中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　医疗服务

海外收入加速增长，利润率持续改善

皓元医药(688131.SH)

核心观点

公司2024年实现营业收入22.7亿元，同比增长20.8%。实现归母净利润2.02亿元，同比增长58.2%，符合公司预期。受益于前端业务海外快速增长，公司毛利率持续改善，全年已恢复至48%，带动公司净利率持续改善。目前公司前端分子砌块及工具化合物产品数量持续扩大，积极开拓海外市场，预计有望保持快速增长；后端CDMO在手订单保持较快增速，服务创新药项目数逐年增长，ADC产线满负荷运行，重庆基地大分子产能顺利投入使用。与此同时，公司内部降本增效持续进行，管理费用率有所下降，运行效率持续提升，有望推动公司盈利能力持续改善。

事件

公司发布2024年年报

2024年公司实现营业收入22.7亿元，同比增长20.75%。实现归母净利润2.02亿元，同比增长58.2%，扣非归母净利润1.79亿元，同比增长62.5%。24Q4公司实现营收6.51亿元，同比增长23.2%。实现归母净利润0.58亿元，同比增长527%，实现扣非归母净利润0.49亿元，同比增长1498%。

简评

营收保持快速增长，全年利润率改善明显

2024年全年公司实现营业收入22.7亿元，同比增长20.75%。实现归母净利润2.02亿元，同比增长58.2%，扣非归母净利润

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,880.05	2,270.18	2,771.56	3,375.84	4,067.88
YoY(%)	38.44	20.75	22.09	21.80	20.50
净利润(百万元)	127.45	201.59	250.33	365.79	505.52
YoY(%)	-34.18	58.17	24.18	46.12	38.20
毛利率(%)	45.17	47.97	48.71	50.09	50.90
净利率(%)	6.78	8.88	9.03	10.84	12.43
ROE(%)	5.08	7.00	8.13	10.85	13.39
EPS(摊薄/元)	0.60	0.96	1.19	1.73	2.40
P/E(倍)	72.52	45.85	36.92	25.27	18.28
P/B(倍)	3.68	3.34	3.12	2.84	2.52

资料来源：iFinD，中信建投证券

维持　　买入

贺菊颖
hejuying@csc.com.cn
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ591

袁清慧
yuanqinghui@csc.com.cn
SAC 编号:S1440520030001
SFC 编号:BPW879

王云鹏
wangyunpeng@csc.com.cn
SAC 编号:S1440524070020

发布日期：2025年04月06日

当前股价：43.81元

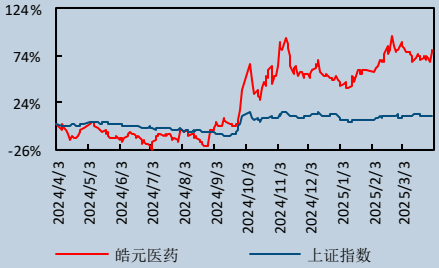
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1个月	3个月	12个月
0.83/-0.05	22.72/22.77	21.66/12.80

12月最高/最低价（元）	47.39/18.02
总股本（万股）	21,095.98
流通A股（万股）	20,618.08
总市值（亿元）	92.42
流通市值（亿元）	90.33
近3月日均成交量（万）	287.03
主要股东	
上海安戌信息科技有限公司	32.28%

股价表现



相关研究报告

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

1.79 亿元，同比增长 62.5%。公司前端业务分子砌块、工具化合物和生化试剂受益于海外市场快速放量，收入占比提高至 66%，同时带动公司毛利率回升至 48%，净利率回升至 8.7%；后端业务原料药和中间体、制剂营业收入同比微增。24Q4 公司实现营收 6.51 亿元，同比增长 23.2%。实现归母净利润 0.58 亿元，同比增长 527%，实现扣非归母净利润 0.49 亿元，同比增长 1498%。

前端业务海外增长迅速，后端业务价格短期承压

24 年公司前端业务得益于海外市场前期的准备，始终保持快速增长，实现收入 15.0 亿元，同比增长 32%，其中工具化合物和生化试剂 10.8 亿元，同比增长 32%，占前端收入比例 72%，分子砌块实现营收 4.2 亿元，同比增长 36%，占前端收入比例 28%。截至年末，前端已完成超 3.5 万种产品的自主研发合成，累计储备超 13.9 万种生命科学试剂，其中分子砌块超 9.2 万种，工具化合物超 2.8 万种，构建了 210 多种集成化合物库。公司进一步加速布局生化试剂，24 年完成超 1600 个蛋白设计、小试、表达、纯化、鉴定和质控，截至年末，已有重组蛋白、抗体等各类生化试剂约 1.9 万种。公司在分子砌块领域深耕多年，随着海外渠道的逐渐完善，全球竞争力有望进一步提升。工具化合物优势明显，产品不断丰富，带动公司在较大营收体量下同样维持较快增长。公司全球布局持续推进，在欧洲、美国、印度等多地的仓储中心全面提速运营，已经形成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。

24 年后端 CDMO 实现收入 7.55 亿元，同比基本持平，其中创新药领域收入 4.87 亿元，后端收入比例达 65%。截至 24 年末，公司在手订单同比增长 18.5%，仿制药项目数共 403 个，其中商业化项目 83 个；创新药累计承接了 892 个，其中多数处于临床前研究到临床 I 期。创新药业务中 ADC 板块持续火热，全年服务项目数超过 110 个，活跃客户数超过 990 家。目前 5 条 ADC 高活产线均已顺利投产，重庆抗体偶联药 CDMO 基地 25 年 3 月正式投入使用，具备 1 条抗体原液产线、1 条 ADC 原液/偶联产线以及 2 条制剂罐装线，公司已搭建完成“一站式”ADC CDMO 服务平台，持续增强在 ADC CDMO 领域竞争力。

25 年展望：前端海外保持快速增长，后端 ADC 有望成为新增长点

公司国内市场布局完善，国际化战略持续推进，坚持创新驱动及质量管理并重。前端分子砌块及工具化合物业务国内竞争趋于稳定，海外随着布局完成收入保持高速增长，得益于公司产品出色的前瞻性和独特性，25 年这一趋势有望继续维持。后端 CDMO 业务自有产能逐步落地，产能利用率持续提升，公司一体化优势有望进一步体现。此前公司在 ADC Payload-linker 领域竞争力出色，随着重庆大分子 CDMO 基地建成投用，ADC 前端优势有望转化成 ADC“一体化”订单，成为公司下一增长引擎。同时公司持续优化内部资源配置，进一步加强公司人才梯队建设，强化预算管理，提高研发和管理效率，利润率有望进一步提高。

财务分析：利润率年内企稳回升，内控管理成效显现

费用方面，公司 2024 年销售、管理、研发及财务费用率为 9.25%、10.35%、10.00%以及 1.52%，同比变化+0.84pp、-1.36pp、-1.92pp、-0.18pp。近年来销售费用率逐年上升，预计与公司积极扩展市场，加强海外营销推广有关；管理费用率同比下降，预计与公司持续降本增效，加强内控，运营效率持续提高有关；研发费用率有所降低，研发费用增速放缓；财务费用率基本保持稳定。2024 年公司毛利率 47.97%，同比提高 2.8 个百分点，净利率 8.72%，同比提高 2 个百分点，经历了 24Q1 低点后，全年利润率迎来显著回升。预计随着公司前端生命科学试剂业务海外持续放量和后端产能逐步释放，利润率有望持续恢复。

盈利预测与投资评级

公司作为从“分子砌块和工具化合物”到“原料药+中间体”的前后端一体化布局企业，在国内外具备独特优势，有望通过“一体化”布局带来长期稳定发展。近年来公司在工具化合物积累的成功经验、管理模式及市场策略成功复制到分子砌块业务，分子砌块业务增长势头明显，基于此我们对公司盈利预测做出一定调整。我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 27.7 亿、33.8 亿以及 40.7 亿元，增速分别为 22%、22%以及 21%，归母净利润分别为 2.5 亿、3.7 亿以及 5.1 亿元，增速分别为 24%、46%以及 38%，对应 PE 估值为 37X、25X 以及 18X，

维持“买入”评级。

风险提示：研发不及预期风险：公司是研发驱动型企业，致力于打造“分子砌块和工具化合物+特色原料药和中间体+制剂”的一体化研发生产平台。随着公司在各领域布局逐渐深入，客户需求越发多样，研发难度相应增加，对公司研发能力要求进一步提高。公司分子砌块和工具化合物、原料药及中间体产品种类多，附加值较高，存在一定行业壁垒。且公司往往会进行前瞻性布局，提前进行研发投入，存在研发可能不及预期风险。**销售不及预期风险**：公司通过自主研发与客户定制方式，积极拓展产品品类，分子砌块和工具化合物数量迅速增加，但存在由于市场推广等问题导致产品销售不及预期的风险。**市场竞争加剧风险**：公司坚持全球化战略，国际市场始终由几家大型国际企业主导，同时国内企业发展迅速，公司可能面临市场竞争加剧风险；**人才流失风险**；**行业政策变化风险**。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk