



皓元医药

688131.SH

前端高增稳压舱，后端项目蓄势能

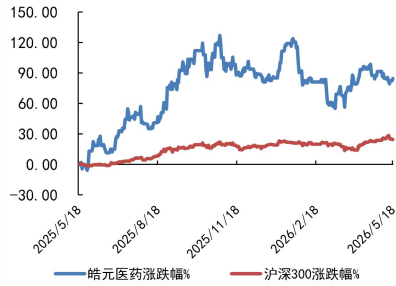
ADC 一体化能力加速完善

基础数据：

截至 2026 年 5 月 18 日

当前股价	71.86 元
投资评级	增持
评级变动	维持
总股本	2.12 亿股
流通股本	2.12 亿股
总市值	152.42 亿元
流动市值	152.42 亿元

相对市场表现：



分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

分析师 魏钰琪

weiyuqi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200525060001

联系电话：010-68099389

公司地址：

北京市丰台区凤凰嘴街2号院
1号楼中国长城资产大厦16层

事件：公司发布2025年报及2026年一季报：2025全年，公司实现营业收入28.77亿元，同比增长26.7%；归母净利润2.40亿元，同比增长19.0%，扣非归母净利润2.47亿元，同比增长38.1%；经营活动现金流量净额3.18亿元，同比减少16.8%。2026年一季度，公司实现营业收入7.29亿元，同比增长20.21%；归母净利润0.68亿元，同比增长8.75%；扣非归母净利润0.66亿元，同比增长12.54%。

事件点评：

◆**前端业务高增驱动收入利润双增。**2025年，公司扣非归母净利润增速快于收入增速。分业务看，分子砌块、工具化合物和生化试剂业务收入19.91亿元，同比增长32.8%，毛利率61.9%，维持较高盈利能力，为公司利润贡献的核心来源；原料药和中间体、制剂业务收入8.72亿元，同比增长15.6%，毛利率13.6%，同比下降6.4pct，盈利能力仍有改善空间。分地区看，公司境外主营业务收入11.57亿元，同比增长34.2%，占主营业务收入比重40.4%，海外业务拓展延续较快增长态势，且保持较高毛利率水平（61.10%）。整体来看，公司2025年收入增长主要由高毛利前端生命科学试剂业务驱动；但公司2025年计提存货跌价准备1.21亿元，减少归母净利润约1.10亿元，存货减值仍对当期利润形成一定扰动。

◆**2026年一季度收入端延续较快增长，费用扰动下利润增速阶段性放缓。**2026年一季度，公司实现营业收入7.29亿元，同比增长20.2%；归母净利润0.68亿元，同比增长8.8%；扣非归母净利润0.66亿元，同比增长12.5%，收入端延续较快增长趋势，但利润增速低于收入增速。费用方面，销售/管理/研发/财务费用分别为0.82亿元/0.93亿元/0.65亿元/0.28亿元，合计费用率为36.6%，同比提升6.0pct，对当期利润形成一定压制。现金流方面，公司2026年一季度经营活动现金流净额为



0.37 亿元，较去年同期的-0.33 亿元明显改善，主要系公司加大了应收账款催款力度。

◆**前端生命科学试剂业务：高速增长延续，工具化合物稳固基本盘，分子砌块加速打造第二增长引擎。**2025 年，公司前端生命科学试剂业务实现收入 19.91 亿元，其中，工具化合物和生化试剂业务实现收入 14.28 亿元，同比增长 32.0%，作为公司现阶段利润和现金流中心，持续巩固优势地位；分子砌块业务实现收入 5.63 亿元，同比增长 35.0%，增速略快于前端业务整体，第二增长引擎属性进一步强化。截至 2025 年 12 月 31 日，公司已累计储备约 15.9 万种生命科学试剂，其中工具化合物和生化试剂超 6.0 万种，构建了 250 多种集成化化合物库，分子砌块超 9.8 万种；2025 年公司累计完成订单数约 104 万个，客户使用公司生命科学试剂产品累计发表科研文献约 7.2 万篇。整体来看，工具化合物和生化试剂业务凭借较强品牌影响力和客户粘性，有望继续贡献稳定利润和现金流；分子砌块业务则依托差异化产品储备、定制研发能力及海外市场拓展，仍具备较好的成长弹性。

◆**后端原料药和中间体、制剂业务：实现稳健增长，创新药 CRDMO 占比提升推动业务结构优化。**2025 年，公司后端原料药和中间体、制剂业务实现收入 8.72 亿元，同比增长 15.6%，收入端保持稳健增长；但板块毛利率为 13.6%，同比下降 6.4pct，盈利能力仍处于相对低位。其中，特色原料药、中间体及 CMO 业务收入 2.86 亿元，同比 7.0%；创新药 CRDMO 业务收入 5.86 亿元，同比增长 20.3%。截至 2025 年 12 月 31 日，特色原料药、中间体及 CMO 业务项目数超 430 个，其中商业化项目 84 个；创新药 CRDMO 业务累计承接项目突破 1,000 个，超 140 个项目已进入临床 II 期、临床 III 期及商业化阶段。整体来看，公司后端业务仍处于从中间体供应向原料药、制剂及更高附加值服务延伸的阶段，后续盈利能力改善有赖于产品结构优化、高附加值业务占比提升及项目向后期和商业化阶段持续推进。



◆ADC 一体化平台能力持续完善。ADC 领域，公司立足国内 ADC Payload-Linker 研究先行者定位，在毒素-连接子合成、质量研究及高活操作方面积累较深，并持续补齐大分子端偶联、抗体工艺开发及制剂开发等能力；依托上海、马鞍山、重庆“三位一体”布局，公司逐步形成覆盖 Payload-Linker 开发、抗体发现、偶联工艺优化及商业化生产的全链条服务体系。2025 年公司承接 ADC 项目数超 190 个，合作客户超 1,700 家；截至 2025 年末，已有 16 个与 ADC 药物相关的小分子产品完成美国 FDA sec-DMF 备案，参与 5 个 BLA 申报；此外，重庆皓元抗体偶联 CDMO 基地顺利投入运营并通过欧盟 QP 审计。ADC 业务是公司创新药 CRDMO 能力建设的重要延伸，有望强化公司在后端高附加值业务中的项目承接能力，并为后续成长弹性提供支撑。

投资建议：

我们预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 304.01/449.72/626.18 百万元，EPS 分别为 1.43/2.12/2.95 元/股，当前股价对应 PE 为 50/34/24 倍。考虑公司前端生命科学试剂业务维持较快增长，工具化合物和生化试剂业务盈利能力较强，分子砌块第二增长引擎属性持续强化；后端业务在特色原料药、中间体与制剂基础上，持续向创新药 CRDMO 及 ADC 一体化服务等高附加值环节延伸，中长期成长与盈利弹性有望逐步释放，我们维持其“增持”评级。

风险提示：

存货规模较大及减值风险；海外业务占比提升带来的地缘政治及汇率风险；后端产能利用率、订单兑现与盈利时点存在不确定性。

主要财务数据及预测：

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,876.90	3,529.69	4,325.60	5,320.86
增长率(%)	26.73	22.69	22.55	23.01
归母净利润(百万元)	239.81	304.01	449.72	626.18
增长率(%)	18.96	26.77	47.93	39.24



EPS (元/股)	1.13	1.43	2.12	2.95
市盈率 (P/E)	63.56	50.14	33.89	24.34
市净率 (P/B)	4.86	4.20	3.72	3.11

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2025	2026E	2027E	2028E	利润表	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,531.41	1,878.90	2,302.57	2,832.36	营业收入	2,876.90	3,529.69	4,325.60	5,320.86
应收账款	646.06	827.70	978.38	1,243.26	营业成本	1,521.78	1,835.29	2,226.01	2,713.87
预付账款	18.23	25.37	27.51	36.96	营业税金及附加	17.96	17.65	21.63	26.60
存货	1,405.97	1,652.85	1,995.33	2,377.02	营业费用	278.18	370.62	445.54	537.41
其他	186.23	191.04	206.33	214.91	管理费用	323.91	416.50	493.12	585.29
流动资产合计	3,787.89	4,575.86	5,510.12	6,704.51	研发费用	237.62	292.96	350.37	420.35
长期股权投资	47.37	47.37	47.37	47.37	财务费用	63.03	112.95	121.12	133.02
固定资产	927.64	997.81	1,033.90	1,034.78	资产减值损失	-134.09	-140.00	-150.00	-175.00
在建工程	281.55	281.08	266.76	256.73	公允价值变动收益	0.07	0.00	0.00	0.00
无形资产	154.55	142.46	130.37	118.28	投资净收益	-15.97	-5.00	-5.00	-5.00
其他	1,095.28	1,050.19	1,007.41	964.64	其他	525.27	572.96	654.37	778.35
非流动资产合计	2,506.38	2,518.91	2,485.80	2,421.79	营业利润	296.75	348.72	518.82	726.31
资产总计	6,294.27	7,094.78	7,995.93	9,126.30	营业外收入	1.71	2.20	2.20	2.20
短期借款	829.79	1,132.21	1,343.27	1,601.53	营业外支出	22.68	1.23	1.23	1.23
应付账款	449.82	511.70	654.52	767.30	利润总额	275.78	349.68	519.78	727.28
其他	497.90	444.57	540.31	497.59	所得税	44.13	55.95	83.17	116.36
流动负债合计	1,777.51	2,088.48	2,538.10	2,866.41	净利润	231.65	293.73	436.62	610.91
长期借款	242.83	242.83	242.83	242.83	少数股东损益	-8.16	-10.28	-13.10	-15.27
应付债券	726.72	726.72	726.72	726.72	归属于母公司净利润	239.81	304.01	449.72	626.18
其他	361.48	365.00	370.00	375.00	主要财务比率	2025	2026E	2027E	2028E
非流动负债合计	1,331.03	1,334.55	1,339.55	1,344.55	成长能力				
负债合计	3,108.54	3,423.03	3,877.65	4,210.96	营业收入	26.73%	22.69%	22.55%	23.01%
少数股东权益	49.69	39.41	26.31	11.04	营业利润	25.31%	17.51%	48.78%	39.99%
股本	212.10	212.10	212.10	212.10	归属于母公司净利润	18.96%	26.77%	47.93%	39.24%
资本公积	1,757.65	2,139.40	2,239.25	2,550.64	获利能力				
留存收益	2,795.27	3,420.23	3,879.86	4,692.19	毛利率	47.10%	48.00%	48.54%	49.00%
其他	-1,628.99	-2,139.40	-2,239.25	-2,550.64	净利率	8.34%	8.61%	10.40%	11.77%
股东权益合计	3,185.74	3,671.75	4,118.28	4,915.33	ROE	7.65%	8.37%	10.99%	12.77%
负债和股东权益总计	6,294.27	7,094.78	7,995.93	9,126.30	ROIC	11.88%	13.48%	15.98%	19.83%
现金流量表	2025	2026E	2027E	2028E	偿债能力				
经营活动现金流	317.75	175.21	513.14	403.43	资产负债率	49.39%	48.25%	48.50%	46.14%
资本支出	248.74	200.94	179.32	175.03	流动比率	2.13	2.19	2.17	2.34
长期投资	-79.33	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.34	1.40	1.38	1.51
其他	-371.44	-410.41	-368.65	-360.05	营运能力				
投资活动现金流	-202.04	-209.46	-189.32	-185.03	应收账款周转率	4.93	4.79	4.79	4.79
债权融资	1,961.31	2,263.73	2,474.79	2,733.05	存货周转率	2.24	2.31	2.37	2.43
股权融资	3.93	140.13	-21.26	178.36	总资产周转率	0.49	0.53	0.57	0.62
其他	-1,788.24	-2,022.11	-2,353.67	-2,600.03	每股指标（元）	2025	2026E	2027E	2028E
筹资活动现金流	177.00	381.75	99.86	311.38	每股收益	1.13	1.43	2.12	2.95
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.50	0.83	2.42	1.90
现金净增加额	292.71	347.49	423.67	529.79	每股净资产	14.79	17.13	19.29	23.12

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告的风险等级定级为 R3, 仅供符合长城国瑞证券有限公司投资者适当性管理要求的客户(简称“客户”)使用。我公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。