

# 皓元医药 (688131)

## 2025 年年报 & 2026 年一季报点评: 前端试剂业绩优, ADC CDMO 订单趋势好

买入 (维持)

2026 年 05 月 05 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

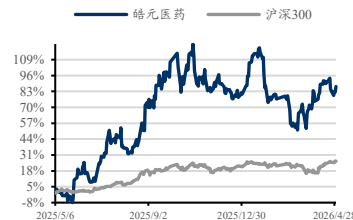
liurt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	2,270	2,877	3,541	4,290	5,158
同比 (%)	20.75	26.73	23.08	21.15	20.24
归母净利润 (百万元)	201.59	239.81	369.15	541.46	727.19
同比 (%)	58.17	18.96	53.93	46.68	34.30
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.95	1.13	1.74	2.55	3.43
P/E (现价&最新摊薄)	78.45	65.95	42.84	29.21	21.75

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年度报告和 2026 年一季度报告, 2025 年实现营收 28.77 亿元 (+26.7%, 括号内为同比增速, 下同), 归母净利润 2.40 亿元 (+19.0%, 受到汇兑损益、资产处置、投资收益、商誉减值等有所影响), 扣非归母净利润 2.47 亿元 (+38.1%), 销售毛利率 47.1% (-0.9pct), 销售净利率 8.1% (-0.7pct)。26Q1 营收 7.3 亿元 (+20.2%), 归母净利润 0.68 亿元 (+8.8%), 扣非归母净利润 0.66 亿元 (+12.5%), 销售毛利率 52.4%, 销售净利率 8.7%。
- **后端及 ADC 一站式 CRDMO 整体订单提速:** 公司 CDMO 后端 25 年收入 8.7 亿元 (+15.6%), 其中创新药 CRDMO 收入 5.9 亿元 (+20.3%), 项目数 1049 个 (+157 个); 特色原料药、中间体及制剂 CMO 收入 2.9 亿元 (+7.0%)。
  - ① **先行深耕 ADC 领域,** 2025 年, 公司承接 ADC 项目超过 190 个, 合作客户超 1,700 家, 截至年底已有 16 个 ADC 小分子项目完成美国 FDA sec-DMF 备案, 参与了 5 个 BLA 申报, 拥有 5 条 ADC GMP 级别高活产线顺利投产。
  - ② **在手订单趋势良好, 订单结构改善,** 截至 2025 年底, 小分子在手订单 6.7 亿元 (+30.5%); 26Q1 小分子在手订单 8.6 亿元, 连续 6 个季度环比增长, 另有大分子订单超 1 亿。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。
- **前端试剂业务营收增速高:** 公司前端试剂 25 年收入 19.9 亿元 (+32.8%), 毛利率 61.9% (-0.3pct, 主要系产品结构变化), 其中工具化合物和生化试剂收入 14.3 亿元 (+32.0%), 分子砌块收入 5.6 亿元 (+35.0%)。
  - ① **规模化技术和品牌知名度不断加强,** 截至 2025 年底, 公司累计储备生命科学试剂 SKU 达 14.9 万种, 其中工具化合物和生化试剂超 6.0 万种, 分子砌块超 9.8 万种, 累积发表的文章超过 72,000 篇。
  - ② **本地化部署提升全球竞争力,** 25 年完成英国 FC 公司收购, 通过其在欧洲化学试剂领域的品牌及渠道优势, 快速拓展欧洲市场, 同时成为海外 CDMO 业务的重要引流平台。公司 25 年海外收入 11.6 亿元 (+34.2%), 占比营收 40.3%, 业务具备国际影响力。
- **盈利预测与投资评级:** 由于公司订单需求强且行业景气度向好, 我们将公司 2026-2027 年营收从 33.6/40.4 亿元上调至 35.4/42.9 亿元, 归母净利润从 3.4/4.4 亿元上调至 3.7/5.4 亿元, 并预测 2028 年营收和归母净利润分别为 51.6 亿元和 7.3 亿元; 2026-2028 年对应当前股价 PE 分别为 43/29/22x。考虑公司前端业务顺应产业周期增速快, 后端 CDMO 业务发展潜力大且盈利弹性强, 维持“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)	74.56
一年最低/最高价	36.50/90.58
市净率(倍)	5.08
流通 A 股市值(百万元)	15,814.47
总市值(百万元)	15,814.47

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.69
资产负债率(%,LF)	49.95
总股本(百万股)	212.10
流通 A 股(百万股)	212.10

### 相关研究

- 《皓元医药(688131): 稀缺的一站式 ADC CDMO 服务企业》  
2025-08-21
- 《皓元医药(688131): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 前后端均加速放量》  
2023-03-25

皓元医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>3,788</b>	<b>4,155</b>	<b>4,876</b>	<b>5,778</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,877</b>	<b>3,541</b>	<b>4,290</b>	<b>5,158</b>
货币资金及交易性金融资产	1,551	1,526	1,881	2,317	营业成本(含金融类)	1,522	1,796	2,180	2,625
经营性应收款项	693	866	1,035	1,237	税金及附加	18	20	25	31
存货	1,406	1,592	1,752	1,977	销售费用	278	347	403	475
合同资产	46	60	71	85	管理费用	324	393	463	542
其他流动资产	91	112	137	161	研发费用	238	290	339	392
<b>非流动资产</b>	<b>2,506</b>	<b>2,544</b>	<b>2,444</b>	<b>2,333</b>	财务费用	63	105	65	47
长期股权投资	47	47	47	47	加:其他收益	31	35	43	52
固定资产及使用权资产	1,230	1,148	1,001	848	投资净收益	(16)	(11)	(19)	(21)
在建工程	282	295	316	328	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	155	170	186	202	减值损失	(154)	(170)	(190)	(210)
商誉	378	448	448	448	资产处置收益	1	0	0	1
长期待摊费用	140	146	153	160	<b>营业利润</b>	<b>297</b>	<b>444</b>	<b>649</b>	<b>868</b>
其他非流动资产	275	290	293	299	营业外净收支	(21)	(10)	(12)	(13)
<b>资产总计</b>	<b>6,294</b>	<b>6,699</b>	<b>7,320</b>	<b>8,110</b>	<b>利润总额</b>	<b>276</b>	<b>434</b>	<b>637</b>	<b>856</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,778</b>	<b>1,913</b>	<b>2,113</b>	<b>2,343</b>	减:所得税	44	65	96	128
短期借款及一年内到期的非流动负债	992	983	983	983	<b>净利润</b>	<b>232</b>	<b>369</b>	<b>541</b>	<b>727</b>
经营性应付款项	477	538	658	795	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	86	110	132	159	<b>归属母公司净利润</b>	<b>240</b>	<b>369</b>	<b>541</b>	<b>727</b>
其他流动负债	223	282	340	406	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.13	1.74	2.55	3.43
<b>非流动负债</b>	<b>1,331</b>	<b>1,326</b>	<b>1,316</b>	<b>1,296</b>	EBIT	388	539	702	903
长期借款	243	243	233	213	EBITDA	595	796	967	1,176
应付债券	727	727	727	727	毛利率(%)	47.10	49.27	49.19	49.11
租赁负债	273	273	273	273	归母净利率(%)	8.34	10.43	12.62	14.10
其他非流动负债	88	83	83	83	收入增长率(%)	26.73	23.08	21.15	20.24
<b>负债合计</b>	<b>3,109</b>	<b>3,239</b>	<b>3,429</b>	<b>3,640</b>	归母净利润增长率(%)	18.96	53.93	46.68	34.30
归属母公司股东权益	3,136	3,410	3,841	4,421					
少数股东权益	50	50	50	50					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,186</b>	<b>3,460</b>	<b>3,891</b>	<b>4,470</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,294</b>	<b>6,699</b>	<b>7,320</b>	<b>8,110</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	318	455	746	874	每股净资产(元)	14.34	15.64	17.67	20.40
投资活动现金流	(202)	(298)	(195)	(195)	最新发行在外股份(百万股)	212	212	212	212
筹资活动现金流	177	(165)	(195)	(242)	ROIC(%)	6.37	8.25	10.12	12.01
现金净增加额	292	(26)	355	436	ROE-摊薄(%)	7.65	10.83	14.10	16.45
折旧和摊销	207	257	265	274	资产负债率(%)	49.39	48.36	46.85	44.88
资本开支	(220)	(250)	(132)	(128)	P/E (现价&最新股本摊薄)	65.95	42.84	29.21	21.75
营运资本变动	(329)	(419)	(356)	(445)	P/B (现价)	5.20	4.77	4.22	3.65

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>