

皓元医药（688131）

稀缺的一站式 ADC CDMO 服务企业

买入（首次）

2025 年 08 月 20 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘若彤

执业证书：S0600525040006

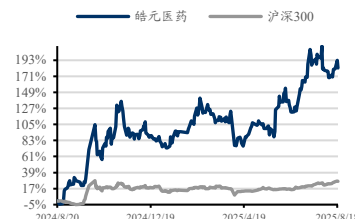
liurt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,880	2,270	2,806	3,364	4,037
同比（%）	38.44	20.75	23.59	19.88	20.03
归母净利润（百万元）	127.45	201.59	255.16	335.63	444.54
同比（%）	(34.18)	58.17	26.57	31.54	32.45
EPS-最新摊薄（元/股）	0.60	0.95	1.20	1.58	2.10
P/E（现价&最新摊薄）	91.96	58.14	45.93	34.92	26.37

投资要点

- **ADC 药物市场推动相关 CDMO 需求强劲。**抗体偶联药物（ADC）及抗体药物市场爆发式增长，根据弗若斯特沙利文统计，2025 年全球 ADC 药物市场规模约 172 亿美元，预计 2023-2032 年 CAGR 达 30.6%；我国 ADC 增速高于海外，预计 2023-2032 年 CAGR 将达 54.3%。且 ADC 生产外包率显著高于其他生物药（70% vs 34%），拥有产能及服务经验的 ADC CDMO 企业具备良好的机遇和前景。
- **后端业务：稀缺的 ADC/抗体一站式 CRDMO 服务能力，产能释放贡献业绩弹性：**公司①**先行深耕 ADC 领域**，是国内最早布局 ADC 载体-连接器（Payload-Linker）技术平台的企业之一，参与我国首个获批 ADC 抗癌新药（荣昌生物维迪西妥单抗）的研发、申报与生产，奠定先发优势；②**一体式服务平台**，重庆皓元投产，公司实现从抗体原液、高活性载荷、生物偶联到无菌制剂灌装的一站式服务；③**项目经验足**，截至 2024 年底，公司已服务过 ADC 药品商业化生产，累计承接超 280 个 XDC 分子的偶联定制服务，完成美国 FDA sec-DMF 备案数 12 个，完成 100 余项 ADC 成药检测工作，活跃 XDC 客户数达 990 多家。④**拥有 5 条 ADC GMP 级别高活产线**，包括偶联生产线及 ADC 专用制剂灌装线，同时与韩国 ADC 企业达成战略合作，优化 ADC 偶联技术和工艺开发。⑤**AI 算法加快产品管线建立**，自 2021 年起与英矽智能、德睿智药建立战略合作，助力新药产品设及新合成方法开发。2024 年，公司后端业务营收 7.55 亿元（yoy+2.49%），2020-2024 年 CAGR 为 27.56%，我们预测 2025-2027 年 CAGR 约 20%，伴随后续重庆皓元产能逐步稳定、马鞍山生产基地新车间投入运营，提高产能利用率及生产效率，承接广泛 XDC 药物需求，有望带来更高业绩弹性。
- **前端业务：工具化合物+分子砌块双轮驱动，横向拓展生化试剂贡献稳健盈利：**伴随新药研发投入稳定增长，分子砌块、工具化合物和生化试剂市场空间广阔。根据弗若斯特沙利文，2024 年全球化学试剂市场规模约 612 亿美元，生物试剂约 246 亿美元，生物试剂的市场规模增速更快。一方面，该领域国外厂商覆盖面较广，Sigma-Aldrich、Combi-Blocks 等海外龙头全球市场占有率分别达 10%以上；国内参与者规模体量较小，全球市占率不足 1%，可替代空间较大。另一方面，公司从化学试剂拓展至生物试剂，市场空间上限扩容。截至 2024 年底，公司产品 SKU 达 23.1 万种，知名度与影响力不断提升，累积发表的文章超过 49,000 篇，持续研发投入保持领先地位。2024 年公司前端业务 14.99 亿元（yoy+32.42%），2020-2024 年 CAGR 为 44.29%，我们预测 2025-2027 年 CAGR 将维持较高的 20-30%增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营收为 28.06/33.64/40.37 亿元（yoy+24%/20%/20%），归母净利润为 2.55/3.36/4.45 亿元（yoy+27%/32%/32%）。摊薄 PE 为 46/35/26 倍。考虑公司前端增速较快，且后端 CDMO 业务发展潜力较大，盈利弹性较强，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新品研发及销售推广不确定性风险，国内外市场竞争加剧风险，存货跌价风险，宏观环境风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.26
一年最低/最高价	18.53/62.29
市净率(倍)	4.11
流通 A 股市值(百万元)	11,720.57
总市值(百万元)	11,720.57

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.44
资产负债率(%，LF)	47.96
总股本(百万股)	212.10
流通 A 股(百万股)	212.10

内容目录

1. 前后端一体化服务，ADC 大小分子一站式 CDMO	5
2. 前端：生科试剂保持高增速，贡献稳健盈利	9
2.1. 化学试剂国产替代和生物试剂加速研发，市场空间天花板较高	9
2.2. SKU 品类满足多样化需求，研发驱动保障产品壁垒	11
2.3. 品牌优势+渠道管理+仓储前置，落实收入快增长	12
3. 后端：具备 ADC/抗体一站式服务能力，产能释放把握增量需求	13
3.1. ADC 药物爆发式增长推动相关 CDMO 需求强劲	13
3.2. 皓元打造全球稀缺的一体化 ADC CDMO 平台	14
3.3. 特色中间体+原料药+制剂共筑后端 CDMO 优质赛道	17
3.4. AI 药物发现叠加丰富化合物资源库，加速药化合成研发	19
4. 盈利预测	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 投资评级	21
5. 风险提示	21

图表目录

图 1:	皓元医药发展历程.....	5
图 2:	皓元医药股权架构图（截至 25Q1）.....	6
图 3:	2020-2025Q1 营业收入及同比增速.....	7
图 4:	2020-2025Q1 归母净利润及同比增速.....	7
图 5:	皓元医药主营业务收入构成（百万元）.....	7
图 6:	皓元医药主营业务收入构成百分比.....	7
图 7:	2020-2025Q1 毛利率与净利率.....	8
图 8:	2020-2025Q1 各项费用率.....	8
图 9:	2020-2024 年皓元医药海外销售收入.....	8
图 10:	2020-2024 年皓元医药国内海外收入占比.....	8
图 11:	皓元医药海内外收入及毛利率.....	9
图 12:	皓元医药经直销占比.....	9
图 13:	全球医药研发开支规模.....	9
图 14:	全球药物分子砌块市场规模及增速.....	9
图 15:	全球化学和生物试剂市场规模（亿美元）.....	11
图 16:	中国生物科研试剂分类.....	11
图 17:	皓元医药分子砌块和工具化合物 SKU（万种）.....	12
图 18:	皓元医药生科试剂产品累积发表文章数.....	12
图 19:	皓元医药研发支出（亿元）.....	12
图 20:	截至 2024 年报皓元医药人员学历（个，%）.....	12
图 21:	“产业化、全球化、品牌化”发展战略.....	13
图 22:	全球 ADC 药物市场规模（十亿美元）.....	13
图 23:	全球双抗药物市场规模（十亿美元）.....	13
图 24:	全球 ADC 和生物药的生产外包率（2022 年）.....	15
图 25:	全球和中国 ADC CDMO 市场规模（亿美元）.....	15
图 26:	皓元医药具备 ADC/抗体全产业链一体化 CDMO 平台.....	15
图 27:	2020-2025Q1 ADC 项目数量.....	16
图 28:	2020-2024 年 ADC 活跃客户数量.....	16
图 29:	ADC 偶联技术及检测平台.....	16
图 30:	截至 2024 年报 ADC 研发产能布局.....	16
图 31:	后端收入（百万元）及增速.....	17
图 32:	后端项目数量（个）.....	17
图 33:	皓元医药创新药 CDMO 项目分布（个）.....	18
图 34:	全球 AI 制药市场规模（亿美元）及增速.....	19
图 35:	中国 AI 药物研发行业市场规模预测（亿元）.....	19
图 36:	传统和 AI 赋能的药物发现效率.....	20
图 37:	皓元技术服务平台.....	20
表 1:	分子砌块和工具化合物介绍.....	10
表 2:	国内分子砌块及工具化合物竞争格局（2023 市场规模数据）.....	10
表 3:	各公司仓储布局.....	13

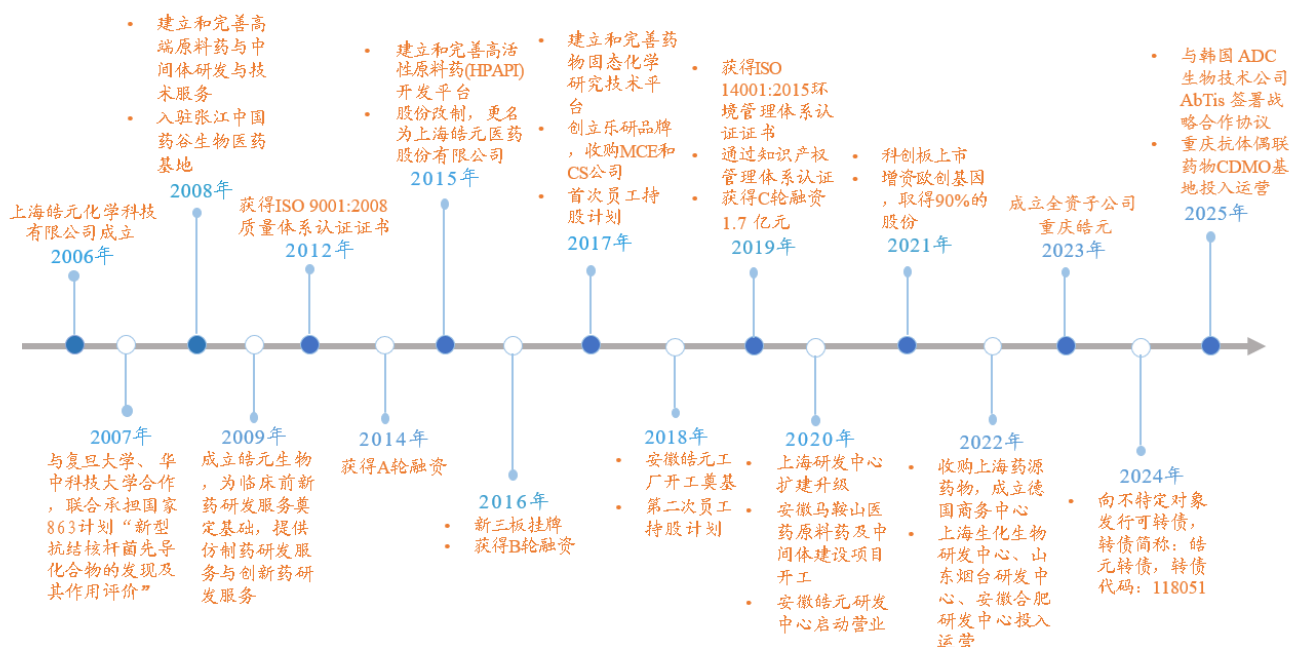
表 4: 我国主要 ADC CDMO 产能	14
表 5: 皓元医药后端及 ADC 主要产能（截至 25Q1）	16
表 6: 公司主要中间体和原料药产品与下游终端药品项目进展.....	18
表 7: 收入拆分（百万元）及预测.....	20
表 8: 可比公司估值表.....	21

1. 前后端一体化服务，ADC 大小分子一站式 CDMO

上海皓元医药股份有限公司成立于 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及新分子类型药物的 CRO&CDMO 服务的公司。公司致力于在药物分子砌块、工具化合物、中间体、原料药和制剂的研究、开发和生产领域，打造药物研发及生产“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。公司已逐步发展成为国内具有代表性、标志性的前后端 CRO/CDMO/CMC 一体化企业，截至 2024 年，已为来自全球范围内超 13000 家合作伙伴提供服务。主要业务可以拆分为两大块：

- **前端业务：**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。
- **后端业务：**主要聚焦于特色仿制药原料药及其相关中间体和创新药 CDMO，现今已经具备 XDC Payload-Linker CMC 一体化服务能力，在 PROTAC、多肽和小核酸药物等新兴领域亦有布局，实现“药物研发—中间体—原料药—制剂”一体化战略，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1：皓元医药发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为稳定。根据 2024 年报，公司实际控制人为两位创始人，郑保富先生和高强先生，各自持有协荣国际 50% 的股权，协荣国际通过安成信息持有皓元医药 25.82%

的股权，公司股权结构相对集中。皓元医药主要拥有 10 家控股子公司，其中，重庆皓元主要负责抗体偶联 CDMO，安徽皓元负责 ADC payload linker 及其他创新药或仿制药 CDMO，药物药源具备 cGMP 级别的原料药和制剂的生产制备能力，菏泽皓元主要负责原料药及中间体的生产。

股权激励提振员工积极性。2025 年 3 月公布 2025 年股票激励计划，拟授予 168 名激励对象 240 万股限制性股票，授予价格为 21.62 元/股，激励对象包括核心技术人员、中层管理人员及部分外籍员工。目标以 2024 年营业收入或净利润（剔除股份支付后）为基数，2025/2026 年增长率不低于 15%/25%，即 2025/2026 年营收 26.1/28.4 亿元，净利润 2.32/2.52 亿元；若在 2025Q3 报告后授予则考核 2026/2027 年增长率不低于 25%/40%，即 2026/2027 年营收 28.4/31.8 亿元，净利润 2.52/2.82 亿元。本次激励旨在优化股权结构，增强员工积极性。

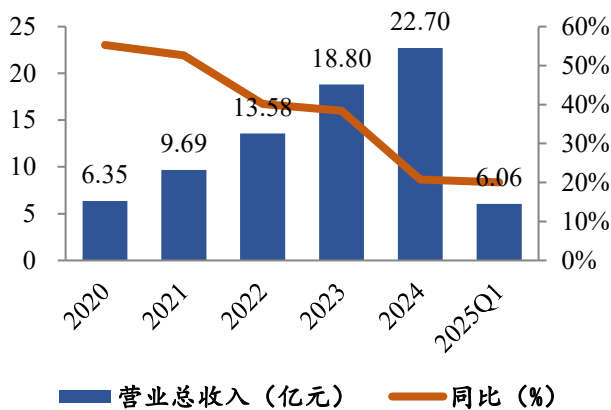
图2：皓元医药股权架构图（截至 25Q1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

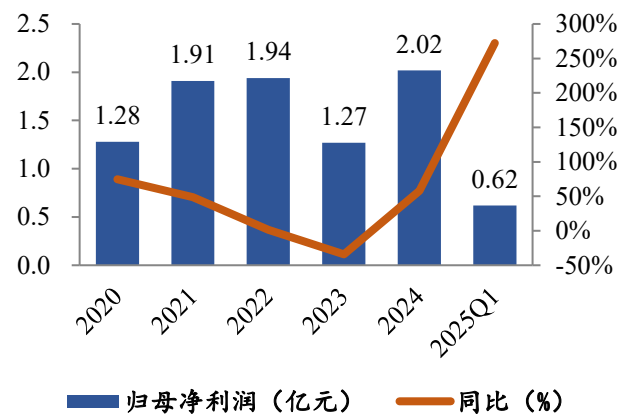
公司收入近 7 年营收和归母净利润 CAGR 高达约 45%。2024 年公司实现营业收入 22.70 亿元 (+20.75%，括号内为同比增长，下同)，归母净利润 2.02 亿元 (+58.17%)，扣非归母净利润 1.79 亿元 (+62.50%)。25Q1 公司实现营收 6.06 亿元 (+20.05%)，归母净利润 0.62 亿元 (+272.28%)。2017-2024 年营收 CAGR 为 44.33%；归母净利润 CAGR 为 44.98%。

图3: 2020-2025Q1 营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

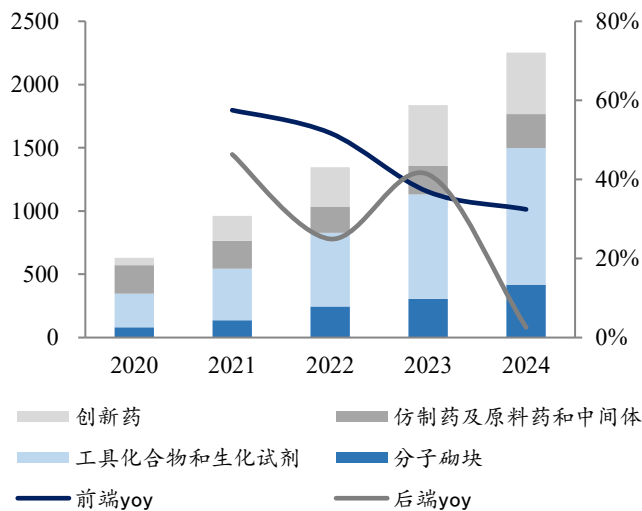
图4: 2020-2025Q1 归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

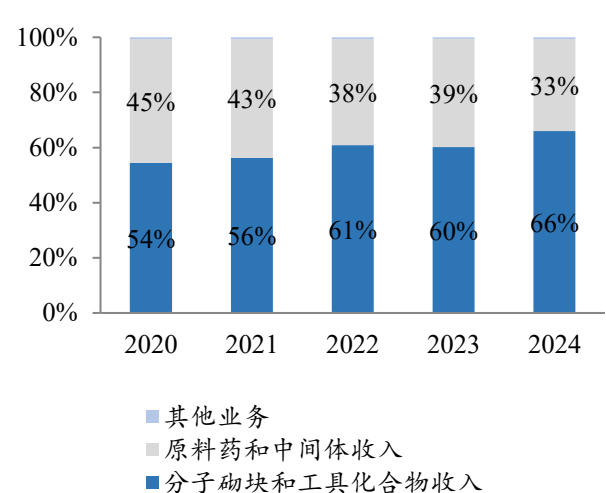
公司工具化合物和生化试剂业务处于优势地位,持续贡献高增长,分子砌块业务体量较小,近年增长迅速;后端业务增长稳健,其中创新药业务推动长期增长。2024年,公司前端业务营收14.99亿元(+32.42%,括号内为同比增长,下同),占营收比66.03%,2020-2024年CAGR为44.29%;其中分子砌块营收4.17亿元(+35.69%),4年CAGR为50.63%,工具化合物和生化试剂营收10.82亿元(+31.19%),4年CAGR为42.16%。后端业务营收7.55亿元(+2.49%),占营收比33.24%,2020-2024年CAGR为27.56%;其中仿制药及原料药和中间体营收2.67亿元(+4.54%),4年CAGR为4.37%,创新药CDMO营收4.87亿元(+1.28%),4年CAGR为68.79%。

图5: 皓元医药主营业务收入构成 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 皓元医药主营业务收入构成百分比

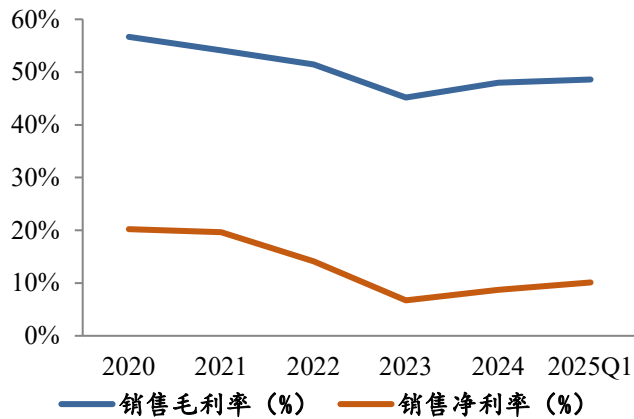


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

24Q1-25Q1 毛利率净利率逐季度环比提升,经营情况持续向好,未来仍有提升空间。24Q1-25Q1 单季度收入分别为 5.05/5.51/5.64/6.51/6.06 亿元,归母净利润 0.17/0.54/0.73/0.58/0.62 亿元,环比趋势持续增长。公司 2024 年毛利率 48.0%(+2.79pct),归母净利率 8.88%(+2.10pct); 2025Q1 毛利率 48.58%(+7.78pct),归母净利率 10.29%

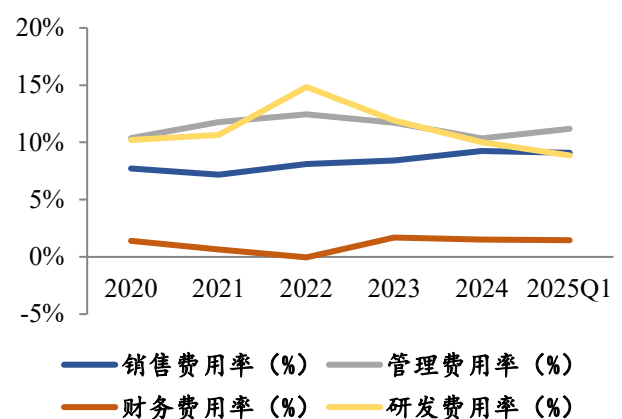
(+6.97pct)。2025Q1 销售费用率 9.1% (+0.43pct)，主要用于国际市场全球化拓张，以及新品推广；管理费用率 11.2% (-0.17pct)，研发费用率 8.9% (-1.76pct)，降本增效有所体现；财务费用率 1.5%，主要系为满足业务扩张和日常经营的短期借款增加。

图7：2020-2025Q1 毛利率与净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

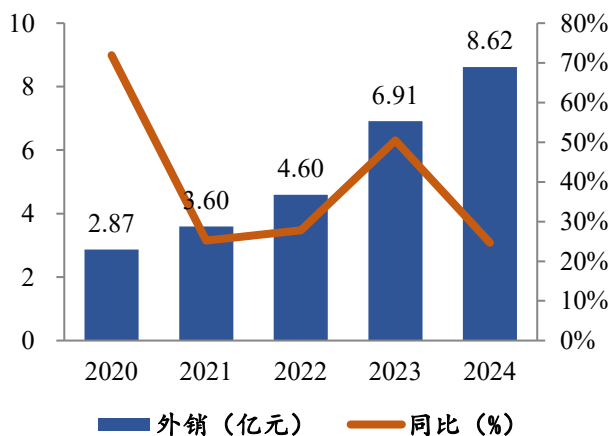
图8：2020-2025Q1 各项费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

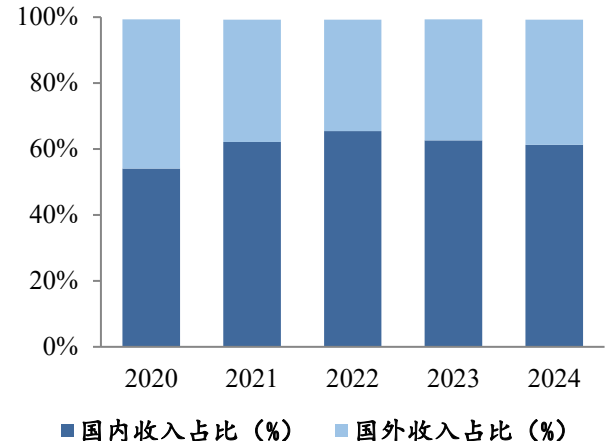
公司坚持国际化发展战略，深度拓展海外市场。公司 2024 年海外收入达到 8.62 亿元 (+24.7%)，收入占比达 37.97%，2020-2024 年持续增长，CAGR 为 31.62%。海外增收更增利，毛利率持续提升，2024 年海外毛利率 63.1%。公司始终坚持全球化发展战略，建立覆盖全球的网络销售平台，在美国、欧洲、日本、韩国、印度、东南亚等国家和地区组建了本土商务团队，我们判断 25 年海外将依旧保持较高增长。

图9：2020-2024 年皓元医药海外销售收入



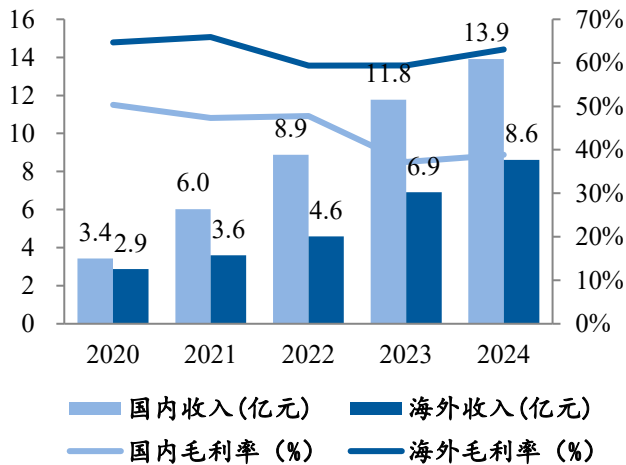
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2020-2024 年皓元医药国内海外收入占比



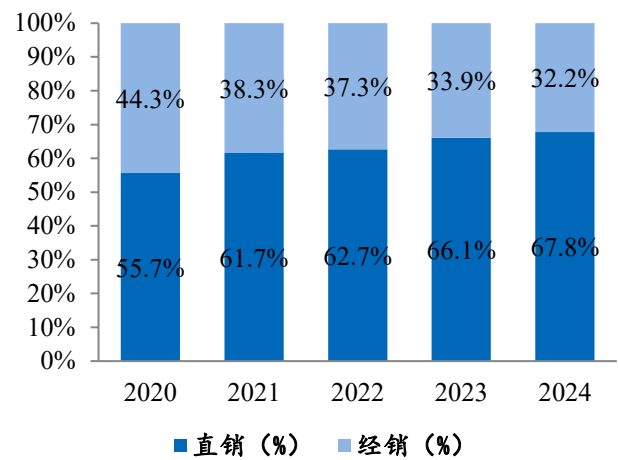
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 皓元医药海内外收入及毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 皓元医药经直销占比



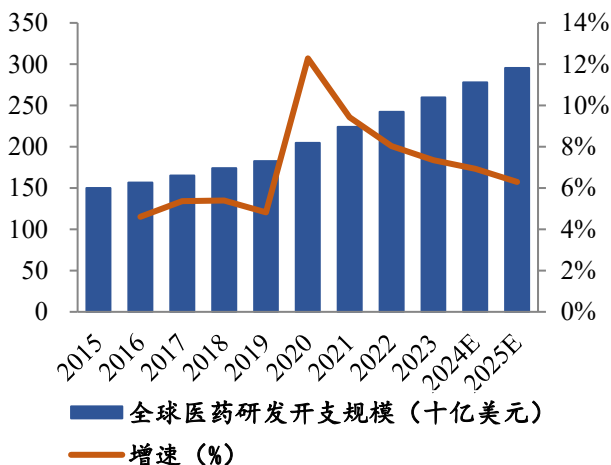
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 前端: 生科试剂保持高增速, 贡献稳健盈利

2.1. 化学试剂国产替代和生物试剂加速研发, 市场空间天花板较高

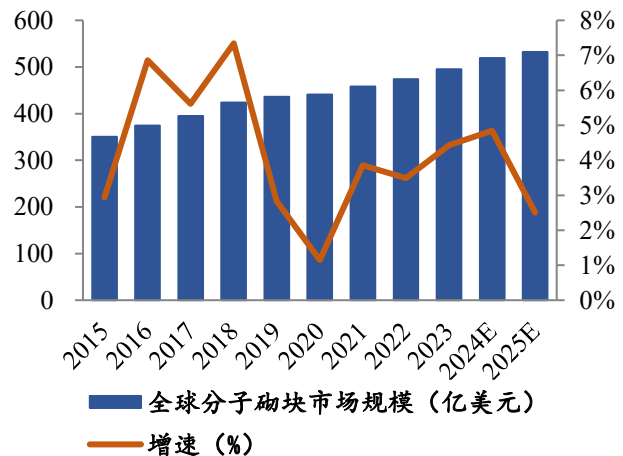
伴随新药研发投入稳定增长, 分子砌块、工具化合物和生化试剂市场空间广阔。分子砌块是指用于设计和构建药物活性物质的小分子化合物, 工具化合物是指具有生物活性和生理作用及潜在成药性的小分子化合物, 蛋白和抗体等生化试剂是生物药和诊断试剂等领域研发和生产过程中重要的工具和原料, 在新药研发流程中均具有重要作用。根据弗若斯特沙利文统计, 全球医药研发支出在 2020 年首次突破 2048 亿美元, 2016-2020 年 CAGR 为 6.9%; 预计未来全球医药研发支出将继续保持稳健扩张, 到 2025 年将达到 2954 亿美元。据 Nature Reviews 估计, 全球医药研发支出中有 30% 用于药物分子砌块的购买和外包, 预计 2026 年全球分子砌块市场规模将达到 546 亿美元, 2022-2025 年 CAGR 为 4%。

图13: 全球医药研发开支规模



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

图14: 全球药物分子砌块市场规模及增速



数据来源: Evaluate Pharma, 东吴证券研究所

表1：分子砌块和工具化合物介绍

项目	分子砌块	工具化合物
分类	高端化学试剂	生命科学试剂
具体产品	分子砌块涵盖了新药研发领域所需的喹啉类、氮杂吡啶类、茚满酮类、哌嗪类、吡咯烷类、环丁烷类、螺环类、吡啶类、嘧啶类、吡唑类、核苷单体等化学结构类型产品	工具化合物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
用途	用于有机合成反应。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，分子量小于300Da	工具化合物主要作为疾病机理机制研究过程疾病模型中的化学探针，是具有生物活性的小分子有机化合物，由多种分子砌块合成得到；广泛应用于从分子水平到细胞、动物水平的生命科学和医药研发实验
SKU (2024)	约9.2万	工具化合物和生化试剂约4.7万
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	使用量从毫克级到克级单价较高，主要是合成化学、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	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
品牌	乐研（国内为主）、ChemScene（海外为主）	MCE

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1) 国外厂商覆盖面较广；国内参与者规模体量较小，可替代空间较大。发达国家在药物分子砌块及工具化合物领域起步较早，拥有成熟的产业体系和较高的品牌知名度。根据 2022 年报告，Sigma-Aldrich（与默克集团合并后产品种类数量方面处于行业领先地位）、Combi-Blocks（分子砌块齐全并以硼酸类为优势产品）和 Enamine（全球最大的独立药物分子砌块供应商）等龙头企业全球市场占有率分别达 10%以上，Fluorochem 和 Asta Tech 等公司为第二梯队的市场占有率分别为 1%-10%。中国及部分新兴国家，在分子砌块和工具化合物研发生产领域起步较晚，与国际巨头相比，其整体规模、产品种类丰富度仍存在差距，国内企业市占率不足 1%。凭借技术、成本和快速响应优势，我国企业在外包和外购市场展现出强劲的增长潜力，未来发展潜力较大。

表2：国内分子砌块及工具化合物竞争格局（2023 市场规模数据）

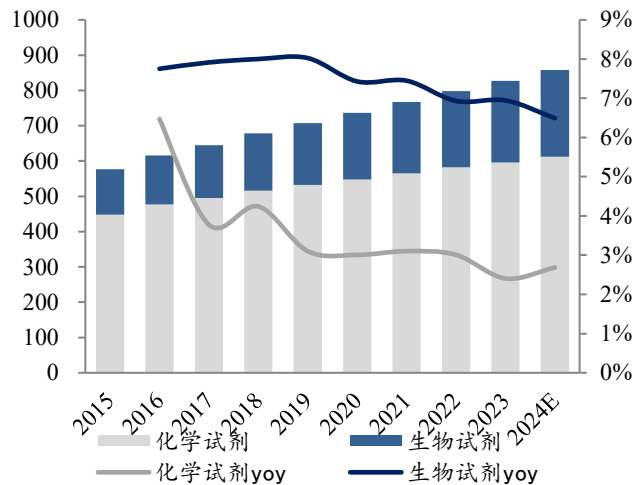
企业	全球市场规模	2024 年收入	市场份额
皓元医药		14.99 亿元（分子砌块及工具化合物）	0.43%
泰坦科技	3465 亿元	11.44 亿元（自主科研试剂）	0.33%
毕得医药	（2023 年全球分子砌块市场规模	9.36 亿元（分子砌块及工具化合物）	0.27%
药石科技	预估，美元汇率	7.71 亿元（分子砌块）	0.22%
阿拉丁	约为 7）	5.12 亿元（科研试剂）	0.15%
Sigma-Aldrich		749 亿元（Merck 生命科学事业部销售额 89.16 亿欧元，汇率 8.405）	21.6%

数据来源：各公司年报，东吴证券研究所整理

2) 公司从化学试剂拓展生物试剂，市场空间上限扩容。根据 2021 年昊帆生物和诺唯赞招股说明书，预测 2024 年全球化学试剂市场规模 612 亿美元，生物试剂 246 亿美元，生物试剂的市场规模增速更快，且尚未包含近两年单双抗等生物药快速爆发，带来

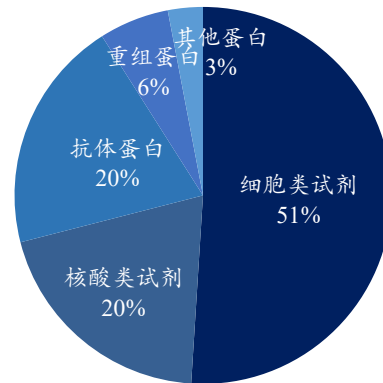
的生物试剂行业规模增量。皓元医药的工具化合物业务已有较为成功的经验积累、管理模式及市场策略，近年来将该模式复制至分子砌块业务，分子砌块为公司过去几年业绩增长的第二引擎。2024 年，公司进一步加速了生化试剂等研发管线开发，2024 年内完成超 1,600 个蛋白设计开发，启动新重组蛋白研发项目 1,500 余个，截至 2024 年末，公司已有重组蛋白、抗体等各类生化试剂约 1.9 万种，打开广阔生物试剂市场空间。

图15: 全球化学和生物试剂市场规模 (亿美元)



数据来源：昊帆生物和诺唯赞招股说明书，东吴证券研究所

图16: 中国生物科研试剂分类



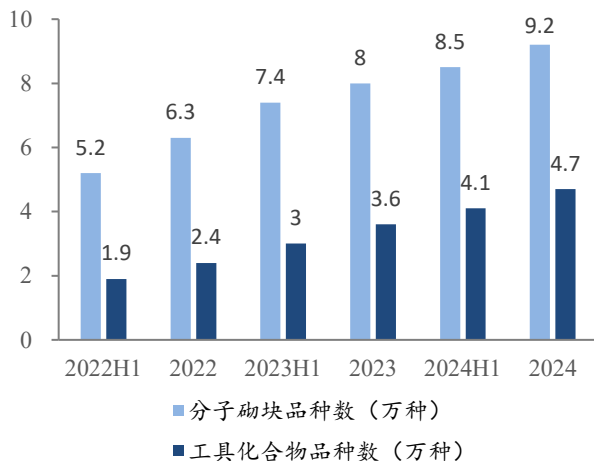
数据来源：百普赛斯招股说明书，东吴证券研究所

2.2. SKU 品类满足多样化需求，研发驱动保障产品壁垒

公司坚持创新驱动，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。

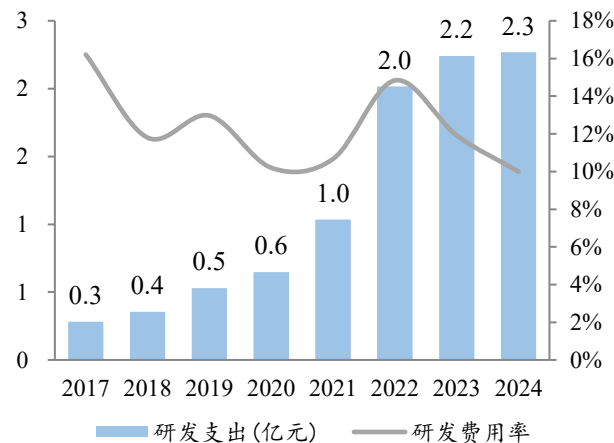
1) SKU 达 23.1 万种。截至 2024 年底，公司累计储备超 13.9 万种生命科学试剂，其中工具化合物和生化试剂超 4.7 万种，构建了 210 多种集成化化合物库，另有分子砌块约 9.2 万种，为各类客户提供了品类丰富的高质量研究工具。**2) 知名度与影响力提升。**使用公司生命科学试剂产品的科研客户在包括 Nature、Science、Cell 等国际知名期刊在内的学术刊物中，累积发表的文章超过 49,000 篇。**3) 持续研发投入领先优势。**公司 2024 年研发投入投入 2.27 亿元，费用率控制较好的情况下，研发支出绝对值持续增长；拥有技术人员 1977 人，占总员工人数的 55.28%，且硕士及以上学历人员超 650 人，占总员工人数 18%，培养及优化人才队伍，巩固技术及品牌先发优势护城河。

图17: 皓元医药分子砌块和工具化合物 SKU (万种)



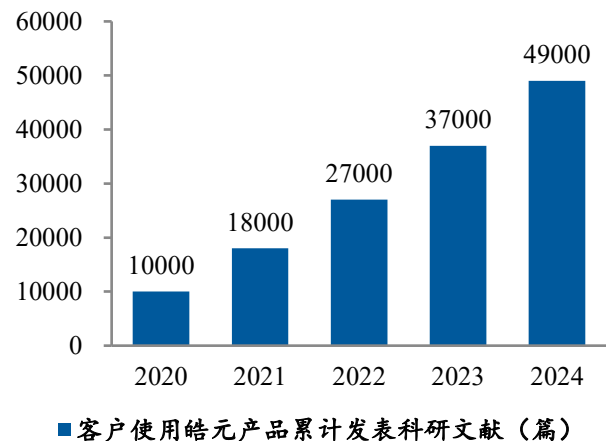
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 皓元医药研发支出 (亿元)



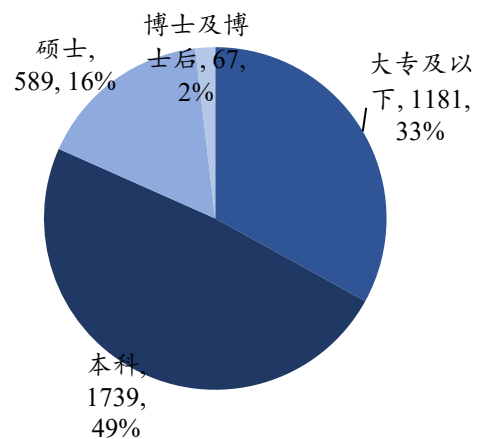
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 皓元医药生科试剂产品累积发表文章数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 截至 2024 年报皓元医药人员学历 (个, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 品牌优势+渠道管理+仓储前置, 落实收入快增长

在销售方面, 1) 公司注重品牌细化, 在国内外形成了“MCE”“乐研”“ChemScene”品牌矩阵, 通过多渠道进行客户拓展和品牌建设, 提升产品差异化, 建立细分市场竞争优势。2) 线上线下同步宣传, 线上包括主题邮件、社交媒体、搜索引擎等推广, 线下积极参加行业展会、学术会议并配以销售实地拜访、组织专题讲座等, 挖掘新客户, 维护老客户关系。3) 直销经销相结合, 2024 年公司经销收入 7.26 亿元 (+14.60%), 经销毛利率 55.11% (+4.74pct), 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, 更好地服务多样的终端客户, 包括跨国医药巨头、科研院所及高等院校等。

1) 高效的全球供应链管理, 公司的产品和服务已覆盖至 70 多个国家和地区, 在美国和中国大部分区域能够实现当天下单次日送达的高效交付。2) 海内外仓储前置建设完善, 建立了覆盖深圳、成都、武汉等国内枢纽城市的现代化仓储中心, 在美国、欧洲、

印度等地新建仓储中心也已筹建完毕。3)本地化商务团队协同,在美国、欧洲、日本、韩国、印度、东南亚等国家或地区组建了商务团队,深度拓展海外市场。

表3: 各公司仓储布局

公司	国内仓储布局	海外布局
皓元医药	上海、马鞍山、天津、武汉、深圳、成都前置仓	美国、欧洲、印度设有前置仓，另在日本、韩国、东南亚设有商务中心
毕得医药	上海、深圳、武汉、天津、成都前置仓	美国、德国、印度等区域中心设有前置仓与子公司
阿拉丁	华北、西南、华南、华中四大仓库，以及廊坊、重庆、江门、咸宁等	美国洛杉矶以及爱尔兰建设仓库，欧洲成立子公司并参股德国经销商
泰坦科技	上海、廊坊、武汉、成都、广州五大区域中心仓，20余座城市前置服务仓	收购英格兰化学试剂商 Apollo

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图21: “产业化、全球化、品牌化”发展战略



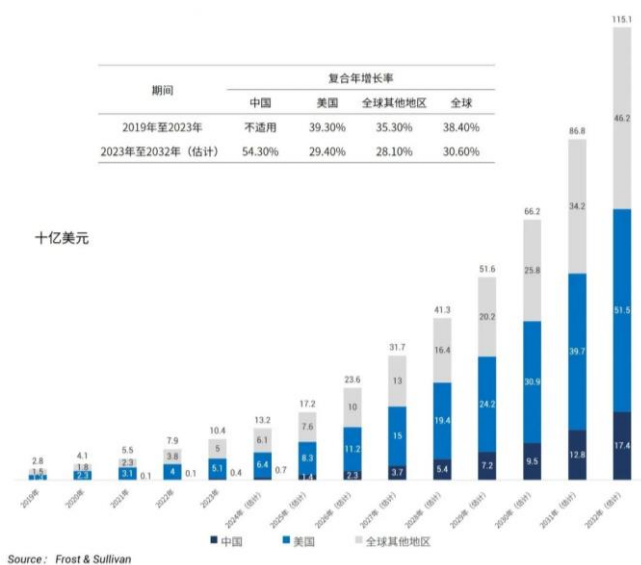
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 后端：具备 ADC/抗体一站式服务能力，产能释放把握增量需求

3.1. ADC 药物爆发式增长推动相关 CDMO 需求强劲

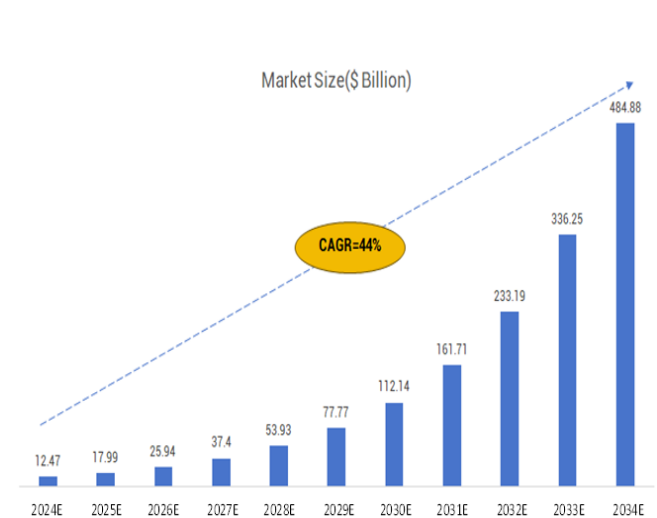
抗体偶联药物（ADC）及抗体药物市场爆发式增长，相应 CDMO 发展空间巨大。根据弗若斯特沙利文统计，2025 年全球 ADC 药物市场规模约 172 亿美元，预计 2023-2032 年 CAGR 达 30.6%，其中中国尽管起步较晚，但发展速度惊人，我国 ADC 增速高于海外，预计 2023-2032 年 CAGR 将达 54.3%。根据 Precedence Research，2024 年全球双抗药物市场规模已突破 124 亿美元，未来十年 CAGR 达 44.2%。

图22: 全球 ADC 药物市场规模 (十亿美元)



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图23: 全球双抗药物市场规模 (十亿美元)



数据来源: Precedence Research, 东吴证券研究所

3.2. 皓元打造全球稀缺的一体化 ADC CDMO 平台

ADC CRDMO 具备研发生产高壁垒，格局相对集中，ADC 先发优势的龙头企业强者恒强。ADC 药物生产制备工艺复杂，凸显出规模经济和专业知识和生产优化的重要性，催生企业生产研发的外包需求。根据弗若斯特沙利文，ADC 生产外包率显著高于其他生物药（70% vs 34%），因此 ADC 药物市场的快速增长能直接推动 ADC CDMO 企业产能的积极扩建。然而，经过验证且有商业化产品生产经验的，集抗体、ADC 原液及制剂于一体的、研发与产业化开发生产平台依然十分稀缺。因此我们认为，具备 ADC 一站式服务能力，并已服务过 ADC 药品商业化生产的 CDMO 企业，具备良好的机遇和前景。

表4：我国主要 ADC CDMO 产能

	皓元医药	药明合联	凯莱英	东曜药业	迈百瑞	九洲药业	药石科技
2024年 CDMO 规模	7.55亿元 (+2.49%)	40.52亿元 (+32.20%)	58.05亿元 (-25.82%)	2.07亿元 (+47%)	(非上市未披露)	38.71亿元 (-5.12%)	收入8.63亿元 (+3.38%)
Payload-linker	√	√	√		√	√	√
抗体大分子	√	√	√	√	√		
抗体偶联	√	√		√	√		
ADC 项目	2024年承接 ADC 项目数超 110 个，共有 12 个与 ADC 药物相关的小分子产品完成了美国 FDA 备案；已完成 50+CMC 项目，参与 5 个 BLA 申报，并助力荣昌生物的 RC-48 上市	2024 年提交 83 款 ADC 和 2 个 XDC IND；发现项目 681 个（513 ADC，168 XDC）	2024 年 ADC 项目 36+ 个，新增 15 个 ADC IND 项目和 3 个 BLA 项目，ADC 项目进入商业化转化阶段。ADC 项目占比订单数量超 60%，订单同增 56%	2024 年，新增 ADC 项目 48 个，ADC 收入 1.78 亿元	2025 年 4 月，已完成 100 多个综合性 ADC 项目，最大生产规模达 300L；其中 40 多个 ADC 项目完成中、美、欧、澳的 IND 申报及临床样品生产，3 个 ADC 项目完成 PC 研究及 PPQ 生产；已助力维迪西妥单抗上市	未披露	24 年协助首个 ADC linker-payload IND，实现创新 linker 数十公斤级 PPQ 交付，payload 公斤级以上 GMP 生产
ADC 产能	5 条 GMP 高活产线，1 条核心偶联生产线（预留 4 条扩展线），单批次产能覆盖 0.5-5kg，年产能可达 1,500kg（300 批次）；1 条 ADC 专用灌装线，年产能达 200 万瓶，年均完成 50 批次	2024 年无锡产能，BCM（DS）产能 500L，2 条 mAb/DS 双功能产线，每条每批最大 2000L 的单抗或偶联原液产能，DP 车间年产能 1500 万瓶。预计 2025 年底无锡 DP 和新加坡投产，将拥有 BCM（DS）产能 1000L，3 条 mAb/DS 双功能产线，DP 产能 1500 万瓶，至 2027 年底 DP 扩展至 3500 万瓶	2024 年上海奉贤商业化生产基地启用，25 年 4 月获得 ADC 药品生产许可 C 证；正在推进奉贤 1 期工程的生物偶联药物原液和制剂生产车间，预计 25 年底竣工投产。可提供 200L/500L 和 2000L 规模的抗体原液	拥有 4 条（2 条抗体，2 条 ADC）产线，5 个原液车间（包含非毒抗体欧联），4 个制剂车间。抗体原液年产能 30wL，制剂年产能 3kw 支，ADC 原液年产能 960kg，制剂年产能 530 多万瓶。抗体生物反应器 2wL，ADC 原液车间配备 100L-500L 偶联反应釜，5kg/批偶联规模；6k-5w 瓶/批的 GMP ADC 制剂生产	可提供抗体偶联药物全链条 CDMO 服务，2025 年 1 月商业化 ADC 制剂线正式投入运营	完成了部分毒素库、螯合剂库的建设	

数据来源：各上市公司 2024 年年报，迈百瑞公众号，东吴证券研究所

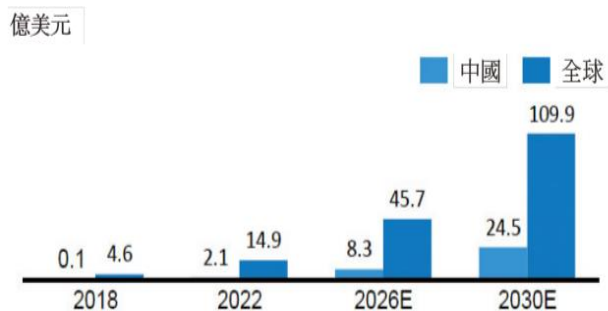
图24: 全球 ADC 和生物药的生产外包率 (2022 年)



注释1：外包渗透率指实际外包市场规模/相关企业理论可以外包的市场规模

数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图25: 全球和中国 ADC CDMO 市场规模 (亿美元)



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

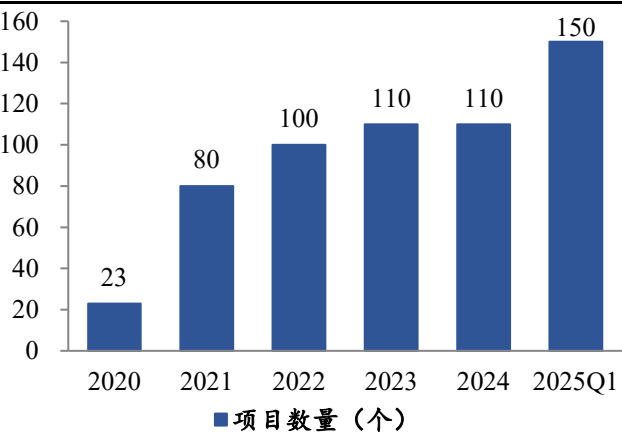
先行深耕 ADC 领域，打造一体式服务平台，客户及项目订单数逐年新增。皓元医药 1) 进场早，作为国内最早布局 ADC 载体-连接子 (Payload-Linker) 技术平台的企业之一，深度参与我国首个获批 ADC 抗癌新药 (荣昌生物维迪西妥单抗) 的研发、申报与生产，奠定先发优势。2) 一体化，2025 年重庆皓元抗体偶联 CDMO 基地已经投入运营，公司实现从抗体原液、高活性载荷、生物偶联到无菌制剂灌装的一站式服务，为全球创新药企提供涵盖 ADC、单抗、双抗、多抗、重组蛋白等全生命周期解决方案。3) 项目经验足，截至 2024 年底，累计承接超 280 个 XDC 分子的偶联定制服务，完成美国 FDA sec-DMF 备案数 12 个，完成 100 余项 ADC 成药检测工作，活跃 XDC 客户数达 990 多家。

图26: 皓元医药具备 ADC/抗体全产业链一体化 CDMO 平台



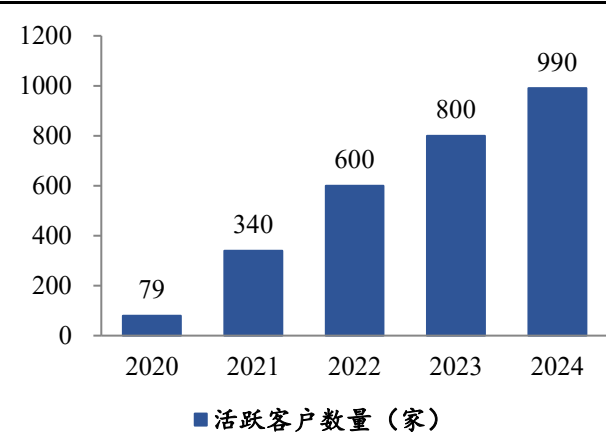
数据来源：皓元医药公众号，东吴证券研究所

图27：2020-2025Q1 ADC 项目数量



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

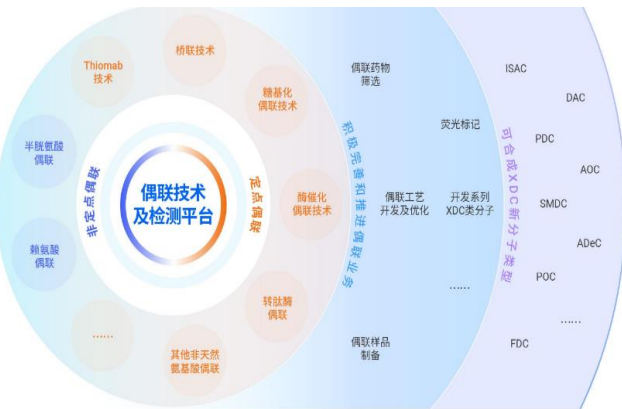
图28：2020-2024 年 ADC 活跃客户数量



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

前期订单及客户储备充分，ADC 生产释放明确弹性。公司构建了以上海、马鞍山、重庆为核心的“三位一体”XDC 全方位服务体系。高比例临床前期阶段项目与高价值客户储备为未来增长蓄能，为重庆基地商业化产能释放提供明确弹性。1) 2025 年 5 月，与韩国 ADC 生物技术公司 AbTis 签署战略合作协议，应用其定点偶联技术平台 AbClick，能够精准控制半衰期、DAR 和 Payload-Linker 稳定性等关键参数，从而提高现有 ADC 的安全性和有效性，加速推进具有差异化临床优势的创新 ADC 管线开发。2) 2025 年 7 月与英百瑞达成战略合作，主要关于创新药抗体及抗体偶联药物（ACC、AXC 和细胞连接器）的工艺开发、GMP 生产和商业化推进等业务。

图29：ADC 偶联技术及检测平台



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图30：截至 2024 年报 ADC 研发产能布局



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表5：皓元医药后端及 ADC 主要产能（截至 25Q1）

基地名称	核心职能	产能介绍	投产情况	资金来源	拟投资总额	面积
重庆抗体偶联药物 CDMO 基地	抗体偶联药物一体化生产	已建成 1 条抗体蛋白原液产线，年规划产能 12 万 L；1 条 ADC 原液/偶联产线，年规划 1,500kg；1 条 ADC 原液制剂灌装产线，年规划 200 万瓶；	于 2025 年 3 月投产运营	自有资金 + 银行授信	10 亿元	84 亩

另有 1 条灌装产线规划中

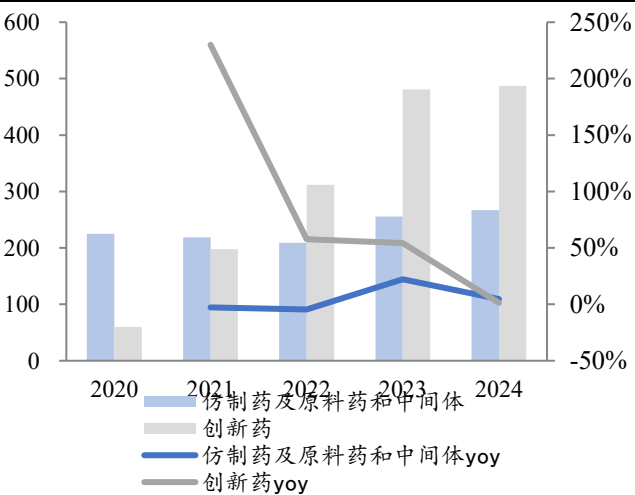
安徽马鞍山产业化基地	多肽原料药及 ADC 高活性原料药生产	3 个 GMP 生产车间顺利运营。现拥有 170 余台反应釜，总体积约 483,000L；高活车间反应釜总体积 4,000L	一期项目中 3 个生产车间均已投入运行，ADC 高活产线增至 5 条。预计 2026 年触发 GMP 符合性检查	IPO 募投资金	7.8 亿元	131 亩
山东菏泽产业化基地	高端医药中间体及原料药 CDMO 生产	265t/a 高端医药中间体产品项目（新建 1 个车间，对原有 2 个车间扩建改造）；高端医药中间体及原料药 CDMO 产业化项目（包含 4 个车间）；反应釜数量 50 台，规格 500L - 5,000L，总体积约 115,000L	中间体：原有车间产能利用在 50%-70%，整体项目预计 2026 年 4 月达到可使用状态；CDMO：建设中，暂未投产，预计 2026 年 6 月达到可使用状态	皓元转债	5.35 亿元	158 亩
江苏启东制剂 GMP 生产基地	制剂生产	7 个独立的制剂 D 级洁净车间，其中口服固体制剂车间 4 个，半固体制剂车间 2 个，固体分散体车间 1 个	均已顺利投产运营	募投资金	0.20 亿元	20 亩

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 特色中间体+原料药+制剂共筑后端 CDMO 优质赛道

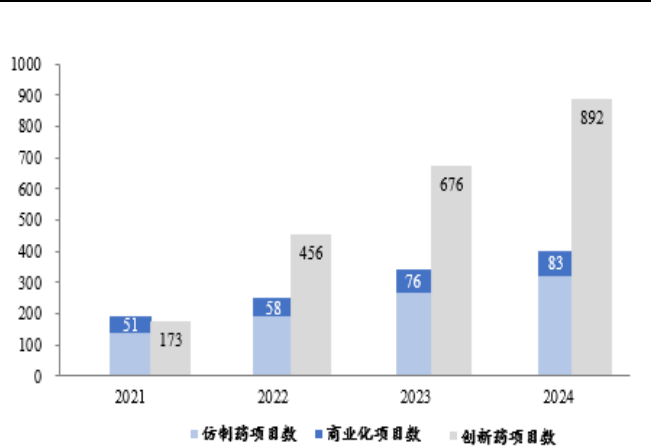
项目数量持续增加，加速产品落地，助推业务稳中求进。公司立足于小分子药物研发及原料药工艺研发到放大生产全过程，并推动创新药 CDMO 业务及制剂业务链条。2024 年公司实现后端业务 7.55 亿元（+2.49%，括号内为同比增长，下同），占营收比 33.24%，2020-2024 年 CAGR 为 27.56%；其中仿制药及原料药和中间体营收 2.67 亿元（+4.54%），4 年 CAGR 为 4.37%，创新药 CDMO 营收 4.87 亿元（+1.28%），4 年 CAGR 为 68.79%。商业化项目不断增加，截至 2024 年底，仿制药项目数共 403 个，其中商业化项目 83 个；创新药累计承接了 892 个项目，主要布局在中国、日本、韩国、美国和欧洲市场；截至 2024 年末，在手订单金额 5.1 亿元，同比增加 18.5%。

图31：后端收入（百万元）及增速



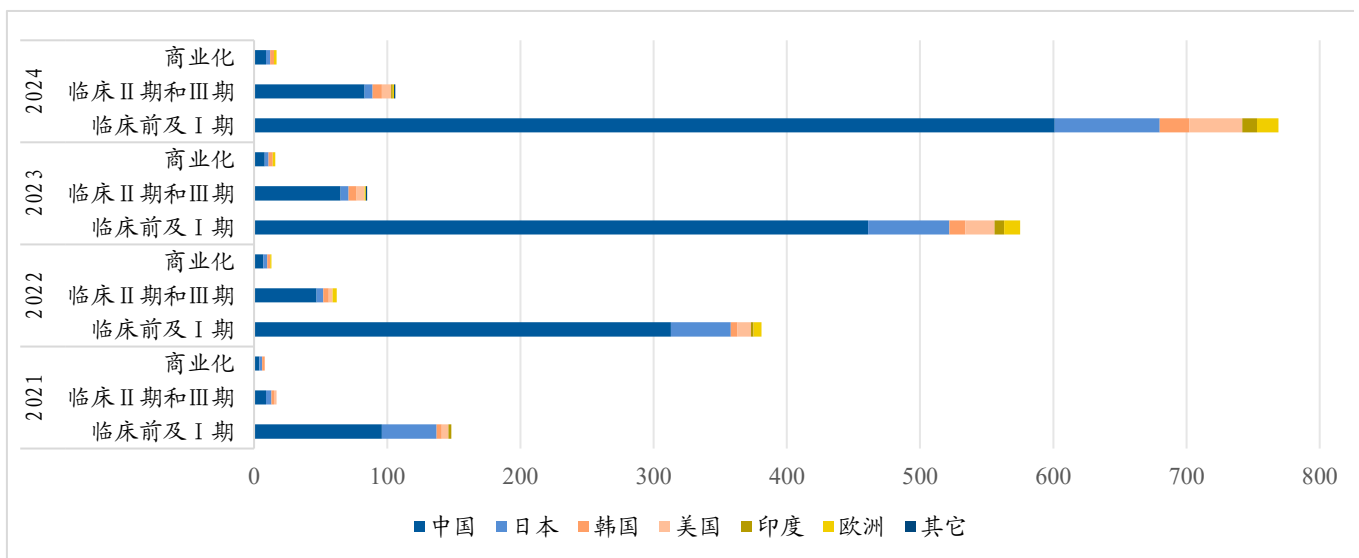
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图32：后端项目数量（个）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图33: 皓元医药创新药 CDMO 项目分布 (个)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

在原料药和中间体业务方面, 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; 在制剂业务方面, 主要包括药学研究、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。

表6: 公司主要中间体和原料药产品与下游终端药品项目进展

项目名称	对应中间体	对应原料药	终端药品品名/ 阶段	适应症
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	替格瑞洛片	心脑血管疾病
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	醋酸巴多昔芬片	绝经期后骨质疏松
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	卡泊三醇软膏/ 卡泊三醇搽剂	寻常型银屑病
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 等	酒石酸伐伦克兰	酒石酸伐伦克兰片	成人戒烟
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	帕布昔利布胶囊	乳腺癌
氟康唑	氟康唑中间体 FKA	氟康唑	氟康唑片	真菌病
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	阿哌沙班片	髋关节或膝关节置换术后患者
伏美替尼	伏美替尼中间体 ND403A	伏美替尼	甲磺酸伏美替尼片	肺癌病
非苏拉生	非苏拉生中间体 ND548A	盐酸非苏拉生	盐酸非苏拉生片	胃食管反流病
替戈拉生	替戈拉生中间体 ND471A、替戈拉生中间体	替戈拉生	替戈拉生片	胃酸病
ND582	新药中间体 ND582A、新药中间体 ND582B、新药 ND822 原料药	-	临床实验	-

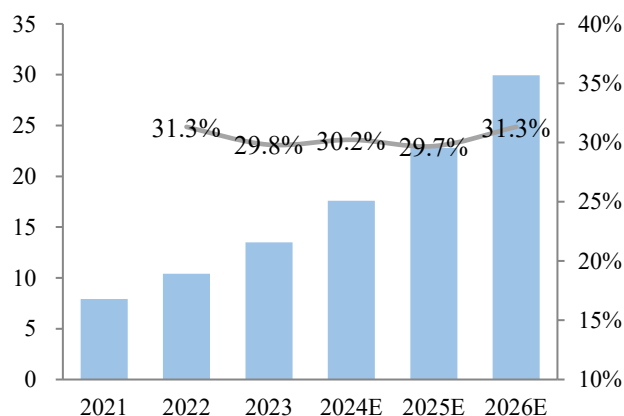
ND822	新药 ND822 原料药	-	临床实验	-
ND885	新药 ND885 原料药	-	临床实验	-
ND1302	新药 ND1302 原料药	-	临床实验	-
ND1300	新药 ND1300 原料药	-	临床实验	-
ND1316	新药 ND1316 原料药	-	临床实验	-

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.4. AI 药物发现叠加丰富化合物资源库，加速药化合成研发

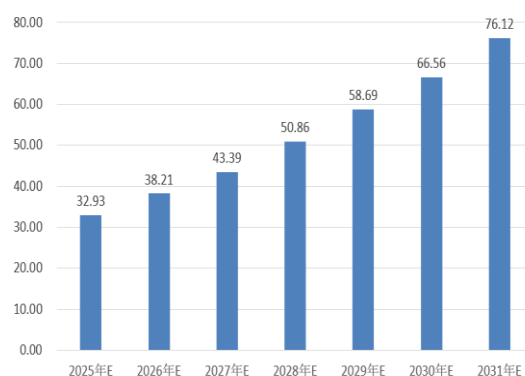
当前, AI 技术正深度重塑医药产业格局, 全球市场方面, 根据 Research And Markets , 全球 AI 制药市场规模从 2021 年的 7.92 亿美元提升至 2024 年的 17.58 亿美元, 预计 2026 年将提升至 29.94 亿美元; 国内市场方面, 根据融资中国的数据, 国内 AI 制药市场规模从 2019 年的 0.6 亿元开始增长至 2024 年的 5.62 亿元, CAGR 高达 53.01%。

图34: 全球 AI 制药市场规模 (亿美元) 及增速



数据来源：医药企业项目管理大会，东吴证券研究所

图35: 中国 AI 药物研发行业市场规模预测 (亿元)

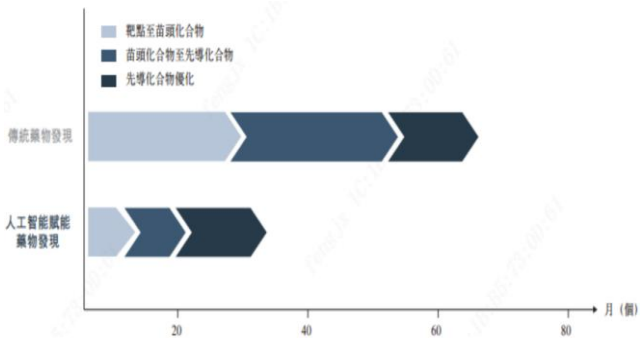


数据来源：医药企业项目管理大会，东吴证券研究所

将 AI 应用到药物发现领域, 可以加速化合物的发现, 快速扩充分子砌块产品种类和应用需求, 提升研发效率。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。

公司积极拥抱前沿技术，深度融合 AI 应用。较早应用 AI 算法于药化合成, 助力新颖产品的设计以及新合成方法的开发, 赋能生物医药产业蓬勃发展, 包括, 1) 依托自身强大的研发实力, 自 2021 年起与**德睿智药**、临床阶段生物医药公司**英矽智能**建立战略合作关系, 秉承“优势互补、资源共享、合作共赢”的原则, 协同探索 AI 制药创新应用场景, 利用 AI 技术帮助客户在药物开发过程中加快产品管线的构建, 探索分子空间和布局, 以及逆合成分析合成策略。2) 与**华东师范大学**携手共建**AI 药物探索联合实验**, 聚焦药物空间探索应用场景, 运用先进人工智能算法与大数据分析技术, 着力解决新药研发中的关键性技术瓶颈。3) 基于公司强大的化合物库资源, 与合作伙伴共同深耕新药研发领域, 加快一站式化合物合成路线预测和推荐平台的数字化进程, 提升化合物筛选的质量和效率, 构建了包含 **MegaUni 库**在内的多个兼具新颖性、多样性、潜在成药性的**独特化合物库**, 依托生成式 AI 技术, 缩短小分子化合物的研发周期。

图36：传统和 AI 赋能的药物发现效率



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图37：皓元技术服务平台



数据来源：皓元医药公众号，东吴证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测

- **前端业务：**公司基于工具化合物领域成熟的产业体系和较高的品牌知名度，打造分子砌块领域第二增长曲线，同时横向拓展生化试剂等管线开发，巩固 SKU 品类数量及品牌优势，基于海内外仓储建设较为完善，我们预计该业务将贡献较高增速，2025-2027 年收入增速为 30%/20%/20%。前端产品，工具化合物及生化试剂的部分高毛利产品占比提高，同时加强出海，有望提升毛利率；然而基于当前竞争格局的变化，整体业务毛利率可能略有下降，保持在可控范围内。
- **后端业务：**公司立足于小分子药物研发及原料药工艺研发到放大生产全过程，并推动创新药 CDMO 业务及制剂业务链条，具备较为稀缺的 ADC 大、小分子、偶联灌装等一体化一站式服务能力，与多家知名企业达成战略合作。我们判断该板块后续弹性较大，2025-2027 年收入增速为 11%/20%/20%；同时伴随产能进入稳步运营状态，工艺优化改进，毛利率企稳回升，带动公司整体毛利率上行。

表7：收入拆分（百万元）及预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,358	1880	2270	2,805.69	3,363.50	4,037.07
yoy	40.12%	38.44%	20.75%	23.59%	19.88%	20.03%
毛利率	51.44%	45.17%	47.97%	48.96%	49.37%	49.65%
前端业务	827	1,132	1,499	1,949	2,339	2,806
yoy	51.8%	36.9%	32.4%	30.0%	20.0%	20.0%
毛利率	61.9%	58.2%	62.2%	61.5%	61.3%	61.1%
分子砌块	246	307	417	542	650	780
yoy	78.4%	25.1%	35.7%	30.0%	20.0%	20.0%
工具化合物和生化试剂	581	825	1,082	1,407	1,688	2,026

	yoy	78.4%	41.9%	31.2%	30.0%	20.0%	20.0%
后端业务		521	736	755	840	1,008	1,214
	yoy	25.0%	41.3%	2.5%	11.4%	20.0%	20.4%
	毛利率	35.6%	25.7%	20.1%	20.6%	22.2%	23.5%
仿制药		209	255	267	280	308	339
	yoy	-4.5%	22.1%	4.5%	5.0%	10.0%	10.0%
创新药		312	481	487	560	700	875
	yoy	57.9%	54.1%	1.3%	15.0%	25.0%	25.0%
其他		10	12	17	17	17	17

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 投资评级

我们预计皓元医药 2025-2027 年营收为 28.06/33.64/40.37 亿元(yoy +24%/20%/20%)，归母净利润为 2.55/3.36/4.45 亿元(yoy +27%/32%/32%)。公司前端业务主要为分子砌块、工具化合物和生化试剂，后端业务主要聚焦于特色仿制药原料药及其相关中间体和创新药 CDMO，我们选取综合业务相近的药石科技、药明合联、凯莱英作为可比公司。2025-2027 年可比公司平均 PE（摊薄前动态 PE）为 44/36/28 倍，皓元医药的 PE 为 46/35/26 倍。考虑公司前端增速较快，且后端 CDMO 业务发展潜力较大，盈利弹性较强，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：可比公司估值表

证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
药石科技	300725.SZ	103	2.20	2.02	2.41	3.04	45	49	41	33
药明合联	2268.HK	741	10.70	14.18	18.99	24.65	65	49	37	28
凯莱英	002821.SZ	383	9.49	11.03	12.98	15.32	39	34	29	24
平均值							50	44	36	28
皓元医药	688131.SH	122	2.02	2.55	3.36	4.45	58	46	35	26

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：皓元医药数据为东吴证券研究所预测数据，可比公司数据为 wind 一致预期，预测时间为 2025 年 8 月 20 日，港元汇率为 2025 年 8 月 20 日的 0.9197。

5. 风险提示

新品研发及销售推广不确定性风险：公司从事生命科学试剂、原料药和中间体、制剂的研究开发业务，开发的产品种类多、单位成本价值一般较高且行业壁垒较高，若研发失败或者对应的产品无法实现销售，或者部分产品销售受客户项目进展影响，将影响公司前期投入的回收和公司预期效益的实现，对未来盈利和持续性产生影响。

国内外市场竞争加剧风险：公司坚持全球化发展战略，在多个国家和地区设立了商

务中心或分支机构，若竞争形势恶化，公司的发展将可能面临更为严峻的竞争形势。

存货跌价风险：公司业务特征需要储备一定的生命科学试剂以及一定的药物原料药和中间体。公司制定了严格的存货跌价准备计提政策，若受到产品预计售价及相关存货库龄影响，会对当期会计利润产生较大影响。

宏观环境风险：公司的业务覆盖不同国家或地区，境外收入占比提高。若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，有可能会影响公司业务发展和经营业绩。

皓元医药三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,175	3,378	3,661	4,121	营业总收入	2,270	2,806	3,364	4,037
货币资金及交易性金融资产	1,329	1,098	1,109	1,154	营业成本(含金融类)	1,181	1,432	1,703	2,033
经营性应收款项	573	708	838	999	税金及附加	13	14	17	20
存货	1,163	1,445	1,564	1,791	销售费用	210	284	323	386
合同资产	38	50	60	71	管理费用	235	311	370	444
其他流动资产	72	78	91	107	研发费用	227	281	370	445
非流动资产	2,330	2,535	2,628	2,707	财务费用	35	60	63	63
长期股权投资	127	127	127	127	加:其他收益	29	31	37	44
固定资产及使用权资产	1,177	1,246	1,265	1,259	投资净收益	(14)	(14)	(17)	(20)
在建工程	273	373	435	510	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	114	125	130	134	减值损失	(148)	(130)	(130)	(130)
商誉	301	301	301	301	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	130	130	130	130	营业利润	237	311	408	541
其他非流动资产	208	232	240	245	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	5,505	5,913	6,289	6,828	利润总额	238	311	408	541
流动负债	1,260	1,465	1,577	1,767	减:所得税	40	59	78	103
短期借款及一年内到期的非流动负债	659	657	657	657	净利润	198	252	331	438
经营性应付款项	338	453	512	617	减:少数股东损益	(4)	(4)	(5)	(7)
合同负债	71	96	112	134	归属母公司净利润	202	255	336	445
其他流动负债	193	259	296	359	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.95	1.20	1.58	2.10
非流动负债	1,341	1,332	1,332	1,332	EBIT	288	371	471	604
长期借款	250	250	250	250	EBITDA	479	571	694	849
应付债券	702	702	702	702	毛利率(%)	47.97	48.96	49.37	49.65
租赁负债	295	295	295	295	归母净利率(%)	8.88	9.09	9.98	11.01
其他非流动负债	94	86	86	86	收入增长率(%)	20.75	23.59	19.88	20.03
负债合计	2,601	2,797	2,910	3,099	归母净利润增长率(%)	58.17	26.57	31.54	32.45
归属母公司股东权益	2,878	3,093	3,361	3,718					
少数股东权益	26	23	18	11					
所有者权益合计	2,904	3,115	3,379	3,729					
负债和股东权益	5,505	5,913	6,289	6,828					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	382	296	481	548	每股净资产(元)	13.11	14.05	15.32	17.00
投资活动现金流	(784)	(405)	(333)	(344)	最新发行在外股份(百万股)	212	212	212	212
筹资活动现金流	791	(130)	(138)	(159)	ROIC(%)	5.70	6.11	7.41	8.96
现金净增加额	398	(231)	11	45	ROE-摊薄(%)	7.00	8.25	9.98	11.96
折旧和摊销	191	200	223	245	资产负债率(%)	47.24	47.31	46.27	45.39
资本开支	(298)	(381)	(308)	(319)	P/E(现价&最新股本摊薄)	58.14	45.93	34.92	26.37
营运资本变动	(160)	(357)	(290)	(356)	P/B(现价)	4.21	3.93	3.61	3.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>