华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

医疗服务 2025 年 5 月 5 日

毕得医药（688073）深度研究报告

多维度追求高质量发展，业绩拐点已至

- 毕得医药成立于 2007 年，是一家为新药研发机构提供专业、高效的药物分子砌块及科学试剂产品及服务的企业。长期以来，公司坚持“多、快、好、省”的核心优势，采用“横向扩品种+纵向做深优势产品线”的模式，依靠自身建立的供应链管理能力，从药物靶点的发现、苗头化合物的筛选、先导化合物的产生和优化、临床候选药物的选择等新药开发阶段，服务于新药研发产业链前端。
- **复盘 Sigma-Aldrich 成长带来的启示：1）产品数量保持持续增长。**Sigma-Aldrich 动态迭代产品组合，1993-2014 年产品从 7.1 万种增至 25 万种，2014 年 8.4 万种自产产品贡献 60%业绩。**2）重视外延并购。**Sigma-Aldrich 自成立起通过并购扩张，如收购 Fluka、Supelco 等，整合资源扩大产品线与市场，奠定科学产品龙头地位。**3）推进全球布局，并通过 ERP 系统实现高效率供应链管理，支撑低成本高周转模式。**
- **行业端：1）国内市场需求复苏，国产替代需求迫切。**国内科研端，科研经费仍有增长，投融资复苏抬头。政策端，美国关税推高进口成本，叠加工业端、科研端等多维度因素共同推动下游加速寻求国产替代方案，为本土厂商创造市场扩容契机。**2）海外需求回暖，市场亟待突破。**海外尤其是美国生物医药投融资金额自 23H2 以来呈现改善趋势→生命科学服务板块的海外工业端（海外药企+海外 CXO）需求在增加。与国际龙头相比，国内企业虽然在细分领域具备一定竞争力，但整体规模和市场份额与国际巨头仍有显著差距。
- **公司层面：多维度追求高质量发展，业绩拐点已现。1）现货品种种类、数量持续拓展。**公司现有 13 万种常备现货种类，可向终端客户提供超过 50 万种结构新颖、功能多样的药物分子砌块。**2）持续加码研发，部分产品达到国际先进水平且兼具价格优势。**毕得医药始终将研发创新视为核心竞争力构建的底层支撑，研发投入逐年增加。公司部分常用试剂价格仅为国际龙头 Sigma-Aldrich 的 1/5 至 1/10，且纯度指标对标国际先进水平。**3）积极推进全球布局，海外业绩逐年高增。**毕得医药 2024 年海外收入 6.16 亿元，占比持续提升，毛利率 50.40%显著高于国内，2018-2024 年营收 CAGR 达 43.52%。此外，公司全球布局仓储，2023 年完成德印仓库改扩建，海外增长通道拓宽。**4）公司近 1 年来双管齐下向高质量发展转型，后续收入有望重回高增长，利润弹性大。**
- **投资建议：**结合最新财报及公司近期经营情况，我们调整公司 25-27 年收入预测分别为 13.37、16.04、19.09 亿元，同比增长 21.4%、20.0%、19.0%，归母净利润预测分别为 1.46、1.79、2.14 亿元（25-26 年前值分别为 1.66、2.2 亿元），同比增长 24.1%、22.9%、19.6%，EPS 分别为 1.60、1.97、2.36 元，当前股价对应 PE 分别为 25、21、17 倍。根据可比公司估值法，鉴于毕得医药竞争力强劲，且积极布局全球市场，加建区域中心有望持续发挥良好作用，给予 25 年 30 倍 PE，目标价约 48.11 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、全球新药研发景气度波动；2、药物发现市场需求下降；3、地缘政治风险。

主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万)	1,102	1,337	1,604	1,909
同比增速(%)	0.9%	21.4%	20.0%	19.0%
归母净利润(百万)	117	146	179	214
同比增速(%)	7.2%	24.1%	22.9%	19.6%
每股盈利(元)	1.29	1.60	1.97	2.36
市盈率(倍)	32	25	21	17
市净率(倍)	1.8	1.8	1.7	1.6

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

推荐（维持）

目标价：48.11 元

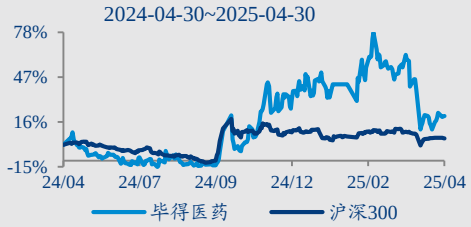
当前价：40.95 元

华创证券研究所

公司基本数据

总股本(万股)	9,088.29
已上市流通股(万股)	4,323.42
总市值(亿元)	37.22
流通市值(亿元)	17.70
资产负债率(%)	23.82
每股净资产(元)	22.37
12 个月内最高/最低价	60.83/28.91

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《毕得医药（688073）2024 年三季报点评：海外市场持续发力，经营态势稳步向好》 2024-11-12

《毕得医药（688073）2024 年中报点评：期待海外市场持续发力》 2024-09-02

《毕得医药（688073）2023 年报和 2024 年一季报点评：季度间经营态势向好，期待海外市场持续发力》 2024-05-06

投资主题

报告亮点

本报告深度剖析毕得医药的核心竞争力，从产品、技术、客户等多维度展开，如详细阐述产品储备与技术优势，创新揭示客户质量。另一方面，紧密结合行业趋势分析企业战略，解读全球布局、收购等战略意义，提供清晰投资逻辑。

投资逻辑

行业持续向好，上游需求活跃。海外投融资向好，国内科研端，科研经费仍有增长，投融资复苏抬头。

公司多维度追求高质量发展，业绩拐点已现。1）现货品种种类、数量持续拓展。公司现有 13 万种常备现货种类，可向终端客户提供超过 50 万种结构新颖、功能多样的药物分子砌块。**2）持续加码研发，部分产品达到国际先进水平且兼具价格优势。**毕得医药始终将研发创新视为核心竞争力构建的底层支撑，研发投入逐年增加。公司部分常用试剂价格仅为国际龙头 Sigma-Aldrich 的 1/5 至 1/10，且纯度指标对标国际先进水平。**3）积极推进全球布局，海外业绩逐年高增。**毕得医药 2024 年海外收入 **6.16** 亿元，占比持续提升，毛利率 **50.40%** 显著高于国内，2018-2024 年营收 CAGR 达 **43.52%**。此外，公司全球布局仓储，2023 年完成德印仓库改扩建，海外增长通道拓宽。

公司近 1 年来双管齐下向高质量发展转型。一方面加强新颖分子砌块与核心产品线布局，优化产品结构，增加高价值产品收入占比，优化客户结构，侧重于价值型客户开拓；另一方面多措并举提升精细化管理水平，包括供应商管理精准性、采购合理性、产品计划调拨科学性、产品 SOP 合规性、销售过程精细程度等多方面，成效显现助力走出盈利水平谷底。随着高价值产品和价值型客户收入占比提升，毛利率有望继续呈现稳中向好趋势，随着精细化管理效果持续，三费率不断控制下，净利率有望明显提升。

关键假设、估值与盈利预测

结合最新财报及公司近期经营情况，我们调整公司 25-27 年收入预测分别为 13.37、16.04、19.09 亿元，同比增长 21.4%、20.0%、19.0%，归母净利润预测分别为 1.46、1.79、2.14 亿元（25-26 年前值分别为 1.66、2.2 亿元），同比增长 24.1%、22.9%、19.6%，EPS 分别为 1.60、1.97、2.36 元，当前股价对应 PE 分别为 25、21、17 倍。根据可比公司估值法，鉴于毕得医药竞争力强劲，且积极布局全球市场，加建区域中心有望持续发挥良好作用，给予 25 年 30 倍 PE，目标价约 48.11 元，维持“推荐”评级。

目 录

一、毕得医药：国内公斤级以下分子砌块龙头 6
（一）国内公斤级以下分子砌块龙头，具备“多、快、好、省”四大核心竞争力 6
（二）股权结构清晰，激励彰显信心 8
（三）收入端稳步增长，利润端短期承压 8
二、他山之石：海外巨头 Sigma-Aldrich 的成长历程和启示 10
（一）成长历程：生命科学试剂龙头企业，被收购前业绩稳定增长 10
（二）启示一：产品数量保持持续增长 11
（三）启示二：重视外延并购 11
（四）启示三：推进全球布局，并通过 ERP 系统实现高效率供应链管理 12
三、行业端：周期见底，国产替代需求急迫，海外市场亟待突破 14
（一）国内市场需求复苏，国产替代需求迫切 14
1、生命科学服务板块因新冠时期产能扩张，导致 22 年后需求下滑而造成产业内卷 14
2、当下需求端持续向好，行业增速有望加快 16
3、国内生命科学服务板块正处在产能出清阶段，行业集中度有望上升 17
4、中高端市场由外资龙头垄断，多方国产替代诉求在提升 18
（二）海外需求回暖，市场亟待突破 19
1、海外投融资向好 19
2、国际市场目前由外资垄断，国内企业成长空间巨大 20
四、公司层面：多维度追求高质量发展，业绩拐点已现 22
（一）现货品种种类、数量持续拓展 22
（二）持续加码研发，部分产品达到国际先进水平且兼具价格优势 22
（三）积极推进全球布局，海外业绩逐年高增 23
（四）业绩拐点已至，利润弹性大 24
五、盈利预测与投资评级 26
（一）关键假设 26
（二）盈利预测 26
六、风险提示 28

图表目录

图表 1 历史沿革 6
图表 2 公司主要产品 7
图表 3 合作伙伴 7
图表 4 股权结构图（截至 2025 年 4 月 24 日） 8
图表 5 本次激励计划公司层面业绩考核目标 8
图表 6 营业收入（单位：亿元） 9
图表 7 扣非净利润（单位：亿元） 9
图表 8 主营业务收入（单位：百万元） 9
图表 9 主营业务构成 9
图表 10 Sigma-Aldrich 主要产品及服务 10
图表 11 Sigma-Aldrich 三个业务模块 2014 年销售额 10
图表 12 营业收入（单位：亿美元） 11
图表 13 扣非净利润（单位：亿美元） 11
图表 14 Sigma-Aldrich 产品数量与股价呈现出正相关 11
图表 15 Sigma-Aldrich 公司发展大事记 12
图表 16 存货周转率 13
图表 17 海外生物医药投融资数量/金额(个/亿美元) 14
图表 18 中国生物医药投融资数量/金额(个/亿美元) 14
图表 19 生命科学服务板块 2019-2023 年收入利润及增速(亿元) 14
图表 20 生命科学服务板块 2019-2023 年毛利率净利率趋势 14
图表 21 新冠后海外生命科学服务板块进入景气下行阶段(单位：个/亿美元) 15
图表 22 新冠后中国生命科学服务板块进入景气下行阶段(单位：个/亿美元) 15
图表 23 新冠后生命科学服务板块业绩承压（单位：亿元） 15
图表 24 新冠后生命科学服务板块盈利能力承压 15
图表 25 中国生物医药投融资项目数量及金额（季度，个，亿美元） 16
图表 26 中国生物医药投融资项目数量及金额（月，个，亿美元） 16
图表 27 中国 R&D 支出 17
图表 28 生命科学研究资金投入 17
图表 29 生命科学服务板块员工人数（人） 17
图表 30 生命科学服务板块 CAPEX（亿元） 18
图表 31 生命科学服务板块资本支出/折旧摊销 18
图表 32 近年来生命科学服务板块上市公司并购动作梳理 18
图表 33 国内科学服务行业的竞争生态 19

图表 34 海外生物医药投融资项目数量及金额(个，亿美元)....20
图表 35 美国生物医药投融资项目数量及金额(个，亿美元)....20
图表 36 2014-2024 年全球分子砌块市场规模及增速....20
图表 37 全球科研服务领域龙头企业....20
图表 38 国内企业依然具备巨大成长空间....21
图表 39 毕得医药历年分子砌块现货数（单位：个）....22
图表 40 毕得医药历年常备现货数（单位：个）....22
图表 41 公司研发投入（单位：百万元）....22
图表 42 毕得医药松江研发中心 NMR....22
图表 43 部分常用产品达到国际先进水平且兼具价格优势....23
图表 44 2018-2024 年国内外收入占比....24
图表 45 2018-2024 年海外收入及增速（单位:亿元）....24
图表 46 2018-2024 国内外毛利率对比....24
图表 47 公司积极进行全球布局....24
图表 48 公司营收、归母变化（单位：亿元）....25
图表 49 公司毛利率、净利率变化....25
图表 50 毕得医药盈利预测....26
图表 51 可比公司估值（截至 2025 年 4 月 30 日）....27

一、毕得医药：国内公斤级以下分子砌块龙头

（一）国内公斤级以下分子砌块龙头，具备“多、快、好、省”四大核心竞争力

毕得医药成立于 2007 年，是一家为新药研发机构提供专业、高效的药物分子砌块及科学试剂产品及服务的企业。长期以来，公司坚持“多、快、好、省”的核心优势，采用“横向扩品种+纵向做深优势产品线”的模式，依靠自身建立的供应链管理能力，从药物靶点的发现、苗头化合物的筛选、先导化合物的产生和优化、临床候选药物的选择等新药开发阶段，服务于新药研发产业链前端。

图表 1 历史沿革

年份	事件
2007 年	上海毕得医药科技有限公司成立
2010 年	通过 ISO-9001 质量管理体系认证，企业规范化管理
2012 年	首次荣获国家高新技术企业认证
2013 年	荣获杨浦区年度科技小巨人
2015 年	上海张江研发中心扩大至 1,500m²；二次荣获国家高新技术企业认证；购入首台 NMR 检测设备，提升检测分析能力
2017 年	生命科学部成立，布局细分市场，提升核心竞争力
2018 年	美国区域中心投入运营，美国伊利诺伊，芝加哥新研发中心成立；通过邓白氏认证；深圳区域中心投入运营，提高南方市场供应能力
2019 年	ISO-14001 认证、ISO-45001 认证，提升企业管理水平；印度区域中心投入运营，缩短交付时间，提升服务水平；天津区域中心、武汉区域中心投入运营；新增手性 HPLC、NMR 检测设备分析能力升级
2020 年	德国区域中心投入运营，加强欧洲市场开拓交付能力；松江研发中心成立，研发能力升级，上海松江 5,300m²；成都区域中心投入运营；引入高端产品线细分加强，专业升级
2021 年	荣获多项国家级、市级“小巨人”企业称号，企业稳定稳步健康
2022 年	科创板成功上市；产品现货种类突破 9 万种，销售额突破 8 亿；奉贤研发中心开始筹建，加大研发投入和高端人才引进，自研实力全面提升
2023 年	成功认定“上海市企业技术中心”；德国、印度新的运营中心投入运营；产品现货品类突破 11 万种

资料来源：公司官网，华创证券

公司主要产品包括：（1）药物分子砌块：可细分为杂环化合物、苯环化合物和脂肪族化合物；（2）科学试剂：不直接参与构建化合物，但属于新药研发过程中不可或缺的试剂，可细分为活性小分子化合物和催化剂及配体。公司现有 12.8 万种常备现货种类，可向终端客户提供超过 50 万种结构新颖、功能多样的药物分子砌块，满足下游对药物分子砌块高技术、多品类、微小剂量和多频次的需求。

图表 2 公司主要产品

产品类别	产品介绍	产品种类	应用领域
药物分子砌块	包括从毫克级到千克级药物分子砌块，主要类型有：苯环类、杂环类及脂肪族类分子砌块等	杂环类分子砌块：包括芳香杂环和非芳香杂环分子砌块	药物分子砌块主要应用于药物靶点发现、苗头化合物的筛选和优化、先导化合物的筛选和优化，临床候选物的确定等新药研发关键环节，可大幅节省研发时间，提高研发效率
		苯环类分子砌块：包括苯类、萘类、蒽类等母环结构的分子砌块	
		脂肪族类分子砌块：包括脂肪环和非脂肪环分子砌块。代表性的有环戊烷类、环己烷类等环烷类化合物，螺环类，桥环类，并环类等非杂环化合物	
科学试剂	主要包括：催化剂、配体及活性小分子化合物	活性小分子化合物包括：抑制剂、激动剂和天然产物等	加速化合物反应过程，提高反应收率的催化剂类产品及具有活性的小分子化合物。研发人员使用这类产品，生成苗头化合物，先导化合物，进而通过大量活性测试，筛选和优化有研究价值的先导化合物，最终确定临床候选物
		催化剂及配体：贵金属均相催化剂、膦配体、廉价金属催化剂	

资料来源：招股说明书，华创证券

公司的终端客户主要为新药研发企业、科研院所、CRO 机构等新药研发机构，包括以罗氏（Roche）、默克（Merck KGaA）、辉瑞（Pfizer）、艾伯维（Abbvie）、吉利德（Gilead）等为代表的跨国医药企业和以恒瑞医药、百济神州、石药集团、科伦药业等为代表的境内新药研发企业；以康龙化成、美迪西、保诺-桑迪亚、Syngene 等为代表的国内外 CRO 机构；以美国国立卫生研究院（NIH）、中国科学院上海药物研究所、中国科学院上海有机化学研究所等为代表的科研院所；以 Harvard University、Yale University、Princeton University、Massachusetts Institute of Technology、清华大学、北京大学为代表的高等院校等。

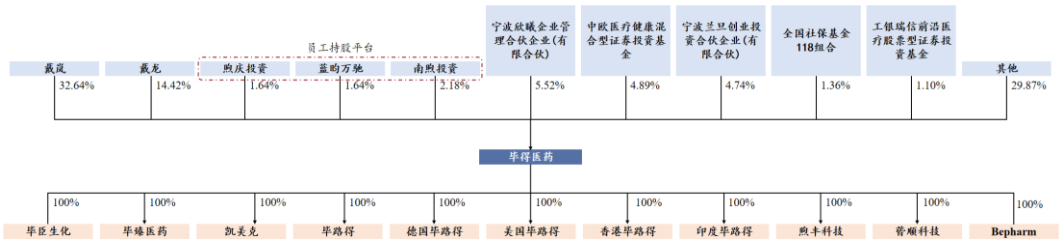
图表 3 合作伙伴

资料来源：公司官网，华创证券

（二）股权结构清晰，激励彰显信心

戴岚与戴龙为公司控股股东、实际控制人，合计控制上市公司 52.52%股份，戴岚直接持有上市公司 32.64%股份，戴龙直接持有上市公司 14.42%股份，戴岚、戴龙系姐弟关系，双方于 2021 年 8 月 5 日签署《戴岚与戴龙关于上海毕得医药科技股份有限公司之一致行动协议》;上市公司员工持股平台南煦投资、煦庆投资和蓝昀万驰合计持有上市公司 5.46%股份，上述员工持股平台的执行事务合伙人均为戴龙。

图表 4　股权结构图（截至 2025 年 4 月 24 日）



资料来源：公司公告，华创证券

2024 年 12 月，毕得医药出台股权激励计划草案，计划授予限制性股票数量 255 万股，约占公司股本总额的 2.81%，首次授予价格为 24.96 元/股。激励对象包括公司董事、高级管理人员及其他核心人员，共计 65 人。归属条件以 2024 年营业收入和净利润为基数，2025-2027 年营业收入增长率目标分别为 10%、20%、30%，触发值分别为 8%、16%、24%；净利润增长率目标分别为 10%、20%、30%，触发值分别为 8%、16%、24%。公司层面归属比例根据业绩完成度确定，个人层面根据绩效考核结果确定归属比例。

图表 5　本次激励计划公司层面业绩考核目标

归属期		考核年度	以 2024 年营业收入为基数,当年度营业收入增长率(A)		以 2024 年净利润为基数,当年度净利润增长率(B)	
			目标值(Am)	触发值(An)	目标值(Bm)	触发值(Bn)
首次授予的限制性股票及预留授予的限制性股票(若预留部分在公司 2025 年第三季度报告披露前授予)	第一个归属期	2025 年	10%	8%	10%	8%
	第二个归属期	2026 年	20%	16%	20%	16%
预留授予的限制性股票(若预留部分在公司 2025 年第三季度报告披露后授予)	第一个归属期	2026 年	20%	16%	20%	16%
	第二个归属期	2027 年	30%	24%	30%	24%

资料来源：公司公告，华创证券

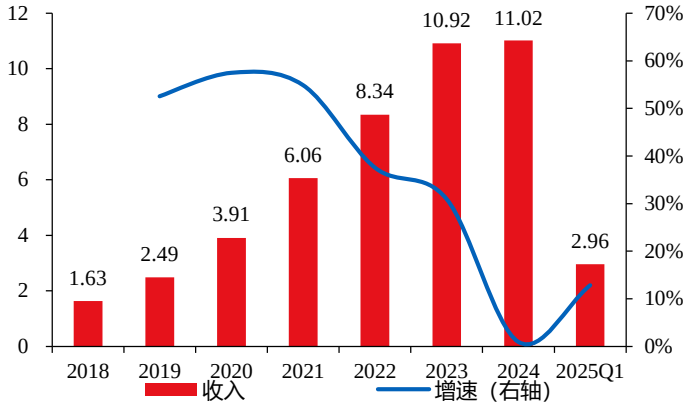
注：上述“净利润”是指经审计的归属于上市公司股东的净利润，但剔除本次及其它员工激励计划的股份支付费用影响的数值作为计算依据。上述“营业收入”指经审计的上市公司营业收入。

（三）收入端稳步增长，利润端短期承压

利润端短期承压。公司收入从 2018 年 1.63 亿元增长至 2024 年 11.02 亿元，CAGR 为 37.51%，扣非净利润从 2018 年 0.08 亿元增长至 2024 年 1.04 亿元，CAGR 为 53.34%。2022 年以来公司利润端承压，主要系宏观经济环境变化、下游 CRO 医药研发需求调整以及国内行业竞争日益激烈所致。2025Q1 公司业绩大幅改善，实现营收、扣非净利润 2.96

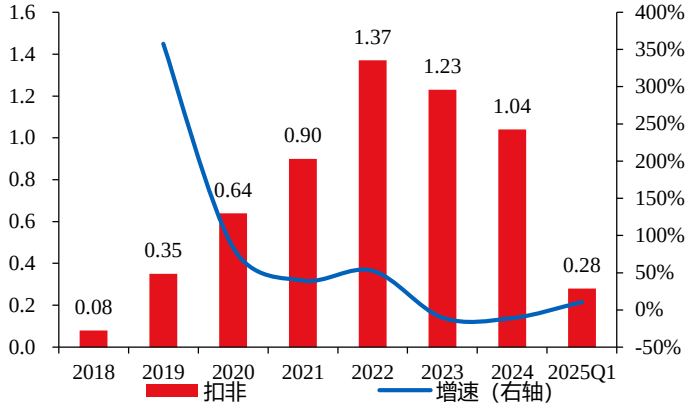
亿元、0.28 亿元，分别同比增长 12.83%、10.40%。

图表 6 营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，华创证券

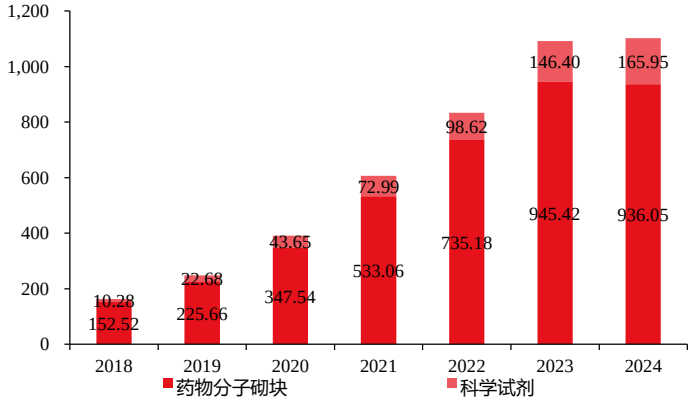
图表 7 扣非净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，华创证券

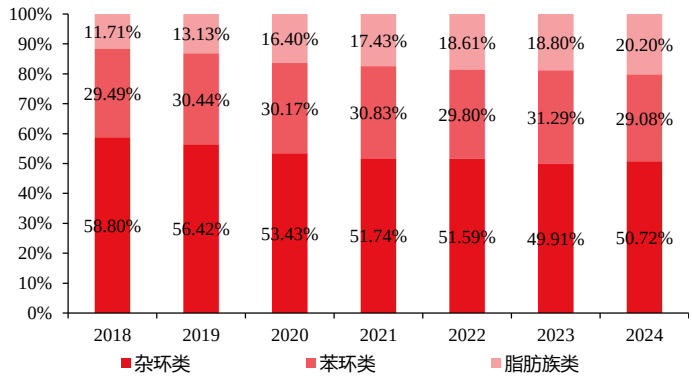
药物分子砌块业务为基本盘。2018 - 2024 年该业务收入由 1.53 亿元大幅提升至 9.36 亿元， CAGR 达 35.31%，2024 年占公司总收入比重高达 84.94%。从结构看，2024 年杂环类、苯环类、脂肪族类分别占该业务收入的 50.72%、29.08%、20.20%。

图表 8 主营业务收入（单位：百万元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 9 主营业务构成



资料来源：Wind，华创证券

二、他山之石：海外巨头 Sigma-Aldrich 的成长历程和启示

国内科研试剂行业整体起步时间较晚，行业内公司产品种类和数量与国外科学服务行业巨头相比竞争力仍然不足，本报告通过梳理国际巨头 Sigma-Aldrich 的发展路径，提炼其成功要素，旨在为本土厂商提供战略参考。

（一）成长历程：生命科学试剂龙头企业，被收购前业绩稳定增长

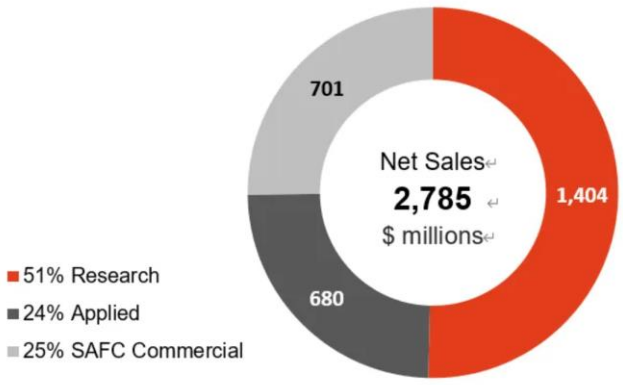
生命科学试剂龙头企业，细分分子砌块市场稳居第一梯队。Sigma-Aldrich 源于 1975 年 Sigma 和 Aldrich 合并而来，于 2015 年被默克集团收购，公司专注于为实验室研究提供高品质的化学和生物试剂，涵盖化学试剂、生物试剂、材料科学等多个领域。Sigma-Aldrich 通过不断的产品创新和市场扩展，成为科研人员的首选品牌，每年有约 10 万篇学术文献使用其产品。

Sigma-Aldrich 通过 2012 年业务重组形成了三大商业模块，构建了覆盖科研、应用与商业化生产的全链条服务体系。1）Research 科研业务：主要为生命科学和非盈利研究机构提供试剂和耗材，旨在协助科研人员发现和开发新药及新型材料。业务包含化学品、试剂及试剂盒方面的产品和服务。**2）Applied 应用业务：**旨在为临床和工业应用的诊断公司、测试实验室及工业客户提供定制化的解决方案，构建关键组分和原料。业务包含试剂盒及其组分、化学试剂、关键原材料及经认证的参考标准品方面的产品和服务。**3）SAFC Commercial 商业化生产：**主要为制造业客户提供原材料，产品和服务方案主要被客户用于生物制药、制药及电子产品方面的开发和商业制造。业务主要包含工业细胞培养介质及关键原料、合同制造服务、药物安全测试服务及半导体制造业的有机金属前体。

图表 10　Sigma-Aldrich 主要产品及服务

资料来源：Sigma-Aldrich 中国官网

图表 11　Sigma-Aldrich 三个业务模块 2014 年销售额

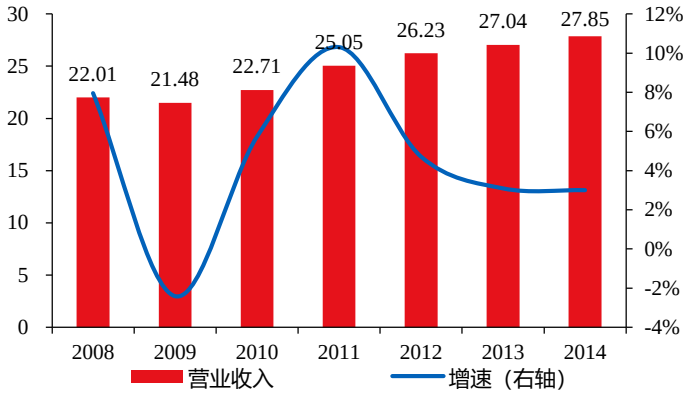


资料来源：医药魔方

注：14 年后公司被默克收购，无公开披露财务数据

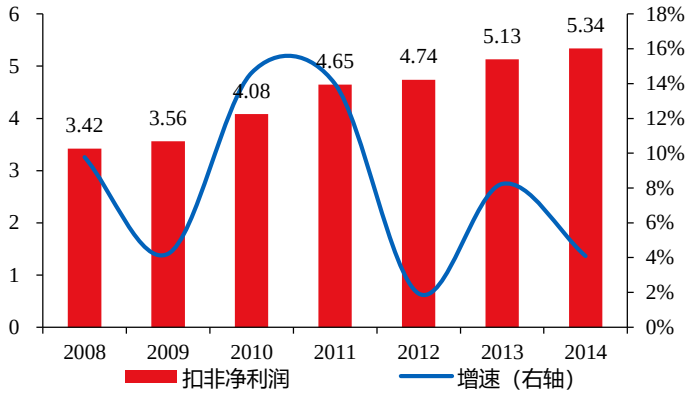
被收购前公司业绩稳健增长。公司收入从 2008 年 22.01 亿美元增长至 2014 年 27.85 亿美元，CAGR 为 4.00%，扣非净利润从 2008 年 3.42 亿美元增长至 2014 年 5.34 亿美元，CAGR 为 7.71%；毛利率、净利率稳定，分别常年维持在 50%、15%以上。

图表 12 营业收入（单位：亿美元）



资料来源：华创证券

图表 13 扣非净利润（单位：亿美元）

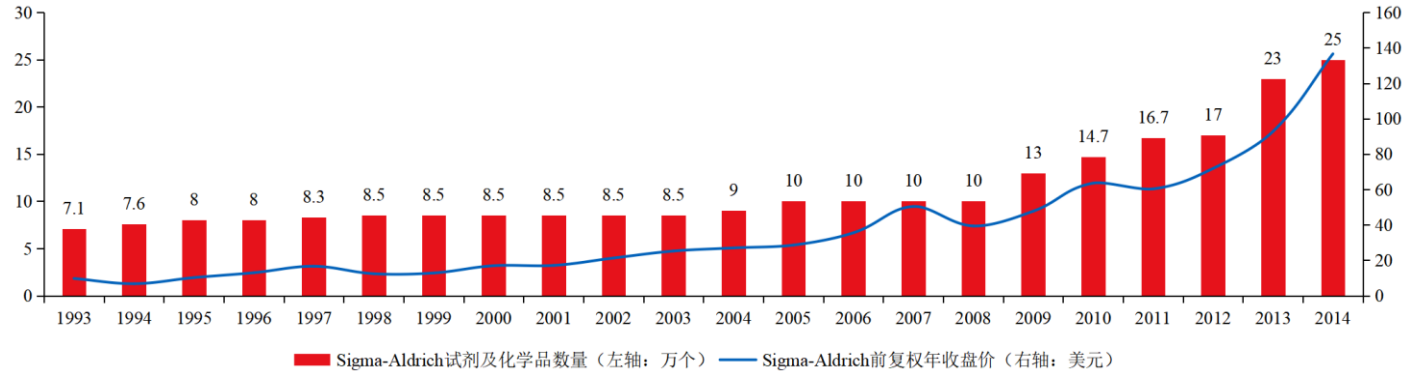


资料来源：华创证券

（二）启示一：产品数量保持持续增长

伴随科研前沿持续突破，公司产品组合动态迭代，淘汰低效品种的同时持续扩容新品。1993 年公司产品数量为 7.1 万种，至 2005 年增长 40%至 10 万种，并在随后 3 年保持稳定，2009-2014 年公司产品数量从 13 万种迅速翻倍至 25 万种，与同期股价的强势上涨遥相呼应。此外，Sigma-Aldrich 在 2014 年拥有 8.4 万种自产产品，占总产品数量的三分之一，却贡献了 60%的业绩，产品结构的优化也带动了市场竞争力的提升。

图表 14 Sigma-Aldrich 产品数量与股价呈现出正相关



资料来源：医药魔方，公司公告，华创证券

（三）启示二：重视外延并购

成立之初便开始并购扩张：1975 年 Sigma 与 Aldrich 合并成立 Sigma-Aldrich 公司后，便通过一系列并购行动，迅速扩大了产品线和市场覆盖范围。例如，1989 年以 3,900 万美元收购瑞士 Fluka Chemie，进入欧洲市场；1993 年以 5,470 万美元收购 Supelco，进入色谱市场；1998 年以 3,950 万美元收购 DNA 定制合成公司 Genosys；2005 年以 3.67 亿美元收购细胞培养基和血清产品巨头 JRH。并购使 Sigma-Aldrich 成功整合了内外资源，形成了科学产品第一品牌，为其业务的快速增长奠定了坚实基础。

图表 15 Sigma-Aldrich 公司发展大事记

年份	事件
1935 年	Sigma 公司在美国圣路易斯成立，初期主要为生物化学家提供单一产品 ATP。
1951 年	Aldrich 公司在美国密尔沃基成立，初期主要为化学家提供单一产品 MNNG。
1975 年	Sigma 与 Aldrich 合并，成立 Sigma-Aldrich 公司。
1980 年	Sigma-Aldrich 在美国纳斯达克上市。
1989 年	以$3,900 万从诺华和罗氏手中收购瑞士 Fluka Chemie，这是在欧洲的主要竞争对手。
1993 年	以$5,470 万从罗门哈斯（Rohm and Haas）收购 Supelco 进入色谱市场。
1998 年	以$3,950 万收购 DNA 定制合成公司 Genosys。
1999 年	完成对无机试剂公司的全部收购。
2000 年	以$2,800 万收购血凝分析仪公司 Amelung；以$1,500 万收购 FirstMedical，该公司的快速免疫分析系统可以诊断急性心肌梗塞；以$200 万收购 DNA 定制合成的欧洲公司 ARK。
2001 年	以$3,560 万收购同位素标记公司 Isotec。
2004 年	收购 Ultrafine，这是一家化学 CDMO 企业，可以提供从早期研发到临床样品 cGMP 生产服务；收购 Tetrionics，这是一家高活性和细胞毒化合物生产商，还生产高纯度维生素 D 类似物。
2005 年	从德固赛（Degussa）收购 Proligo；以$3.67 亿收购细胞培养基和血清产品巨头 JRH。
2006 年	收购中国代理商苏伯伟，加强中国市场战略；收购霍尼韦尔（Honeywell）的 cGMP 工厂 Iropharm；收购 Pharmorphix，这家公司专注于化合物盐型和晶型研究；收购手性色谱柱生产商 Astec。
2007 年	收购生物制药 CMO 公司 Molecular MedicineBioServices（MMB），该公司擅长逆转录病毒包装，用于病毒疫苗和基因疗法；以$6,000 万收购有机金属前体生产商 Epichem。
2009 年	收购化合物设计软件公司 ChemNavigator。
2010 年	收购知名化学标准品公司 Cerilliant。
2012 年	收购高纯度生化产品公司 Research Organics；以$3.5 亿收购生物安全测试第一品牌 BioReliance。
2014 年	以$1.7 亿收购病理学体外诊断 IVD 抗体公司 Cell Marque。
2014 年 9 月	德国化工巨头默克（Merck KGaA）宣布以$170 亿收购 Sigma-Aldrich。

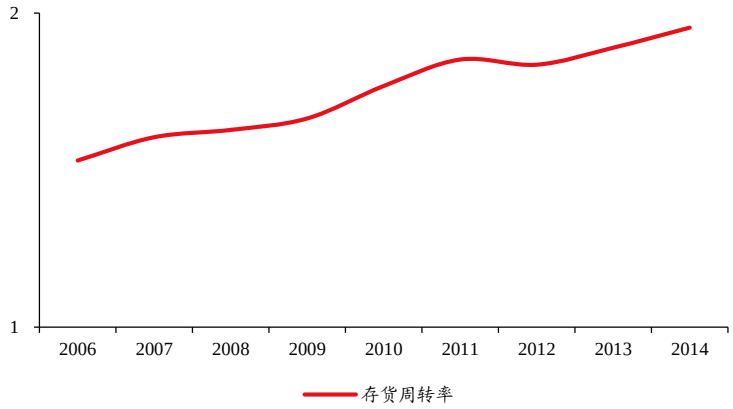
资料来源：医药魔方，华创证券

（四）启示三：推进全球布局，并通过 ERP 系统实现高效率供应链管理

Sigma-Aldrich 通过 ERP 系统和供应链管理的数字化转型，实现了库存优化和全球化协同，有效支撑其低成本、高周转的商业模式。公司利用 ERP 系统整合订单管理、库存控

制和生产计划，通过实时数据分析优化库存水平，降低过剩库存和缺货风险。截至被收购前其全球供应链网络覆盖 37 个国家，支持 160 多个市场，通过集中化生产和物流管理，显著降低了运营成本。此外，公司采用精益生产原则和自动化技术，进一步提升库存周转率和交付效率，2014 年其库存周转率达 1.95 次。

图表 16 存货周转率



资料来源：Wind，华创证券

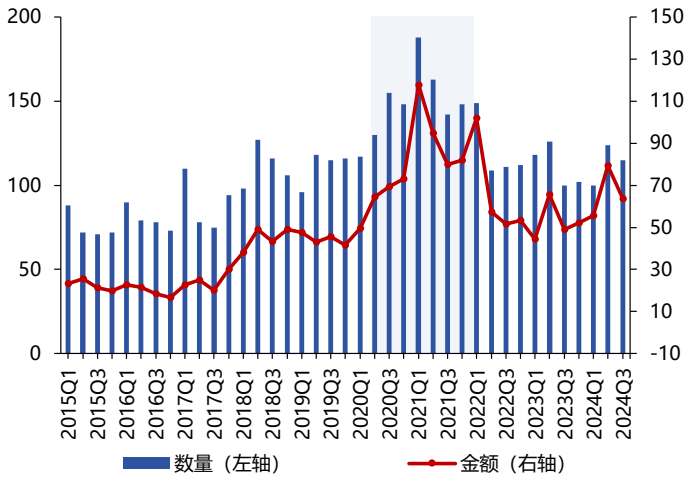
三、行业端：周期见底，国产替代需求急迫，海外市场亟待突破

（一）国内市场需求复苏，国产替代需求迫切

1、生命科学服务板块因新冠时期产能扩张，导致 22 年后需求下滑而造成产业内卷

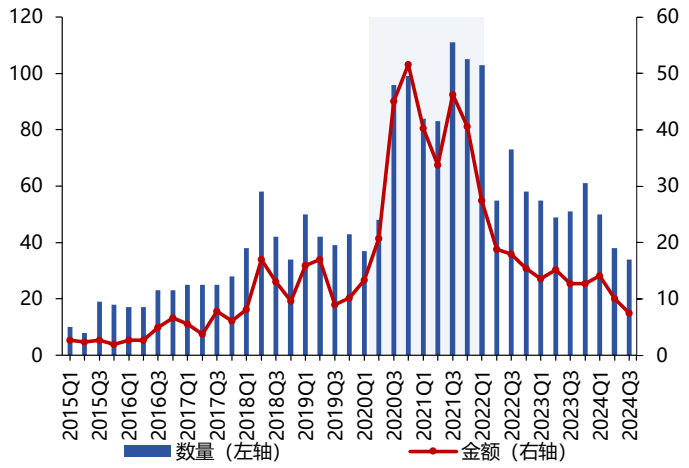
新冠直接推高各路资本对生物医药领域的投资热情，全球和中国生物医药投融资项目数量和金额迎来爆发。

图表 17　海外生物医药投融资数量/金额(个/亿美元)



资料来源：医药魔方，华创证券

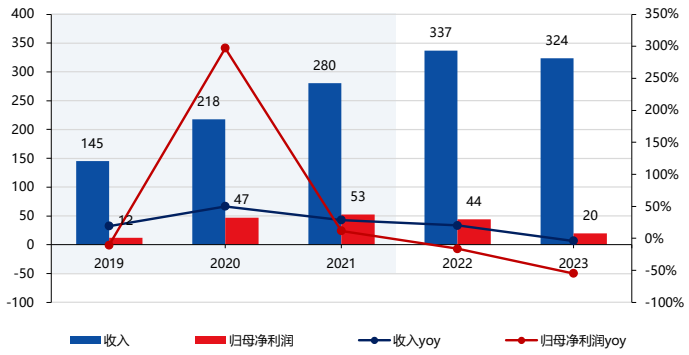
图表 18　中国生物医药投融资数量/金额(个/亿美元)



资料来源：医药魔方，华创证券

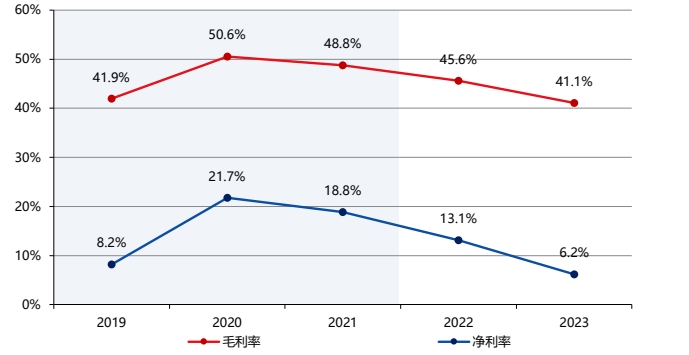
生命科学服务板块内相关公司，收入高速发展的同时，实现了毛利率、净利率的快速提升，带来利润端的飞跃，并引发生命科学服务板块的一轮上市热潮。

图表 19　生命科学服务板块 2019-2023 年收入利润及增速(亿元)



资料来源：Wind，华创证券

图表 20　生命科学服务板块 2019-2023 年毛利率净利率趋势



资料来源：Wind，华创证券

供给大幅增加：新玩家大量涌入，老玩家不断横向拓展业务。各公司纷纷加大经营杠杆，产能（人员、厂房）、存货快速增加。新冠后生命科学服务板块由热转冷进入景气下行阶段：

需求“量”的维度：

1、新冠相关产品需求断崖式下滑；

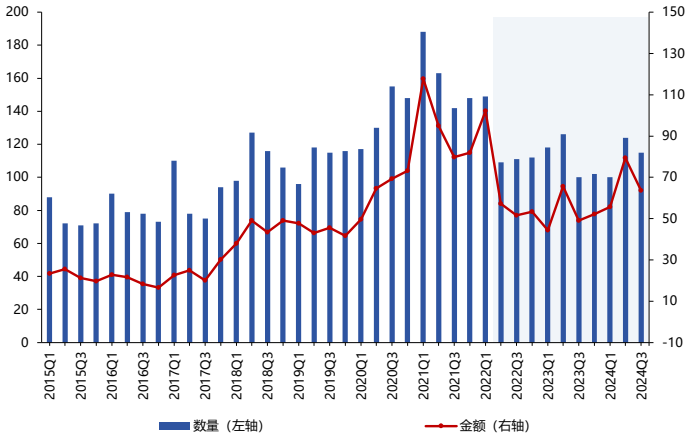
2、22 年 3 月美联储开启加息周期，全球和中国生物医药资本退潮，常规业务需求走弱。

需求“价”的维度：

1、科研经费趋于紧张，科研端客户愈发倾向于高性价比产品；

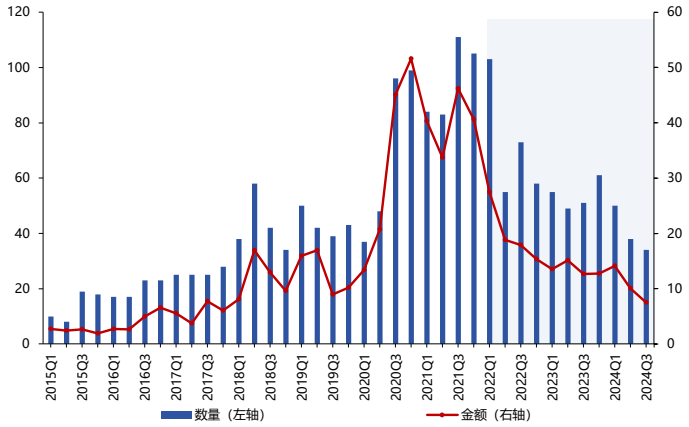
2、终端药价承压，工业端客户控本降费诉求强烈。

图表 21 新冠后海外生命科学服务板块进入景气下行阶段(单位：个/亿美元)



资料来源：医药魔方，华创证券

图表 22 新冠后中国生命科学服务板块进入景气下行阶段(单位：个/亿美元)

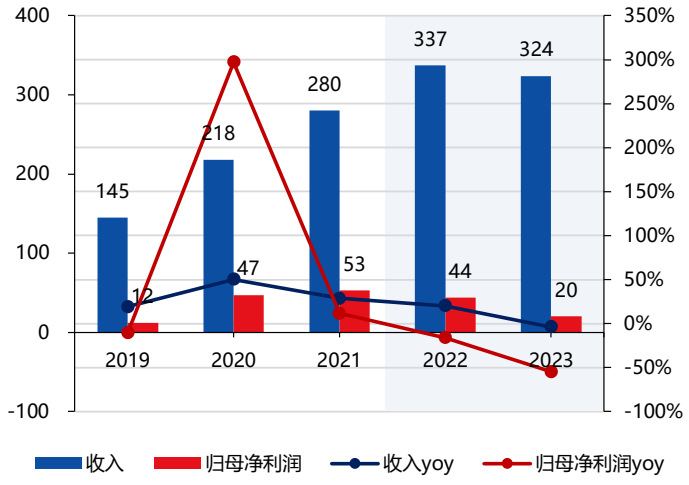


资料来源：医药魔方，华创证券

生命科学服务行业供需关系发生大转变，供需关系不匹配造成产业内卷。

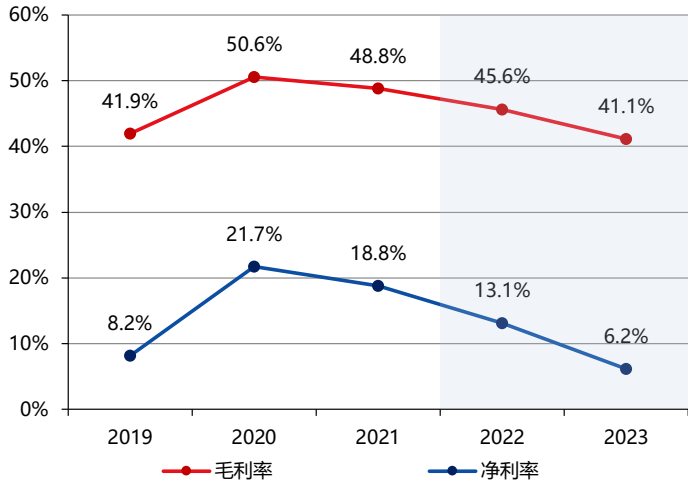
生命科学服务行业相关公司收入端承压，毛利率端承压，叠加此前高经营杠杆，利润端承压更甚。

图表 23 新冠后生命科学服务板块业绩承压（单位：亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 24 新冠后生命科学服务板块盈利能力承压

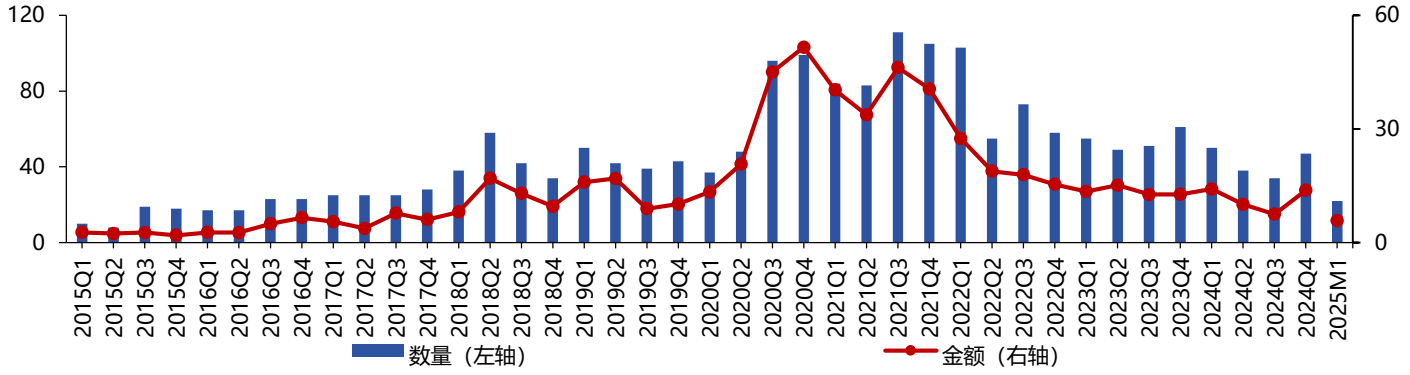


资料来源：Wind，华创证券

2、当下需求端持续向好，行业增速有望加快

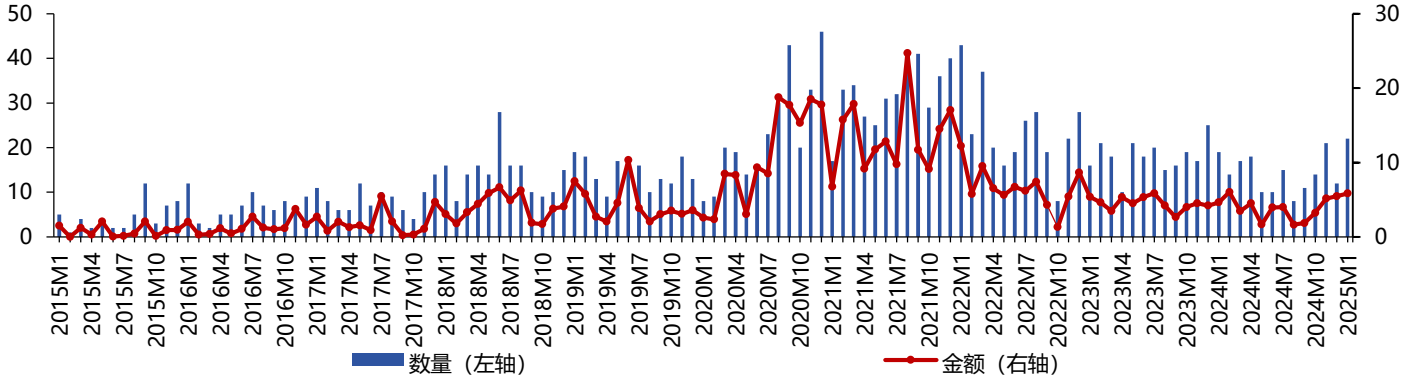
国内投融资复苏抬头：国内生物医药投融资项目数量和金额或已触底，24 年 8 月以来月度间呈现环比向上趋势，国内复苏或在路上，生命科学服务板块的国内工业端（国内药企+国内 CXO 国内订单）需求有望迎来复苏。

图表 25　中国生物医药投融资项目数量及金额（季度，个，亿美元）



资料来源：医药魔方，华创证券

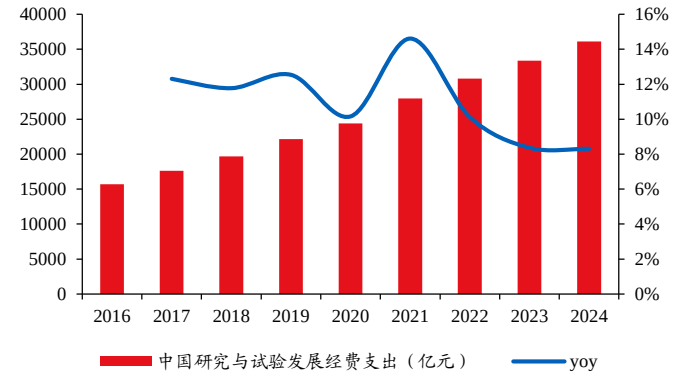
图表 26　中国生物医药投融资项目数量及金额（月，个，亿美元）



资料来源：医药魔方，华创证券

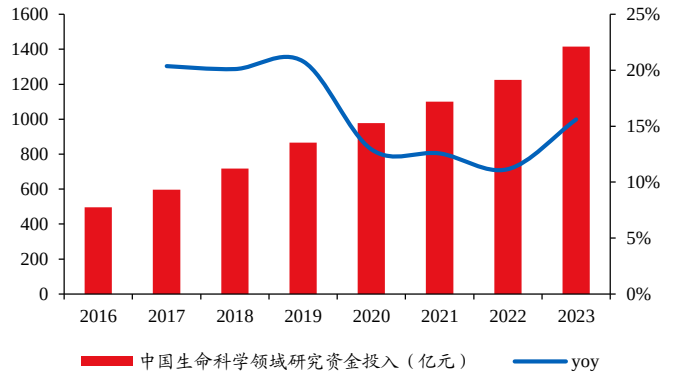
国内科研端，科研经费仍有增长：中国研究与试验发展（R&D）经费支出与生命科学领域研究资金投入延续增长态势。根据国家统计局数据，2024 年全国 R&D 经费投入达 36130 亿元，同比增长 8.3%，占 GDP 比重提升至 2.68 %。

图表 27 中国 R&D 支出



资料来源：科技部、Frost & Sullivan、转自翌圣生物招股书，国家统计局、转自优宁维公告，华经产业研究院、Frost & Sullivan、转自嘉必优/华大基因公告，华创证券

图表 28 生命科学研究资金投入



资料来源：科技部、Frost & Sullivan、转自翌圣生物招股书，国家统计局、转自优宁维公告，华经产业研究院、Frost & Sullivan、转自嘉必优/华大基因公告，华创证券

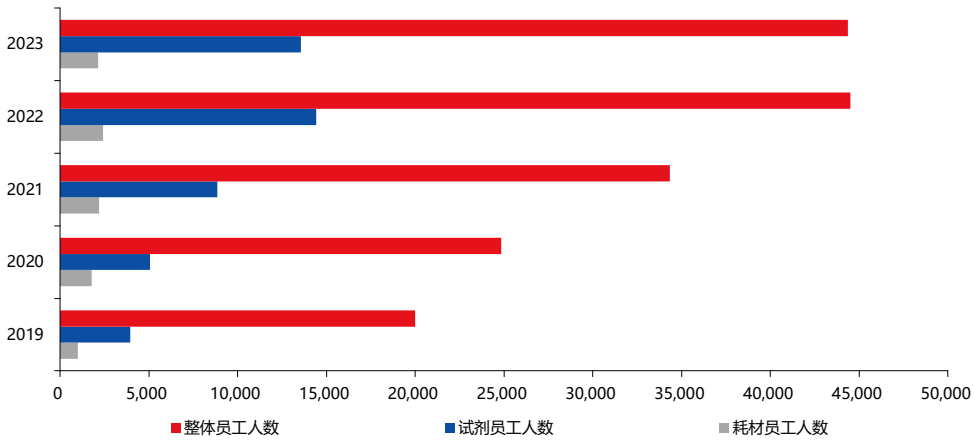
3、国内生命科学服务板块正处在产能出清阶段，行业集中度有望上升

国内不少生命科学服务板块中小型公司出现资金链断裂、倒闭等。

相关上市公司也出现：

（1）员工人数下降：2023 年板块整体员工人数下降，其中耗材和生物试剂领域员工人数下降明显；2024H1 有 6 家披露员工人数，其中 4 家员工人数相比 2023 年末进一步下降。

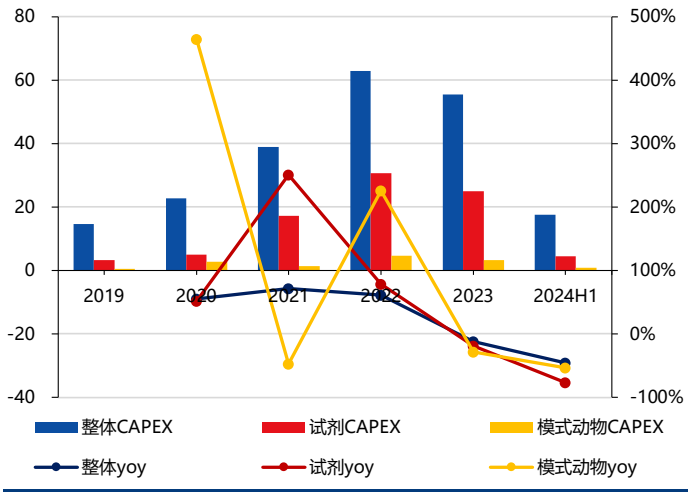
图表 29 生命科学服务板块员工人数（人）



资料来源：Wind，华创证券

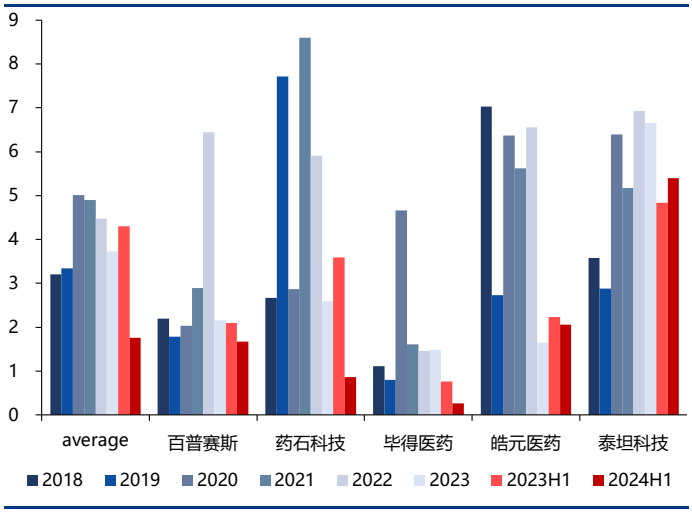
（2）CAPEX 减少：板块整体 CAPEX 投入 2023 年下降 12%，2024H1 下降 46%，其中试剂和模式动物领域下降幅度高于整体。板块 2024H1 平均资本支出/折旧摊销已低于 2018 年水平，部分公司如百普赛斯、药石科技、毕得医药等已降至历史低点。

图表 30 生命科学服务板块 CAPEX（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 31 生命科学服务板块资本支出/折旧摊销



资料来源：Wind，华创证券

■ 并购活动明显增多，行业整合加速

生命科学服务板块具备细分品类多、单一品类市场规模不大等特征，天然利于并购的发生。纵观全球几家生命科学服务巨头发展历程，不难发现，几家均为平台型公司，产品覆盖全面，并购是其扩品重要路径，也是其成长必由之路。而我国生命科学服务板块整体处于发展早期，并购有利于公司迅速做大做强。

板块内买卖方并购意愿强烈。板块内头部公司在上一轮景气周期快速发展积累资本并密集于 2020-2022 年上市，账上类现金资产充裕，非上市公司/中小型公司近年经营承压，估值水平走低。部分公司在行业底部并购优质标的逆势扩张。新“国九条”以来鼓励并购相关政策频出，并购活动有加速态势，生命科学服务行业迎来并购时代，产业格局或将重塑。

图表 32 近年来生命科学服务板块上市公司并购动作梳理

收购披露时间	收购方	被收购方	收购价格	收购股权	标的业务领域
2023年10月	义翘神州	SignalChem Biotech Inc.	不超过4800万美元	2023年10月	生物试剂的研发、生产、销售及生物技术服务，主要产品包括酶制剂、蛋白质类、主要试剂盒及生物试剂等
2024年3月	阿拉丁	源叶生物	1.81亿元	2024年3月	科研试剂的研发、生产及销售，在生化试剂、标准品、小分子抑制剂、液体试剂等相关产品方面优势明显
2024年3月	泰坦科技	润度生物	2600万元	2024年3月	专注于动物/微生物细胞培养仪器设备及耗材等产品的研发与生产，核心业务主要分为三大类：培养箱类、生物安全类、培养耗材类
2024年3月	泰坦科技	迈皋仪器	2000万元	2024年3月	主营业务为离心机生产及销售，核心产品主要分为离心机类、混合器类、其他产品三大类
2024年10月	阿拉丁	UNA 589. Equity Management GmbH	28500欧元	2024年10月	德国壳公司，尚未开展实际业务
2024年10月	阿拉丁	neoLab Migge GmbH	888900欧元	2024年10月	专注于实验室用品销售，大量稳定优质德国本地及欧洲国家客户，总活跃用户超过6000个。在德国境内以及全球拥有丰富的经销商网络，还通过电商渠道、自建网站等途径销售产品
2024年10月	禾信仪器	量羲技术	-	2024年10月	为量子科技提供上游核心硬件设备

资料来源：相关公司公告，华创证券

4、中高端市场由外资龙头垄断，多方国产替代诉求在提升

外资垄断中高端市场，国内厂商中以中小企业为主。国内科学服务行业呈现显著的分散化特征，中小型企业数量多。这些企业受限于资金和规模，多聚焦科研试剂、实验耗材

或仪器设备单一品类，缺乏提供一站式服务的整合能力，全球化拓展实力不足。同时，技术支撑和研发能力的欠缺，使得多数企业只能生产技术含量较低的产品，陷入价格竞争的红海，难以突破中高端市场，与国际头部企业存在较大差距。

图表 33 国内科学服务行业的竞争生态

项目		产品生产企业	贸易商	单品类领域服务企业	综合服务企业	外资科学服务巨头
产品端	产品技术	单品类产品技术为主	相对较少	单品类产品技术为主	综合性产品核心技术矩阵	多领域全球领先的产品核心技术矩阵
	生产能力	自身产品生产技术较强	相对较少	单品类特定产品生产能力	具有核心产品生产能力,并能指导组织委托生产	具备核心产品生产能力,并拥有完整的产业链
	自主品牌产品-广度	部分厂商有自主品牌,单品类产品为主	相对较少	自主品牌覆盖特定行业客户,产品系列应用单一	品牌体系较完善,服务客户领域较广	品牌体系非常完善,服务客户行业领域广
	自主品牌产品-深度	部分厂商有自主品牌,各企业产品品种不一	相对较少	针对特定客户提供整体解决方案能力	提供整体解决方案能力	针对客户提供整体解决方案能力
	技术整合及综合解决能力	较低或没有	无	单品类领域具有技术整合能力	具备多领域专业技术整合能力	全球领先的技术整合能力
服务端	信息管理与购物平台	大多没有,或产品展示为主,或借助第三方	大多没有,或产品展示为主	产品展示为主,或简单功能信息平台	内部运营和客户服务全流程打通	内部运营和客户服务全流程打通
	仓储物流	基于自产产品为主,或依托于第三方	依托第三方	依托第三方	一般自建仓储物流体系	目前国内无自建仓储物流
	发明专利及自主知识产权	部分拥有特定产品知识产权	相对较少	细分领域的自主知识产权	自主品牌产品拥有发明专利及自主知识产权体系	拥有全球领先知识产权保护体系
	政府项目资金支持	基于自产产品为主	相对较少	选择性支持	重点支持	无
	客户覆盖	以品牌厂商代工为主,覆盖少量直接客户	覆盖所在区域目标客户	部分能够覆盖相应单品类全国客户	覆盖全国客户,以直接客户为主	覆盖全球客户

资料来源：泰坦科技招股书，华创证券

需求结构：多方国产替代诉求在提升

工业端：（1）下游对于供应链稳定性担忧和自主可控需求在提升；（2）下游在集采/医保谈判等政策背景下压缩成本意愿强烈。

科研端：（1）科研经费趋于紧张，对国产高性价比产品需求在增加；（2）科研市场对国产产品认可度在提升。

政策端：美国关税调整背景下，行业面临进口产品成本上升压力，促使下游用户寻求性价比更高的国产替代方案，为国内厂商提供了发展契机。

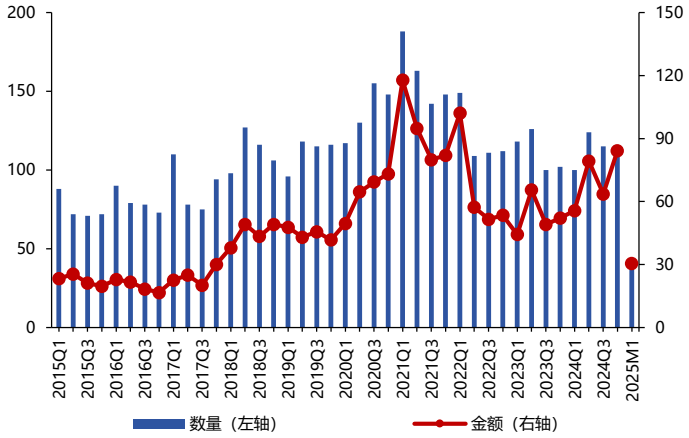
（二）海外需求回暖，市场亟待突破

1、海外投融资向好

海外尤其是美国生物医药投融资金额自 23H2 以来呈现改善趋势，生命科学服务板块的

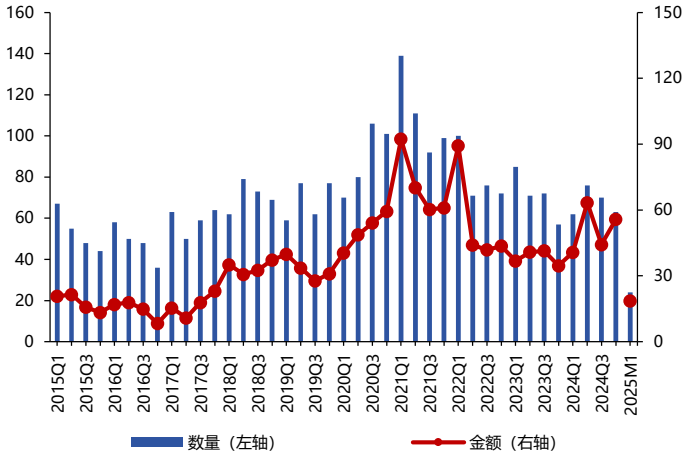
海外工业端（海外药企+海外 CXO）需求在增加。据 Frost & Sullivan 统计显示，创新药研发外包渗透率持续提升，2023 年已达到 50%水平，而生命科学服务领域的客户构成中，医药工业客户占比已攀升至 70-80%，产业链条内部需求的强关联性得到数据验证。

图表 34 海外生物医药投融资项目数量及金额(个，亿美元)



资料来源：医药魔方，华创证券

图表 35 美国生物医药投融资项目数量及金额(个，亿美元)

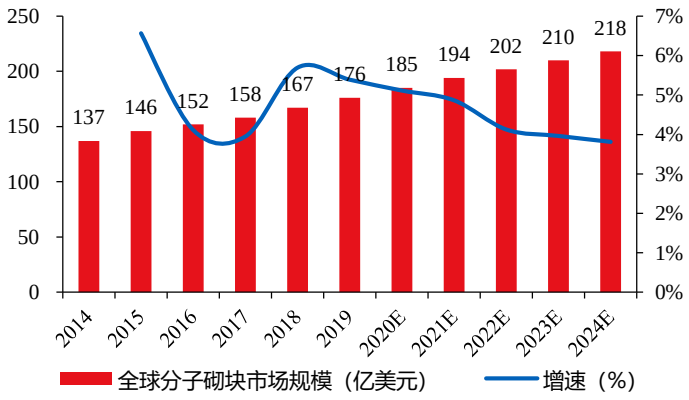


资料来源：医药魔方，华创证券

2、国际市场目前由外资垄断，国内企业成长空间巨大

全球分子砌块市场规模达 218 亿美元，主要由外资垄断。根据弗若斯特沙利文的数据，估算全球药物分子砌块的市场规模 2024 年将达 218 亿美元。全球科研服务行业呈现明显的先发优势驱动格局，欧美发达地区凭借早期技术积累、持续研发投入及完善的产业生态，率先完成行业整合，培育出以赛默飞、丹纳赫、德国默克为代表的跨国巨头。这些企业通过多年垂直整合构建起覆盖试剂、仪器、耗材及技术解决方案的全产业链布局，依托超百亿美元研发投入形成跨学科技术整合能力，其业务网络遍及全球主要科研市场。

图表 36 2014-2024 年全球分子砌块市场规模及增速



资料来源：药石科技招股说明书，弗罗斯特沙利文，转引自华经产业研究院，华创证券

图表 37 全球科研服务领域龙头企业

公司名称	国家	2024年营业收入（单位：亿美元）	2024年净利润（单位：亿美元）
赛默飞世尔科技	美国	428.79	63.35
丹纳赫	美国	238.75	38.99
默克	德国	641.68	171.17
安捷伦科技	美国	65.1	12.89
岛津	日本	34.02	3.79
梅特勒-托利多	瑞士	38.72	8.63
REVVITY	美国	27.55	2.7
沃特世	美国	29.58	6.38

资料来源：Wind，华创证券

与国际龙头相比，国内企业成长空间巨大。目前，国内已上市的生命科学服务公司主要包括义翘神州、诺唯赞、百普赛斯、纳微科技、泰坦科技、毕得医药和阿拉丁等。这些企业虽然在细分领域具备一定竞争力，但整体规模和市场份额与国际巨头仍有显著差距。

国际龙头企业凭借深厚的技术积累、全球化布局和强大的品牌效应，占据了全球市场的主导地位，而国内企业仍处于技术追赶和市场拓展阶段。

图表 38 国内企业依然具备巨大成长空间

公司名称	上市时间	2024 年营业收入（单位：亿元）	2024 年净利润（单位：亿元）
毕得医药	2022 年 10 月 11 日	11.02	1.17
诺唯赞	2021 年 11 月 15 日	13.78	-0.2
百普赛斯	2021 年 10 月 18 日	6.45	1.2
纳微科技	2021 年 6 月 23 日	7.82	0.83
义翘神州	2021 年 8 月 16 日	6.14	1.22
泰坦科技	2020 年 10 月 30 日	28.84	0.08
阿拉丁	2020 年 10 月 26 日	5.34	1.16

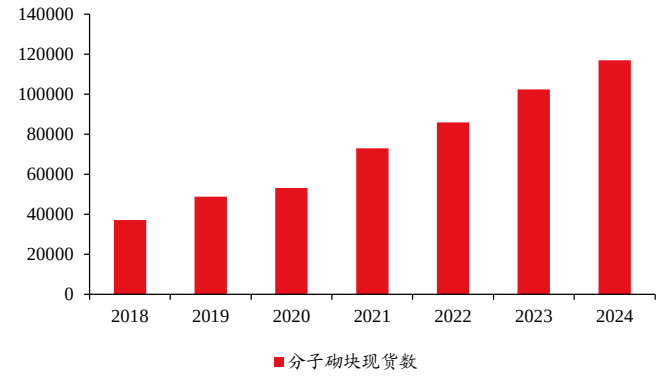
资料来源：wind，华创证券

四、公司层面：多维度追求高质量发展，业绩拐点已现

（一）现货品种种类、数量持续拓展

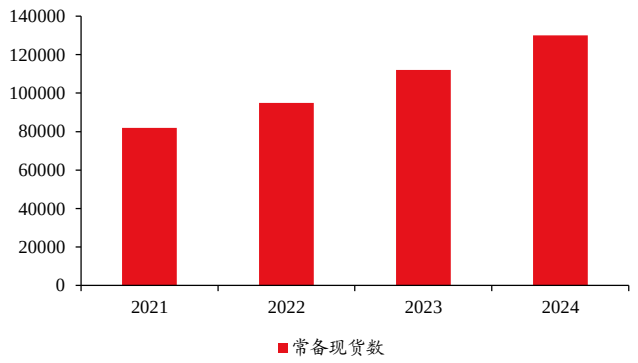
药物分子砌块用于筛选和评估，客户采购时并不确定分子砌块最终能否组成所需的新药分子，因此一般为现货采购。公司需要通过前瞻性储备以满足客户现货需求，现货品种的种类和数量是分子砌块供应商的核心竞争力之一。公司现有 13 万种常备现货种类，可向终端客户提供超过 50 万种结构新颖、功能多样的药物分子砌块。

图表 39 毕得医药历年分子砌块现货数（单位：个）



资料来源：公司公告、招股书、华创证券

图表 40 毕得医药历年常备现货数（单位：个）

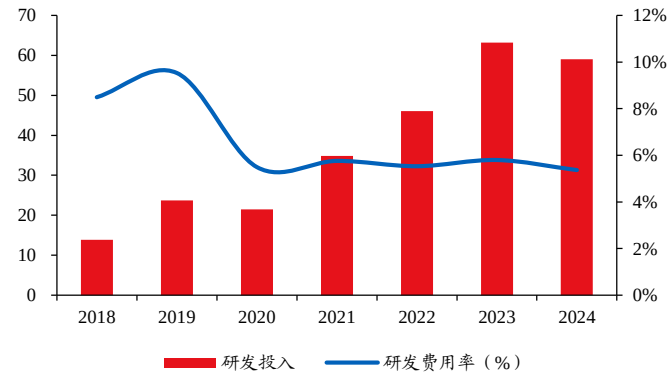


资料来源：公司公告、华创证券

（二）持续加码研发，部分产品达到国际先进水平且兼具价格优势

毕得医药始终将研发创新视为核心竞争力构建的底层支撑。2018-2024 年，公司研发费用从 1,383 万元增长至 5,905 万元，CAGR 达 27.37%。一方面公司加强新颖分子砌块与核心产品线布局，优化产品结构；另一方面公司构建了行业领先的研发技术中心，配备 26 间专业研发实验室及全套高端分析表征设备，包括核磁共振波谱仪、高分辨液相色谱-质谱联用仪、X 射线单晶衍射仪等国际先进仪器，形成从分子设计、合成工艺开发到结构确证、纯度检测的全流程技术平台。

图表 41 公司研发投入（单位：百万元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 42 毕得医药松江研发中心 NMR

资料来源：上海毕得公众号，华创证券

毕得医药在部分产品具备明显价格优势，有望在国产替代诉求迫切背景下实现量价齐升。毕得医药部分常用试剂价格仅为国际龙头 Sigma-Aldrich 的 1/5 至 1/10，且纯度指标对标国际先进水平。例如，乙醇胺（CAS：141-43-5，98%纯度）500ml 售价 44 元，仅为 Sigma-Aldrich（365.43 元）的 12%；5-氨基吲唑（CAS：19335-11-6）毕得 98%纯度 5g 产品定价 57 元，较 Sigma-Aldrich（97%纯度，310.42 元）低 82%。在国产替代加速背景下，公司有望持续渗透高校、CRO 及药企客户。

图表 43 部分常用产品达到国际先进水平且兼具价格优势

产品中文名	CAS 号	产品纯度	毕得规格	SIAL 规格	毕得产品价格/元	SIAL 产品价格/元
乙醇胺	141-43-5	98%	500ml	500ml	44.00	365.43
5-氨基吲唑	19335-11-6	98%（毕得）; 97%（SIAL）	5g	5g	57.00	310.42
二乙二醇二甲醚	111-96-6	99%	500g	500ml	25.00	951.13
四硼酸钠	1330-43-4	99%	100g	100g	22.00	545.63
聚乙二醇二甲醚	24991-55-7	average Mn 250	100g	100ml	124.00	1,447.22
碘乙酰胺	144-48-9	98%	5 g	5 g	37.00	260.50
脂多糖	93572-42-0	>500000 EU/mg（毕得）; ≥10,000 EU/mg（SIAL）	10mg	10mg	1,578.00	1,188.41
二苯并噻吩砜	1016-05-3	98%（毕得）; 97%（SIAL）	5g	5g	46.00	132.53

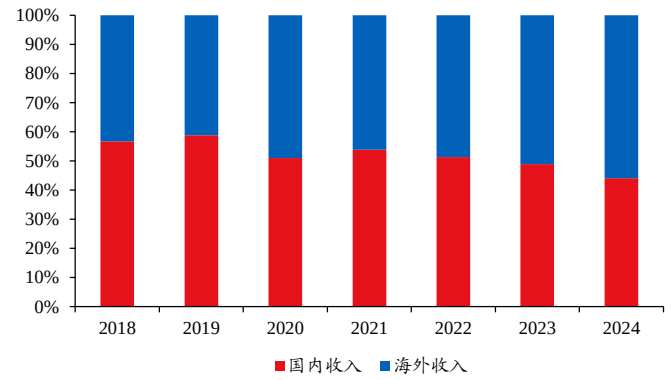
资料来源：各公司官网，华创证券

（三）积极推进全球布局，海外业绩逐年高增

海外市场逐年增长且毛利率较高。公司 2024 年海外收入达 6.16 亿元，2018-2024 年 CAGR 达 43.52%，海外收入占比自 18 年的 43.29%提升至 24 年的 55.90%，成为业绩增长核心引擎。同期海外业务毛利率始终高于国内市场，2024 年达 50.40%（国内 29.84%），随着国际客户粘性增强及新兴市场（如东南亚、印度）拓展，海外收入占比有望进一步提升，产品将结构持续优化。

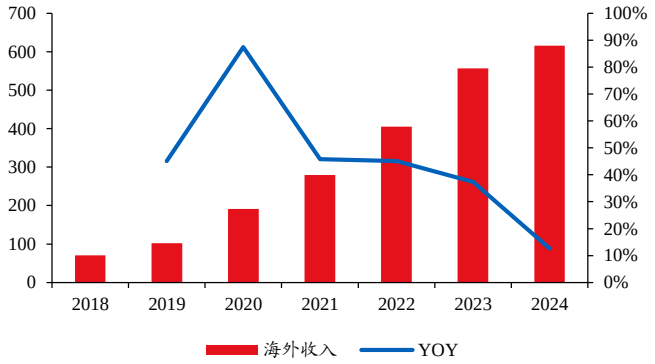
公司积极布局海外市场，推进仓库扩建升级。公司于全球构建起产品储存体系，主要借助自有及租用两种模式，涵盖多个国内外仓点，布局广泛。2023 年，公司对德国、印度区域中心完成改扩建，稳固“多、快、好、省”核心优势，同时规划美国仓库智能化布局。我们认为随着公司在欧洲及印度市场完成仓库扩建，并积极推进美国仓库智能化升级的背景下，公司国际业务增长通道将进一步拓宽，海外收入占比有望持续提升。

图表 44 2018-2024 年国内外收入占比



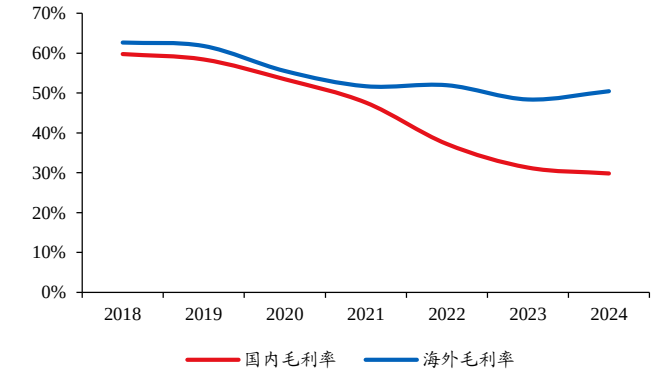
资料来源：Wind，华创证券

图表 45 2018-2024 年海外收入及增速（单位:亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 46 2018-2024 国内外毛利率对比



资料来源：Wind，华创证券

图表 47 公司积极进行全球布局

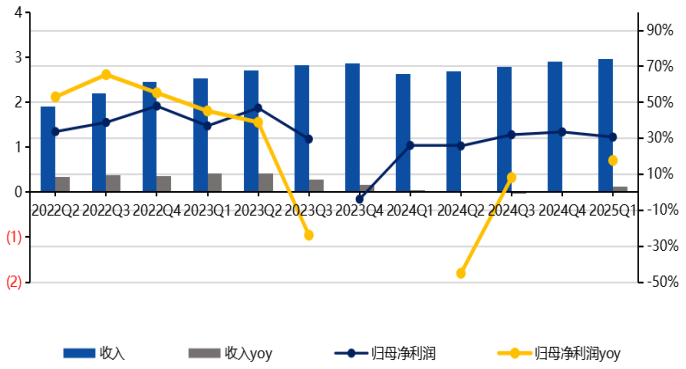
资料来源：公司官网

（四）业绩拐点已至，利润弹性大

公司近 1 年来多措并举提升精细化管理水平：包括供应商管理精准性、采购合理性、产品计划调拨科学性、产品 SOP 合规性、销售过程精细程度等多方面，成效显现助力走出盈利水平谷底，毛利率 23Q2 见底，净利率 23Q4 见底，24Q3 毛利率环比提升 4.2pcts，净利率在受较大汇兑负面影响下环比提升 1.9pcts。

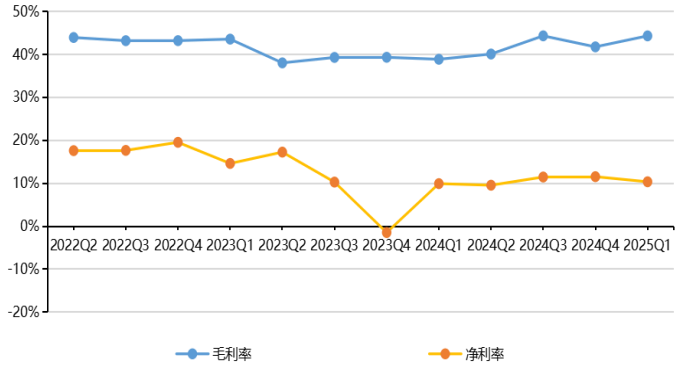
后续收入有望重回高增长，利润弹性大。海外需求向好，国内需求有望企稳回升，加之公司已进一步扩张在欧洲及印度市场的仓库，北美仓库也正在进行智能化布局，增长有望提速。随着高价值产品和价值型客户收入占比提升，毛利率有望继续呈现稳中向好趋势，随着精细化管理效果持续，三费率不断控制下，净利率有望明显提升。

图表 48 公司营收、归母变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 49 公司毛利率、净利率变化



资料来源：Wind，华创证券

五、盈利预测与投资评级

（一）关键假设

（1）药物分子砌块业务：公司药物分子砌块竞争力强劲，随着公司加强新颖分子砌块与核心产品线布局，海外需求向好，国内需求有望企稳回升，加之公司已进一步扩张在欧洲及印度市场的仓库，北美仓库也正在进行智能化布局，增长有望提速，预计 25-27 年收入分别为 11.34、13.58、16.10 亿元，增速分别为 19.0%、19.7%、18.6%。

（2）科学试剂：公司科学试剂中催化剂及配体于现货种类、品质、新颖性等维度都具备较强竞争力，且客户基本与药物分子砌块重叠，有望与药物分子砌块联动保持高增长，预计 25-27 年收入分别为 2.03、2.46、2.99 亿元，增速分别为 36.5%、21.2%、21.4%。

（3）随着公司精细化改革以及规模效应逐渐显现，各项费用率有望稳步下降。

图表 50 毕得医药盈利预测

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10.92	11.02	13.37	16.04	19.09
yoy	30.9%	0.9%	21.4%	20.0%	19.0%
毛利率	40.0%	41.3%	41.6%	41.7%	41.5%
药物分子砌块收入	9.45	9.53	11.34	13.58	16.10
yoy	28.6%	0.8%	19.0%	19.7%	18.6%
收入占比	87%	86%	85%	85%	84%
毛利率	40.6%	41.3%	42.3%	42.5%	42.4%
科学试剂收入	1.46	1.49	2.03	2.46	2.99
yoy	48.5%	1.8%	36.5%	21.2%	21.4%
收入占比	13%	14%	15%	15%	16%
毛利率	36.2%	41.8%	37.6%	37.3%	36.7%

资料来源：公司公告，华创证券

（二）盈利预测

结合最新财报及公司近期经营情况，我们调整公司 25-27 年收入预测分别为 13.37、16.04、19.09 亿元（25-26 年前值分别为 13.5、16 亿元），同比增长 21.4%、20.0%、19.0%，归母净利润预测分别为 1.46、1.79、2.14 亿元（25-26 年前值分别为 1.66、2.2 亿元），同比增长 24.1%、22.9%、19.6%，EPS 分别为 1.60、1.97、2.36 元，当前股价对应 PE 分别为 25、21、17 倍。根据可比公司估值法，鉴于毕得医药竞争力强劲，且积极布局全球市场，加建区域中心有望持续发挥良好作用，给予 25 年 30 倍 PE，目标价约 48.11 元，维持“推荐”评级。

图表 51 可比公司估值（截至 2025 年 4 月 30 日）

	代码	收盘价/元	EPS				P/E			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
药石科技	300725	32.16	1.10	1.19	1.36	1.59	29.26	27.07	23.55	20.18
皓元医药	688131	40.67	0.96	1.19	1.54	1.93	42.56	34.18	26.42	21.07
行业平均		36.42	1.03	1.19	1.45	1.76	35.91	30.63	24.98	20.62
行业中位数		36.42	1.03	1.19	1.45	1.76	35.91	30.63	24.98	20.62

资料来源：Wind，华创证券

备注：药石科技、皓元医药 EPS、P/E 取自 wind 一致预期

六、风险提示

1、全球新药研发景气度波动;

2、药物发现市场需求下降;

3、地缘政治风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,105	1,548	1,983	2,383
应收票据	4	2	3	5
应收账款	223	279	336	399
预付账款	6	10	12	14
存货	760	959	1,075	1,289
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	110	121	130	141
流动资产合计	2,209	2,919	3,540	4,230
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	101	101	109	120
在建工程	15	15	15	15
无形资产	4	5	5	6
其他非流动资产	89	98	104	109
非流动资产合计	209	219	234	250
资产合计	**2,418**	**3,138**	**3,774**	**4,481**
短期借款	30	560	1,090	1,620
应付票据	0	0	0	0
应付账款	216	320	323	380
预收款项	0	0	0	0
合同负债	37	45	53	64
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	14	14	14	14
其他流动负债	48	59	71	85
流动负债合计	346	998	1,552	2,164
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	45	45	45	45
非流动负债合计	45	45	45	45
负债合计	**391**	**1,043**	**1,597**	**2,209**
归属母公司所有者权益	2,027	2,095	2,177	2,272
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**2,027**	**2,095**	**2,177**	**2,272**
负债和股东权益	**2,418**	**3,138**	**3,774**	**4,481**

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**158**	**2**	**18**	**6**
现金收益	122	152	185	219
存货影响	-61	-199	-116	-214
经营性应收影响	19	-71	-73	-80
经营性应付影响	45	123	24	82
其他影响	33	-3	-1	-1
投资活动现金流	**-158**	**-30**	**-37**	**-41**
资本支出	-103	-21	-32	-36
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-56	-9	-5	-5
融资活动现金流	**-167**	**470**	**454**	**435**
借款增加	28	530	530	530
股利及利息支付	-80	-99	-121	-145
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-115	39	46	50

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**1,102**	**1,337**	**1,604**	**1,909**
营业成本	647	781	935	1,116
税金及附加	7	7	8	10
销售费用	127	151	181	216
管理费用	115	136	164	195
研发费用	59	70	84	100
财务费用	-22	-14	-17	-20
信用减值损失	-4	-4	-4	-4
资产减值损失	-34	-34	-34	-34
公允价值变动收益	3	3	3	3
投资收益	2	2	2	2
其他收益	10	10	10	10
营业利润	**148**	**184**	**226**	**270**
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	**148**	**184**	**226**	**270**
所得税	31	38	47	56
净利润	**117**	**146**	**179**	**214**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**117**	**146**	**179**	**214**
NOPLAT	100	135	166	198
EPS(摊薄)（元）	1.29	1.60	1.97	2.36

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	0.9%	21.4%	20.0%	19.0%
EBIT 增长率	30.8%	34.6%	23.1%	19.6%
归母净利润增长率	7.2%	24.1%	22.9%	19.6%
获利能力				
毛利率	41.3%	41.6%	41.7%	41.5%
净利率	10.7%	10.9%	11.2%	11.2%
ROE	5.8%	7.0%	8.2%	9.4%
ROIC	6.4%	6.6%	6.6%	6.6%
偿债能力				
资产负债率	16.2%	33.3%	42.3%	49.3%
债务权益比	4.4%	29.6%	52.8%	73.9%
流动比率	6.4	2.9	2.3	2.0
速动比率	4.2	2.0	1.6	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	75	68	69	69
应付账款周转天数	110	124	124	113
存货周转天数	406	396	391	381
每股指标(元)				
每股收益	1.29	1.60	1.97	2.36
每股经营现金流	1.74	0.02	0.20	0.06
每股净资产	22.30	23.05	23.95	25.00
估值比率				
P/E	32	25	21	17
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	25	20	16	14

资料来源：公司公告，华创证券预测