

业绩持续高增，后端业务有望接力成长

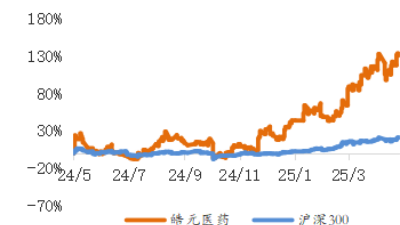
相关研究：

1.《皓元医药688131.SH-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	-3	31	99
绝对收益	-3	44	119

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：

□ 2025Q1-Q3 营收同比增长 27.18%，扣非归母净利润同比增长 72.26%

公司发布了 2025 年三季报，根据 Wind 数据，2025 前三季度公司实现营业收入 20.59 亿元，同比增长 27.18%，实现归母净利润 2.37 亿元，同比增长 65.09%，实现扣非归母净利润 2.23 亿元，同比增长 72.26%。单季度看，Q3 实现营业收入 7.48 亿元，同比增长 32.76%，实现归母净利润 0.85 亿元，同比增长 16.39%，扣非归母净利润 0.83 亿元，同比增长 30.99%。

□ 管理费用率优化明显，毛利率及净利率同比提升较大

根据 Wind 数据，2025 年前三季度公司销售费用率 10.00%，同比提升 0.53pct，管理费用率为 19.48%，同比下降 2.01 pct，财务费用率 1.87%，同比上升 0.35pct，研发费用率 8.61%，同比下降 2.04 pct。2025 年前三季度毛利率 49.74%，较上年同期提升 2.16 个百分点，净利率 11.25%，同比提升 2.56pct。

□ 前端生命科学试剂业务增长亮眼，后端业务有望接力成长

根据公司三季报，2025 年 1-9 月，前端生命科学试剂业务收入 14.5 亿元，同比增长超 31%，收入占比相较上年同期有明显提高，其中生命科学试剂业务第三季度收入 5.4 亿元，同比增长超 36%。公司后端业务构建了 XDC Payload-Linker CMC 一体化服务平台。根据公司投资者关系活动记录表，今年 3 月重庆皓元抗体偶联 CDMO 基地的顺利投产，通过“同一厂区商业化生产矩阵”实现 ADC 药物研发至商业化的垂直整合，助力公司实现了从抗体原液、高活性载荷、生物偶联到无菌制剂灌装的一站式服务。我们认为，随着重庆工厂投产其后端业务有望快速放量接力成长。

□ 投资建议

公司前三季度业绩保持高速增长，鉴于公司业绩增长超预期，我们调整 2025-2027 年公司营收预测分别为 27.62/33.16/39.72 亿元（原预测分别为 26.87/31.30/35.59 亿元），调整 2025-2027 年归母净利润预测分别为 2.87/3.77/4.61 亿元（原预测分别为 2.63/3.31/3.93 亿元），对应 EPS 分别为 1.35/1.78/2.17 元，维持“买入”评级。

□ 风险提示

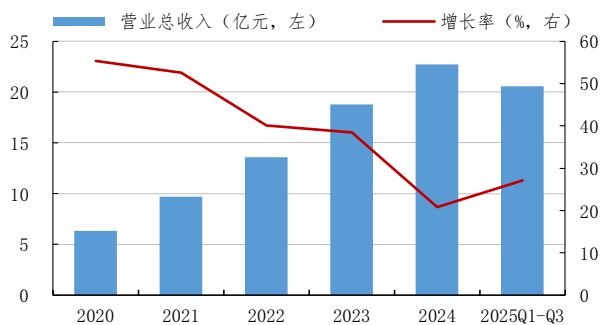
产品需求下降的风险；监管政策变化的风险；行业竞争加剧的风险。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2270	2762	3316	3972
同比	20.8%	21.7%	20.0%	19.8%
归母净利（百万元）	202	287	377	461
同比	58.2%	42.2%	31.4%	22.4%
毛利率	48.0%	49.4%	49.4%	48.8%
ROE	7.0%	9.2%	11.0%	12.1%
每股收益（元）	0.95	1.35	1.78	2.17
PE	83.95	59.03	44.94	36.71
EV/EBITDA	40.49	27.14	22.04	20.07

资料来源：Wind、湘财证券研究所

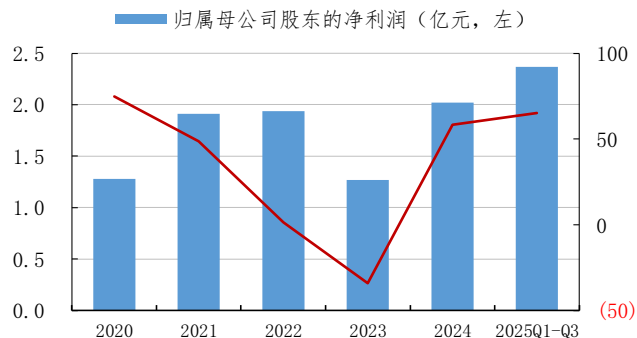
1 主要财务数据

图 1 2020-2025Q1-Q3 公司营业收入及增长



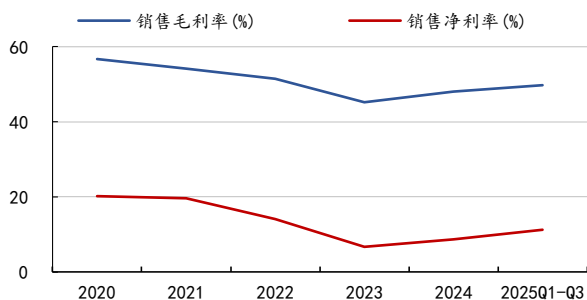
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 2020-2025Q1-Q3 公司归母净利润及增长



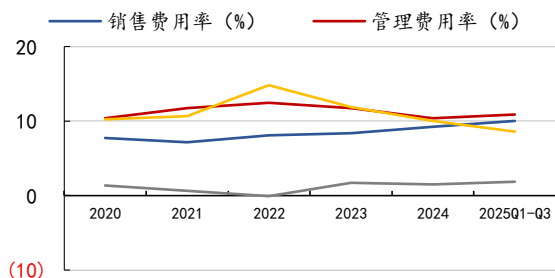
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2020-2025Q1-Q3 公司销售毛利率及销售净利率



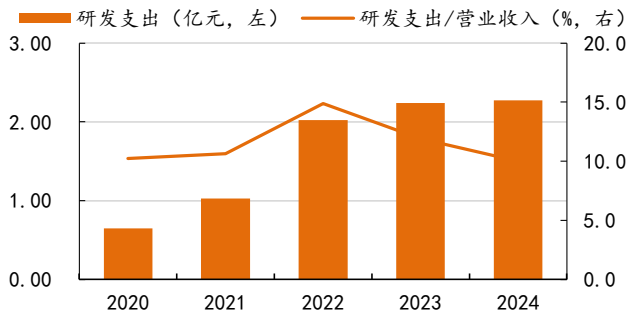
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2020-2025Q1-Q3 公司费用率情况



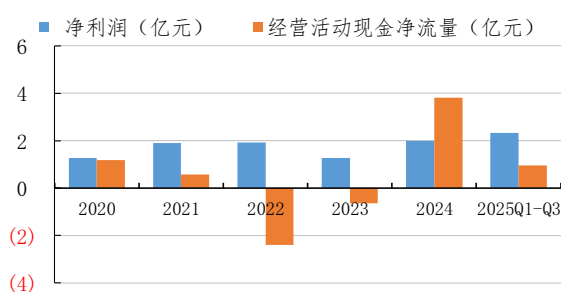
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2020-2024 研发支出及营收占比



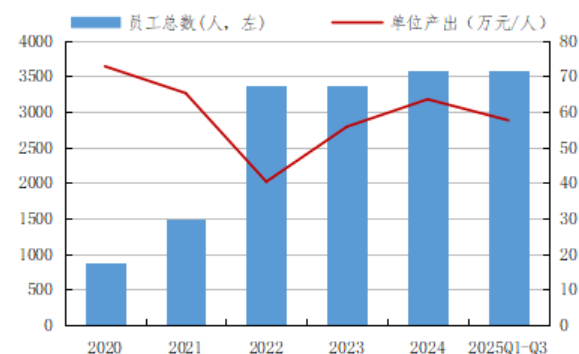
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 2020-2025Q1-Q3 净利润与经营活动现金流



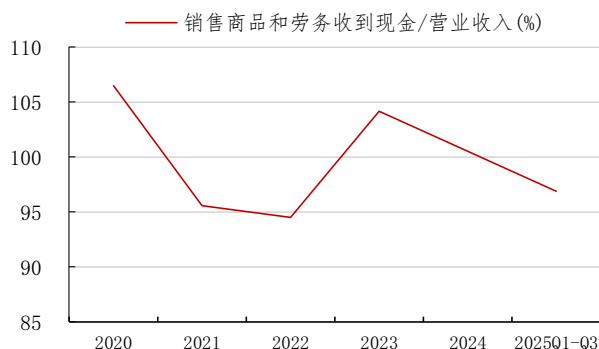
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 2020-2025Q1-Q3 公司员工数与单位产出



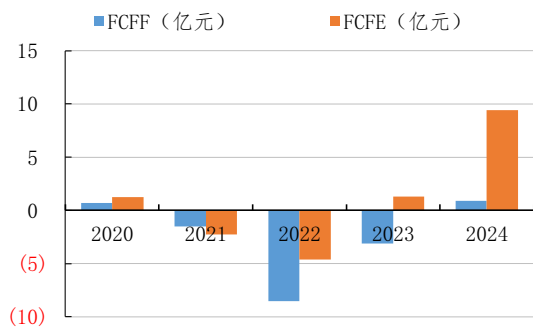
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8 2020-2025Q1-Q3 公司销售收到的现金与营收比



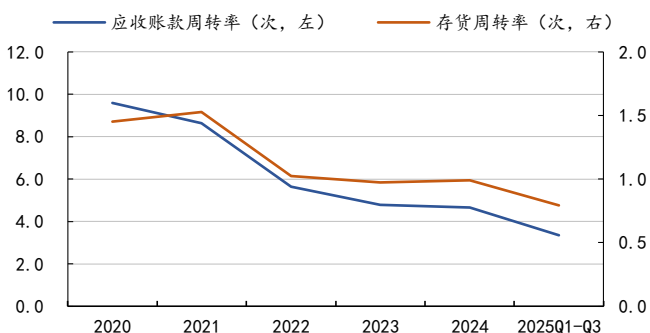
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 2020-2024 公司 FCFF 与 FCFE



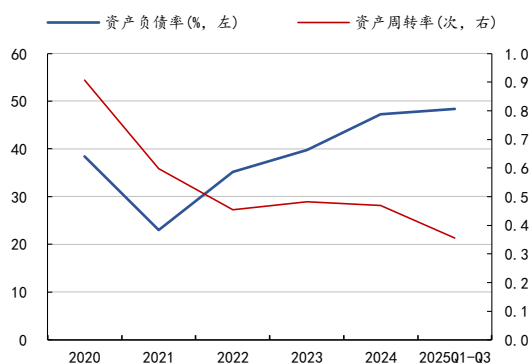
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 2020-2025Q1-Q3 公司应收账款周转率、存货周转率



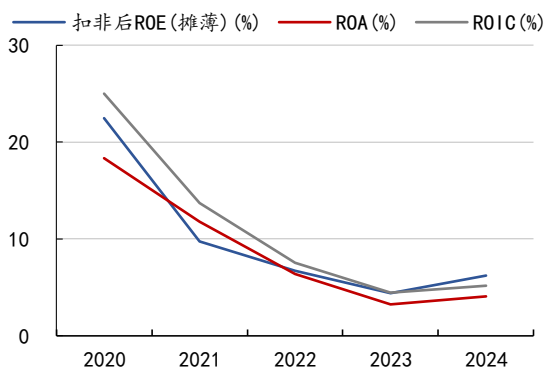
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 2020-2025Q1-Q3 公司资产负债率与资产周转率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 12 2020-2024 公司扣非 ROE、ROA、ROIC



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 投资建议

公司前三季度业绩保持高速增长，鉴于公司业绩增长超预期，我们调整 2025-2027 年公司营收预测分别为 27.62/33.16/39.72 亿元（原预测分别为 26.87/31.30/35.59 亿元），调整 2025-2027 年归母净利润预测分别为 2.87/3.77/4.61 亿元（原预测分别为 2.63/3.31/3.93 亿元），对应 EPS 分别为 1.35/1.78/2.17 元，维持“买入”评级。

3 风险提示

- (1) 产品需求下降的风险；
- (2) 监管政策变化的风险；
- (3) 行业竞争加剧的风险。

附表 1 财务报表以及相应指标

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析和估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1880.0	2270.2	2762.3	3315.7	3971.9	收益率					
减: 营业成本	1030.9	1181.3	1398.9	1676.6	2031.7	毛利率	45.2%	48.0%	49.4%	49.4%	48.8%
营业税金及附加	7.7	13.3	16.1	19.4	23.2	三费/销售收入	32.0%	29.6%	30.0%	30.0%	30.0%
营业费用	158.0	209.9	266.5	319.9	383.1	EBIT/销售收入	8.5%	12.0%	14.4%	15.2%	15.2%
管理费用	220.2	235.0	285.9	343.2	411.1	EBITDA/销售收入	14.8%	18.5%	22.5%	22.8%	20.7%
研发费用	224.1	226.9	276.1	331.4	397.0	销售净利率	6.7%	8.7%	10.2%	11.2%	11.4%
财务费用	31.9	34.5	65.6	68.3	71.2	资产获利率					
减值损失	-96.2	-147.7	-147.7	-147.7	-147.7	ROE	5.1%	7.0%	9.2%	11.0%	12.1%
加: 投资收益	-4.8	-13.8	0.0	0.0	0.0	ROA	3.8%	5.0%	6.5%	7.6%	8.1%
公允价值变动损益	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	ROIC	5.9%	7.1%	10.2%	13.0%	15.0%
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	增长率					
营业利润	106.3	208.0	305.5	409.4	506.8	销售收入增长率	38.4%	20.8%	21.7%	20.0%	19.8%
加: 其他非经营损益	21.9	30.4	25.7	25.7	25.7	EBIT 增长率	-19.2%	70.5%	45.4%	26.9%	19.9%
利润总额	128.2	238.4	331.2	435.0	532.5	EBITDA 增长率	8.1%	51.5%	47.5%	22.0%	8.6%
减: 所得税	1.9	40.4	49.7	65.3	79.9	归母净利增长率	-34.2%	58.2%	42.2%	31.4%	22.4%
净利润	126.3	197.9	281.5	369.8	452.6	总资产增长率	16.5%	31.3%	10.7%	9.1%	11.8%
减: 少数股东损益	-1.1	-3.7	-5.2	-6.8	-8.4	股东权益增长率	8.2%	14.7%	8.2%	9.9%	11.0%
归属母公司净利润	127.4	201.6	286.7	376.6	461.0	经营营运资本增长率	45.6%	3.0%	9.9%	20.0%	17.1%
资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资本结构					
货币资金	483.6	879.6	1337.6	1662.1	2116.5	资产负债率	39.7%	47.2%	48.6%	48.4%	48.8%
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本/总资产	67.9%	56.1%	51.4%	49.3%	46.7%
应收和预付款项	484.9	586.5	772.4	972.1	1275.7	带息债务/总负债	47.1%	57.3%	59.3%	59.8%	60.5%
其他应收款 (合计)	14.5	30.6	0.0	0.0	0.0	流动比率	188.0%	251.9%	236.6%	239.7%	233.4%
存货	1145.5	1162.6	1181.4	1314.2	1406.4	速动比率	83.2%	152.0%	157.8%	164.4%	167.7%
其他流动资产	74.2	97.2	97.2	97.2	97.2	股利支付率	17.7%	15.7%	18.1%	18.1%	18.1%
长期股权投资	63.5	126.7	126.7	126.7	126.7	收益留存率	82.3%	84.3%	81.9%	81.9%	81.9%
金融资产投资	0.0	0.0	0.0	0.0	7.7	资产管理效率					
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.45	0.41	0.45	0.50	0.53
固定资产和在建工程	1026.7	1145.4	1153.1	1130.7	1078.3	固定资产周转率	2.15	2.60	3.24	3.99	5.10
无形资产和开发支出	419.8	415.2	401.0	386.8	372.6	应收账款周转率	4.11	4.18	3.78	3.64	3.28
其他非流动资产	557.4	769.4	853.0	618.4	459.6	存货周转率	0.90	1.02	1.18	1.28	1.44
资产总计	4192.2	5504.9	6095.9	6651.1	7434.8	业绩和估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
短期借款	555.1	539.4	804.9	973.2	1244.4	EBIT (百万元)	160.0	272.9	396.7	503.3	603.6
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA (百万元)	277.8	421.0	620.8	757.4	822.5
应付和预收款项	507.3	586.2	682.2	767.7	911.2	NOPLAT (百万元)	134.8	201.3	315.4	406.0	491.3
长期借款	229.2	951.5	951.5	951.5	951.5	净利润 (百万元)	127.4	201.6	286.7	376.6	461.0
其他负债	929.4	1063.0	1328.6	1496.8	1768.0	EPS (元)	0.60	0.95	1.35	1.78	2.17
负债合计	1665.9	2600.7	2962.2	3216.0	3630.7	BPS (元)	11.83	13.57	14.67	16.13	17.91
股本	150.4	211.0	211.0	211.0	211.0	PE (X)	132.79	83.95	42.39	32.27	26.36
资本公积	1688.9	1676.2	1676.2	1676.2	1676.2	PEG	2.19	1.90	N/A	N/A	N/A
留存收益	669.8	990.7	1225.3	1533.6	1910.9	PB (X)	6.74	5.88	3.90	3.55	3.20
归属母公司股东权益	2509.1	2877.9	3112.5	3420.8	3798.1	PS (X)	9.00	7.45	6.13	5.10	4.26
少数股东权益	17.2	26.4	21.2	14.3	6.0	PCF (X)	-266.07	44.31	20.66	21.28	19.72
股东权益合计	2526.3	2904.3	3133.7	3435.1	3804.1	EV/EBIT	77.08	62.46	30.52	23.74	19.49
负债和股东权益合计	4192.2	5504.9	6095.9	6651.1	7434.8	EV/EBITDA	44.41	40.49	19.50	15.78	14.30
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EV/NOPLAT	91.51	84.66	38.39	29.43	23.95
经营性现金净流量	(63.6)	382.0	588.3	571.0	616.2	EV/IC	4.33	5.52	3.87	3.64	3.39
投资性现金净流量	(328.5)	(783.7)	(278.2)	(278.2)	(278.2)	ROIC-WACC	-0.6%	0.5%	3.6%	6.4%	8.4%
筹资性现金净流量	409.2	791.5	148.0	31.6	116.3	股息率	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	0.7%
现金流量净额	20.2	397.6	458.0	324.5	454.4						

资料来源: Wind、湘财证券研究所

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。