

2022年08月29日

证券研究报告·2022年中报点评

皓元医药 (688131) 医药生物

当前价: 151.82 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

前端业务持续高增，创新药 CDMO 表现亮眼

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年度报告, 2022 年上半年公司实现营业收入 6.2 亿元, 同比增长 36.5%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 22.5%; 实现归母扣非净利润 1.1 亿元, 同比增长 17.4%。
- **克服疫情不利影响, 业绩高增持续。** 2022H1 公司毛利率为 56.3%(+2.1pp), 净利率为 18.5%(-2.3pp), 毛利率增长主要得益于高毛利前端业务占比提升, 净利率下降主要由费用提升所致; 销售费率为 7.2%(+0.9pp), 管理费率为 11.2%(+1.1pp), 研发费率为 13.3%(+3.8pp), 财务费率为 -0.1%(-1.6pp), 销售费用增长明显主要由职工薪酬提升所致, 管理费用大幅提升主要由于场地租赁费用和股权激励分期确认股份支付增加, 研发费用提升主要由于研发投入和研发人员薪酬提升, 财务费用明显下降主要系储蓄性存款形成较多利息收入。分季度看, 2022Q2 公司实现收入 3.2 亿元(+40%), 归母净利润 5404.4 万元(+32.4%), 归母扣非净利润 5111.1 万元(+27.3%), 疫情下业绩仍实现高速增长。
- **前端分子砌块和工具化合物业务持续发展, 品类和订单稳定增长。** 2022H1 公司分子砌块和工具化合物业务实现收入 3.8 亿元(+59.9%), 其中分子砌块业务收入 1.1 亿元(+78.3%, 占前端业务收入 29.4%), 工具化合物业务收入 2.7 亿元(+53.3%, 占前端业务收入 70.6%)。目前已完成约 1.6 万种产品自主研发、合成, 累计储备约 5.2 万种分子砌块、约 1.9 万种工具化合物, 构建 130 多种集成化化合物库, 2022H1 累计完成超 17 万个订单。此外, 公司 2022 年开始布局生物版块相关业务, 目前累计形成重组蛋白、抗体等各类生物大分子超 2800 种, 持续为全球药企和生命科学研究机构提供高质量产品和高水平服务。
- **后端原料药及中间体业务管线丰富, 结构持续优化。** 2022H1 公司原料药及中间体业务实现收入 2.3 亿元(+10.4%), 目前后端业务在手订单超 2.5 亿元。1) **仿制药:** 2022H1 实现收入 9396.7 万元(占后端业务收入 40.3%), 累计承接项目 201 个(+36.7%), 其中商业化项目 52 个, 小试项目 122 个; 2) **创新药:** 2022H1 实现收入 1.4 亿元(+66.7%, 占后端业务收入 59.7%), 累计承接项目 234 个(+81.4%), 其中 198 个处于临床前及临床 I 期, 27 个处于临床 II/III 期, 9 个处于商业化阶段; 海外项目共 73 个(+25.9%), 公司加速拓展海外市场, 有力助推全球创新药研发产业进程; 3) **ADC:** 2022H1 销售收入同比增长 69.5%, 项目共 55 个, 合作客户超 380 家(+61.9%), 上半年协助客户完成 7 项 IND/NDA 申报, 已获得 DMF 备案 5 个, 14 个 CMC 项目在研。
- **加速产能升级, 提升全产业链承接能力。** 高活 ADC 产能持续扩容, 目前马鞍山产业化基地 I 期 1 个生产车间已处于试生产准备阶段, 安徽皓元新建两条 ADC 产线计划 9 月初投入运营。此外, 公司拟通过发行股份及支付现金购买药源药物 100% 股权, 快速补充后端制剂 CDMO 能力。新建产能有望助力公司原料药和中间体业务快速发展, 并进一步加速向制剂产业链延伸。
- **盈利预测:** 我们预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.48 元、3.67 元、5.20 元, 对应 PE 分别为 61、41、29 倍。
- **风险提示:** 订单不及预期; 在研产品进度不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	969.23	1402.36	2010.17	2853.73
增长率	52.61%	44.69%	43.34%	41.96%
归属母公司净利润(百万元)	190.98	258.23	382.19	540.94
增长率	48.70%	35.21%	48.00%	41.54%
每股收益 EPS(元)	1.83	2.48	3.67	5.20
净资产收益率 ROE	10.38%	12.57%	16.03%	18.99%
PE	83	61	41	29
PB	8.67	7.75	6.67	5.57

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.04
流通 A 股(亿股)	0.60
52 周内股价区间(元)	112.00-414.57
总市值(亿元)	158.01
总资产(亿元)	26.25
每股净资产(元)	18.40

相关研究

1. 皓元医药 (688131): 前后端业务共同发力, 产能扩张驱动高速增长 (2022-04-25)
2. 皓元医药 (688131): 业绩符合预期, 新扩产能驱动高速增长 (2021-10-27)
3. 皓元医药 (688131): 加快产能升级, 联动前后端业务 (2021-08-26)
4. 皓元医药 (688131): 小分子研发&产业一体化服务商, 高速增长可期 (2021-06-11)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	969.23	1402.36	2010.17	2853.73	净利润	190.57	258.23	382.19	540.94
营业成本	444.70	671.09	939.94	1323.33	折旧与摊销	28.86	23.06	33.50	47.56
营业税金及附加	2.73	4.21	6.03	8.56	财务费用	6.24	8.41	12.06	17.12
销售费用	69.60	112.19	160.81	228.30	资产减值损失	-29.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	114.07	315.53	462.34	670.63	经营营运资本变动	-220.96	-200.98	-223.51	-319.80
财务费用	6.24	8.41	12.06	17.12	其他	82.21	-27.70	9.23	-3.08
资产减值损失	-29.09	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	57.83	61.03	213.48	282.75
投资收益	-0.12	0.00	0.00	0.00	资本支出	-297.36	-550.00	-560.00	-570.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-8.48	-100.00	-100.00	-100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-305.84	-650.00	-660.00	-670.00
营业利润	209.75	290.93	428.98	605.79	短期借款	-70.90	294.00	100.00	478.23
其他非经营损益	-0.23	-0.11	-0.13	-0.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	209.52	290.82	428.85	605.64	股权融资	1107.44	0.00	0.00	0.00
所得税	18.95	32.59	46.66	64.70	支付股利	0.00	-38.20	-51.65	-76.44
净利润	190.57	258.23	382.19	540.94	其他	-29.24	-25.82	-2.06	-7.12
少数股东损益	-0.41	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1007.29	229.98	46.29	394.67
归属母公司股东净利润	190.98	258.23	382.19	540.94	现金流量净额	752.05	-358.99	-400.23	7.42
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1037.17	678.18	277.95	285.37	成长能力				
应收和预付款项	166.21	235.84	340.07	481.31	销售收入增长率	52.61%	44.69%	43.34%	41.96%
存货	352.07	601.30	855.15	1233.39	营业利润增长率	41.07%	38.70%	47.45%	41.21%
其他流动资产	35.03	44.01	63.08	89.55	净利润增长率	48.38%	35.50%	48.00%	41.54%
长期股权投资	69.97	69.97	69.97	69.97	EBITDA 增长率	45.16%	31.67%	47.19%	41.29%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	345.88	829.52	1302.72	1761.87	毛利率	54.12%	52.15%	53.24%	53.63%
无形资产和开发支出	55.17	101.07	156.97	222.87	三费率	19.59%	31.10%	31.60%	32.10%
其他非流动资产	323.05	420.44	517.83	615.23	净利率	19.66%	18.41%	19.01%	18.96%
资产总计	2384.55	2980.33	3583.75	4759.55	ROE	10.38%	12.57%	16.03%	18.99%
短期借款	6.00	300.00	400.00	878.23	ROA	7.99%	8.66%	10.66%	11.37%
应付和预收款项	264.84	386.10	547.52	768.52	ROIC	46.57%	27.80%	22.47%	21.34%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.26%	22.99%	23.61%	23.49%
其他负债	277.27	240.00	251.45	263.53	营运能力				
负债合计	548.11	926.10	1198.98	1910.28	总资产周转率	0.60	0.52	0.61	0.68
股本	74.34	104.08	104.08	104.08	固定资产周转率	7.02	4.46	3.83	3.55
资本公积	1326.31	1296.58	1296.58	1296.58	应收账款周转率	8.64	8.20	8.26	8.19
留存收益	419.40	639.44	969.98	1434.48	存货周转率	1.34	1.23	1.19	1.20
归属母公司股东权益	1822.31	2040.09	2370.64	2835.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.57%	—	—	—
少数股东权益	14.13	14.13	14.13	14.13	资本结构				
股东权益合计	1836.44	2054.23	2384.77	2849.27	资产负债率	22.99%	31.07%	33.46%	40.14%
负债和股东权益合计	2384.55	2980.33	3583.75	4759.55	带息债务/总负债	1.09%	32.39%	33.36%	45.97%
					流动比率	4.94	2.26	1.61	1.26
					速动比率	3.85	1.39	0.71	0.52
					股利支付率	0.00%	14.79%	13.51%	14.13%
					每股指标				
					每股收益	1.83	2.48	3.67	5.20
					每股净资产	17.51	19.60	22.78	27.24
					每股经营现金	0.56	0.59	2.05	2.72
					每股股利	0.00	0.37	0.50	0.73
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	244.86	322.41	474.55	670.47					
PE	82.74	61.19	41.34	29.21					
PB	8.67	7.75	6.67	5.57					
PS	16.30	11.27	7.86	5.54					
EV/EBITDA	40.77	46.61	32.51	23.56					
股息率	0.00%	0.24%	0.33%	0.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn