

证券研究报告
公司研究
公司点评报告
皓元医药 (688131)
投资评级 **增持**
上次评级 **增持**

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

收入持续高增长，利润短期承压，长期看好一体化发展

2023年8月31日

事件:皓元医药发布2023年半年报,2023H1实现收入8.31亿元(+41.78%),归母净利润0.95亿元(-18.50%),扣非归母净利润0.86亿元(-22.10%),对应毛利率为50.09%(同比-6.18pct),归母净利率为10.67%(同比-8.01pct),盈利能力有所下滑。分季度来看,2023Q2单季度实现收入4.63亿元(同比+43.95%,环比+10.77%),连续5个季度收入同比增速均在40%左右,公司规模持续扩大;归母净利润约0.49亿元(同比-10.04%,环比略增),对应毛利率为49.87%(同比-5.26pct,环比-0.46pct)。

点评:

- **前端业务稳健发展，带动公司品牌与影响力快速提升。**2023H1前端业务实现收入5.36亿元(+39.35%)，其中分子砌块业务收入1.42亿元(+26.10%)，占前端业务收入比例约为27%；工具化合物收入为3.93亿元(+44.87%)，占前端业务收入比例约为73%。前端业务坚持国际化策略，推进海外仓储建设，搭建了完整高效的直销、经销结合的销售体系快速响应和满足客户需求，实现收入与品牌效应双丰收。
- **后端业务持续布局，订单质量进一步提升。**后端业务营业收入3.40亿元(+45.77%)，后端业务在手订单约4.5亿元(+80%)。仿制药领域，收入1.32亿元(+40.05%)，共有在手项目263个，其中商业化项目58个；创新药领域，上半年实现收入2.08亿元(+49.63%)，后端产品订单质量有明显增强。公司以框架协议模式，拟投资10亿元布局重庆抗体偶联药物CDMO基地项目，补齐了公司在生物大分子与偶联部分的规模化量产技术能力和相关产能，实现了ADC药物研发生产全流程服务。前后端一体化发展平台开始释放活力。
- **盈利预测:**预计2023-2025年公司收入分别为19.29/26.64/36.17亿元，同比增长42.0%/38.1%/35.8%。归母净利润分别为2.15/3.34/4.92亿元，同比增长11.0%/55.2%/47.6%，对应2023-2025年EPS分别为1.43/2.22/3.27元，PE为37/24/16倍。
- **风险因素:**新品研发进度不及预期；客户拓展不及预期，新增订单量不及预期，新建产能进度不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	969	1,358	1,929	2,664	3,617
增长率 YoY%	52.6%	40.1%	42.0%	38.1%	35.8%
归属母公司净利润(百万元)	191	194	215	334	492
增长率 YoY%	48.7%	1.4%	11.0%	55.2%	47.6%
毛利率%	54.1%	51.4%	49.1%	49.2%	48.9%
净资产收益率ROE%	10.5%	8.3%	8.4%	11.6%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.29	1.43	2.22	3.27
市盈率 P/E(倍)	41.75	41.18	37.10	23.90	16.19
市净率 P/B(倍)	4.38	3.44	3.12	2.76	2.36

资料来源:万得,信达证券研发中心预测;股价为2023年8月31日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,590	1,823	2,764	3,673	4,795	
货币资金	1,037	460	556	777	1,117	
应收票据	2	0	0	0	0	
应收账款	144	337	643	814	904	
预付账款	11	16	20	27	37	
存货	352	911	1,419	1,889	2,526	
其他	44	99	127	166	211	
非流动资产	794	1,775	2,013	2,305	2,678	
长期股权投资	70	68	68	68	68	
固定资产	230	623	676	798	985	
无形资产	41	101	146	216	301	
其他	454	983	1,123	1,223	1,323	
资产总计	2,385	3,598	4,778	5,978	7,473	
流动负债	322	822	1,515	2,115	2,802	
短期借款	6	229	629	929	1,229	
应付票据	20	22	38	56	77	
应付账款	186	287	463	639	874	
其他	109	283	385	490	623	
非流动负债	226	444	699	969	1,289	
长期借款	0	171	371	591	841	
其他	226	273	328	378	448	
负债合计	548	1,266	2,214	3,083	4,091	
少数股东权益	14	12	10	7	2	
归属母公司股东权益	1,822	2,320	2,554	2,888	3,380	
负债和股东权益	2,385	3,598	4,778	5,978	7,473	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	969	1,358	1,929	2,664	3,617	
同比(%)	52.6%	40.1%	42.0%	38.1%	35.8%	
归属母公司净利润	191	194	215	334	492	
同比(%)	48.7%	1.4%	11.0%	55.2%	47.6%	
毛利率(%)	54.1%	51.4%	49.1%	49.2%	48.9%	
ROE(%)	10.5%	8.3%	8.4%	11.6%	14.6%	
EPS (摊薄) (元)	1.27	1.29	1.43	2.22	3.27	
P/E	41.75	41.18	37.10	23.90	16.19	
P/B	4.38	3.44	3.12	2.76	2.36	
EV/EBITDA	65.99	43.53	31.84	20.95	14.70	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	969	1,358	1,929	2,664	3,617	
营业成本	445	659	981	1,354	1,850	
营业税金及附加	3	5	10	13	18	
销售费用	70	110	193	240	362	
管理费用	114	169	231	346	434	
研发费用	103	202	251	320	398	
财务费用	6	-1	0	0	0	
减值损失合计	-29	-43	-80	-100	-120	
投资净收益	0	16	19	27	36	
其他	11	11	19	27	36	
营业利润	210	197	222	344	508	
营业外收支	0	2	0	0	0	
利润总额	210	199	222	344	508	
所得税	19	7	9	14	20	
净利润	191	192	213	330	488	
少数股东损益	0	-2	-2	-3	-5	
归属母公司净利润	191	194	215	334	492	
EBITDA	267	269	274	432	635	
EPS (当年) (元)	2.10	1.86	1.43	2.22	3.27	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	58	-240	-329	19	199	
净利润	191	192	213	330	488	
折旧摊销	51	89	52	88	127	
财务费用	16	6	0	0	0	
投资损失	0	投资损失	0	-16	-19	
营运资金变动	-219	-541	-635	-473	-500	
其它	19	30	60	100	120	
投资活动现金流	-306	-713	-241	-368	-479	
资本支出	-288	-581	-250	-380	-500	
长期投资	-20	-136	-15	-15	-15	
其他	2	4	24	27	36	
筹资活动现金流	1,007	360	657	570	620	
吸收投资	1,132	42	44	0	0	
借款	4	400	600	520	550	
支付利息或股息	-2	-47	-41	0	0	
现金净增加额	752	-578	96	221	340	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年 3 月加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术学士，卡耐基梅隆大学信息技术管理硕士，1 年证券从业经验。曾在国金证券从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医疗设备、医疗耗材、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致