

皓元医药 (688131.SH) 前后端业务高速增长, ADC 药物服务能力持续增强

2021年08月26日

——公司信息更新报告

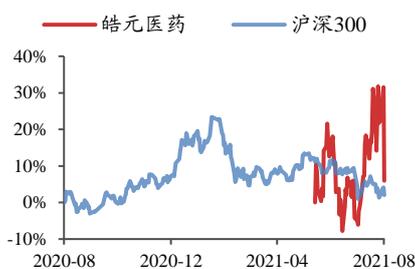
投资评级: 买入 (维持)
蔡明子 (分析师)

caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

日期	2021/8/26
当前股价(元)	332.00
一年最高最低(元)	425.00/273.00
总市值(亿元)	246.82
流通市值(亿元)	54.05
总股本(亿股)	0.74
流通股本(亿股)	0.16
近3个月换手率(%)	518.82

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-立足研发和品
牌, 一体化赋能新药开发》-2021.8.1

● 前后端业务协同发展, 各业务线均保持快速增长, 维持“买入”评级

8月25日, 公司发布2021年中报: 公司实现营收4.55亿元人民币(+82.95%); 归母净利润0.95亿元(+110.23%); 扣非后归母净利润0.94亿(+115.73%); EPS1.7元/股(+109.88%); 分业务看, 2021H1 前端分子砌块和工具化合物营业收入2.40亿元, 同比增长72.91%, 后端原料药和中间体营业收入2.12亿元, 同比增长95.81%, 整体业绩符合我们的预期。皓元医药前后端一体化布局, 打造全流程服务药品研发的技术平台, 我们看好其长期发展。维持2021-2023年盈利预测不变, 我们预计2021-2023年归母净利润分别为2.01/2.75/3.95亿元, EPS分别为2.71/3.70/5.32元, 当前股价对应P/E分别为122.7/89.7/62.4倍, 维持“买入”评级。

● 多因素导致2020Q2业绩承压, 下半年有望改善

收入端看, 后端原料药和中间体业务订单交付节奏波动, 引起公司2021Q2环比Q1基本持平。

利润端看, 2021Q2环比Q1下滑, 主要原因为: (1) 为匹配公司业务快速发展的需要, Q2加大招聘管理人员的力度, 新增员工较多, 管理费用提升; (2) 2020年上半年国家减免社保, 2021Q2社保影响150万左右; (3) Q2有200-300万的上市费用。剔除以上短期因素, 公司Q2业绩依然亮眼。

● 前后端业务均有较多经营亮点, ADC药物服务能力持续增强

前端订单数量快速增长, 品牌知名度持续提升, 在产品数量上, 新增5000+品种数, 客户使用MCE产品发表的文章超过14800篇, 产品得到用户的广泛认可; 后端项目不断积累, 创新CDMO项目管线数快速增长, 服务创新药项目129项, 较2021年2月28日增加了19个项目;

在特色ADC药物领域, 业务能力持续增强, 2021H1实现新增客户数74家, 同比增长94.74%; 新增项目数78个, 同比增长59.18%; 销售金额同比增长306.96%。

● **风险提示:** 专利风险; 核心技术人员流失; 市场竞争加剧; 环保和安全生产风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	409	635	874	1,190	1,628
YOY(%)	36.2	55.3	37.6	36.2	36.8
归母净利润(百万元)	73	128	201	275	395
YOY(%)	298.8	74.9	56.6	36.8	43.7
毛利率(%)	57.2	56.7	57.1	57.7	58.4
净利率(%)	18.0	20.2	23.0	23.1	24.3
ROE(%)	18.4	24.3	27.6	27.4	28.3
EPS(摊薄/元)	0.99	1.73	2.71	3.70	5.32
P/E(倍)	336.1	192.2	122.7	89.7	62.4
P/B(倍)	61.7	46.8	33.9	24.6	17.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 前后端业务协同发展，各业务线均保持快速增长.....	3
2、 报表亮点：前后端业务均稳步向好发展，ADC 药物服务能力持续增强	3
3、 盈利预测与投资建议	3
4、 风险提示	4
附： 财务预测摘要	5

图表目录

表 1： 皓元医药盈利预测	4
---------------------	---

1、前后端业务协同发展，各业务线均保持快速增长

8月25日，公司发布2021年中报：公司实现营收4.55亿元人民币（+82.95%）；归母净利润0.95亿元（+110.23%）；扣非后归母净利润0.94亿元（+115.73%）；EPS1.7元/股（+109.88%），整体业绩符合我们的预期。

分子砌块和工具化合物与原料药和中间体协同发展，前后端均维持高速增长：分业务看，2021H1前端分子砌块和工具化合物营业收入2.40亿元，同比增长72.91%，后端原料药和中间体营业收入2.12亿元，同比增长95.81%；

从毛利率来看，2021H1公司整体毛利率为54.16%（-1.94pct），其中分子砌块和工具化合物业务毛利率为70.15%（+1.98pct），中间体和原料药业务毛利率为36.19%（-4.66pct）。从净利率来看，2021H1公司净利率为20.87%（+2.7pct），净利率同比略有提升。后端原料药和中间体业务毛利率下滑导致整体毛利率略下滑，后端业务毛利率下滑的原因主要是：（1）毛利率较高的ADC等高活性产品，未在Q2确认收入；（2）创新药CDMO项目多处于一期，体量较小，整体毛利率较低；（3）海外疫情影响出口业务。看下半年，随着高毛利产品的确认收入，后端毛利率将保持稳定；长期看，随着自有产能的投放，后端业务的毛利率将稳步提升。

2、报表亮点：前后端业务均稳步向好发展，ADC药物服务能力持续增强

前端订单数量快速增长，品牌知名度持续提升：2021年上半年，前端分子砌块和工具化合物业务的订单数量达117797个，同比增长115.52%。公司持续关注疾病靶标研究等药物研发领域的前沿动态和发展趋势，积极开发新产品，在产品数量上，新增5000+品种数，产品数累计超过4.75万个，其中分子砌块约3.4万种，工具化合物约1.35种；客户使用MCE产品在包括Nature、Science、Cell等国际知名期刊在内的学术刊物中，发表的文章超过14800篇，产品得到用户的广泛认可，品牌知名度持续提升。

后端项目不断积累，创新CDMO项目管线数快速增长：结合市场及客户需求和公司团队的专业判断，公司将分子砌块和工具化合物中具有潜力的产品作为医药中间体和原料药项目的储备进行深入开发，截止2021H1，公司仿制药业务累计承接147个项目，其中产业化项目49个，小试项目84个；服务创新药项目129项，较2021年2月28日增加了19个项目，创新药CDMO项目数快速增长。

在特色ADC药物领域，业务能力持续增强：凭借强大的合成能力以及全流程服务RC48上市的经验优势，公司加大ADC项目研究，进一步夯实业务能力，2021H1实现新增客户数74家，同比增长94.74%；新增项目数78个，同比增长59.18%；销售金额同比增长306.96%。在产能上，公司投资的臻皓生物，目前正在装修阶段，预计投入使用后将进一步提升公司在ADC药物上的服务能力。

3、盈利预测与投资建议

皓元医药前后端一体化布局，打造全流程服务药品研发的技术平台，我们看好其长期发展。维持2021-2023年盈利预测不变，我们预计2021-2023年归母净利润分别为2.01/2.75/3.95亿元，EPS分别为2.71 /3.70 /5.32元，当前股价对应P/E分别为

122.7/89.7/62.4 倍，维持“买入”评级。

表1: 皓元医药盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	409	635	874	1,190	1,628
YOY(%)	36.2	55.3	37.6	36.2	36.8
归母净利润(百万元)	73	128	201	275	395
YOY(%)	298.8	74.9	56.6	36.8	43.7
毛利率(%)	57.2	56.7	57.1	57.7	58.4
净利率(%)	18.0	20.2	23.0	23.1	24.3
ROE(%)	18.4	24.3	27.6	27.4	28.3
EPS(摊薄/元)	0.99	1.73	2.71	3.70	5.32
P/E(倍)	336.1	192.2	122.7	89.7	62.4
P/B(倍)	61.7	46.8	33.9	24.6	17.6

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、风险提示

专利风险；核心技术人员流失；市场竞争加剧；环保和安全生产风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	425	637	862	1166	1579
现金	203	292	439	561	800
应收票据及应收账款	54	87	107	158	204
其他应收款	4	14	11	22	23
预付账款	5	6	9	11	16
存货	150	229	287	405	527
其他流动资产	10	9	9	9	9
非流动资产	117	220	240	278	320
长期投资	51	72	95	117	139
固定资产	23	46	44	56	68
无形资产	24	32	37	43	51
其他非流动资产	20	70	65	62	61
资产总计	542	857	1102	1444	1898
流动负债	124	295	320	387	446
短期借款	24	77	77	77	77
应付票据及应付账款	55	103	112	176	211
其他流动负债	45	115	132	134	158
非流动负债	19	34	34	34	34
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	34	34	34	34
负债合计	143	329	355	422	481
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	56	56	74	74	74
资本公积	238	237	237	237	237
留存收益	103	232	433	708	1104
归属母公司股东权益	400	528	748	1023	1418
负债和股东权益	542	857	1102	1444	1898

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	57	117	168	183	309
净利润	73	128	201	275	395
折旧摊销	8	11	13	16	21
财务费用	1	9	7	8	9
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-37	-60	-52	-115	-115
其他经营现金流	13	30	0	0	0
投资活动现金流	-70	-74	-33	-53	-61
资本支出	21	71	-2	15	19
长期投资	-50	-3	-22	-23	-22
其他投资现金流	-100	-6	-57	-60	-65
筹资活动现金流	131	50	12	-8	-9
短期借款	-14	53	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	8	0	19	0	0
资本公积增加	162	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-3	-7	-8	-9
现金净增加额	119	84	147	122	239

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	409	635	874	1190	1628
营业成本	175	275	375	503	677
营业税金及附加	1	2	2	3	5
营业费用	47	49	89	119	161
管理费用	43	66	87	119	163
研发费用	53	65	87	119	163
财务费用	1	9	7	8	9
资产减值损失	-11	-31	0	0	0
其他收益	7	12	8	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	84	149	235	328	461
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	84	149	235	328	461
所得税	11	20	33	52	65
净利润	73	128	201	275	395
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	73	128	201	275	395
EBITDA	87	156	241	333	466
EPS(元)	0.99	1.73	2.71	3.70	5.32

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	36.2	55.3	37.6	36.2	36.8
营业利润(%)	252.1	76.2	57.7	39.6	40.7
归属于母公司净利润(%)	298.8	74.9	56.6	36.8	43.7
获利能力					
毛利率(%)	57.2	56.7	57.1	57.7	58.4
净利率(%)	18.0	20.2	23.0	23.1	24.3
ROE(%)	18.4	24.3	27.6	27.4	28.3
ROIC(%)	15.7	19.5	23.3	23.9	25.3
偿债能力					
资产负债率(%)	26.3	38.4	32.2	29.2	25.3
净负债比率(%)	-39.9	-34.3	-45.0	-44.8	-49.2
流动比率	3.4	2.2	2.7	3.0	3.5
速动比率	2.1	1.3	1.7	1.9	2.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	8.4	9.0	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	3.9	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.73	2.71	3.70	5.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.57	2.26	2.46	4.15
每股净资产(最新摊薄)	5.38	7.10	9.80	13.50	18.82
估值比率					
P/E	336.1	192.2	122.7	89.7	62.4
P/B	61.7	46.8	33.9	24.6	17.6
EV/EBITDA	281.0	157.4	100.9	72.7	51.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn