

皓元医药(688131)

报告日期: 2023年08月30日

利润持续承压, 看好提质增效

——皓元医药 2023H1 点评报告

投资要点

□ 业绩: 收入高速增长, 利润持续承压

23H1: 收入 8.81 亿元, YOY+42%; 归母净利润 0.95 亿元, YOY-18%; 扣非归母净利润 0.86 亿元, YOY-22%。

23Q2: 收入 4.63 亿元, YOY+44%; 归母净利润 0.49 亿元, YOY-10%; 扣非归母净利润 0.44 亿元, YOY-15%。

拆分: 23H1 公司前端分子砌块收入 1.42 亿元, YOY+26.1%; 工具化合物收入 3.93 亿元, YOY+44.9%; 后端创新药收入 2.08 亿元, YOY+49.6%; 仿制药收入 1.32 亿元, YOY+40.1%; ADC 收入同比增长 43%。

□ 成长性: 前端工具化合物增长强劲, 后端 ADC 商业化能力再升级

前端: 公司前端分子砌块 SKU 已达到 7.4 万种、工具化合物约 3 万种、大分子产品达到 1 万种; 其中共完成约 2.3 万种产品的自主研发; 截至 2023H1 公司存货已接近 12 亿元, YOY+115%, 高增或与 SKU 持续丰富以及海外前置仓储有关。前端业务中工具化合物业务持续实现较高增长, 或与 MCE 在全球的品牌竞争力较高有关; 而分子砌块的增速放缓或与国内市场竞争加剧有关。另一方面, 2023H1, 安徽合肥研发中心已累计研发分子砌块等项目 5000 个、山东烟台研发中心已累计研发工具化合物等项目 1000 个、上海生化生物研发中心累计产出重组蛋白超 500 个, 公司持续的技术布局已逐步释放新动能。我们认为, 随着 SKU 持续丰富与产品竞争力的持续提升, 以及 MCE 品牌优势对于公司分子砌块业务出海的渠道赋能, 存货的加速周转将持续前端业务高增持续。

后端: 截止 2023 年 H1, 公司后端累计项目数 263 个 (YOY+61 个), 其中商业化项目达到 58 个 (YOY+6 个); 在手订单达到 4.5 亿, YOY+80%。在公司马鞍山的原料药、山东菏泽的中间体以及江苏启东的制剂生产基地的布局推进, 以及公司在高通量筛选、流体化学等技术驱动的生产效率提升下, 公司接单及交付能力快速提升。ADC 方面, 报告期内公司承接项目超 60 个; 并投资 5000 万元成立重庆皓元, 通过自建产能方式延伸布局 ADC 抗体-偶联-灌装一体化平台。我们认为, 国内 ADC 抗体偶联产能相对稀缺, 而基于公司在 ADC 药物小分子片段方面的服务能力优势与客户积累, 大分子片段的产能建设有望支撑公司承接更多产业化订单并实现服务价值量升级, 打开新增长窗口。

□ 盈利能力: 竞争加剧下毛利率略有下滑, 看好提质增效成效渐现

23Q2 毛利率为 49.9%, 同比下滑 5pct, 环比下滑 0.5pct; 公司归母净利率为 10.9%, 同比下滑 6pct, 环比下降 0.4pct。我们预计毛利率的下滑主要和前端业务下游研发和 CRO 客户需求放缓后市场竞争加剧有关, 期待业务出海与自研高价值品种占比提升支撑 24 年后毛利率的逐步回升。费用方面, 公司 Q2 三费绝对值和 Q1 基本持平。同比来看, 其中管理费用受到职工薪酬以及固定资产折旧增长较多影响增速较快 (YOY+83.4%), 或主要和人员扩招的持续影响以及薪酬结构调整、去年同期运营受不可抗力因素影响有关; 销售费用受竞争加剧下团队扩招及推广费用增多影响增长较快 (YOY+39.7%) 影响。而 2023Q2 公司员工总数达到 3526 人, 相比 23Q1 减少 55 人, 人员扩增趋势已有所放缓。在 2023 年中报里, 我们看到公司继深蹲布局之后, 在人才管理、新产品拓展时的优势聚焦、以提质增效为目的的技术平台搭建等各方面都做出了积极的变化, 我们看好公司下半年公司费用端或持续得到有效控制。

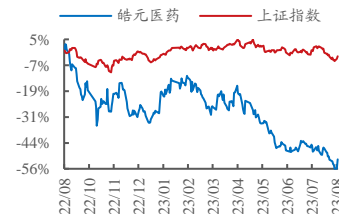
投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 52.61
总市值(百万元)	7,911.88
总股本(百万股)	150.39

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩目标维持, 激励彰显信心》 2023.06.27
- 2 《进阶中的“产品+服务”型特色 CXO》 2023.06.20

□ 经营质量：存货高增、应收账款延长等造成较大短期波动

2023H1 公司经营性净现金流为-1.95 亿元，YOY-64.4%，主要由于：①公司前端业务领域大幅扩充产品线，备货导致物资采购增加；②公司后端业务领域，对部分市场需求稳定的产品提前安排生产并备库，材料采购等支付金额相应增加；③公司在 2022 年完成生产及研发人员的配置，由于人员基数较大，日常的薪金支出金额较大；④受本期宏观经济环境与投融资景气度影响，公司下游客户应收账款的回款速度产生阶段性波动。

□ 盈利预测与估值

我们认为，公司“产品+服务”的商业模式具备稀缺性，深蹲布局下我们看好公司前后端业务的强劲增长动能。考虑到公司中报所反映的竞争格局超预期，我们预计下半年公司收入增长略受影响且毛利率仍会下滑，而公司同时在前端多项技术平台以及后端产能的能力建设期，人员、固定资产折旧等费用投入或持续较高。因此我们下调此前收入与盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 18.48、25.11、34.14 亿元，同比增长 36.05%、35.93%、35.92%；实现归母净利润 2.34、3.44、4.91 亿元，同比增长 20.70%、47.38%、42.61%，对应 EPS 为 1.55、2.29、3.27 元，现价对应 PE 为 35、23、16 倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示

汇率波动风险；市场竞争格局加剧风险；研发进展不及预期风险；全球新药研发景气度波动风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1358	1848	2511	3414
(+/-) (%)	40.12%	36.05%	35.93%	35.92%
归母净利润	194	234	344	491
(+/-) (%)	1.39%	20.70%	47.38%	42.61%
每股收益(元)	1.29	1.55	2.29	3.27
P/E	41.78	34.62	23.49	16.47

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1823	2144	2277	2836
现金	460	460	553	557
交易性金融资产	17	17	17	17
应收账款	337	398	441	499
其它应收款	14	18	25	34
预付账款	16	22	30	41
存货	911	1159	1142	1620
其他	68	68	68	68
非流动资产	1775	2018	2264	2526
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	68	68	68	68
固定资产	623	758	935	1100
无形资产	101	125	156	194
在建工程	247	317	334	347
其他	736	749	772	816
资产总计	3598	4162	4541	5362
流动负债	822	1206	1196	1529
短期借款	229	528	300	300
应付款项	310	438	595	811
预收账款	0	0	0	0
其他	283	240	301	418
非流动负债	444	349	397	396
长期借款	171	171	171	171
其他	273	178	226	225
负债合计	1266	1555	1592	1926
少数股东权益	12	10	7	4
归属母公司股东权	2320	2597	2942	3433
负债和股东权益	3598	4162	4541	5362

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(240)	(21)	613	308
净利润	192	231	342	488
折旧摊销	59	59	74	89
财务费用	(1)	23	19	17
投资损失	(16)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	19	(45)	63	125
其它	(494)	(273)	131	(395)
投资活动现金流	(713)	(273)	(282)	(290)
资本支出	(524)	(250)	(250)	(250)
长期投资	2	0	0	0
其他	(191)	(23)	(32)	(40)
筹资活动现金流	360	294	(239)	(14)
短期借款	223	299	(228)	0
长期借款	171	0	0	0
其他	(33)	(6)	(10)	(14)
现金净增加额	(593)	0	93	4

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1358	1848	2511	3414
营业成本	659	932	1266	1726
营业税金及附加	5	6	8	12
营业费用	110	137	183	246
管理费用	169	236	309	403
研发费用	202	231	304	403
财务费用	(1)	23	19	17
资产减值损失	56	72	95	126
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	16	16	16	16
其他经营收益	23	15	15	15
营业利润	197	242	358	512
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	199	244	360	513
所得税	7	12	18	26
净利润	192	231	342	488
少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(3)
归属母公司净利润	194	234	344	491
EBITDA	270	325	458	620
EPS (最新摊薄)	1.29	1.55	2.29	3.27

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	40.12%	36.05%	35.93%	35.92%
营业利润	-6.29%	22.92%	48.06%	42.98%
归属母公司净利润	1.39%	20.70%	47.38%	42.61%
获利能力				
毛利率	51.44%	49.57%	49.59%	49.43%
净利率	14.11%	12.53%	13.61%	14.29%
ROE	9.29%	9.47%	12.40%	15.39%
ROIC	6.87%	7.36%	10.10%	12.30%
偿债能力				
资产负债率	35.18%	37.36%	35.07%	35.91%
净负债比率	35.63%	46.60%	31.71%	26.37%
流动比率	221.74%	177.73%	190.41%	185.46%
速动比率	110.94%	81.60%	94.88%	79.54%
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.48	0.58	0.69
应收账款周转率	5.65	4.63	4.72	4.92
应付账款周转率	2.78	2.69	2.64	2.65
每股指标(元)				
每股收益	1.29	1.55	2.29	3.27
每股经营现金	(1.60)	(0.14)	4.08	2.05
每股净资产	21.69	17.27	19.56	22.83
估值比率				
P/E	41.78	34.62	23.49	16.47
P/B	2.48	3.12	2.75	2.36
EV/EBITDA	43.41	26.04	17.89	13.20

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>