

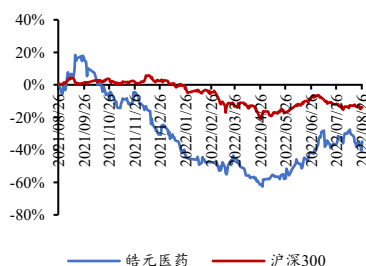
前端业务加速成长，后端创新药（尤其 ADC）CDMO 亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-26

收盘价（元）	140.82
近 12 个月最高/最低（元）	416/112
总股本（百万股）	104.08
流通股本（百万股）	60.30
流通股比例（%）	57.93
总市值（亿元）	146.56
流通市值（亿元）	74.10

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】皓元医药 (688131.SH) 深度报告：小分子药物研发前后端一体化平台，加速布局打开成长空间
2022-06-24

主要观点：

➤ 事件概述

2022 年 8 月 26 日，皓元医药披露 2022 年半年报：2022H1 实现营业收入 6.21 亿元，同比增长 36.52%；归母净利润 1.16 亿元，同比增长 22.51%，扣非归母净利润 1.10 亿元，同比增长 17.40%；稀释每股收益为 1.12 元，同比减少 8.20%。

➤ 事件点评

● 疫情扰动下业绩稳健增长，前端业务+创新药 CDMO 加速成长

上半年在疫情影响下，业绩稳健增长。2022H1 实现营业收入 6.21 亿元，同比增长 36.52%；归母净利润 1.16 亿元，同比增长 22.51%；实现毛利率 56.27% (+2.11pp)，主要由于公司产品结构的变化：毛利率更高的分子砌块与中间体业务收入占比提升导致；净利率 18.54% (-2.33pp)，主要由于费用端有所提升。2022H1 管理费用率 11.20%，销售费用率 7.23%，财务费用率-0.06%，财务费用变动主要系公司利息收入增加。
单季度来看，2022Q2 实现营收 3.21 亿元，同比增长 39.95%；归母净利润 0.54 亿元，同比增长 32.39%；实现毛利率 55.13%，净利率 16.62%。疫情影响下仍然实现了稳步的增长。

分版块来看：

(1) 前端业务加速成长。2022H1 分子砌块和工具化合物业务实现营业收入 3.84 亿元，同比增长 59.86%。其中分子砌块业务约 1.13 亿元，同比增长 78.29%；工具化合物业务 2.71 亿元，同比增长 53.26%。其中产品销售业务约 3.50 亿元，同比增长 61.90%；技术服务业务约 0.35 亿元，同比增长 41.76%。

(2) 后端创新药 CDMO 表现亮眼。2022H1 原料药和中间体业务实现营业收入 2.33 亿元，同比增长 10.14%，目前在手订单 2.5 亿元。截至 2022H1，完成生产工艺开发的原料药和中间体产品种类累计超过 100 个，其中 94 个产品已具备产业化基础。

仿制药板块：实现收入 0.94 亿元，同比减少 26.69%，占后端收入比重 40.28%，累积承接了 201 个项目，其中商业化项目有 52 个，验证批项目有 9 个，中试项目有 18 个，小试项目有 122 个。

创新药板块：实现收入 1.39 亿元，同比增长 66.63%，占后端收入比重 59.72%，创新药服务承接了 234 项临床试验开发服务项目，助力客户完成 9 项商业化项目。在区域分布上，中国市场的 CDMO 项目有 161 个，其中 4 个已获批上市，17 个处于临床 II 期或临床 III 期；日本市场的 CDMO 项目共有 52 个，其中 2 个已经获批上市，4 个处于临床 II 期或临床 III 期阶段；韩国市场 CDMO 项目共有 9 个，其中 2 个已经获批上市，3 个处于临床 II 期或临床 III 期；美国市场 CDMO 项目共有 8 个，

其中3个处于临床II期或临床III期阶段。在ADC业务领域,截至2022H1公司ADC项目数55个,合作客户超过380家,同比增长61.92%;销售收入同比增长69.52%。公司目前已经协助客户完成IND/NDA申报7个,已获得DMF备案5个,14个CMC项目在研。

● 研发投入再攀新高,创新成效显著

重视研发并持续加大研发投入力度,2022H1公司研发费用为0.83亿元,同比增长91.81%;占营业收入比重为13.31%。研发人员数量401人,同比增长146.01%;在研项目30项。截至2022H1,公司累计知识产权项目获得数158个,其中发明专利46个,实用新型42个,外观设计4个,软件著作权66个;累计通过认定的高新技术成果转化项目10项。

● 产能建设加快,提升全产业链业务承接能力

公司持续加强生产能力建设,截至2022H1公司固定资产2.52亿元,同比增长342.72%;在建工程3.90亿元,同比增长901.87%。

前端产能方面:安徽合肥研发中心,主要提供高端化学试剂分子砌块的研发及CRO服务,规划向生物领域逐步延伸,预计2022Q3投入运营;山东烟台研发中心,主要提供工具化合物及CRO服务,丰富产品管线提升自主研发及创新能力,已投入运营;上海深化生物研发中心,主要关注跟踪最新生物技术、生物科研试剂的研发,提升公司在生物试剂领域的自主创新能力,预计2022Q3投入运营。

后端产能方面:上海创新药CDMO创制研究中心、安徽马鞍山研发中心、南京晶型研究中心已投入运营。另有两个重要基地建设扩产中,其中安徽马鞍山产业化基地是公司自主筹建的首个产业化基地,占地面积约131.79亩,一期计划建设3个生产车间,由难仿药与CDMO业务共享,目前项目一期工程正积极推进,其中1个生产车间已处于试生产准备阶段,其他生产车间将陆续分批完工;马鞍山研发中心2021年一条ADC产线建成并投产后,目前新建的两条ADC产线计划于2022年9月初投入运营,可满足最高等级的高毒性化合物的操作规范。

➤ 投资建议

- 考虑公司高附加值小分子化合物产品积累,树立竞争壁垒。随着客户药品研发注册推进,后端业务增长可期,创新药CDMO板块未来潜力突出,我们预计公司2022~2024年营收分别为14.14/20.20/28.30亿元;同比增速为45.9%/42.9%/40.1%;归母净利润分别为2.68/3.87/5.47亿元;净利润同比增速40.2%/44.5%/41.4%;对应2022~2024年EPS为2.57/3.72/5.26元/股;对应估值为55X/38X/27X。维持“买入”评级。

● 风险提示

人才流失风险;药物研发不及预期的风险;环境保护与安全生产风险;汇率波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	969	1414	2020	2830
收入同比 (%)	52.6%	45.9%	42.9%	40.1%
归属母公司净利润	190.98	268	387	547
净利润同比 (%)	48.7%	40.2%	44.5%	41.4%
毛利率 (%)	54.1%	54.1%	54.1%	54.2%
ROE (%)	10.5%	13.1%	15.9%	18.3%
每股收益 (元)	2.94	2.57	3.72	5.26
P/E	84.59	54.73	37.89	26.80
P/B	10.15	7.15	6.01	4.91
EV/EBITDA	65.99	34.64	23.50	16.90

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1590	1668	2103	2581	营业收入	969	1414	2020	2830
现金	1037	882	1018	1060	营业成本	445	649	928	1297
应收账款	144	168	278	352	营业税金及附加	3	4	6	8
其他应收款	9	24	24	42	销售费用	70	127	182	255
预付账款	11	16	23	32	管理费用	114	184	263	368
存货	352	525	712	1026	财务费用	6	-10	-10	-12
其他流动资产	37	53	48	68	资产减值损失	-29	-10	-5	-5
非流动资产	794	1011	1208	1374	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	70	84	95	104	投资净收益	0	1	2	2
固定资产	230	359	438	472	营业利润	210	301	434	612
无形资产	41	51	61	71	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	454	516	614	727	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2385	2680	3311	3955	利润总额	210	301	434	612
流动负债	322	389	634	731	所得税	19	34	47	65
短期借款	6	-12	-36	-65	净利润	191	267	386	546
应付账款	186	135	336	332	少数股东损益	0	0	0	-1
其他流动负债	129	265	333	465	归属母公司净利润	191	268	387	547
非流动负债	226	226	226	226	EBITDA	267	403	587	812
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.94	2.57	3.72	5.26
其他非流动负债	226	226	226	226					
负债合计	548	615	860	958					
少数股东权益	14	14	13	13					
股本	74	104	104	104					
资本公积	1326	1297	1297	1297					
留存收益	422	650	1037	1584					
归属母公司股东权益	1822	2051	2438	2984					
负债和股东权益	2385	2680	3311	3955					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	58	217	510	439	成长能力				
净利润	191	267	386	546	营业收入	52.6%	45.9%	42.9%	40.1%
折旧摊销	51	99	155	205	营业利润	41.1%	43.6%	43.9%	41.1%
财务费用	16	0	-1	-2	归属于母公司净利	48.7%	40.2%	44.5%	41.4%
投资损失	0	-1	-2	-2	获利能力				
营运资金变动	-219	-161	-37	-316	毛利率 (%)	54.1%	54.1%	54.1%	54.2%
其他经营现金流	429	440	430	869	净利率 (%)	19.7%	18.9%	19.1%	19.3%
投资活动现金流	-306	-315	-350	-369	ROE (%)	10.5%	13.1%	15.9%	18.3%
资本支出	-288	-302	-342	-362	ROIC (%)	9.7%	12.0%	14.8%	17.4%
长期投资	-20	-14	-10	-9	偿债能力				
其他投资现金流	2	1	2	2	资产负债率 (%)	23.0%	23.0%	26.0%	24.2%
筹资活动现金流	1007	-57	-23	-28	净负债比率 (%)	29.8%	29.8%	35.1%	32.0%
短期借款	-71	-18	-24	-30	流动比率	4.94	4.29	3.32	3.53
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.72	2.82	2.11	2.04
普通股增加	19	30	0	0	营运能力				
资本公积增加	1089	-30	0	0	总资产周转率	0.60	0.56	0.67	0.78
其他筹资现金流	-29	-39	1	2	应收账款周转率	8.64	8.99	8.96	8.92
现金净增加额	752	-156	136	42	应付账款周转率	3.48	4.03	3.94	3.88

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	2.94	2.57	3.72	5.26	P/E	84.59	54.73	37.89	26.80
每股经营现金流薄)	0.56	2.08	4.90	4.22	P/B	10.15	7.15	6.01	4.91
每股净资产	24.51	19.70	23.42	28.68	EV/EBITDA	65.99	34.64	23.50	16.90

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。