

皓元医药 (688131.SH) 拟收购药源药物 100% 股权，完善后端服务能力

2022 年 03 月 07 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

蔡明子（分析师）

余汝意（联系人）

caimingzi@kysec.cn

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070029

日期	2022/3/7
当前股价(元)	156.22
一年最高最低(元)	425.00/0.00
总市值(亿元)	116.14
流通市值(亿元)	25.00
总股本(亿股)	0.74
流通股本(亿股)	0.16
近 3 个月换手率(%)	208.48

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-收入端强劲增长，加大投入蓄能长期发展》-2022.1.25

《公司信息更新报告-业绩持续高增长，增资拓展生物试剂并加强分子砌块业务能力》-2021.10.27

《公司信息更新报告-前后端业务高速增长，ADC 药物服务能力持续增强》-2021.8.26

● 拟收购药源药物 100% 股权，完善后端服务能力，维持“买入”评级

2022 年 3 月 4 日，公司公告，拟以不超过 4.2 亿元收购药源药物化学（上海）有限公司。皓元医药现有业务主要为小分子药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研发，以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，在药物产业链上缺少终端制剂的研发服务能力，此次收购将使得皓元医药快速完成“中间体—原料药—制剂”的全产业链服务能力的建设，提升公司后端服务能力。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，我们看好公司的长期发展。根据公司发展趋势，我们维持原盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1.94/2.78/4.13 亿元，EPS 分别为 2.61/3.74/5.56 元，当前股价对应 P/E 分别为 59.8/41.8/28.1 倍，维持“买入”评级。

● 药源药物具有高标准服务药品研发服务能力，逐步建立制剂规模化生产车间

药源药物的原料药研究服务业务拥有多个公斤级实验室和原料药 D 级洁净间，相关产能多次通过 NMPA 现场核查及客户审计，拥有高标准的质量体系；在制剂端，药源药物拥有无定型固体分散体增溶技术、微丸包衣控释技术、冻干技术和半固体真空乳化均质技术等多种技术平台，现已完成/在建口服固体制剂、半固体外用制剂的规模化生产能力，并在 2021 年 12 月顺利接受国家药监局和江苏省局药品注册和 GMP 二合一动态检查。

● 拟收购价格不超过 4.2 亿元，参考业绩承诺，收购标的估值性价比明显

根据皓元医药公告，此次收购业绩承诺方拟承诺标药源药物 2022/2023/2024 年度净利润将分别不低于 2000/2600/3800 万元，2022-2024 年同比增速分别约为 30%/46%，在业绩承诺期加速增长。同时，以 2022 年承诺业绩测算，拟收购药源的 PE 为 21X，估值性价比明显。本次收购拟向公司控股股东安成信息发行股份募集资金不超过 5000 万元，彰显创始人团队对公司长远发展的信心。

● **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	969	1,319	1,804
YOY(%)	36.2	55.3	52.5	36.2	36.8
归母净利润(百万元)	73	128	194	278	413
YOY(%)	298.8	74.9	51.3	43.0	48.7
毛利率(%)	57.2	56.7	57.1	57.7	58.4
净利率(%)	18.0	20.2	20.1	21.1	22.9
ROE(%)	18.4	24.3	26.9	27.8	29.2
EPS(摊薄/元)	0.99	1.73	2.61	3.74	5.56
P/E(倍)	158.2	90.4	59.8	41.8	28.1
P/B(倍)	29.1	22.0	16.1	11.6	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 皓元医药拟以不超 4.2 亿元收购药源药物，完善后端服务能力	3
2、 拟收购价格不超过 4.2 亿元，参考业绩承诺，估值性价比明显	5
3、 盈利预测与投资建议	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 药源药物布局原料药和制剂的研发服务	3
图 2： 皓元医药现有业务缺少终端制剂的服务能力	4
图 3： 药源营业收入快速增长	5
图 4： 药源归母净利润快速增长	5
图 5： 安成信息为公司控股股东	6

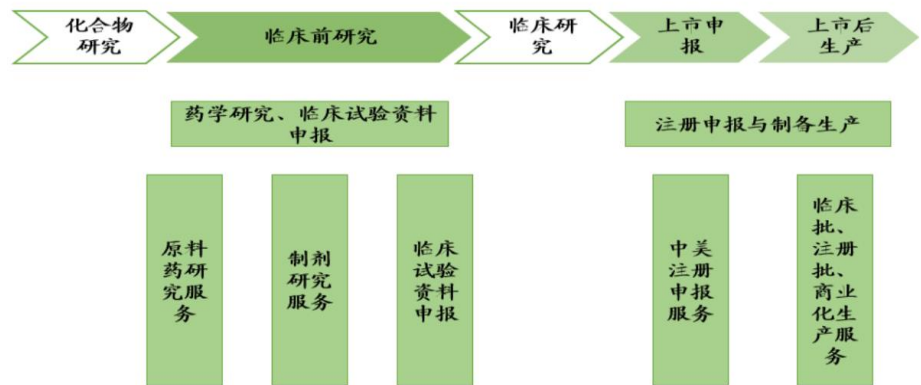
内容目录	错误!未定义书签。
表 1： 药源核心团队研发生产经验丰富	4
表 2： 药源药物在原料药和制剂上具有高标准的服务能力	5

1、皓元医药拟以不超 4.2 亿元收购药源药物，完善后端服务能力

2022 年 3 月 4 日，皓元医药公告，拟以不超 4.2 亿元收购药源药物化学（上海）有限公司。

药源药物历时近 20 年发展，打造原料药和制剂服务平台：药源药物成立于 2003 年，历经近 20 年的发展，现已打造原料药和制剂研发、注册及生产一站式药学服务技术平台，并助力国内外百余项目从临床前达到临床及上市阶段，具有丰富的中美双报药学研究及注册的成功经验。

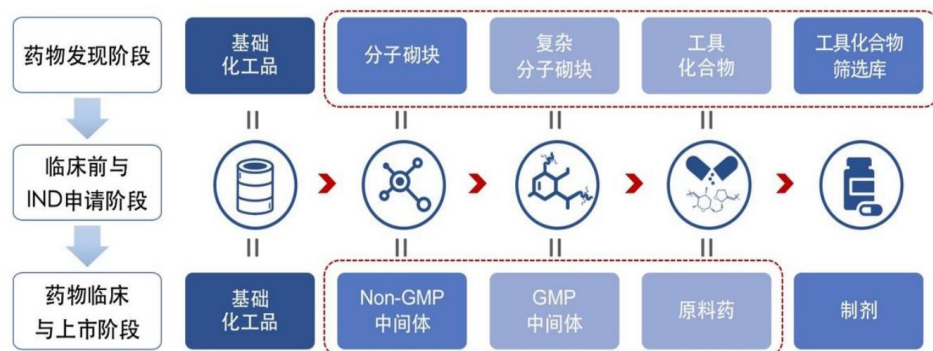
图1：药源药物布局原料药和制剂的研发服务



资料来源：公司公告

打造“中间体—原料药—制剂”一体化服务平台，拓展后端全产业链服务能力：皓元医药现有业务主要为小分子药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研发，以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，在药物产业链上缺少终端制剂的研发服务能力，此次收购将使得皓元医药快速完成“中间体—原料药—制剂”的全产业链服务能力的建设，提升公司后端服务能力。

图2：皓元医药现有业务缺少终端制剂的服务能力



资料来源：皓元医药招股说明书

药源核心团队具有丰富的药品研发及生产经验，公司骨干员工均至少有十余年的工艺和质量研究经验：公司的研发团队由富有欧美经验的王元博士领衔，创始人团队成员均是来自中国药科大学、沈阳药科大学、中科院药物研究所等国内头部药所高校及科研院所的专业人才，并且均具有10年以上的药物研发、生产及管理经验。

表1：药源核心团队研发生产经验丰富

姓名	职位	简介
王元	董事长、总经理	创始人，法国巴黎第六大学博士，加拿大舍布鲁克大学和蒙特利尔大学博士后。25年制药工艺研发和管理经验，15年欧美经历。曾服务于知名药企，带领团队完成多个创新药相关工艺开发和商业化生产项目，参与FDA认证，对于药物研发、CMC注册和cGMP有丰富的实践经验。曾获江苏省双创人才、启东市东疆英才、济南市海内外高层次创新人才等荣誉。
何训贵	副总经理	创始团队成员，中国药科大学博士，中科院上海药物所博士后。近20年药物研发和管理经验，精通药物合成和制剂工艺研发和质量研究。曾获上海市启明星人才荣誉。
唐文生	药源启东总经理	创始团队成员，沈阳药科大学硕士，复旦大学EDP。近20年药物研发和生产技术、质量管理经验，曾任合作企业山东科源制药总经理助理，实现多个重要产品的大规模商业化生产。
李国智	研发高级主任	中科院上海有机所博士，11年工艺开发及产业化经验（扬子江海尼，晶云，博志研新，京新药业），带领团队完成二十多个品种的研发及产业化。
张达	药源技术顾问	宁波九胜创新医药科技有限公司 总经理；法国巴黎第六大学博士、法国斯特拉斯堡药学院博士后。曾荣获浙江省千人计划专家、宁波市3315计划人才、宁波市茶花奖、浙江省科技进步奖三等奖。曾就职法国BIM Sifram公司、宁波人健药业、浙江九洲药业，任研发总监/副总。 张达博士擅长有机合成创新路线设计、工艺强化及连续反应设备的应用与设计；致力于组合研发支撑医药产业发展的多项核心技术，实现本质安全、绿色环保的化学制造，打造高度自动化、模块化的智慧工厂。

资料来源：药源药物官网、开源证券研究所

药源药物在原料药和制剂均具有高标准的服务能力，并逐步具备制剂规模化生产能力：药源药物的原料药研究服务业务拥有多个公斤级实验室和原料药D级洁净间，相关产能多次通过NMPA现场核查及客户审计，拥有高标准的质量体系；在制

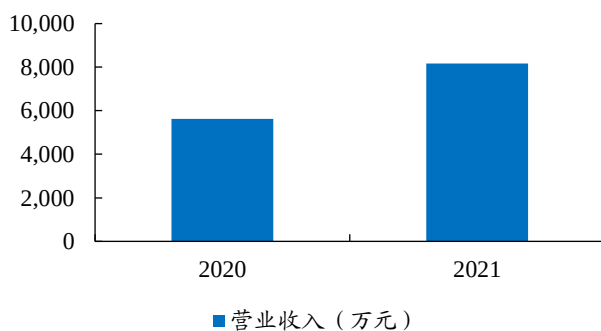
剂端，药源药物拥有无定型固体分散体增溶技术、微丸包衣控释技术、冻干技术和半固体真空乳化均质技术等多种技术平台，现已完成/在建口服固体制剂、半固体外用制剂的规模化生产能力，并在 2021 年 12 月顺利接受国家药监局和江苏省局药品注册和 GMP 二合一动态检查。

表2：药源药物在原料药和制剂上具有高标准的服务能力

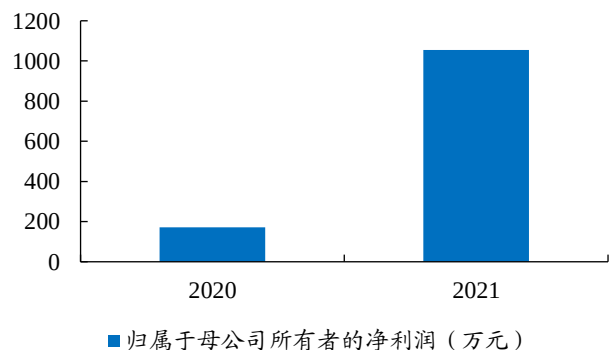
业务布局	地点	服务内容	产能情况	质量合规
原料药	上海张江	合成工艺的开发与优化、结晶工艺开发和优化、基因毒杂质的预测及研究等	多个公斤级实验室和原料药 D 级洁净间；在国内拥有战略合作工厂	通过 6 次 NMPA 药品注册研制现场核查（最近一次：2021 年 3 月）。
				通过 > 30 次客户 GMP/质量体系审计，包括美国、中国、欧盟、加拿大、以色列等国家。
制剂	上海张江（研发）	处方前研究、固体分散体工艺开发和优化、制剂处方工艺开发和优化、稳定性研究等	5 个独立的 D 级洁净车间；口服固体：4 个车间，年产能：~10 亿单位；	通过 1 次欧盟第三方 QP 现场 GMP 审计（早期临床阶段 API）。
	江苏启东（生产）		半固体外用制剂：1 个车间，年产能：~2000 万支	顺利接受 1 次国家药监局和江苏省局药品注册和 GMP 二合一动态检查（2021 年 12 月）。通过 > 40 次客户 GMP 审计(2019~2021),包括中国、美国和欧盟客户。通过 1 次欧盟第三方 QP 远程 GMP 审计（临床样品生产）(2021 年 3 月)。

资料来源：公司公告、药源药物官网、开源证券研究所

药源药物近两年业绩快速增长：据皓元医药公告，2021 年药源药物营业收入 8167.48 万元，同比增长 45.20%；2021 年归母净利润为 1054.74 万元，同比增长 517.93%，整体业绩快速增长。

图3：药源营业收入快速增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：药源归母净利润快速增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

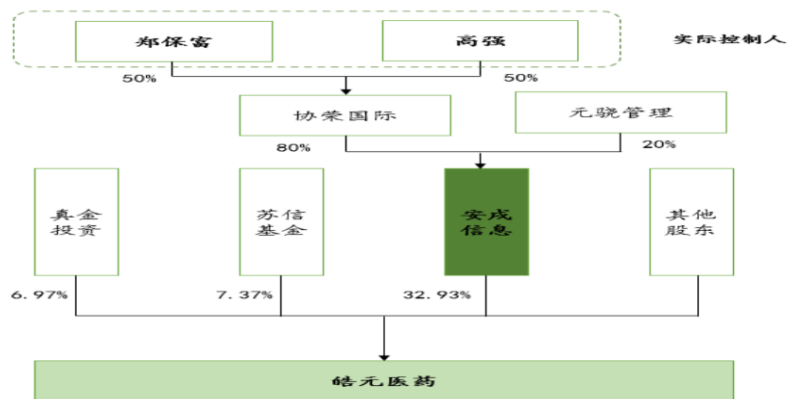
2、拟收购价格不超过 4.2 亿元，参考业绩承诺，估值性价比明

显

业绩承诺 2022-2024 年净利润加速增长，估值具有性价比：根据皓元医药公告，此次收购业绩承诺方拟承诺标药源药物 2022/2023/2024 年度净利润将分别不低于 2000/2600/3800 万元，2022-2024 年同比增速分别约为 30%/46%，在业绩承诺期加速增长。同时，以 2022 年承诺业绩测算，拟收购药源的 PE 为 21X，估值性价比明显。

拟向控股股东增发皓元医药控股股东安成信息发行股份募集配套资金总额不超过 5000 万元，彰显控股股东对公司长远发展的信心：公司公告，本次收购拟向公司控股股东安成信息发行股份募集资金不超过 5000 万元，安成信息的实控人为公司创始人郑保富和高强，彰显创始人团队对公司长远发展的信心。另外，此次向控股股东发行股份的价格 151.33 元/股，相较于停牌前最后一个交易日收盘价 173.99 元/股，折价约为 13%左右。

图5：安成信息为公司控股股东



资料来源：公司公告

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，我们看好公司的长期发展。根据公司发展趋势，我们维持原盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1.94/2.78/4.13 亿元，EPS 分别为 2.61/3.74/5.56 元，当前股价对应 P/E 分别为 59.8/41.8/28.1 倍，维持“买入”评级。

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	884	1170	1632
现金	203	292	380	537	733
应收票据及应收账款	54	87	128	165	236
其他应收款	4	14	13	23	27
预付账款	5	6	10	12	18
存货	150	229	343	424	609
其他流动资产	10	9	9	9	9
非流动资产	117	220	240	280	324
长期投资	51	72	95	117	139
固定资产	23	46	44	57	72
无形资产	24	32	37	43	51
其他非流动资产	20	70	65	63	62
资产总计	542	857	1125	1450	1955
流动负债	124	295	350	397	489
短期借款	24	77	77	77	77
应付票据及应付账款	55	103	135	184	245
其他流动负债	45	115	138	136	167
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	384	432	524
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	426	704	1117
归属母公司股东权益	400	528	741	1018	1432
负债和股东权益	542	857	1125	1450	1955

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	57	117	112	222	272
净利润	73	128	194	278	413
折旧摊销	8	11	13	16	21
财务费用	1	9	9	11	13
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-37	-60	-104	-82	-174
其他经营现金流	13	30	0	0	0
投资活动现金流	-70	-74	-33	-55	-64
资本支出	21	71	-2	17	21
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	9	-11	-13
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	-9	-11	-13
现金净增加额	119	84	88	156	196

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	409	635	969	1319	1804
营业成本	175	275	416	557	750
营业税金及附加	1	2	2	4	5
营业费用	47	49	98	132	178
管理费用	43	66	97	132	180
研发费用	53	65	128	161	206
财务费用	1	9	9	11	13
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	227	331	482
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	227	331	481
所得税	11	20	32	53	68
净利润	73	128	194	278	413
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	73	128	194	278	413
EBITDA	87	156	234	338	488
EPS(元)	0.99	1.73	2.61	3.74	5.56

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	36.2	55.3	52.5	36.2	36.8
营业利润(%)	252.1	76.2	52.4	46.0	45.6
归属于母公司净利润(%)	298.8	74.9	51.3	43.0	48.7
获利能力					
毛利率(%)	57.2	56.7	57.1	57.7	58.4
净利率(%)	18.0	20.2	20.1	21.1	22.9
ROE(%)	18.4	24.3	26.9	27.8	29.2
ROIC(%)	15.7	19.5	22.8	24.3	26.3
偿债能力					
资产负债率(%)	26.3	38.4	34.1	29.8	26.8
净负债比率(%)	-39.9	-34.3	-37.3	-42.6	-44.0
流动比率	3.4	2.2	2.5	2.9	3.3
速动比率	2.1	1.3	1.5	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
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	2.61	3.74	5.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.57	1.50	2.99	3.66
每股净资产(最新摊薄)	5.38	7.10	9.71	13.45	19.01
估值比率					
P/E	176.2	100.7	66.6	46.6	31.3
P/B	32.4	24.5	17.9	12.9	9.2
EV/EBITDA	146.4	81.9	54.1	37.0	25.2

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的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	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	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