

前端收入保持高速增长，后端产能利用率持续提升

皓元医药 (688131.SH)

核心观点

公司 2025 年营业收入同比增长 26.73%，26Q1 收入维持较快增速，归母净利润增长受到汇兑影响有所放缓。2025 年公司前端业务产品品类不断丰富、国际知名度持续提高，分子砌块整体实现盈利，工具化合物保持高速增长；后端业务项目数不断增加，管线持续推进，ADC 业务表现亮眼，小分子在手订单连续 6 个季度实现环比正增长。展望 26 年，公司前端业务预计仍将维持较快增长，后端随着业务结构调整、产能利用率提高以及重庆大分子工厂收入逐渐确认有望持续减少亏损，推动公司利润率持续改善。

事件

公司发布 2025&26Q1 业绩报告

2025 年全年实现营业收入 28.77 亿元，同比增长 26.73%；归母净利润 2.40 亿元，同比增长 18.96%；扣非净利润 2.47 亿元，同比增长 38.10%。26Q1 实现营业收入 7.29 亿元，同比增长 20.21%；归母净利润 0.66 亿元，同比增长 12.54%。截至 26Q1，后端小分子业务在手订单金额约 8.6 亿元，大分子业务在手订单达 1 亿元。

简评

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,270.18	2,876.90	3,581.37	4,413.43	5,379.07
YoY(%)	20.75	26.73	24.49	23.23	21.88
净利润(百万元)	201.59	239.81	314.00	469.51	633.12
YoY(%)	58.17	18.96	30.94	49.52	34.85
毛利率(%)	47.97	47.10	48.77	49.89	50.36
净利率(%)	8.88	8.34	8.77	10.64	11.77
ROE(%)	7.00	7.65	9.19	12.25	14.41
EPS(摊薄/元)	0.95	1.13	1.48	2.21	2.98
P/E(倍)	76.61	64.40	49.18	32.89	24.39
P/B(倍)	5.58	5.08	4.65	4.13	3.59

资料来源：iFinD，中信建投证券

维持

买入

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

成雨佳

SAC 编号:S1440525120003

SFC 编号:BIQ365

王云鹏

SAC 编号:S1440524070020

发布日期：2026 年 05 月 05 日

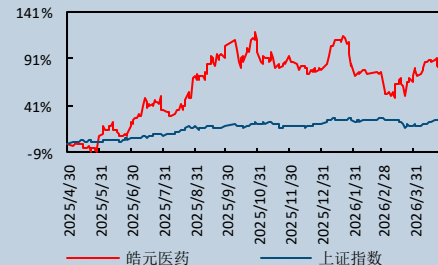
当前股价：72.81 元

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
	6.23/1.28	-7.31/-6.25	84.61/59.70
12 月最高/最低价 (元)			88.38/36.75
总股本 (万股)			21,210.40
流通 A 股 (万股)			21,210.40
总市值 (亿元)			154.43
流通市值 (亿元)			154.43
近 3 月日均成交量 (万)			402.42
主要股东			
上海安戎信息科技有限公司			32.10%

股价表现



相关研究报告

营收保持高速增长，利润率持续修复。

2025 年公司实现营业收入 28.77 亿元，同比增长 26.73%，其中前端业务收入 19.91 亿元，同比增长 32.83%，占主营收入 69.50%；后端业务收入 8.72 亿元，同比增长 15.59%，占主营收入 30.50%。实现归母净利润 2.40 亿元，同比增长 18.96%，扣非净利润 2.47 亿元，同比增长 38.10%，扣非净利率持续修复至 8.90%，同比增长 0.73 个百分点。26Q1 公司实现营收 7.29 亿元，同比增长 20.21%，收入延续较高增长，实现归母净利润 0.66 亿元，同比增长 12.54%，利润增速下降较多主要受汇兑损益影响较大，若剔除人民币升值的汇兑影响，净利润同比增长 30% 左右。

前端业务保持高增长，产品储备持续丰富

2025 年公司前端业务得益于强大的竞争力与国际影响力，营收保持高速增长，全年同比增长 32.83%，实现毛利率 62.0%，同比增长约 3 个百分点，累计完成订单数量超过 104 万个。其中工具化合物和生化试剂实现营收 14.28 亿元，同比增长 32%，占前端收入比例 71.7%，公司持续重视研发创新，布局 XDC、多肽、小核酸等新分子及类器官药物筛选等热门领域，加速开发进程，2025 年完成约 1400 个蛋白设计、小试、表达、纯化、鉴定和质控，启动新重组蛋白研发项目超 2800 个。分子砌块实现营收 5.63 亿元，同比增长 35%，占前端收入比例 28.3%，形成了一系列明星产品，打造了明显的品牌效应。

截至 2025 年末，前端已累计储备约 15.9 万种生命科学试剂，其中分子砌块约 9.9 万种，工具化合物和生化试剂超 6.0 万种，构建了超 270 种集成化化合物库。

后端在手订单加速增长，ADC 表现亮眼

2025 年公司后端业务随着创新能力提高、产能建设落地及客户群体扩大，营收持续稳步增长，全年同比增长 15.59%，毛利率 13.6%。其中创新药领域收入 5.86 亿元，同比增长 20% 以上，占后端收入 67.2%；仿制药领域收入 2.86 亿元，同比增长 7%，占后端收入 32.8%。截至 26Q1，后端小分子业务在手订单金额约 8.6 亿元，连续六个季度环比正增长，同比增长超 40%，大分子订单达 1 亿元；

公司后端仿制药项目数共 482 个，其中商业化项目超 90 个；创新药项目数共 1268 个，超 200 个进入临床 II 期、临床 III 期及商业化阶段。在 ADC 领域，公司持续完善平台建设、升级产品管线，2025 年服务客户数超 1400 家，承接 ADC 项目数超 120 个，累计 17 个与 ADC 药物相关的小分子产品完成了美国 FDA sec-DMF 备案，并参与多个 BLA 申报。截至 2026Q1，ADC 小分子部分在手订单约 1.8 亿，ADC 大分子部分在手订单约 1 亿，合计约 2.8 亿。在产能建设方面，重庆皓元抗体偶联 CDMO 基地已顺利投入运营，并与上海总部及马鞍山研发中心联动，加速赋能 ADC 临床前到商业化生产全过程。

26 展望：营收保持较高增速，盈利能力逐步改善

国内科研端和工业端需求持续增长，受益于创新药产业发展热度回升，早期药物发现阶段对工具化合物、分子砌块需求增加。美国市场工业端需求旺盛，欧洲、韩国市场需求增长明显。公司工具化合物 26 年有望继续保持 20% 以上增速，为公司提供持续现金流；分子砌块业务的差异性明显、品牌认知度逐渐提高，随着海外市场占比提升，26 年有望实现 35% 以上增长；特色原料药、中间体与制剂业务的项目管线不断推进、产能建设逐步落地，ADC 一体化布局加速落地，在手订单快速增长，公司预期全年有望实现 20% 以上收入增长。

财务分析：26Q1 费用率短期上升较多，全年有望逐步改善

费用方面，公司 25 年销售、管理、研发及财务费用率为 9.67%、11.26%、8.26% 以及 2.19%，同比变化 +0.43pp、+0.90pp、-1.74pp、+0.70pp。销售费用率增长主要系公司加速推进全球化，积极开拓国内国际市场，销售人员工资、业务推广及仓储等费用增加所致；管理费用率增长主要系职工薪酬、股份支付费用及装修费摊销金额增长较多所致；研发费用整体保持增长趋势，研发费用率有所下降。26Q1 销售、管理、研发及财务费用率为 11.30%、12.69%、8.85% 以及 3.77%，同比变化 +3.79pp、+3.22pp、+1.03pp、+2.36pp，期间费用率有所提升主要系 25 年收购 Fluorochem 公司并表所致，全年期间费用率有望逐步改善。

25年公司实现主营业务毛利率47.10%，同比增长5.22个百分点；实现归母净利率8.34%，同比基本持平。毛利率提升主要系毛利率较高的前端业务收入占比提升，净利率基本持平主要因期间费用率有所上升。26Q1公司毛利率52.41%，净利率9.31%。预计随着前端业务实现稳健增长与费用率降低、后端业务管线逐步推进与产能利用率提升，公司利润率将保持增长趋势。

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。近年来公司前端业务持续高速增长、产品储备快速丰富，后端业务在手订单加速增长、ADC业务逐渐完善、产能建设不断落地，三大引擎协同发力效应显现。我们预测公司2026-2028年营收分别为35.8亿、44.1亿以及53.8亿元，增速分别为24.5%、23.2%以及21.9%，归母净利润分别为3.1亿、4.7亿以及6.3亿元，增速分别为31%、50%以及35%，对应PE估值为49X、33X以及24X，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

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。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。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

成雨佳

研究生毕业于约翰霍普金斯大学。具有境内外买方、卖方从业经验，目前从事医药行业研究。

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