

收购药源有望打“中间体+原料药+制剂”一体化服务平台 买入（维持）

2022 年 3 月 9 日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号: S0600520090002

zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	635	967	1,336	1,885
同比（%）	55.3%	52.3%	38.1%	41.1%
归母净利润（百万元）	128	191	275	385
同比（%）	74.9%	48.3%	44.2%	40.2%
每股收益（元/股）	2.30	2.56	3.70	5.18
P/E（倍）	-	61.46	42.61	30.40

投资要点

■ **事件：**公司拟向 WANGYUAN(王元)、上海源盟、启东源力、宁波九胜发行股份及支付现金的方式收购药源药物 100%股权，其中，皓元医药以股份支付的对价比例为 64.09%，合计 2.69 亿元，现金支付比例为 35.91%，合计 1.51 亿元，本次交易标的资产的价格预计不超过 4.2 亿元。此外，公司拟向控股股东安成信息发行股份募集配套资金，资金总额不超过 5000 万元，用于支付本次重组相关费用、新建项目投资以及补充流动资金。募集配套资金发行价格为 151.33 元/股。

■ **有望推动公司业务往制剂领域延伸，打造一体化服务平台。**药源药物在 CMC 业务领域深耕 18 年，是一家聚焦于提供原料药、制剂药学工艺研发、注册和产业化服务的高新技术企业，尤其在制剂 CMC 领域具有竞争优势。药源掌握多项行业领先技术，有多功能制剂生产平台，包括 4 个口服固体制剂制备平台以及 1 个外用制剂制备平台，制剂生产平台通过了欧盟 QP 质量审计并顺利接受了国家药监局和江苏省药监局药品注册和 GMP 二合一动态检查，为制剂规模化生产提供了保障。收购药源药物后不仅打造“中间体—原料药—制剂”一体化服务平台，同时提高公司的规模化生产能力。

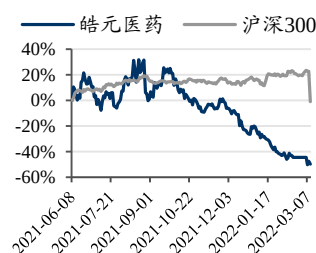
■ **业务间协同性强，公司基因相近。**药源药物由留学归国博士领衔创建，公司重视研发，2021 年研发团队 107 人，占总员工的 64%，骨干员工均具备 10 年以上的工艺和质量研究经验，股权激励制度保证了研发团队的相对稳定，有利于进一步增高公司的技术壁垒。另外，皓元医药同药源药物可共享采购渠道、客户资源以及先进的管理经验，推动业务的协同发展。

■ **增厚公司业绩，盈利能力有望提升。**业绩承诺方拟承诺药源药物 2022、2023 和 2024 年度净利润将分别不低于 2,000 万元、2,600 万元、3,800 万元，合计不低于 8,400 万元。在上述承诺顺利完成的情况下，公司的业绩进一步提升，促进公司的持续发展。

■ **盈利预测与投资评级：**公司向 CXO 全产业链持续拓展完善，本次收购事件有望带来公司估值的提升。不考虑收购带来的业绩增长，我们预计公司 2022、2023 年的归母净利润为 2.75、3.85 亿元，当前股价（157.50 元）对应 PE 为 43、30 倍。

■ **风险提示：**业绩承诺相关风险、收购整合风险、行业竞争加剧风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	157.50
一年最低/最高价	156.22/413.00
市净率(倍)	6.59
流通 A 股市值(百万元)	2520.78

基础数据

每股净资产(元)	23.90
资产负债率(%)	18.00
总股本(百万股)	74.34
流通 A 股(百万股)	16.00

相关研究

1. 《皓元医药 (688131.SH): 2021 年中报点评，业绩符合我们预期，前后端业务双轮驱动的小分子合成专家》2021-08-28
2. 《N 皓元 (688131.SH): 精于小分子合成的创新驱动平台，未来业绩有望持续高速增长》2021-06-08

皓元医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	637	747	1,008	1,423	营业收入	635	967	1,336	1,885
现金	292	344	458	650	减:营业成本	275	455	608	856
应收账款	80	122	168	238	营业税金及附加	2	3	4	6
存货	229	243	333	469	营业费用	49	87	114	160
其他流动资产	36	39	49	67	管理费用	66	106	140	199
非流动资产	220	285	367	449	研发费用	65	116	160	226
长期股权投资	72	102	152	202	财务费用	9	0	0	0
固定资产	46	66	85	103	资产减值损失	31	0	0	0
在建工程	24	30	36	42	加:投资净收益	1	1	1	1
无形资产	32	40	48	56	其他收益	12	19	7	9
其他非流动资产	47	47	47	47	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	857	1,032	1,375	1,871	营业利润	149	220	318	448
流动负债	295	279	348	459	加:营业外净收支	0	0	0	0
短期借款	77	77	77	77	利润总额	149	220	318	448
应付账款	69	100	133	188	减:所得税	20	30	43	63
其他流动负债	149	102	138	194	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	329	313	382	493	归属母公司净利润	128	191	275	385
长期借款	0	0	0	0	EBIT	156	200	310	437
其他非流动负债	329	313	382	493	EBITDA	167	214	327	456
负债合计	329	313	382	493	重要财务与估值指标				
少数股东权益	0	0	0	0		2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	528	718	993	1,378	每股收益(元)	2.3	2.6	3.7	5.2
负债和股东权益	857	1,032	1,375	1,871	每股净资产(元)	9.5	9.7	13.4	18.5
					发行在外股份(百万股)	55.7	74.3	74.3	74.3
					ROIC(%)	26.2	24.7	28.8	29.8
					ROE(%)	24.3	26.5	27.7	27.9
					毛利率(%)	56.7	53.0	54.5	54.6
					销售净利率(%)	20.2	19.7	20.6	20.4
					资产负债率(%)	38.4	30.4	27.8	26.3
					收入增长率(%)	55.3	52.3	38.1	41.1
					净利润增长率(%)	74.9	48.3	44.2	40.2
					P/E	-	61.5	42.6	30.4
					P/B	-	16.3	11.8	8.5
					EV/EBITDA	-	53.6	34.7	24.5

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>