

2026 年 07 月 22 日

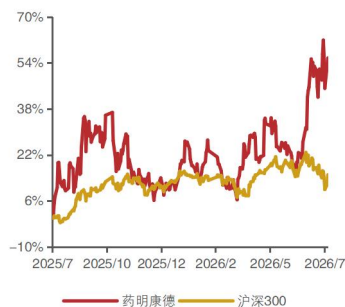
投资评级：买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
徐子悦
SAC: S1350526030002
xuziyue@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 07 月 21 日

收盘价（元）	126.45
一年内最高/最低（元）	135.17/83.30
总市值（百万元）	377,296.09
流通市值（百万元）	377,296.09
总股本（百万股）	2,983.76
资产负债率（%）	21.08
每股净资产（元/股）	28.23

资料来源：聚源数据

药明康德(603259.SH)

——CRDMO 管线高效转化，在手订单充裕支撑业绩释放

投资要点：

- **药明康德为全球医药及生命科学行业提供一体化、端到端的新药研发和生产服务。**公司具有独特的“CRDMO”业务模式，服务范围涵盖化学药研发和生产、生物学研究、临床前测试和临床研发等领域。公司近年来收入利润均快速增长，2015 年至 2025 年，公司营业收入水平由 48.83 亿元增长至 454.56 亿元（CAGR 25.0%）；归母净利润由 3.49 亿元增长至 191.51 亿元（CAGR 49.3%）。公司持续加大资本开支以匹配全球需求，2025 年 CAPEX 为 55.38 亿元，2026 年预计将达 65–75 亿元；截至 2025 年底，小分子原料药反应釜总体积已提升至超 4,000kL；2025 年 9 月，提前完成泰兴多肽产能建设，多肽固相合成反应釜总体积超 100,000L，产能储备充足。
- **深度参与全球创新产业链，CRDMO 管线引流高质量分子，推动业务持续发展。**CRDMO 模式持续导流，2025 年成功合成并交付超 42 万个新化合物，R 到 D 转化分子 310 个。受益于全球多肽及寡核苷酸药物需求增长，2025 年 TIDES 业务收入达 113.7 亿元（同比+96.0%），TIDES D&M 服务客户数同比提升 25%，服务分子数量同比提升 45%。GLP-1 等大单品及创新药授权出海高景气有望持续带动订单增长。
- **景气度持续上行，在手订单快速增长。**中国创新药对外 BD 持续升温，2026Q1 对外授权交易总额已超 600 亿美元，接近 2025 年全年一半；全球 MNC 并购加速，2026 年前六个月已发生 33 笔超 10 亿美元的 Biotech 收购，总金额约 1,340 亿美元，已超过 2025 年全年水平。截至 2026Q1，公司在手订单同比增长 23.6%至 597.7 亿元。在手订单金额高增速，确保公司业绩的稳定性和韧性。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 174.57/207.27/250.19 亿元，同比增速分别为–8.84%/18.73%/20.71%，主要考虑 2025 年归母净利润中包含出售资产带来的一次性收益，我们预计 2026 年表观利润将下滑。2026 年 7 月 21 日收盘价对应 2026 年至 2028 年 PE 分别为 22/18/15 倍。我们选取药明合联、凯莱英、康龙化成作为可比公司，鉴于公司更加聚焦于 CRDMO 核心战略，对达成全年指引充满信心，并有望在适当时机上调指引，我们看好后续高质量分子推动公司业务持续发展。维持“买入”评级。
- **风险提示：**国际环境变化的风险，药物研发市场增速不及预期的风险，行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	39,241	45,456	52,129	60,965	70,081
同比增长率（%）	–2.73%	15.84%	14.68%	16.95%	14.95%
归母净利润（百万元）	9,450	19,151	17,457	20,727	25,019
同比增长率（%）	–1.63%	102.65%	–8.84%	18.73%	20.71%
每股收益（元/股）	3.17	6.42	5.85	6.95	8.39
ROE（%）	16.12%	24.02%	18.89%	19.28%	19.89%
市盈率（P/E）	39.92	19.70	21.61	18.20	15.08

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 174.57/207.27/250.19 亿元，同比增速分别为 -8.84% /18.73% /20.71%，主要考虑 2025 年归母净利润中包含出售资产带来的一次性收益，我们预计 2026 年表观利润将下滑。2026 年 7 月 21 日收盘价对应 2026 年至 2028 年 PE 分别为 22/18/15 倍。我们选取凯莱英、康龙化成和药明合联为可比公司，鉴于公司将更加聚焦于 CRDMO 核心战略，对达成全年指引充满信心，并有望在适当时机上调指引，我们对全年业绩完成充满信心，并看好后续高质量分子推动业务持续发展。维持“买入”评级。

关键假设

我们预期公司整体收入在 2026 年–2028 年分别为 521.29/609.65/700.81 亿元，同比增速分别为 14.7%/17.0%/15.0%；随着大订单的放量及公司精进运营管理能力的提升，公司毛利率有望持续提升，我们预期毛利率在 49.7%/50.8%/52.8%。其他核心假设如下：

（1）Chemistry 板块：获益于全球投融资高景气度，小分子及 TIDES 订单金额持续高增速。我们预期 2026 年–2028 年化学业务增速为 21.0%/17.1%/15.2%。

（2）Testing 板块：坚持差异化能力建设和精细化运营管理，药物安全性评价业务保持领先地位。我们预期 2026 年–2028 年测试业务增速为 20.0%/18.0%/15.0%。

（3）Biology 板块：坚持科学引领、持续引流，体内、体外业务协同及新分子业务驱动增长。我们预期 2026 年–2028 年生物业务增速为 18.0%/13.0%/12.0%。

投资逻辑要点

公司 CRDMO 模式的“漏斗效应”构筑深厚壁垒，公司从早期药物发现阶段即深度嵌入客户研发链条，“跟随分子发展”的商业模式不仅带来极强的客户粘性，更形成了持续自我强化的管线引流。高景气赛道与产能释放形成正向循环，多肽与寡核苷酸业务从小规模特色服务跃升为第二增长曲线，大单品驱动下产能利用率快速爬坡，规模化效应逐步显现，收入质量与盈利能力同步改善。公司在手订单饱满且结构持续优化，随着后期及商业化项目数量不断增加，利润增速有望持续跑赢收入增速。

核心风险提示

国际环境变化的风险，药物研发市场增速不及预期的风险，行业竞争加剧风险。

内容目录

1. 全球稀缺的一体化能力，CAPEX 持续投入	5
2. CRDMO 管线引流高质量分子，推动业务持续发展	6
3. 景气度持续上行，在手订单快速增长	8
4. 盈利预测与评级	10
4.1. 盈利预测	10
4.2. 估值	10
5. 风险提示	11

图表目录

图表 1: 药明康德主要财务数据 (亿元)	5
图表 2: 药明康德板块收入拆分 (亿元)	5
图表 3: 药明康德主要费用率水平 (%)	6
图表 4: 药明康德 CAPEX 投入及经调整经营性现金流 (亿元)	6
图表 5: 药明康德 CRDMO 管线 (截至 26Q1)	6
图表 6: 药明康德参与生产 FDA 于 2024-2025H1 批准的小分子药物	6
图表 7: III 期及商业化小分子项目数量 (个)	7
图表 8: III 期及商业化项目收入水平 (亿元)	7
图表 9: 药明康德深度参与全球 GLP1 产业链	7
图表 10: Wegovy pill 及 Foundayo 处方数据跟踪 (张)	7
图表 11: 药明康德 TIDES 业务收入 (亿元)	8
图表 12: 药明康德多肽固相合成反应釜总体积 (升/L)	8
图表 13: 中国创新药授权出海交易数量与金额 (2019-2025 年)	8
图表 14: 全球 MNC 并购金额情况	8
图表 15: 2026H1 的 Top 10 并购交易 (Biotech 收购)	9
图表 16: 药明康德持续经营业务在手订单 (亿元)	9
图表 17: 可比公司估值表	10

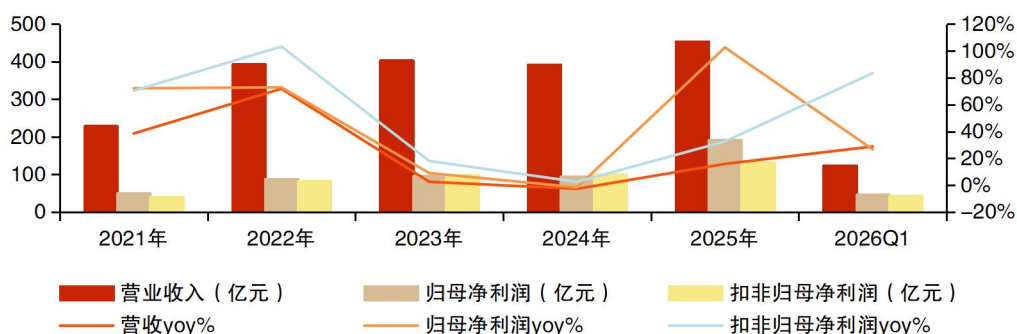
1. 全球稀缺的一体化能力，CAPEX 持续投入

药明康德为全球医药及生命科学行业提供一体化、端到端的新药研发和生产服务，在亚洲、欧洲、北美等地均设有运营基地。公司通过独特的“CRDMO”业务模式，不断降低研发门槛，助力客户提升研发效率，为患者带来更多突破性的治疗方案，服务范围涵盖化学药研发和生产、生物学研究、临床前测试和临床研发等领域。

公司始终恪守最高国际质量监管标准，自成立以来，凭借优异的服务纪录以及完善的知识产权保护体系，在全球医药研发行业赢得了公认的优秀声誉。公司所形成的服务品质在业内具备极高认可度和公信力。公司不断优化和发掘跨板块间的业务协同性以更好地服务全球客户，持续强化公司独特的一体化 CRDMO 业务模式，并提供真正的一站式服务，满足客户从药物发现、开发到生产的服务需求。

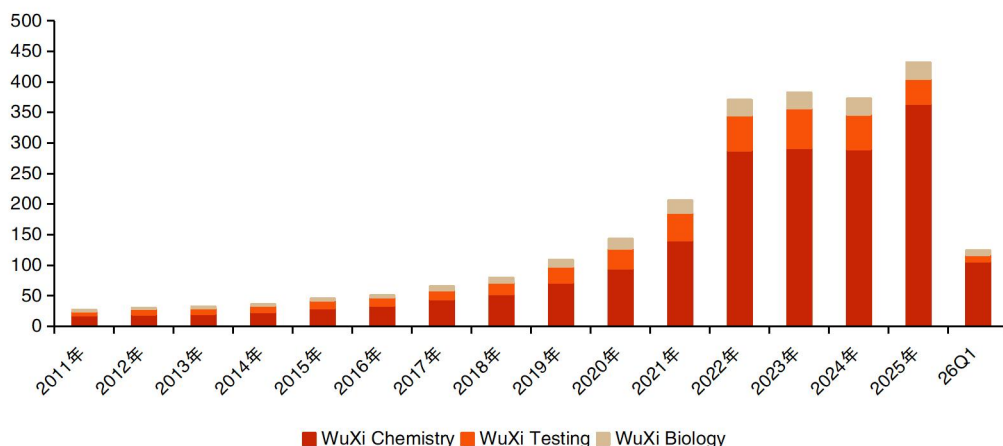
2015 年至 2025 年，公司营业收入水平由 48.83 亿元增长至 454.56 亿元（CAGR 25.0%）；归母净利润由 3.49 亿元增长至 191.51 亿元（CAGR 49.3%）。

图表 1：药明康德主要财务数据（亿元）



资料来源：iFind，华源证券研究所

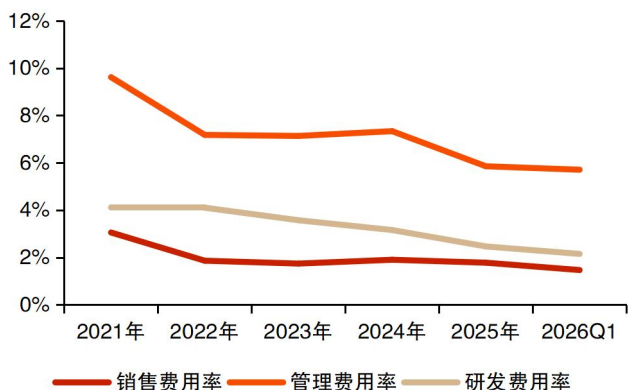
图表 2：药明康德板块收入拆分（亿元）



资料来源：药明康德公司年报，药明康德投资者关系演示资料，华源证券研究所

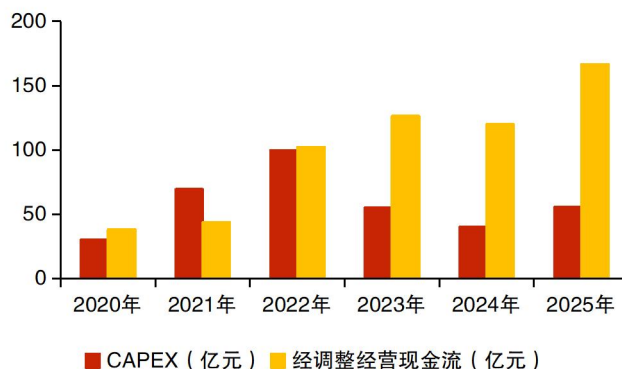
加快推进全球产能建设。2025 年底小分子原料药反应釜总体积已提升至超 4,000kL；2025 年 9 月，公司提前完成泰兴多肽产能建设。公司多肽固相合成反应釜总体积已提升至超 100,000L。公司 2025 年资本开支为 55.38 亿元，公司预计 2026 年资本开支将达到 65-75 亿元。公司预计 2026 年整体收入将达到 513-530 亿元，持续经营业务收入同比增长 18%-22%。公司将更加聚焦 CRDMO 核心战略，加速全球化能力建设和产能投放。

图表 3：药明康德主要费用率水平 (%)



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 4：药明康德 CAPEX 投入及经调整经营性现金流 (亿元)

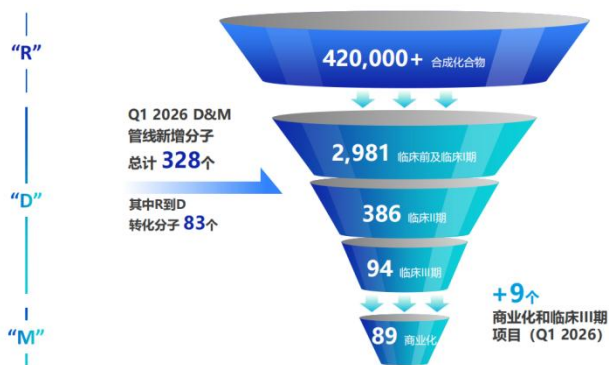


资料来源：药明康德投资者关系演示资料，华源证券研究所

2. CRDMO 管线引流高质量分子，推动业务持续发展

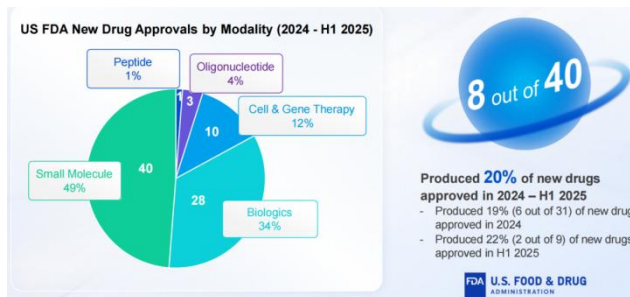
CRDMO 模式持续导流管线，药明康德小分子 CDMO 管线覆盖广度领先行业。CRDMO 商业模式驱动业务持续增长，小分子药物发现(R)业务持续引流，2025 年成功合成并交付超过 42 万个新化合物，2025 年 R 到 D 转化分子 310 个。2026 年一季度趋势持续，R 到 D 转化分子 83 个，商业化和临床 III 期项目 9 个。2024 年至 2025 年上半年，FDA 批准的小分子创新药 40 款，其中药明康德参与生产了 8 款，占比达 20%。分年度来看，2024 年 FDA 批准 31 款新药，药明康德贡献 6 款（占比 19%）；2025 年上半年批准 9 款新药，药明康德贡献 2 款（占比 22%）。

图表 5：药明康德 CRDMO 管线 (截至 26Q1)



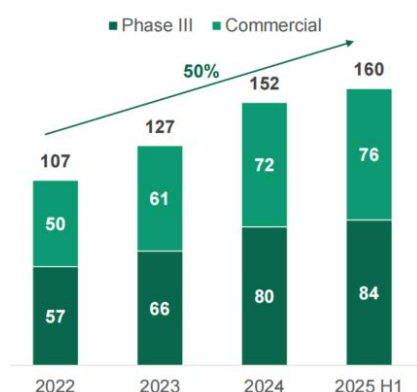
资料来源：药明康德投资者关系演示资料，华源证券研究所

图表 6：药明康德参与生产 FDA 于 2024-2025H1 批准的小分子药物



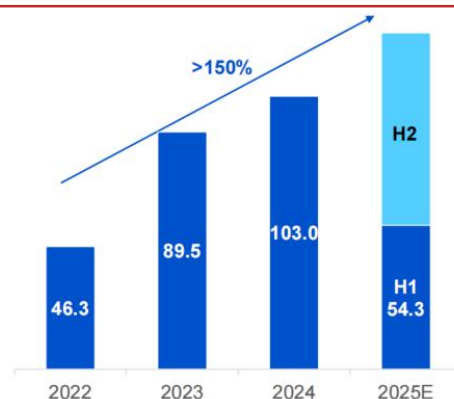
资料来源：药明康德投资者关系演示资料，华源证券研究所

图表 7：III 期及商业化小分子项目数量（个）



资料来源：药明康德投资者关系演示资料，华源证券研究所

图表 8：III 期及商业化项目收入水平（亿元）



注：不包括 COVID-19 商业化项目

资料来源：药明康德投资者关系演示资料，华源证券研究所

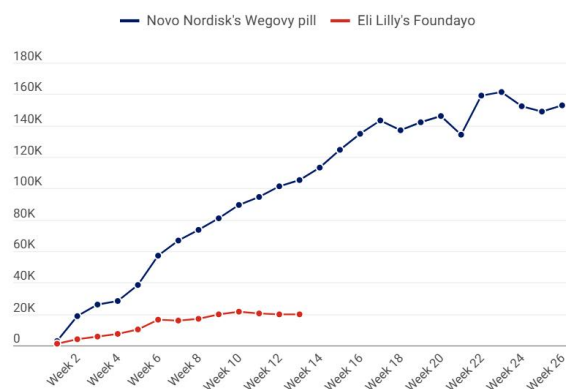
后续 GLP1 等大单品有望持续带动订单收入快速增长。海外诺和诺德司美格鲁肽片剂（Wegovy pill）自 26 年 1 月 5 日上市 5 个多月内处方量已超过 300 万份，市场需求持续增长；礼来替尔泊肽 2025 年全年销售额 365 亿美元；Foundayo 获批后根据 Fierce Pharma 跟踪数据上市 Week9 周度处方数接近 2 万张。Revolution RAS 抑制剂 daraxonrasib 今年 4 月公布胰腺癌 III 期临床试验结果，对于既往治疗失败的转移性胰腺癌患者，daraxonrasib 组中位总生存期达到 13.2 个月，而标准化疗组仅为 6.7 个月，生存期延长近一倍，死亡风险降低 60%，FDA 批准其 EAP 计划，可提前用于临床患者使用。

图表 9：药明康德深度参与全球 GLP1 产业链



资料来源：药明康德投资者关系演示资料，华源证券研究所

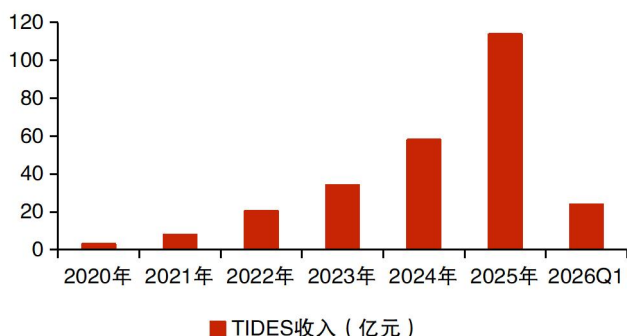
图表 10：Wegovy pill 及 Foundayo 处方数据跟踪（张）



资料来源：IQVIA, Fierce Pharma, 华源证券研究所

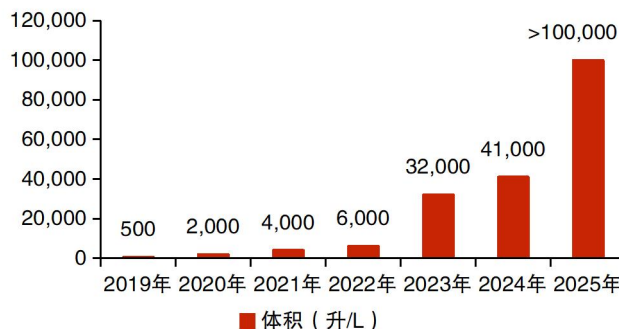
TIDES 业务（寡核苷酸和多肽）保持高速增长。随着 2024 年新增产能逐季度爬坡，2025 年 TIDES 业务收入达到 113.7 亿元，同比增长 96.0%。截至 2025 年末，TIDES 在手订单同比增长 20.2%；TIDES D&M 服务客户数同比提升 25%，服务分子数量同比提升 45%；2025 年 9 月，提前完成泰兴多肽产能建设。公司多肽固相合成反应釜总体积已提升至超 100,000L。2026 年第一季度 TIDES 业务收入 23.8 亿元，同比增长 6.1%；预计全年 TIDES 业务收入将实现约 40% 增长；TIDES D&M 服务客户数同比提升 28%，服务分子数量同比提升 59%。

图表 11：药明康德 TIDES 业务收入（亿元）



资料来源：药明康德投资者关系演示资料，华源证券研究所

图表 12：药明康德多肽固相合成反应釜总体积（升/L）



资料来源：药明康德投资者关系演示资料，华源证券研究所

3. 景气度持续上行，在手订单快速增长

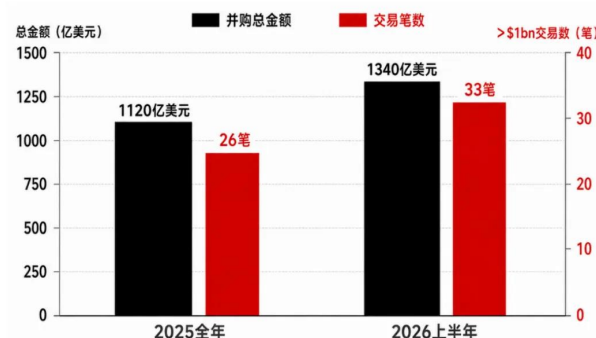
2025 年中国创新药授权出海创下新高，成为全球生命科学交易的核心枢纽。2025 年，中国创新药授权出海活动创下历史新高：总交易价值达 1356 亿美元，预付款 70 亿美元，交易数量 157 笔。新公司模式的应用也从 2024 年的 6 笔增至 2025 年的 9 笔。监管改革缩短了审批周期、降低了研发成本，使中国生物科技企业能够以成熟市场难以企及的速度完成从药物发现到人体试验的转化。庞大的患者群体进一步支撑了快速入组与数据收集。与此同时，美国监管环境的不确定性给传统药物研发路径带来挑战，促使跨国企业将目光投向中国，通过合作、授权及联合开发等方式，填补产品线关键缺口，实现高性价比、高效率的临床开发。2026Q1 中国创新药对外授权交易总额已超过 600 亿美元，接近 2025 年全年的一半。平均首付款不断上行，截至 3 月 25 日，2026Q1 平均首付款达到 1.84 亿美元，平均总金额超过 27 亿美元，同比分别增长约 59%和 46%；合作模式从后期引进逐步前移至平台合作和早期绑定。

图表 13：中国创新药授权出海交易数量与金额（2019-2025 年）



资料来源：普华永道，医药魔方，华源证券研究所

图表 14：全球 MNC 并购金额情况



资料来源：STAT，中国药促会，华源证券研究所

2026 年医药并购趋势火热，MNC 收购速度加快。根据 STAT 统计，2026 年前六个月，全球已经发生 33 笔估值超过 10 亿美元的 Biotech 收购，总金额约 1340 亿美元，已经超过 2025 年全年水平。根据中国医药报，MNC 此轮收购呈现“高溢价”特征，如渤健收购 Apellis 溢价达 140%，吉利德以 79%溢价收购 Arcellx，施维雅溢价 68%拿下 Day One，礼来溢价

62%收购 Ventyx。2026 年 6 月，艾伯维（AbbVie）宣布以约 109 亿美元全现金收购免疫领域生物科技公司 Apogee Therapeutics。

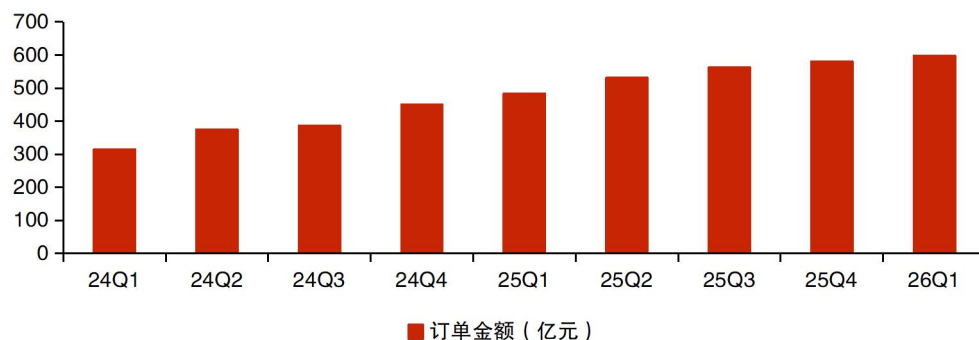
图表 15：2026H1 的 Top 10 并购交易（Biotech 收购）

交易时间	收购方	被收购方	交易金额	核心资产
2026-04-26	Sun Pharma	Organon & Co	117.5亿美元	本维莫德（AhR，已上市）
2026-06-22	AbbVie	Apogee Therapeutics	109.0亿美元	zumilokibart（IL-13，II期）、APG333（TSLP，I期）、APG273（IL-13/TSLP，临床前）
2026-06-09	GSK	Nuvalent	106.0亿美元	zidesamtinib（ROS1，申请上市）、neladalkib（ALK，申请上市）、NVL-330（HER2 exon 20，I期）
2026-03-31	Eli Lilly	Centessa Pharmaceuticals	78.0亿美元	cleminorexton（OX2R，II期）、ORX142（OX2R，I期）、ORX489（OX2R，临床前）
2026-02-23	Gilead Sciences	Arcellx	78.0亿美元	anitocabtagene autoleucel / anito-cel（BCMA CAR-T，申请上市）
2026-04-20	Eli Lilly	Kelonia Therapeutics	70.0亿美元	KLN-1010（BCMA/CD3，I期）
2026-03-25	Merck & Co.	Terns Pharmaceuticals	67.0亿美元	embibatinib / TERN-701（STAMP，I/II期）
2026-03-31	Biogen	Apellis Pharmaceuticals	61.463亿美元	pegcetacoplan（C3，已上市）
2026-04-07	Gilead Sciences	Tubulis	50.0亿美元	TUB-040（NaPi-2b ADC，I/II期）、TUB-030（5T4 ADC，I/II期）
2026-05-07	Angelini	Catalyst Pharmaceuticals	41.0亿美元	伐莫洛龙（已上市）、毗仑帕奈（已上市）、阿米吡啉（已上市）

资料来源：中国药促会，华源证券研究所

在手订单持续增长，公司后续业绩稳定或具备韧性。截至 2025 年 12 月底，公司持续经营业务在手订单达到 580.0 亿元（同比+28.8%）；其中 TIDES 在手订单同比增长 20.2%。截至 2026Q1，持续经营业务在手订单同比增长 23.6%达到 597.7 亿元。同时，来自全球各地区客户的多元化持续经营业务收入，确保公司业绩的稳定性和韧性。

图表 16：药明康德持续经营业务在手订单（亿元）



资料来源：药明康德投资者关系演示资料，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

我们预期公司整体收入在 2026 年–2028 年分别为 521.29/609.65/700.81 亿元，同比增速分别为 14.7%/17.0%/15.0%；随着大订单的放量及公司运营管理能力的精进，公司毛利率有望持续提升，我们预期毛利率在 49.7%/50.8%/52.8%。其他核心假设如下：

（1）Chemistry 板块：获益于全球投融资高景气度，小分子及 TIDES 订单金额持续高速增长。我们预期 2026 年–2028 年化学业务增速为 21.0%/17.1%/15.2%。

（2）Testing 板块：坚持差异化能力建设和精细化运营管理，药物安全性评价业务保持领先地位。我们预期 2026 年–2028 年测试业务增速为 20.0%/18.0%/15.0%。

（3）Biology 板块：坚持科学引领、持续引流，体内、体外业务协同及新分子业务驱动增长。我们预期 2026 年–2028 年生物业务增速为 18.0%/13.0%/12.0%。

4.2. 估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 174.57/207.27/250.19 亿元，同比增速分别为–8.84%/18.73%/20.71%，主要考虑 2025 年归母净利润中包含出售资产带来的一次性收益，我们预计 2026 年表观利润将下滑。2026 年 7 月 21 日收盘价对应 2026 年至 2028 年 PE 分别为 22/18/15 倍。我们选取凯莱英、康龙化成和药明合联为可比公司，鉴于公司将更加聚焦于 CRDMO 核心战略，对达成全年指引充满信心，并有望在适当时机上调指引，我们对全年业绩完成充满信心，并看好后续高质量分子推动业务持续发展。维持“买入”评级。

图表 17：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	归母净利润（亿元）			PE		
		2026–07–21	26E	27E	28E	26E	27E	28E
002821. SZ	凯莱英	169.50	13.95	17.35	21.80	43.84	35.25	28.05
300759. SZ	康龙化成	39.36	20.49	25.23	30.72	35.30	28.67	23.54
2268. HK	药明合联	55.85	20.10	28.59	38.15	30.33	21.33	15.98
平均值						36.49	28.41	22.52
603259. SH	药明康德	126.45	174.57	207.27	250.19	21.61	18.20	15.08

资料来源：iFind，华源证券研究所。

注：药明康德，凯莱英，康龙化成收盘价为人民币，药明合联收盘价为港元；康龙化成盈利预测来自 iFind 一致预期，凯莱英，药明合联盈利预测来自华源证券研究所；归母净利润预测货币单位均为人民币；人民币/港币汇率计算按 1RMB=1.16HKD 计。

5. 风险提示

国际环境变化的风险：公司新设或收购了多家企业以推进其全球业务的发展，多年来已积累了丰富的全球经营经验。公司全球收入占主营业务收入的比例较大。公司在境外开展业务和设立机构需要遵守所在国家和地区的法律法规，且在一定程度上需要依赖原材料供应商、客户以及技术服务提供商以保证日常业务经营的有序进行。如果发生以下情形，例如全球业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力而导致境外经营状况受到影响，将可能给公司全球业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。

药物研发市场增速不及预期的风险：公司的业务依赖于客户（包括跨国制药企业、生命科学公司、初创公司以及学者和非营利研究机构等）在药品的发现、分析测试、开发、生产等外包服务方面的支出和需求。过去，受益于全球医药市场不断增长、客户研发预算增加以及客户外包比例提升，客户对公司的服务需求持续上升。如果未来行业发展趋势放缓，或者外包比例下降，可能对公司业务造成不利影响。此外，医药行业的兼并整合及研发预算调整，也可能会影响客户的研发支出和外包需求，并对公司业务造成不利影响。

行业竞争加剧风险：目前，全球制药研发服务市场竞争日趋激烈。公司在特定的服务领域面临的竞争对手主要包括各类专业 CRO/CDMO 机构或大型药企自身的研发部门，其中多数为国际化大型药企或研发机构，这些企业或机构相比公司可能具备更强的财力、技术能力、客户覆盖度。除了上述成熟的竞争对手以外，公司还面临来自市场新入者的竞争，他们或拥有更雄厚的资金实力，或拥有更有效的商业渠道，或在细分领域拥有更强的研究实力。公司如不能继续强化自身综合研发技术优势及各项商业竞争优势，或将面临医药市场竞争加剧、自身竞争优势弱化导致的相关风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	35,131	42,569	54,771	72,178
应收票据及账款	7,751	10,907	12,755	14,663
预付账款	247	299	350	402
其他应收款	725	404	473	543
存货	8,993	7,107	8,119	8,961
其他流动资产	8,830	9,264	9,839	10,432
流动资产总计	61,677	70,551	86,308	107,179
长期股权投资	2,145	2,645	3,145	3,645
固定资产	21,776	22,373	24,041	26,313
在建工程	5,876	8,584	7,625	4,333
无形资产	1,281	1,212	1,206	1,267
长期待摊费用	367	373	360	327
其他非流动资产	10,000	10,240	10,460	10,650
非流动资产合计	41,444	45,427	46,837	46,535
资产总计	103,121	115,978	133,144	153,714
短期借款	5,986	6,486	6,886	7,886
应付票据及账款	2,450	2,179	2,489	2,747
其他流动负债	10,800	10,772	12,383	13,821
流动负债合计	19,235	19,437	21,758	24,454
长期借款	2,274	2,046	1,593	1,002
其他非流动负债	1,364	1,364	1,364	1,364
非流动负债合计	3,638	3,409	2,957	2,366
负债合计	22,873	22,846	24,715	26,819
股本	2,984	2,984	2,984	2,984
资本公积	33,077	33,077	33,077	33,077
留存收益	43,651	56,369	71,469	89,696
归属母公司权益	79,712	92,430	107,530	125,757
少数股东权益	535	702	899	1,138
股东权益合计	80,248	93,132	108,429	126,895
负债和股东权益合计	103,121	115,978	133,144	153,714

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	19,333	16,359	19,855	24,205
折旧与摊销	3,563	3,917	4,540	5,302
财务费用	398	240	209	162
投资损失	-8,588	-1,000	-850	-850
营运资金变动	-94	-1,735	-1,633	-1,769
其他经营现金流	2,590	1,389	1,239	1,239
经营性现金净流量	17,203	19,170	23,360	28,288
投资性现金净流量	-1,945	-7,024	-5,269	-4,336
筹资性现金净流量	1,124	-4,708	-5,888	-6,546
现金流量净额	16,011	7,438	12,202	17,407

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	45,456	52,129	60,965	70,081
营业成本	23,801	26,240	29,976	33,083
税金及附加	361	391	457	526
销售费用	807	860	1,006	1,135
管理费用	2,661	2,763	3,048	3,364
研发费用	1,119	1,225	1,402	1,472
财务费用	398	240	209	162
资产减值损失	-542	-550	-500	-500
信用减值损失	-528	-500	-300	-500
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	8,588	1,000	850	850
公允价值变动损益	-137	150	100	80
资产处置收益	-58	-43	-43	-43
其他收益	299	424	424	424
营业利润	23,930	20,891	25,398	30,650
营业外收入	31	23	23	23
营业外支出	55	58	58	58
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	23,906	20,856	25,363	30,615
所得税	4,573	3,233	4,438	5,358
净利润	19,333	17,623	20,924	25,258
少数股东损益	182	166	198	238
归属母公司股东净利润	19,151	17,457	20,727	25,019
EPS(元)	6.42	5.85	6.95	8.39

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	15.84%	14.68%	16.95%	14.95%
营业利润增长率	106.65%	-12.70%	21.57%	20.68%
归母净利润增长率	102.65%	-8.84%	18.73%	20.71%
经营现金流增长率	38.66%	11.43%	21.86%	21.10%
盈利能力				
毛利率	47.64%	49.66%	50.83%	52.79%
净利率	42.53%	33.81%	34.32%	36.04%
ROE	24.02%	18.89%	19.28%	19.89%
ROA	18.57%	15.05%	15.57%	16.28%
估值倍数				
P/E	19.70	21.61	18.20	15.08
P/S	8.30	7.24	6.19	5.38
P/B	4.73	4.08	3.51	3.00
股息率	1.50%	1.26%	1.49%	1.80%
EV/EBITDA	8	13	11	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。