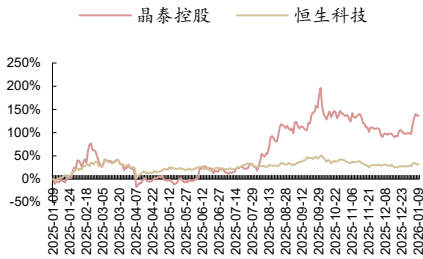


股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

**晶泰控股 (2228.HK)**

**AI for Science 领军，实现临床里程碑突破，生发产品有望成为 C 端爆款长期大单品**

● 1、公司是稀缺的 AI for Science 企业

公司由三位麻省理工物理学家在 2015 年联合创立，以“量子物理第一性原理计算+AI+机器人”核心技术栈，为制药及材料科学等产业的全球和国内公司提供药物及材料科学研究解决方案及服务。2025H1 营收达到人民币 5.17 亿元 (yoy+404%)，扣非归母净利润 0.83 亿 (上年同期-3.62 亿)，经营活动现金流净额-2.38 亿 (上年同期-2.99 亿)。

● 2、药物发现解决方案：与 DoveTree 签订行业最大 AI 制药订单验证技术实力，后续其他新增 BD 可期

1) **药物发现解决方案业务 2025H1 收入达 4.35 亿元 (yoy+616%)，占总收入的 84%**，自主开发的 ID4Inno™、XtalFold™、PepiX™ 等 AI 平台已在多个领域实现应用，已从小分子扩展到大分子，从单一模态 (小分子) 跨向多模态 (抗体、多肽、蛋白质等) 药物发现；目前，多家跨国药企 (如强生、礼来、辉瑞等) 已与晶泰建立合作，反映其技术在国际市场的认可度不断提升。

2) 2025 年 8 月，公司宣布与 DoveTree 签署 470 亿港元 (59.9 亿美元) 的管线合作，刷新了 AI 制药出海订单规模纪录。截至 8 月，公司已经收到 5100 万美元 (折合港币近 4 亿元) 首付款。除首付款外，**公司还有权获得 4900 万美元 (约 3.85 亿港元) 的进一步付款，以及 58.9 亿美元 (约 462 亿港元) 潜在里程碑付款及销售分成**。此次合作中，双方将共同推进肿瘤学、免疫及炎症疾病、神经系统疾病及代谢失调领域的高潜力管线项目。此外，双方还计划在未来共同推进对由 DoveTree 选定的一系列针对极具挑战性 or 高价值靶点的新药研发项目，体现公司的广泛适用性与高价值。

● 3、赋能的管线进展：赋能国内首个“AI+RNA”小分子创新药获批临床

1) 公司孵化的 ReviR 溪砾科技的**国内首款针对 CMT 的 1 类创新药管线 RTX-117 (小分子) 获得国家食药局 (NMPA) 核准，计划于 2026Q1 开启 I 期临床试验**；该管线已获得美国 FDA 的 IND 批件与孤儿药资格认定 (ODD)，可享受 FDA 优先审评审批与更长的海外市场独占期。

2) 据 IMARC Group 统计，2024 年全球七大主要市场 (美国、欧盟四国、英国及日本) 的 CMT 治疗市场规模已达到 \$10.13 亿美元，**预计将以 24.62% 的复合年均增长率 (CAGR) 在 2035 年激增至 \$113.94 亿美元**，展现出显著的临床需求与市场增长潜力。

3) 公司将获得相应的**里程碑付款**，并有权参与该管线的**销售分成及后续授权收益分成**。

公司基本情况

最新收盘价 (港元)	11.35
总股本/流通股本 (亿股)	43.03 / 43.03
总市值/流通市值 (亿港元)	488 / 488
52 周内最高/最低价	3.85 / 15.12
资产负债率 (%)	8.9%
市盈率	-226.34
第一大股东	WSH Family Holdings Limited

研究所

分析师: 陈涵泊  
SAC 登记编号: S1340525080001  
Email: chenhanbo@cnpsec.com  
分析师: 李佩京  
SAC 登记编号: S1340525080003  
Email: lipeijing@cnpsec.com  
分析师: 王思  
SAC 登记编号: S1340525080002  
Email: wangsi1@cnpsec.com

● **4、生发：已获 FDA 批准并在海外销售，空间超过 60 亿美元，有望成为 C 端爆款长期大单品，驱动商业模式升级**

1) 公司于 2025 年 11 月开发成功了两款针对生发固发需求的创新外用功效成分——小分子 Remeanagen™ (XTP-118) 和多肽 AquaKine™ (XTP-016)；已由公司孵化的消费品牌 Groland 在美国 FDA 完成了 FR 注册和产品列名，即将推向海外市场；同时，正在加速完成国内原料备案工作。

2) **起效迅速、效果显著、安全性高**：两款成分具备远超普通成分的皮肤吸收效率，受试者最快在使用 14 天后即可观察到初步的生长期毛囊密度提高效果，起效速度快；使用 45 天后，超 90%受试者观察到肉眼可见的头发密度增加；受试者平均掉发数量减少了 33%至 45%；得益于良好的水溶性与出色的生物相容性，在一系列人体功效测试与近百个真实使用案例中，未出现现有同类产品常见的初期脱发加剧等不良反应。

3) 全球脱发相关市场已从“小众医美细分”成长为数十亿美元级、且仍保持中高速增长长期赛道，根据 Global Growth Insights 预计，2025 年全球脱发和生长治疗和产品市场规模将达到 50.44 亿美元，到 **2033 年将扩大到 61.46 亿美元**；全球范围内受脱发影响人群已超 25 亿，且持续增加，其中中国脱发人数已达 2.5 亿，且年轻化趋势显著——调查显示，2024 年国内脱发人群中 80 后、90 后总占比超过 70%。

4) **2018-2024 年，中国脱发药物治疗市场规模由 5 亿迅速增长至 35 亿 (CAGR+39.9%)**，蔓迪国际的旗舰产品蔓迪®系列米诺地尔类脱发治疗产品，在脱发药物市场份额约 57%(灼识咨询 24 年口径)，**2024 年蔓迪国际收入达到 14.55 亿(yoy+18.49%)，毛利率高达 82.7%，净利率高达 26.8%**。

5) Groland 高岚头皮抗衰精华售价为 389 元一瓶(单月)，我们预计该产品将凭借水溶性、起效迅速、效果显著、安全性高的优势**成为公司 2C 业务在全球突破的爆款单品，驱动商业模式从 B 端向 C 端扩展**。

● **5、智能机器人解决方案：7×24 小时运行，构建新一代经典力学基础模型，携手晶科能源共建光伏电池产线**

1) 公司建成了可扩展标准化智能机器人湿实验室，实现可规模化复制的干湿闭环基础设施；实验室自动化覆盖 80%以上药化实验反应，通过 7×24 小时运行实现高通量、高质量数据积累，推动 AI 模型持续迭代。

2) 公司近期与晶科能源(688223.SH)子公司签署 AI+自动化高通量叠层太阳能电池研发战略合作协议，双方**将共同成立合资公司，共建全球首个“AI 决策-机器人执行-数据反馈”全闭环叠层电池智造线**，为不同的应用场景开发高效率、高稳定性的太阳能电池产品。

● **6、投资建议与盈利预测**

我们预测 2025-2027 年公司实现营收 7.87、9.98、14.65 亿元，同比增长 195.3%、26.8%、46.7%；实现归母净利润-1.56、-0.96、1.96 亿元，同比增长 89.7%、38.6%、304.3%。我们认为，公司正处于从“0 到 1”到“1 到 N”的关键跃升阶段，商业模式已得到验证，业绩进入高速增长通道。短期看，大额订单的持续落地和收入确认是股价的核心驱动力；长期看，其“AI+机器人”平台的技术壁垒和向“AI for Science”全领域拓展的潜力是其价值的核心。基于此，首次覆盖，给予“增持”评级。

## ● 7、推荐逻辑

1) 我们认为，公司的技术基座为量子物理，因而在药物发现、化学原材料等需要进行结构发现的领域具备能力复用性，所以公司是 AI for science 基建领军，我们看好公司在两大领域的自上而下拓展能力。

2) 在药物发现领域，产业具备低胜率、高赔率特征，公司能够提高研发的胜率以及缩短研发周期，并且因为公司并不进行自有管线的研制，因而有望与全球龙头药企形成更加紧密的合作关系，共同开辟新的细分赛道，并获得后期的高赔率收益；同时随着管线种类和数量的平铺，未来有望平滑单个管线的长周期、不确定性，形成远期的稳定现金流贡献，形成规模效应优势和壁垒。

3) 在化学原材料领域，与晶科能源的合作将成为重要突破口，为公司与其他物理化学应用实业公司积累经验能力和口碑，从而开辟更广阔的应用空间。

4) 我们认为，好的 AI 应用赛道，需要具备极高私有数据壁垒+行业垂直专家经验积累+规模化空间潜力，对应的 AI 应用公司一旦在该领域实现突破就有望实现垂直领域的垄断优势（赢者通吃），进而难以被通用大模型公司所替代，因而我们持续看好 AI+医疗赛道。

## ● 8、风险提示：

宏观环境冲击风险、国内外局势、地缘政治风险、关键技术进展不及预期、市场竞争加剧风险、跨市场估值差异、高研发支出压力、关键订单或产品不及预期等。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	266	787	998	1465
增长率(%)	53	195	27	47
EBITDA（百万元）	-644.22	-113.22	-45.59	234.71
归属母公司净利润（百万元）	-1,516.61	-156.32	-96.00	196.15
增长率(%)	20.8	89.7	38.6	304.3
EPS（元/股）	-0.44	-0.04	-0.02	0.05
市销率（P/S）	68.66	55.62	43.85	29.89
市净率（P/B）	4.61	11.50	11.79	11.20
EV/EBITDA	-26.66	-378.53	-937.72	181.52

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表摘要**

财务报表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要比率	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
<b>流动资产</b>	3,315	3,710	3,666	4,326	营业收入	266	787	998	1,465
现金	1,166	970	1,071	1,222	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	99	351	219	617	营业成本	143	157	180	220
存货	0	0.00	0.00	0.00	销售费用	71	79	80	103
其他	2,050	2,389	2,375	2,487	管理费用	418	315	329	439
<b>非流动资产</b>	1,039	1,091	1,141	1,192	研发费用	418	393	499	513
固定资产	320	336	350	362	财务费用	-49	-10	-8	-9
无形资产	99	84	71	59	除税前溢利	-1,515	-156	-96	196
其他	620	671	721	771	所得税	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	4,355	4,801	4,807	5,518	净利润	-1,515	-156	-96	196
<b>流动负债</b>	280	882	984	1,499	少数股东损益	2	0	0	0
短期借款	52	58	55	57	归属母公司净利润	-1,517	-156	-96	196
应付账款及票据	16	17	20	26	EBIT	-784	-157	-90	190
其他	212	806	908	1,417	EBITDA	-644	-113	-46	235
<b>非流动负债</b>	83	83	83	83	EPS (元)	-0.44	-0.04	-0.02	0.05
长期债务	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
其他	83	83	83	83	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	362	965	1,066	1,582	营业收入	52.75%	195.34%	26.85%	46.73%
普通股股本	0	0	0	0	归属母公司净利润	20.78%	89.69%	38.59%	304.32%
储备	4,411	4,255	4,159	4,355	<b>获利能力</b>				
<b>归属母公司股东权益</b>	3,964	3,807	3,711	3,908	毛利率	46.33%	80.00%	82.00%	85.00%
少数股东权益	29	29	29	29	销售净利率	-569.23%	-19.87%	-9.62%	13.39%
<b>股东权益合计</b>	3,992	3,836	3,741	3,936	ROE	-38.26%	-4.11%	-2.59%	5.02%
负债和股东权益	4,355	4,801	4,807	5,518	ROIC	-19.38%	-4.04%	-2.37%	4.77%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	-479	4	114	150	资产负债率	8.32%	20.10%	22.18%	28.67%
净利润	-1,517	-156	-96	196	净负债比率	-27.91%	-23.77%	-27.15%	-29.60%
少数股东权益	2	0	0	0	流动比率	11.85	4.21	3.73	2.89
折旧摊销	139	44	44	44	速动比率	11.74	4.05	3.58	2.73
营运资金变动及其	897	116	165	-90	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	74	-204	-8	1	总资产周转率	0.06	0.17	0.21	0.28
资本支出	-62	-45	-45	-45	应收账款周转率	3.88	3.50	3.50	3.50
其他投资	136	-159	37	46	应付账款周转率	9.60	9.37	9.48	9.42
<b>筹资活动现金流</b>	840	5	-5	0	<b>每股指标 (元)</b>				
借款增加	-8	7	-3	2	每股收益	-0.44	-0.04	-0.02	0.05
普通股增加	902	0	0	0	每股经营现金流	-0.14	0.00	0.03	0.03
已付股利	0	-2	-2	-2	每股净资产	1.16	0.88	0.86	0.91
其他	-54	0	0	0	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	455	-196	100	151	P/E	-12.06	-279.99	-455.94	223.15
					P/B	4.61	11.50	11.79	11.20
					EV/EBITDA	-26.66	-378.53	-937.72	181.52

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048