

皓元医药 (688131.SH)

前端增长势头不减，后端业绩表现突出

核心观点：

- **稳产发展齐头并进，业绩稳健增长。**公司 2022H1 实现营收 6.21 亿元，同比增长 36.52%。归母净利润 1.16 亿，同比增长 22.51%。扣非归母净利润 1.10 亿，同比增长 17.40%。其中 2022Q2 营收 3.21 亿元，同比增长 39.95%。实现归母净利润 0.54 亿元，同比增长 32.39%。
- **前端产品种类快速提升，生物试剂布局未来收入贡献可期。**分子砌块和工具化合物在 2022H1 营收 3.84 亿元，同比增长 59.86%。前端整体在营收结构中占比 61.83%。其中分子砌块营收 1.13 亿元，同比增长 78.29%。工具化合物收入 2.71 亿元，同比增长 53.26%。生物试剂方面，累计形成了重组蛋白、抗体等各类生物大分子超过 2,800 种，未来收入贡献可期。
- **后端订单高速增长，ADC CDMO 业务发展迅猛。**仿制药和创新药 CDMO 整体营收结构占比 37.54%。原料药和中间体业务 2022H1 营收为 2.33 亿元，同比增长 10.14%。其中仿制药收入 0.94 亿元，占整个后端比例为 40.28%，创新药收入 1.39 亿元占后端收入比例 59.72%。创新药 CDMO 中 ADC CDMO 业务发展迅猛，销售收入同比增长 69.52%，客户数达到 380+，同比增长 61.92%。ADC 项目数达到 55 个，其中公司已经协助客户完成 IND/NDA 申报 7 个，已获得 DMF 备案 5 个，14 个 CMC 项目在研。
- **盈利预测与投资建议。**公司前端后端协同发展，未来两年高增长有望持续，预计 22-24 年公司归母净利润分别为 2.70 亿元、4.01 亿元、6.01 亿元，EPS 分别为 2.59 元/股、3.85 元/股、5.77 元/股，对应 PE 分别为 59.07 倍、39.70 倍、26.49 倍。我们维持 A 股合理价值 181.59 元/股不变，维持“买入”评级。
- **风险提示。**技术创新风险，新产品研发不确定性风险，汇率风险等。

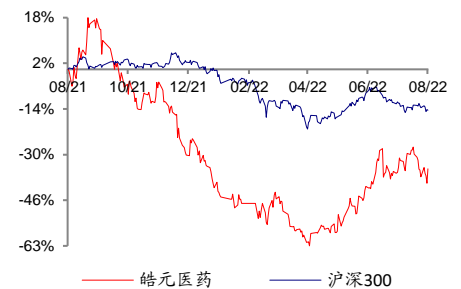
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	635	969	1,435	2,094	3,002
增长率 (%)	55.3%	52.6%	48.1%	45.9%	43.4%
EBITDA (百万元)	167	267	365	562	812
归母净利润 (百万元)	128	191	270	401	601
增长率 (%)	74.9%	48.7%	41.1%	48.8%	49.9%
EPS (元/股)	2.30	2.57	2.59	3.85	5.77
市盈率 (x)	-	96.80	59.07	39.70	26.49
ROE (%)	24.3%	10.5%	12.9%	16.1%	19.4%
EV/EBITDA (x)	-	65.99	41.25	26.48	17.92

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	153.00 元
合理价值	181.59 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-28

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

方程嫣



SAC 执证号：S0260522060003



021-38003670



fangchengyan@gf.com.cn

请注意，方程嫣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

皓元医药 (688131.SH) :前 2022-06-03
后端业务通道打开，一体化
布局高速发展

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	637	1,590	1,827	2,307	3,100	
货币资金	292	1,037	1,067	1,234	1,565	
应收及预付	93	157	208	306	441	
存货	229	352	494	690	996	
其他流动资产	23	44	59	77	99	
非流动资产	220	794	928	1,018	1,066	
长期股权投资	72	70	71	72	73	
固定资产	46	230	328	399	436	
在建工程	24	116	141	153	160	
无形资产	32	41	48	52	54	
其他长期资产	46	338	340	342	344	
资产总计	857	2,385	2,755	3,325	4,166	
流动负债	295	322	423	592	832	
短期借款	77	6	0	0	0	
应付及预收	103	206	282	402	573	
其他流动负债	115	109	140	189	259	
非流动负债	34	226	226	226	226	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	34	226	226	226	226	
负债合计	329	548	649	818	1,058	
股本	56	74	104	104	104	
资本公积	237	1,326	1,297	1,297	1,297	
留存收益	232	419	689	1,090	1,691	
归属母公司股东权益	528	1,822	2,092	2,493	3,094	
少数股东权益	0	14	14	14	14	
负债和股东权益	857	2,385	2,755	3,325	4,166	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	635	969	1,435	2,094	3,002	
营业成本	275	445	607	864	1,230	
营业税金及附加	2	3	4	6	9	
销售费用	49	70	158	230	330	
管理费用	66	114	187	262	360	
研发费用	65	103	187	276	405	
财务费用	9	6	-2	1	3	
资产减值损失	-31	-29	-7	-27	-25	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	1	0	1	2	3	
营业利润	149	210	312	464	695	
营业外收支	0	0	0	0	0	
利润总额	149	210	312	464	695	
所得税	20	19	42	63	94	
净利润	128	191	270	401	601	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	128	191	270	401	601	
EBITDA	167	267	365	562	812	
EPS (元)	2.30	2.57	2.59	3.85	5.77	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	117	58	241	370	530	
净利润	128	191	270	401	601	
折旧摊销	11	51	71	107	144	
营运资金变动	-58	-219	-110	-168	-242	
其它	36	35	11	30	27	
投资活动现金流	-74	-306	-206	-202	-199	
资本支出	-71	-288	-204	-201	-199	
投资变动	-3	-20	-1	-1	-1	
其他	0	2	-1	0	1	
筹资活动现金流	50	1,007	-6	0	0	
银行借款	90	4	-6	0	0	
股权融资	0	1,132	0	0	0	
其他	-40	-129	0	0	0	
现金净增加额	84	752	30	167	331	
期初现金余额	198	282	1,037	1,067	1,234	
期末现金余额	282	1,034	1,067	1,234	1,565	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	55.3%	52.6%	48.1%	45.9%	43.4%
营业利润增长	76.2%	41.1%	48.6%	48.8%	49.9%
归母净利润增长	74.9%	48.7%	41.1%	48.8%	49.9%
获利能力					
毛利率	56.7%	54.1%	57.7%	58.7%	59.0%
净利率	20.2%	19.7%	18.8%	19.2%	20.0%
ROE	24.3%	10.5%	12.9%	16.1%	19.4%
ROIC	22.3%	9.7%	11.0%	14.6%	17.5%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	23.0%	23.6%	24.6%	25.4%
净负债比率	62.3%	29.8%	30.8%	32.6%	34.0%
流动比率	2.16	4.94	4.32	3.90	3.73
速动比率	1.36	3.81	3.13	2.70	2.50
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.41	0.52	0.63	0.72
应收账款周转率	7.91	6.73	7.49	7.43	7.39
存货周转率	2.78	2.75	2.91	3.03	3.02
每股指标 (元)					
每股收益	2.30	2.57	2.59	3.85	5.77
每股经营现金流	3	1	2	4	5
每股净资产	9.47	24.51	20.10	23.95	29.73
估值比率					
P/E	-	96.80	59.07	39.70	26.49
P/B	-	10.15	7.61	6.39	5.15
EV/EBITDA	-	65.99	41.25	26.48	17.92

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 方程嫣：资深分析师，哥伦比亚大学生物工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：高级分析师，南加州大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 朱新彦：高级分析师，香港中文大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李桢桐：高级研究员，复旦大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 田鑫：高级研究员，格拉斯哥大学亚当斯密商学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。