床 I 期项目居多，目前仍处于培育初期，部分产品已进入临床 II、III 期或者新药上市申报阶段，未来有望成为的新的业绩增长点。

投资建议：我们预计 2024 年-2026 年公司营业收入分别为 22.42/27.08/33.20 亿元，同比增长 19.27%/20.77%/22.61%；归母净利润为 1.99/2.52/3.09 亿元，同比增长 55.88%/26.68%/22.84%，我们给予公司 2025 年预测归母净利 43 倍 PE，对应目标市值 108.36 亿元，目标价 51.17 元/股，给予“买入”评级。

风险提示：核心技术人才流失、新签订单不及预期、汇率波动、存货减值、行业竞争加剧、研发进度不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,880	2,242	2,708	3,320
营业收入增长率(%)	38.44%	19.27%	20.77%	22.61%
归母净利（百万元）	127	199	252	309
净利润增长率(%)	-34.18%	55.88%	26.68%	22.84%
摊薄每股收益（元）	0.85	0.94	1.19	1.47
市盈率（PE）	61.25	43.80	34.58	28.15

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 一体化业务布局完善，业绩实现快速增长.....	5
(一) 深耕小分子领域多年，打造一体化服务平台	5
(二) 收入实现快速增长，利润增速有所波动	6
二、 前端业务种类全面，收入实现快速增长.....	7
三、 后端业务布局完善，收入实现稳健增长.....	10
四、 投资亮点.....	11
(一) 市场规模不断扩容，国产替代持续进行	11
(二) 海外布局持续扩张，利润率逐步提升	13
(三) 不断加速创新转型，后端产能建设持续推进	14
(四) 坚持创新研发驱动，不断加速产品升级	18
五、 盈利预测与投资建议	19
(一) 盈利预测	19
(二) 投资建议	20
六、 风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司业务范围	5
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 2018-2024Q3 营业收入及增速 (亿元)	7
图表 4: 2018-2024Q3 归母净利润及增速 (亿元)	7
图表 5: 2018-2024Q3 利润率	7
图表 6: 2018-2024Q3 费用率	7
图表 7: 前端业务介绍	8
图表 8: 乐研品牌介绍	9
图表 9: 2018-2024H1 前端业务收入及增速 (亿元)	10
图表 10: 2018-2024H1 前端业务毛利率	10
图表 11: 2018-2024H1 后端业务收入及增速 (亿元)	11
图表 12: 2018-2024H1 后端业务毛利率	11
图表 13: 2017-2030E 全球医药研发投入 (亿美元)	12
图表 14: 2017-2030E 中国医药研发投入 (亿美元)	12
图表 15: 各阶段创新药研发费用占比	12
图表 16: 2012-2026 全球分子砌块市场规模 (亿美元)	12
图表 17: 科研试剂内外资高端市场份额	13
图表 18: 2021-2024H1 国外收入及占比 (亿元)	14
图表 19: 2021-2024H1 国内外毛利率	14
图表 20: 后端业务部分仿制药/创新药项目	14
图表 21: ADC 药物结构	15
图表 22: ADC Payload-linkers CDMO 一体化服务	16
图表 23: 维迪西妥单抗	16
图表 24: 公司现有产能梳理	17
图表 25: 公司核心技术	18
图表 26: 收入拆分及盈利预测	20
图表 27: 可比公司估值表	21

一、一体化业务布局完善，业绩实现快速增长

(一) 深耕小分子领域多年，打造一体化服务平台

深耕小分子领域多年，打造一体化服务平台。皓元医药成立于 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及新分子类型药物 CRO&CDMO 服务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分子砌块、工具化合物和生化试剂的研发，小分子及新分子类型药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，以及制剂的药学研发、注册及生产，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。目前，公司在全球范围内拥有约 11,000 家合作伙伴。

图表1：公司业务范围

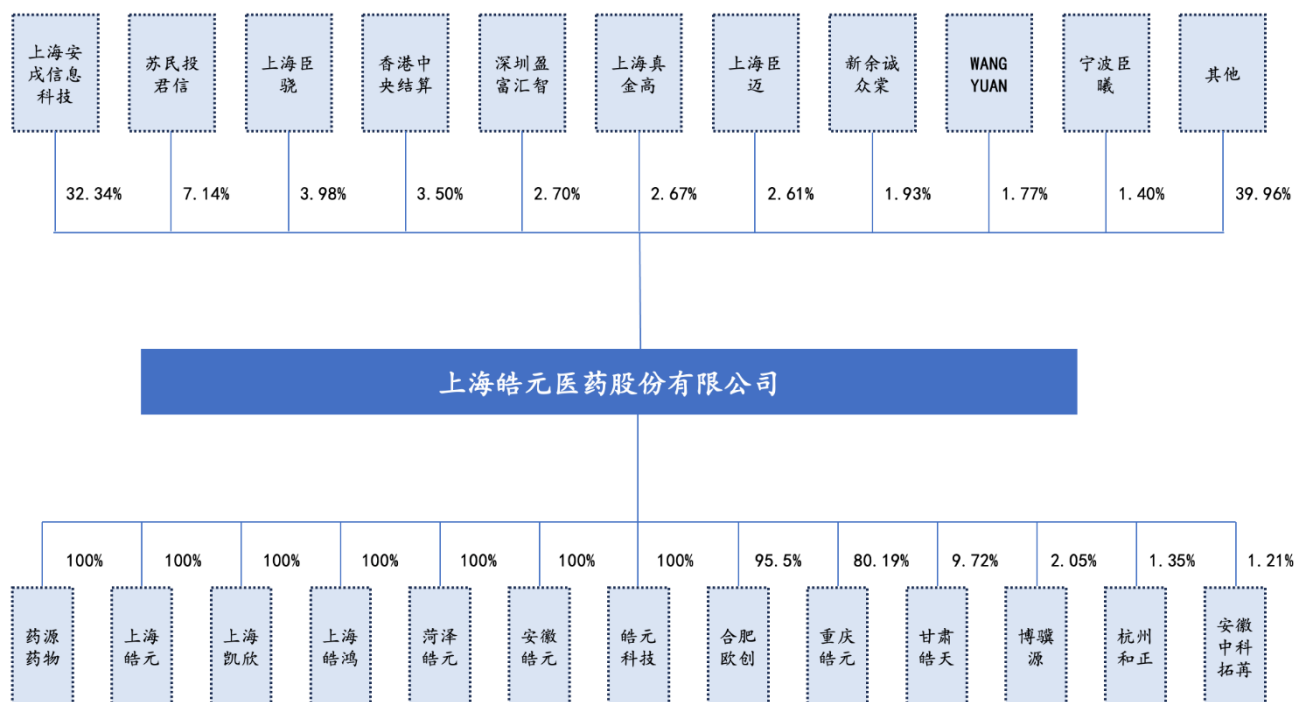


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司股权结构清晰，股权激励助力长期发展。截至 2024 年 9 月 30 日，公司控股股东为安戌信息，持股比例为 32.34%，由郑保富、高强共同控制，二人为公司实控人；郑保富之妻刘怡姗为上海臣骁、上海臣迈执行事务合伙人并分别持有上海臣骁、上海臣迈 16.75%、6.00% 财产份额，高强之妻刘艳持有上海臣骁 16.39% 财产份额，刘怡姗、刘艳、上海臣骁、上海臣迈是郑保富、高强的一致行动人。此外，公司于 2022 年和 2023 年持续出台股权激励计划，其中 2023 年 6 月对 124 名中高层管理人员及核心技术/业务人员实施股权激励计划，合计授予 110 万股，占激励时总股本的 0.73%，授予价格为 32.00 元/股，解除限售期共分为 2 期，分别占比 50% 和 50%，业绩考核目

标以 2022 年营业收入为基础，2023 年、2024 年的营业收入增长率分别不低于 25%和 60%，股权激励的出台进一步绑定核心人才，从而保障公司中长期的发展。

图表2：公司股权结构

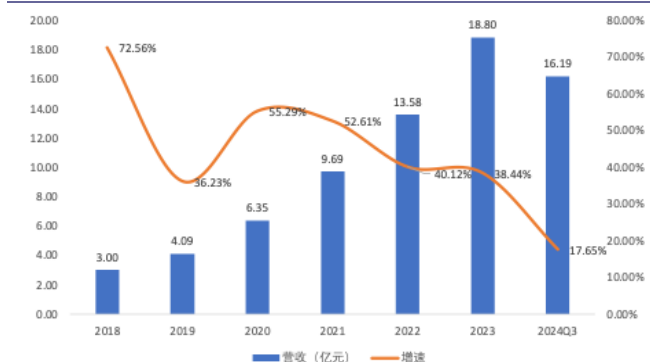


资料来源：公司 2024 年三季度报，太平洋证券整理

(二) 收入实现快速增长，利润增速有所波动

收入实现快速增长，利润增速有所波动。从收入端来看，公司 2018 年营业收入为 3.00 亿元，随后快速增长到 2023 年的 18.80 亿元，2018 年-2023 年 CAGR 为 44.33%，2024 年前三季度营业收入为 16.19 亿元，同比增长 17.65%。从利润端来看，公司 2018 年归母净利润仅为 0.18 亿元，随后快速增长到 2023 年的 1.27 亿元，2018 年-2023 年 CAGR 为 47.24%，2024 年前三季度归母净利润为 1.43 亿元，同比增长 21.31%。

图表3：2018-2024Q3 营业收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

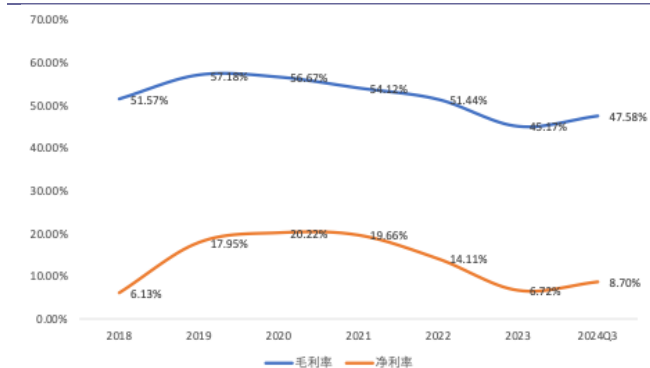
图表4：2018-2024Q3 归母净利润及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

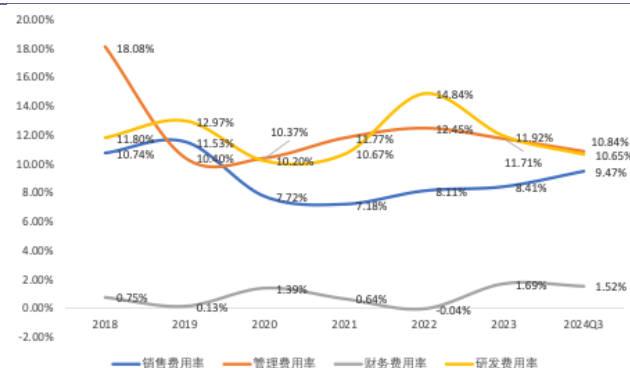
利润率有所波动，费用率管理颇有成效。公司近年来毛利率有所下降，毛利率由 2018 年的 51.57%下降至 2023 年的 45.17%，2024 年前三季度毛利率为 47.58%；净利率由 2018 年的 6.13%增长至 2023 年的 6.72%，2024 年前三季度净利率为 8.70%。公司费用率管理颇有成效，销售、管理费用率分别从 2018 年的 10.74%、18.08%降低到 2023 年的 8.41%、11.71%，2024 年前三季度分别为 9.47%、10.84%；此外，2024 年前三季度财务费用率、研发费用率分别为 1.52%、10.65%。

图表5：2018-2024Q3 利润率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表6：2018-2024Q3 费用率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

二、 前端业务种类全面，收入实现快速增长

前端业务包括分子砌块、工具化合物和生化试剂。公司凭借在药物化学和有机合成领域的技术优势，和多年深耕小分子药物研发行业的经验，形成了集研发、生产及销售为一体的分子砌块、工具化合物和生化试剂供应平台；平台为客户提供数万种结构新颖、功能多样的分子砌块和工具

化合物，同时致力于提供高难度、高附加值分子砌块、工具化合物和生化试剂定制合成等技术服务。

服务范围全面，产品种类丰富。公司前端业务主要在药物发现阶段提供毫克到千克级的产品和服务，具体为：1) 分子砌块：涵盖了新药研发领域所需的喹啉类、氮杂吡啶类、茶满酮类、哌嗪类、吡咯烷类、环丁烷类、螺环类、吡啶类、嘧啶类、吡唑类、核苷单体和非天然氨基酸等化学结构类型产品；2) 工具化合物和生化试剂：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，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。公司产品种类丰富，截至 2024 年上半年已完成超 3.1 万种产品的自主研发、合成，累计储备超 12.6 万种分子砌块、工具化合物和生化试剂，其中分子砌块超 8.5 万种，工具化合物和生化试剂约 4.1 万种，构建了 200 多种集成化化合物库，合成技术在行业内具有较强优势，可为客户提供优质产品及科研服务。

图表7：前端业务介绍

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	使用量从克级到十千克级，单价较低	使用量从毫克级到克级，单价较高
客户群	主要是合成化学和药物化学科研院所和制药公司实验室	主要是生物医学研究领域的高校，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，成本较低	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	8.5 万种	4.1 万种

资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年中报，太平洋证券整理

终端客户类型多样，知名度不断提升。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。目前，公司终端客户类型多样，包括 Pfizer、JNJ、Lilly、MSD、Roche 等跨国医药巨头，及美国国立卫生研究院（NIH）、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 Thermo Fisher、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，成为国内工具化合物领域较具竞争实力的参与者之一。目前，使用公司产品的科研客户在包括 Nature、Science、Cell 等国际知名期刊在内的学术刊物中，累计发表的文章超过 42,000 篇，公

司品牌知名度不断提升，在国内外形成了如“MCE”、“乐研”、“ChemScene”等品牌矩阵。

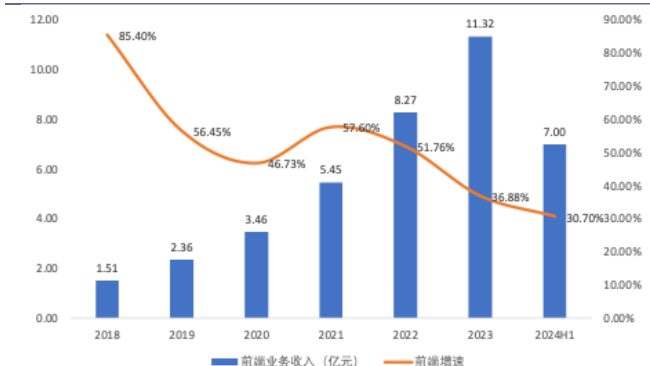
图表8：乐研品牌介绍



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

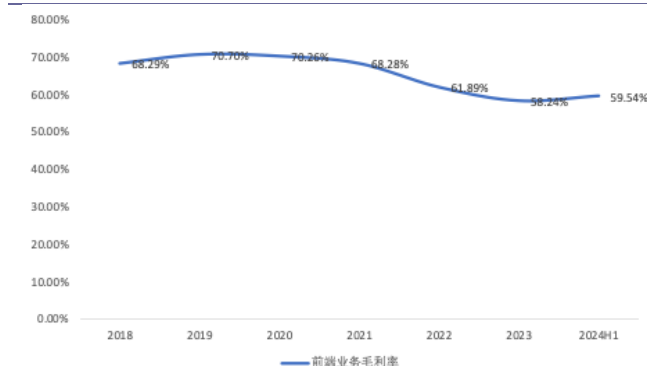
前端业务收入快速增长，毛利率持续保持高位。从收入端来看，公司前端业务收入实现快速增长，2018 年营业收入为 1.51 亿元，随后快速增长到 2023 年的 11.32 亿元，2018 年-2023 年 CAGR 为 49.69%，2024 年上半年收入为 7.00 亿元，同比增长 30.70%，其中，分子砌块业务实现收入 2.08 亿元，同比增长 46.0%，工具化合物和生化试剂业务实现收入为 4.92 亿元，同比增长 25.2%；从毛利率来看，公司前端业务毛利率保持高位，2018 年至 2021 年期间基本维持在 68%左右，此后由于 CXO 板块周期性调整和行业订单价格调整等因素，毛利率有所下降，2022 年至 2023 年期间基本维持在 60%左右，2024 年上半年毛利率为 59.54%。

图表9：2018-2024H1 前端业务收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表10：2018-2024H1 前端业务毛利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

三、 后端业务布局完善，收入实现稳健增长

原料药中间体业务布局完善，服务范围全面。公司后端业务主要聚焦于中间体、原料药和制剂生产业务。1) 原料药和中间体相关业务：公司可提供药品临床前/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，产品涵盖抗肿瘤、抗感染、糖尿病、心脑血管疾病治疗、免疫系统、神经系统、消化等领域。经过多年的技术积累，公司掌握了不对称合成技术、偶联反应技术、催化技术、连续反应技术、晶型筛选技术等多种技术手段，形成了高活性原料药(HPAPI)开发平台、多手性复杂药物技术平台和维生素 D 衍生物药物原料药研发等技术平台。公司利用技术开发平台及技术储备，结合客户生产药品时对原料药和中间体需求，提供创新药或仿制药的工艺研发及小批量制备、工艺优化、放大生产、注册和验证批生产以及商业化生产的 CDMO 业务。同时在药物 IND 和 ANDA 注册申报阶段，为国内外医药公司提供的技术服务包括注册申报所需的原料药工艺研究、质量研究、稳定性研究及申报资料撰写等 CMC 服务。

业务延伸至制剂领域，药源药物主要承担制剂业务。随着客户全产业链服务需求日益增加，公司从小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产进一步向制剂领域拓展，凭借在制剂 CMC 领域的技术优势以及产业化能力，为客户提供制剂的药学研究、注册及生产服务，目前公司的制剂相关业务主要由子公司药源药物进行运营。1) 药学研究：公司拥有完善的研发体系，拥有制剂领域的小分子创新药物合成技术、难溶药物增溶技术、缓释控释技术、口腔/舌下崩解技术和外用半固体制剂技术等核心技术，依托成熟的核心技术、经验丰富的研发团队以及先进的研发设施，能够高效地为客户提供定制化的研发服务，更为精准地满足客户多样性的研发需求。2) 药学申报资料撰写：公司在欧美新药注册领域积累了丰富的经验，掌握了国际药品注册文件的格式标准、监管要求等关键要素，并将欧美新药注册申报服务中的成功经验应用于国内创新药、仿制药注册申

报服务中，基于法规经验为客户的药品注册提供专业的解决方案。3) 制剂生产：公司拥有五个独立的制剂 D 级洁净车间，制剂车间通过了欧盟 QP 质量审计，并顺利通过了国家药监局和江苏省药监局的药品注册和 GMP 二合一动态现场检查，为制剂的规模化生产和中外注册申报提供了保障。

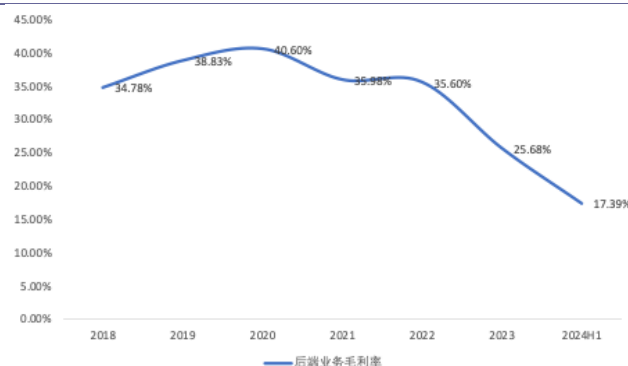
后端业务收入稳健增长，毛利率近年有所波动。从收入端来看，公司后端业务收入实现稳健增长，2018 年营业收入为 1.48 亿元，随后快速增长到 2023 年的 7.36 亿元，2018 年-2023 年 CAGR 为 37.80%，2024 年上半年收入为 3.52 亿元，同比增长 3.37%；从毛利率来看，公司后端业务毛利率持续下降，2018 年至 2021 年期间基本维持在 35%-40% 左右，此后由于行业竞争加剧和订单价格下降等因素，毛利率从 2022 年的 35.60% 下降到 2023 年的 25.68%，2024 年上半年毛利率为 17.39%。

图表11：2018-2024H1 后端业务收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表12：2018-2024H1 后端业务毛利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

四、投资亮点

(一) 市场规模不断扩容，国产替代持续进行

创新是医药核心竞争力，国内外医药研发持续投入。创新是医药行业的核心竞争力之一，研发的持续投入是医药创新的重要驱动力。全球医药市场的研发投入规模从 2017 年的 1651 亿美元增长至 2021 年的 2241 亿美元，CAGR 为 7.9%，预计 2025 年将达到 3068 亿美元，2030 年将达到 4177 亿美元。随着国内药物创新需求的提升、国家政策的扶持以及一级市场投融资等因素，我国医药研发投入总体呈现显著上升趋势，研发投入规模从 2017 年的 143 亿美元增长至 2021 年的 290 亿美元，CAGR 为 19.4%，预计 2025 年达到 476 亿美元，2030 年达到 766 亿美元，期间 CAGR 达到 10% 以上。

图表13：2017-2030E 全球医药研发投入（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

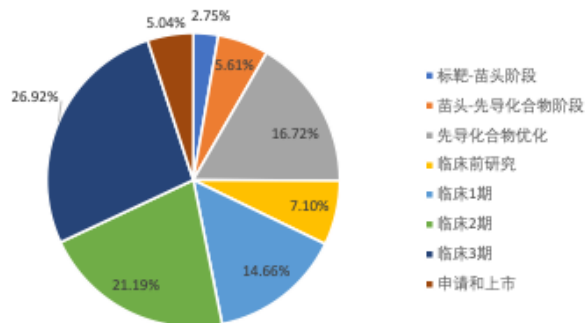
图表14：2017-2030E 中国医药研发投入（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

新药研发过程复杂，分子砌块市场规模不断扩容。以化药为例，一款创新药的研发流程包括药物发现、药学研究、临床前研究、临床研究、药品审批与药品上市等阶段。根据 Nature reviews，靶标-苗头、苗头-先导化合物和先导化合物优化阶段的占比约为 25.08%，该阶段主要进行药物结构探索、构效关系优化，因此对分子砌块、工具化合物等需求较大。根据 Evaluate Pharma，2012 年全球分子砌块的市场规模为 319 亿美元，随后快速增长到 2024 年的 519 亿美元，预计 2026 年将进一步增长到 546 亿美元。

图表15：各阶段创新药研发费用占比



资料来源：Nature Reviews，太平洋证券整理

图表16：2012-2026 全球分子砌块市场规模（亿美元）

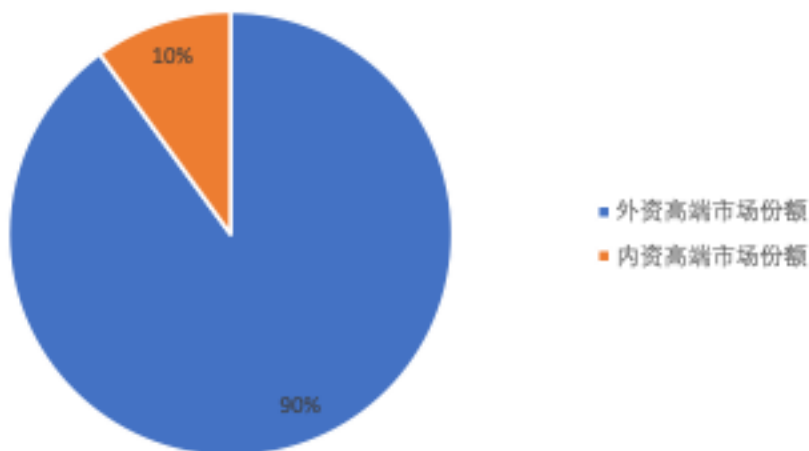


资料来源：Evaluate Pharma，太平洋证券整理

外资占据 90%高端市场份额，内资有望实现国产替代。目前随着全球生物技术的不断发展以及生命科学研究的持续投入，科研试剂的市场规模持续快速增长。但在主流的科研试剂市场，由于品牌效应，外资试剂仍占有很大的市场份额，尤其是高端的科研试剂，超 90%依赖外资品牌。中

国作为发展中国家，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，国产试剂因为供货周期短，研发投入加大以及价格优势，有望逐步实现国产替代。

图表17：科研试剂内外资高端市场份额



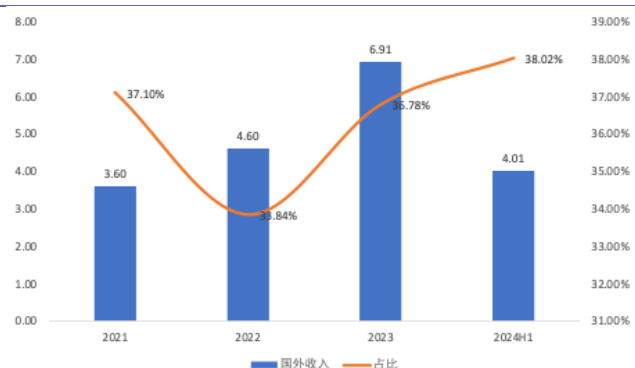
资料来源：公司 2024 年中报，太平洋证券整理

(二) 海外布局持续扩张，利润率逐步提升

加大海外布局力度，完善供应链体系。近年来，公司不断加大海外拓展力度，在完善欧美市场布局的同时，同步向其他国家地区（如：欧洲、日本、韩国、印度等）拓展，现在已形成了海外多商务中心协同国内多前置仓共同助力新区域业务拓展的态势，保证了业务的开拓节奏和响应客户需求的速度；在供应链方面，持续优化供应链系统，提升供应链协作效率，构建订单当日送达或次日送达、重点区域半日送达的配送体系，为客户带来便捷的购物体验，持续提升品牌国际影响力。

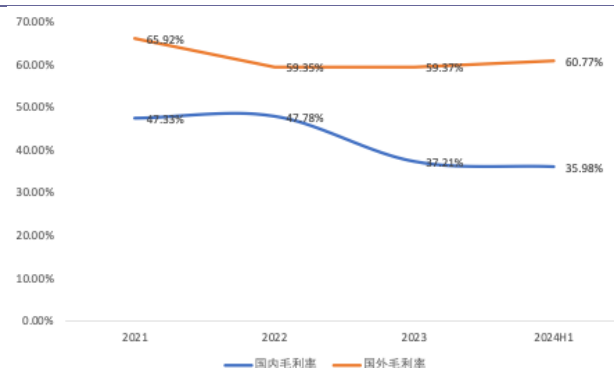
海外收入占比持续提升，结构优化改善盈利能力。近年来，公司不断加大海外市场开拓力度，2022 年国外收入实现 4.60 亿元，占比为 33.84%，随后海外收入占比持续提升，2024 年上半年国外收入实现 4.01 亿元，占比为 38.02%。此外，海外业务毛利率显著高于国内业务，近几年海外业务毛利率基本维持在 60%左右，而国内业务的毛利率有所下滑，从 2021 年的 47.33%不断下滑至 2024 年上半年的 35.98%，未来随着海外收入占比的提升，业务结构不断优化，盈利能力将得到进一步改善。

图表18：2021-2024H1 国外收入及占比（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表19：2021-2024H1 国内外毛利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(三) 不断加速创新转型，后端产能建设持续推进

项目数量储备丰富，不断加速创新转型。目前，公司仿制药项目数共 363 个，其中商业化项目 81 个，持续放量中；创新药累计承接了 769 个项目，主要布局在中国、日本、韩国、美国和欧洲市场，处于临床前及临床 I 期项目居多，目前仍处于培育初期，部分产品已进入临床 II、III 期或者新药上市申报阶段，未来有望成为的新的业绩增长点。

图表20：后端业务部分仿制药/创新药项目

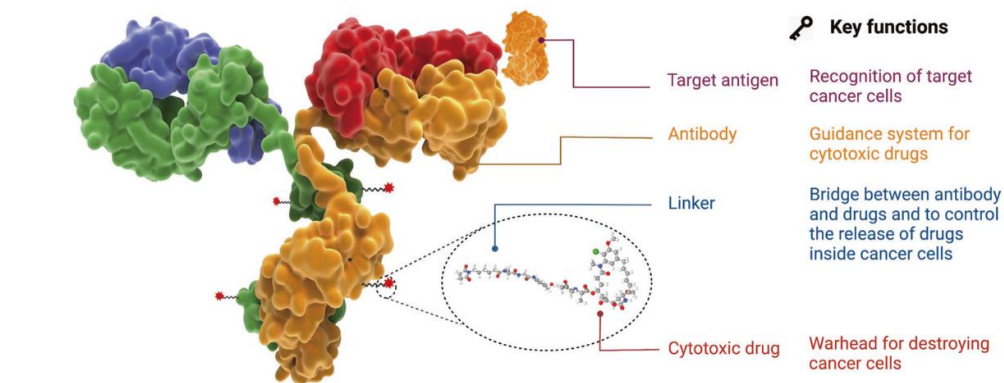
项目名称	对应中间体	对应原料药	创新药/仿制药	名称或阶段
替格瑞洛	替格瑞洛中间体 TGA、替格瑞洛中间体 TGB、替格瑞洛中间体 TGC 等	替格瑞洛	仿制药	替格瑞洛片
巴多昔芬	巴多昔芬中间体 BDA、巴多昔芬中间体 BDB、巴多昔芬原料药	醋酸巴多昔芬	仿制药	醋酸巴多昔芬片
卡泊三醇	卡泊三醇中间体 KBB、卡泊三醇中间体 KBC、卡泊三醇中间体 KBD、卡泊三醇原料药	卡泊三醇	仿制药	卡泊三醇软膏/卡泊三醇搽剂
伐伦克兰	伐伦克兰中间体 FLA、伐伦克兰中间体 FLB、伐伦克兰中间体 FLC	酒石酸伐伦克兰	仿制药	酒石酸伐伦克兰片
帕布昔利布	帕布昔利布中间体 PBA、帕布昔利布 PBB、帕布昔利布 PBC 等	帕布昔利布	仿制药	帕布昔利布胶囊
氟康唑	氟康唑中间体 FKA	氟康唑	仿制药	氟康唑片
阿哌沙班	阿哌沙班中间体 APA、阿哌沙班中间体 APB 等	阿哌沙班	仿制药	阿哌沙班片
伏美替尼	伏美替尼中间体 ND403A	伏美替尼原料药	创新药	甲磺酸伏美替尼片

非苏拉生	非苏拉生中间体 ND548A	盐酸非苏拉生原料药	创新药	盐酸非苏拉生片
替戈拉生	替戈拉生中间体 ND471A、替戈拉生中间体 ND471B、ND471 替戈拉生原料药	替戈拉生原料药	创新药	替戈拉生片
ND582	新药 582 项目中间体 A、新药 582 项目中间体 B、新药 582 项目原料药	-	创新药	临床实验
ND885	新药 ND885 原料药	-	创新药	临床实验
ND1319	新药 ND1319 原料药	-	创新药	临床实验
ND620	新药 ND620 原料药	-	创新药	临床实验

资料来源：公司 2024 年中报，太平洋证券整理

ADC 药物具备疗效优势，2026 年市场规模有望超 164 亿美元。抗体药物偶联物（Antibody Drug Conjugate, ADC）是一类通过连接子（Linker）将细胞毒性药物（Cytotoxic Payload）连接到单抗（Antibody）的靶向药物，可高效靶向转运至目标肿瘤细胞中，发挥抗肿瘤作用。ADC 药物兼具单抗药物的高靶向性以及细胞毒素在肿瘤组织中高活性的双重优点，可高效杀伤肿瘤细胞，较化疗药物副作用更低，较传统抗体类肿瘤药物具有更好的疗效，且 ADC 药物具备与其他疗法联合的协同作用并可用于治疗单抗药物疗效不佳的大量潜在患者，拥有良好的市场前景。根据 Nature 预测，全球已上市 ADC 药物的市场规模到 2026 年预计将超过 164 亿美元。

图表21：ADC 药物结构



资料来源：Nature Reviews，太平洋证券整理

前瞻布局 ADC 领域，提供一体化服务。公司前瞻布局 ADC 领域，是国内较早从事 ADC 及高活性药物生产的 CDMO 公司之一，深耕 ADC 小分子领域 10 余年，主要提供 ADC 药物小分子化学部分的 CMC&CDMO 服务，以及 ADC 偶联定制服务，拥有 80+库存载荷和 400+库存连接子，积累了 1000+

连接子合成经验，可为创新 ADC 药物的研发和生产提供一体化服务。

图表22：ADC Payload-Linkers CDMO 一体化服务



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

项目经验丰富，赋能我国首个 ADC 新药上市。公司在 ADC 业务领域构建了丰富多样的 Payload-Linker 成品库，具有较强的专业能力和丰富的项目研发经验，并全程助力我国首个获批上市的 ADC 一类抗癌新药（荣昌生物的维迪西妥单抗）的研发、申报和生产。目前，公司已经积累了超过 500 种 ADC 相关小分子的合成经验，协助客户完成了多个 Payload-Linker 的 CMC 服务和临床注册申报。

图表23：维迪西妥单抗

通用名：维迪西妥单抗 商品名：爱地希® 研究代号：RC48

维迪西妥单抗是由荣昌生物研发的中国首个原创抗体偶联（ADC）药物，是我国首个获得美国 FDA、中国药监局突破性疗法双重认定的 ADC 药物。其胃癌、尿路上皮癌适应症分别于2021年6月、2021年12月获中国药监局批准上市销售，并分别于2022年1月、2023年1月进入国家医保目录；2024年10月，单药治疗二线HER2阳性乳腺癌伴肝转移适应症的上市申请获CDE受理，并被纳入优先审评审批程序。2021年8月，国际知名生物制药公司西雅图基因以高达26亿美元的首付款和里程碑付款，从高个数到百分之十五以上的梯度销售提成获得了维迪西妥单抗的全球（亚太区除外）独家许可协议，交易额一度刷新中国制药企业单品海外授权的最高纪录。



资料来源：荣昌生物官网，太平洋证券整理

产能建设持续推进，加速客户新药研发进展。公司新产能建设持续推进，江苏启东制剂 GMP 生产基地有序运营，山东菏泽产业化基地、安徽马鞍山产业化基地及重庆抗体偶联药物 CDMO 基地

项目建设有序推进，“起始物料-中间体-原料药-制剂”一体化综合服务平台日趋完善，为后续产能释放积势蓄能。其中，安徽马鞍山产业化基地，是公司自主筹建的首个产业化基地，占地面积约 131 亩，一期计划建设 3 个生产车间，由难仿药与 CDMO 业务共享，是皓元医药持续完善商业化全产业链布局，打造研、产一体化服务平台的重要战略。截至 2024 上半年末，安徽马鞍山产业化基地项目一期工程中已有 2 个生产车间投入运行，尚有 1 个车间的建设仍在有序进行中。此外，为满足客户日益增长的多肽药物需求，公司基于丰富的多肽研发、生产和质量分析经验，在马鞍山组建多肽药物生产平台，并逐步构建多肽药物 API 从筛选到生产整个供应链能力，包括从初期多肽药物筛选、工艺开发、CMC 服务、原料药生产一直到新药注册等，致力于为客户提供多肽药物一站式服务，缩短开发时间，避免技术转移风险。

图表24：公司现有产能梳理

类型	基地	产能介绍
原料药&中间体生产	安徽马鞍山产业化基地 (GMP)	安徽马鞍山产业化基地总占地面积约 131.79 亩。一期项目计划建设 3 个 GMP 生产车间，现拥有约 120 台反应釜，总体积约 320,000L。
	安徽马鞍山研发中心	ADC/高活公斤级 GMP 生产车间占地面积 4,400 平方米；高活车间反应釜总体积 4,000L。
	山东菏泽产业化基地	总占地面积约 105,400 平方米；反应釜数量 47 台，总体积约 116,000L。
制剂生产	药源江苏启东制剂 GMP 生产基地	总设施面积为 13,000 平方米，拥有 7 个独立的 D 级洁净车间；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 4,000 万支；1 个固体分散体生产线，可满足各种储存条件（包括 2-8℃）的 GMP 仓库；可服务剂型有片剂、硬胶囊、颗粒、散剂、乳膏剂、软膏剂和凝胶剂及靶向抗肿瘤制剂专线，目前已通过欧盟 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。
	重庆抗体偶联药物 CDMO 基地	建筑面积约 56,000 平方米；应有抗体蛋白原液 200L、500L、2000L 生产线，预留若干 2000L 产线拓展；制剂灌装*1 条，冻干制剂 2 条；偶联 200L 产线 1 条。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

高度重视管理体系建设，保持高水准质量体系。在推进项目建设的同时，公司高度重视各产业化基地管理体系建设，以提高全方位服务水平，在安徽马鞍山产业化基地陆续建立了全面、完善的 cGMP 体系，以期更好地满足 CDMO 业务的要求；除此之外，安徽马鞍山产业化基地、山东菏泽产业化基地均取得 ISO“三体系”（ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、ISO45001 职业健康安全管理体系）认证证书，为进一步规范生产运行、开展经营活动、拓展国际市场等提供

了坚实保障。报告期内，各产业化基地通过客户审计 27 场，第三方审计 2 场，官方审计 1 场，获得客户及药监部门的高度认可。

(四) 坚持创新研发驱动，不断加速产品升级

坚持创新研发驱动，不断加速产品升级。近年来，公司坚持创新驱动，不断加强研发实力，先后成立安徽合肥研发中心、山东烟台研发中心、南京晶型研发中心，研发中心各有侧重点，从而提升公司在生命科学试剂板块的自主研发能力。此外，公司不断加强关键技术开发力度、优化产品结构、丰富产品管线，战略性地推进 XDC、PROTAC、多肽、小核酸药物、诊断试剂原料、细胞治疗领域等各类新分子和新工具的服务能力提升，目前已经形成了高通量筛选技术、流体化学技术、光催化技术等多项关键技术。

图表25：公司核心技术

技术平台	技术原理及能力
高通量筛选	高通量反应条件筛选技术具有原料用量少、实验效率高、探索通量大的优势。可平行筛选多个反应参数，仅需极少量的物料，即可解决在实际研发及放大生产中一些较复杂的化学问题。为协助客户缩短项目周期，提高研发效率，皓元建立了高通量筛选平台，除了可以提供 mg 级的反应条件筛选，还可提供 g 级规模的验证，平均每月可筛选超过 2000+ 的反应数。
流体化学	流体化学（Flow chemistry）也称为连续流动化学（Continuous flow chemistry），是指在连续流动状态下，通过调节反应的关键参数（温度、压力、pH、波长、停留时间等），连续地实现化学反应转化、萃取、结晶等过程。常见类型有平推流（PFR）、连续搅拌釜式（CSTR）、固定床（Pack-bed）、微反应器（Micro-reactor）等。流体化学具有快速实现混合、高效的传质传热、带压操作、精确的进料比、快速实现较稳定放大及反应安全性高等优势，已经广泛地应用在大规模生产中。皓元流体化学平台可以提供从毫克级到百公斤级的生产能力。
生物催化	酶因其高效，专一，廉价等特性，被日益增多的药物生产企业选择应用于大规模生产中。皓元生物催化技术平台赋能化学反应，可为您提供一站式服务，包括：酶筛选、发酵以及工艺开发及商业化生产。生产规模可从百克级到百公斤级。
超临界流体色谱&液相色谱制备生产	皓元医药可提供 GMP 体系下的原料药和中间体的分离、纯化和生产提供一站式制备色谱分离服务。分离纯化团队具备深厚的专业积累，有着丰富的实战经验，且善于攻坚克难，可满足毫克级到公斤级的拆分及纯化工作。服务样品类型涉及手性药物、小核酸、多肽、PROTAC、ADC 类型及聚合物等系列样品的制备分离纯化。
固态化学研究	药物固态化学研究平台致力于 CMC 业务中的晶型研究服务。包括新药申报前的晶型/盐型筛选服务，生产阶段的结晶工艺开发与优化服务以及商业化生产放大服务。目前已成功为多家公司提供晶型/盐型筛选技术支持，突破新药研发过程中的挑战，加速完成新药研发申报。同时公司多平台联动，为原料药生产提供结晶工艺开发及优化技术支持，已为多个药物提升质量，降低成本提供了关键技术支持。此外，该平台与国内知名制剂公司密切合作，部分品种已经完成从原料药合成工艺开发到商业化的一站式服务。

光化学反应	光化学反应是指物质在可见光或紫外线的照射下而发生的化学反应。相比与传统的热化学反应，光化学大都可室温或低温下发生，以节能，绿色经济为目标的化学合成方法。传统工艺釜式光反应器难以实现光催化反应实现放大生产。皓元光催化连续流平台，采用光催化连续流反应器，可提供光化学反应项目的工艺路线开发与优化，实现毫克级到克级的工艺开发。同时可提供光化学反应产品的批量放大生产，实现公斤级到百公斤级的生产。
喷雾干燥	皓元拥有从克级 API 的小试研究至公斤级临床样品、数十公斤商业化规模生产的喷雾干燥设备设施，使得制剂研发科学家能够在化合物筛选和药物开发早期将喷雾干燥分散体（SDD）包括在内，以支持临床试验和商业化生产。
热熔挤出	热熔挤出的机理是在分子水平上将 API 分散在聚合物基质中，形成无定形固体分散体，进而提高生物利用度。热熔挤出技术优势在于能够通过无溶剂引入和下游加工将挤出物制成最终制剂（片剂、胶囊、控释剂型等），并能进行连续生产，在制药工业中的应用越来越广泛。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

五、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

截至 2025 年 2 月 10 日，公司的收盘价为 41.25 元，我们预计 2024 年-2026 年公司营业收入分别为 22.42/27.08/33.20 亿元，同比增长 19.27%/20.77%/22.61%；归母净利润为 1.99/2.52/3.09 亿元，同比增长 55.88%/26.68%/22.84%，EPS 分别为 0.94/1.19/1.47 元/股，市盈率分别为 44/35/28 倍，关键假设如下：

1) 收入假设：公司主要分为前端、后端和其他业务，我们预计前端业务 2024-2026 年的营业收入分别为 13.89/17.21/21.52 亿元，分别同比增长 22.71%/23.87%/25.04%，考虑到公司未来加大海外分子砌块业务拓展等因素，我们预计 2024-2026 年的毛利率分别为 63.48%/61.80%/60.24%；我们预计后端业务 2024-2026 年的营业收入分别为 8.39/9.70/11.48 亿元，同比增长 13.96%/15.64%/18.33%，毛利率分别为 18.18%/19.67%/20.82%；我们预计其他业务 2024-2026 年的营业收入分别为 0.14/0.17/0.20 亿元，同比增长 20.00%/20.00%/20.00%，毛利率分别为 10.00%/20.00%/20.00%；

2) 费用率假设：研发费用方面，考虑到公司不断加大对分子砌块、工具化合和生化试剂的研发投入，我们预计 2024-2026 年研发费用率分别为 12.00%/12.50%/13.00%；销售费用方面，考虑到公司加大前端业务海外市场开拓力度和后端业务 BD 力度，我们预计 2024-2026 年分别为 9.00%/9.50%/10.00%；管理费用方面，我们预计 2024-2026 年管理费用率分别为 12.00%/11.50%/11.00%；所得税方面，我们预计 2024-2026 年不考虑新的税收减免政策，所得税率为 10.00%。

图表26：收入拆分及盈利预测

皓元医药（亿元）	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1.74	3.00	4.09	6.35	9.69	13.58	18.80	22.42	27.08	33.20
yoy		72.56%	36.23%	55.29%	52.61%	40.12%	38.44%	19.27%	20.77%	22.61%
营业成本	0.83	1.45	1.75	2.75	4.45	6.59	10.31	12.07	14.50	17.81
毛利	0.91	1.55	2.34	3.60	5.25	6.99	8.49	10.36	12.58	15.39
毛利率	52.11%	51.57%	57.18%	56.67%	54.12%	51.44%	45.17%	46.19%	46.45%	46.36%
前端业务	0.81	1.51	2.36	3.46	5.45	8.27	11.32	13.89	17.21	21.52
yoy		85.40%	56.45%	46.73%	57.60%	51.76%	36.88%	22.71%	23.87%	25.04%
成本	0.26	0.48	0.69	1.03	1.73	3.15	4.73	5.07	6.57	8.56
毛利	0.55	1.03	1.67	2.43	3.72	5.12	6.59	8.82	10.64	12.96
毛利率	67.71%	68.29%	70.70%	70.26%	68.28%	61.89%	58.24%	63.48%	61.80%	60.24%
业务收入比例	46.70%	50.18%	57.63%	54.45%	56.23%	60.90%	60.22%	61.96%	63.55%	64.81%
分子砌块						2.46	3.07	3.99	5.23	6.91
yoy						78.43%	25.10%	30.00%	31.00%	32.00%
毛利率					41.98%	40.39%	28.78%	25.00%	27.00%	29.00%
工具化合物和生化试剂						5.82	8.25	9.90	11.98	14.61
yoy						42.75%	41.90%	20.00%	21.00%	22.00%
毛利率					78.92%	73.92%	73.68%	79.00%	77.00%	75.00%
后端业务	0.93	1.48	1.67	2.85	4.17	5.21	7.36	8.39	9.70	11.48
yoy		59.84%	12.86%	70.43%	46.33%	24.97%	41.25%	13.96%	15.64%	18.33%
成本	0.57	0.97	1.02	1.69	2.67	3.36	5.47	6.86	7.79	9.09
毛利	0.36	0.52	0.65	1.16	1.50	1.86	1.89	1.53	1.91	2.39
毛利率	38.44%	34.78%	38.83%	40.60%	35.98%	35.60%	25.68%	18.18%	19.67%	20.82%
业务收入比例	53.29%	49.36%	40.90%	44.88%	43.03%	38.38%	39.16%	37.42%	35.83%	34.58%
仿制药						2.09	2.55	2.86	3.23	3.72
yoy							22.10%	12.00%	13.00%	15.00%
毛利率					32.00%	30.43%	16.74%	5.00%	8.00%	10.00%
创新药						3.12	4.81	5.53	6.47	7.76
yoy						57.94%	54.10%	15.00%	17.00%	20.00%
毛利率					40.13%	38.85%	28.43%	25.00%	25.50%	26.00%
其他业务	0.00	0.01	0.06	0.04	0.07	0.10	0.12	0.14	0.17	0.20
yoy			344.12%	-29.80%	68.87%	36.45%	19.65%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	0.00	0.01	0.04	0.03	0.05	0.09	0.11	0.13	0.13	0.16
毛利	0.00	0.00	0.02	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.03	0.04
毛利率		27.93%	38.00%	29.01%	32.80%	13.03%	6.33%	10.00%	20.00%	20.00%
业务收入比例		0.45%	1.48%	0.67%	0.74%	0.72%	0.62%	0.63%	0.62%	0.61%

资料来源：太平洋证券整理

（二）投资建议

公司前端业务主要为分子砌块、工具化合物和生化试剂，后端业务主要为 RSM、API、CDMO 等，可比上市公司包括药石科技、毕得医药、阿拉丁、泰坦科技等。考虑到公司的业务稀缺性和成长性，我们参考可比公司的平均市盈率，给予公司 2025 年预测归母净利润 43 倍 PE，对应目标市值 108.36 亿元，目标价 51.17 元/股，给予“买入”评级。

图表27：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值（亿元）	净利润（亿元）				PE		
				2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300725.SZ	药石科技	38.62	77	1.97	2.00	2.39	2.93	38	32	26
688073.SH	毕得医药	54.35	49	1.10	1.18	1.48	1.87	42	33	26
688179.SH	阿拉丁	15.53	43	0.86	1.13	1.39	1.70	43	35	29
688133.SH	泰坦科技	20.36	33	0.73	0.19	0.67	1.49	262	73	33
平均		32.22	50.50	1.16	1.12	1.48	2.00	96	43	29
688131.SH	皓元医药	41.25	87	1.27	1.99	2.52	2.83	44	35	31

资料来源：iFind，太平洋证券整理

注：股价为 2025 年 2 月 10 日收盘价，除皓元医药来自太平洋证券研究院预测外，其他数据均来自 iFind

六、风险提示

- 1) 核心技术人才流失风险。** CXO 作为人才密集型行业，前端及后端业务对核心技术人才的依赖程度较高，存在一定核心技术人才流失的风险。
- 2) 新签订单不及预期风险。** 公司后端业务的新签订单作为后端业务的前瞻指标，而近年来 CDMO 行业整体竞争加剧，存在一定新签订单不及预期的风险。
- 3) 汇率波动风险。** 受到中美关税等因素影响，人民币汇率出现较大波动，公司若不能做好外汇的套期保值，将对业绩带来一定影响，因此存在一定汇率波动风险。
- 4) 存货减值风险。** 公司前端业务的产品种类及备库数量增加较快，导致存货增长较多，公司根据会计政策计提减值，因此存在一定存货减值风险。
- 5) 研发进度不及预期风险。** 公司分子砌块、工具化合物、生化试剂等业务需要把握市场热点，不断研发新品，而新品的研发有不确定性，因此存在一定研发进度不及预期的风险。

资产负债表 (百万)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	460	484	731	823	885
应收和预付款项	353	470	578	691	842
存货	911	1,145	1,123	1,310	1,581
其他流动资产	99	89	78	95	116
流动资产合计	1,823	2,188	2,510	2,918	3,424
长期股权投资	68	64	63	62	61
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	623	875	823	767	707
在建工程	247	152	132	112	92
无形资产开发支出	101	119	120	121	122
长期待摊费用	129	127	128	129	130
其他非流动资产	2,430	2,857	3,256	3,679	4,198
资产总计	3,598	4,192	4,521	4,870	5,309
短期借款	229	555	545	535	525
应付和预收款项	310	293	276	332	408
长期借款	171	229	289	299	309
其他负债	556	588	676	730	801
负债合计	1,266	1,666	1,787	1,896	2,043
股本	107	150	211	211	211
资本公积	1,634	1,689	1,629	1,629	1,629
留存收益	574	663	858	1,099	1,395
归母公司股东权益	2,320	2,509	2,719	2,960	3,256
少数股东权益	12	17	15	13	10
股东权益合计	2,332	2,526	2,735	2,973	3,266
负债和股东权益	3,598	4,192	4,521	4,870	5,309

现金流量表 (百万)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	-240	-64	236	188	161
投资性现金流	-713	-329	-78	-62	-63
融资性现金流	360	409	85	-34	-36
现金增加额	-578	20	248	92	62

利润表 (百万)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,358	1,880	2,242	2,708	3,320
营业成本	659	1,031	1,207	1,450	1,781
营业税金及附加	5	8	9	11	13
销售费用	110	158	202	257	332
管理费用	169	220	269	311	365
财务费用	-1	32	19	18	17
资产减值损失	-43	-84	-58	-58	-58
投资收益	16	-5	-4	-5	-7
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	197	128	218	277	340
其他非经营损益	2	0	0	0	0
利润总额	199	128	219	277	340
所得税	7	2	22	28	34
净利润	192	126	197	249	306
少数股东损益	-2	-1	-2	-2	-3
归母股东净利润	194	127	199	252	309

预测指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	51.44%	45.17%	46.19%	46.45%	46.36%
销售净利率	14.26%	6.78%	8.86%	9.29%	9.31%
销售收入增长率	40.12%	38.44%	19.27%	20.77%	22.61%
EBIT 增长率	-16.41%	-7.91%	43.00%	23.78%	21.16%
净利润增长率	1.39%	-34.18%	55.88%	26.68%	22.84%
ROE	8.35%	5.08%	7.31%	8.50%	9.49%
ROA	6.40%	3.24%	4.51%	5.31%	6.01%
ROIC	5.86%	4.59%	5.53%	6.45%	7.29%
EPS (X)	1.33	0.85	0.94	1.19	1.47
PE (X)	81.49	61.25	43.80	34.58	28.15
PB (X)	4.98	3.12	3.20	2.94	2.67
PS (X)	8.50	4.16	3.88	3.21	2.62
EV/EBITDA (X)	43.53	25.91	26.73	22.35	18.97

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。