

## 皓元医药

688131.SH

审慎增持 (维持)

收入高增长利润短期承压，看好长期发展

2022年10月29日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-28
收盘价(元)	108.39
总股本(百万股)	104.08
流通股本(百万股)	60.13
总市值(百万元)	11281.10
流通市值(百万元)	6517.17
净资产(百万元)	1975.27
总资产(百万元)	2791.33
每股净资产(元)	18.98

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《皓元医药(688131.SH): 特色业务助力, 前端+创新药 CDMO 高速增长》2022-08-26

《皓元医药(688131.SH) 2022 年一季报点评: 业绩符合预期, 收入环比持续增长》2022-04-27

《皓元医药(688131.SH) 2021 年年报点评: 前后端齐发力, 底层技术促进多元发展》2022-04-22

《科创板股研究报告 皓元医药(688131.SH): 深耕前端科研服务及后端业务, 全流程赋能药物研发》2021-05-27

分析师:

孙媛媛

 sunyuanyuan@xyzq.com.cn  
S0190515090001

黄翰漾

 huanghanyang@xyzq.com.cn  
S0190519020002

杨希成

 yangxicheng@xyzq.com.cn  
S0190522090002

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	969	1363	2003	2871
同比增长	52.6%	40.7%	46.9%	43.4%
归母净利润(百万元)	191	222	354	516
同比增长	48.7%	16.2%	59.3%	45.9%
毛利率	54.1%	53.5%	53.9%	53.6%
净利率	19.7%	16.5%	17.8%	18.1%
净资产收益率	10.5%	11.1%	15.0%	17.9%
每股收益(元)	1.83	2.13	3.40	4.96
每股经营现金流(元)	0.56	0.95	1.89	2.74

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报。报告期内, 公司实现营业收入 9.70 亿元 (同比+39.38%); 实现归母净利润 1.58 亿元 (同比+9.63%); 实现扣非归母净利润 1.42 亿元 (同比+1.32%)。
- **点评:** 公司收入保持高增长, 利润端受到季度人员迅速增长、业务结构季度波动和股权激励影响短期承压, 长期有望通过规模效应实现利润率的提升, 公司分子砌块和创新药 CDMO 等新业务继续保持较快增长, 逐步展现竞争力, 工具化合物有望长期保持行业领先地位, 在建工程高增长, 静待新产能和药源并购落地, 深化公司一体化能力和产能建设。
- **盈利预测与估值:** 公司多年深耕分子砌块、工具化合物和原料药中间体业务, 形成多技术平台覆盖的底层技术, 并形成了以国际化品牌“MCE”和国产品牌“乐研”等高口碑前端品牌以及以难仿药、ADC 等创新药 CDMO 为代表的后端业务, 随着前端业务的加速以及后端创新药 CDMO 业务的占比提升, 公司各项业务收入都有望实现较快增长, 考虑到股权激励摊销的影响以及短期费用端的压力, 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.13 元、3.40 元、4.96 元, 对应 2022 年 10 月 28 日 PE 分别为 50.8X、31.9X、21.9X, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示:** 产能释放不及预期、订单业务运营和进度不及预期, 并购交易相关风险等

## 报告正文

## 事件

- 公司发布 2022 年三季报。报告期内，公司实现营业收入 9.70 亿元（同比+39.38%）；实现归母净利润 1.58 亿元（同比+9.63%）；实现扣非归母净利润 1.42 亿元（同比+1.32%）。

## 点评

- **收入保持高增长，利润端受到人员增长、业务结构和股权激励影响。**公司发布 2022 年三季报。报告期内，公司实现营业收入 9.70 亿元（同比+39.38%）；实现归母净利润 1.58 亿元（同比+9.63%，剔除股权激励影响，同比+25.49%）；实现扣非归母净利润 1.42 亿元（同比+1.32%），Q3 单季度，公司实现营业收入 3.49 亿元（同比+44.77%）；实现归母净利润 0.41 亿元（同比-15.34%，剔除股权激励影响，同比+3.30%）；实现扣非归母净利润 0.32 亿元（同比-31.07%）。报告期内，公司综合毛利率 53.30%（同比-2.15PP），Q3 单季度，公司综合毛利率 48.03%（同比-9.88PP），可以看到股权激励对公司利润增长产生了一定影响，利润端同时也受到单季度业务结构波动和人员迅速增长的影响。按照具体业务类型分，2022 年 Q1-3，分子砌块收入 1.78 亿元（同比+75.60%）；工具化合物收入 4.23 亿元（同比+45.30%）。CDMO 收入 2.14 亿元（同比+67.69%）；仿制药收入 1.47 亿元（同比-14.15%）。Q3 单季度，分子砌块收入 0.65 亿元（同比+71.12%）；工具化合物收入 1.52 亿元（同比+32.9%）；CDMO 收入 0.75 亿元（同比+69.59%）；仿制药收入 0.53 亿元（同比+23.91%），可以看到，Q3 单季度，公司较高毛利率的工具化合物增速相对较低，我们预计和三季度国内外科院校的假期有关以及宏观环境的变化有关。截至报告期末，公司共有员工 2,785 人，较 2021 年末新增 1,299 人，新增人员以技术人员为主，较 2022 年 H1 增加 663 人，人员迅速增加主要与合肥、烟台、上海生化、上海 CDMO 创制研究中心的投入运营以及马鞍山工厂试生产工作的积极筹备，人员是公司业务快速发展的先行指标，有望通过人效的逐步提升带来业务的高增长。
- **分子砌块、创新药 CDMO 等新业务保持高增速，看好公司长期发展。**Q3 单季度公司分子砌块业务增长 71.12%，创新药 CDMO 增长 69.59%，两项业务均为公司重点发展的业务，根据 2022 年半年报，公司前端业务累计产品数 7.1 万种（与 2021 年底比新增 1.23 万种），保持了产品种类数的较快增长。其中分子砌块约 5.2 万种，已经逐渐展现规模效应。创新药业务也形成了较好的管线梯队，特别是在 ADC CDMO 业务中实现了差异化优势，截至 2022 年 7 月，公司已经有五个与 ADC 药物相关的小分子产品（4 个 MMAE（荣昌毒素）相关，1 个依喜替康（8201 毒素）相关）在美国 FDA 注册了 DMF，有望进行高效生产并助力客户的海外申报。在工具化合物方面，公司也将继

续发挥全球品牌优势和 SKU 优势,并有望借助生物试剂的助力,在基数提高的情况下依旧保持高增长。仿制药方面,公司特色的艾日布林、曲贝替定等品种有望陆续迎来商业化阶段,预期未来仿制药业务也有望保持一定的增速。

- **在建工程增长迅速,静待产能和一体化布局落地。**报告期内,公司在建工程 4.19 亿元,与 2021 年底比增长 261.74%,公司在马鞍山投建的产业化基地即将迎来收获期,占地面积约 131.79 亩,目前一期计划建设 3 个生产车间,由难仿药与 CDMO 业务共享。截至 2022 年上半年末,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,产能的落地有望进一步实现皓元研发生产一体化的平台价值,自主产能也有望加强对海外客户的吸引力。近日,上交所对公司发行股份及支付现金收购药源药物并募集配套资金申请文件进行了审核,本次并购有望帮助公司实现从起始物料(分子砌块)、中间体、API 到制剂的一体化全流程覆盖,在仿制药业务方面增加话语权,在创新药业务方面更好赋能“长尾客户”。随着公司能力的积累以及相关设施、业务类型的逐渐丰富完善,公司有望长期保持较高行业竞争力。
- **股权激励摊销费用和人员费用增加使得期间费用率上升:**报告期内,公司销售费用率 7.66%(同比+0.82PP),管理费用率 11.75%(同比+1.00PP),研发费用率 14.59%(同比+4.69PP)。财务费用-261.76 万元(去年同期 435.68 万元)。Q3 单季度,公司销售费用率 8.42%(同比+0.69PP),管理费用率 12.72%(同比+0.72PP),研发费用率 16.87%(同比+6.16PP)。财务费用-222.52 万元(去年同期-278.81 万元)。如前所述,股权激励费用和人员增长使得公司的期间费用率短期承压,后续随着规模效应的提升有望恢复到正常水平。
- **盈利预测与评级:**公司多年深耕分子砌块、工具化合物和原料药中间体业务,形成多技术平台覆盖的底层技术,并形成了以国际化品牌“MCE”和国产品牌“乐研”等高口碑前端品牌以及以难仿药、ADC 等创新药 CDMO 为代表的后端业务,随着前端业务的加速以及后端创新药 CDMO 业务的占比提升,公司各项业务收入都有望实现较快增长,考虑到股权激励摊销的影响以及短期费用端的压力,我们调整盈利预测,预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.13 元、3.40 元、4.96 元,对应 2022 年 10 月 28 日 PE 分别为 50.8X、31.9X、21.9X,维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:**产能释放不及预期、订单业务运营和进度不及预期,并购交易相关风险等

表 1、皓元医药分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	QQQ	2021-09	2022-09	YOY
营业收入	241	273	300	321	349	44.8%	696	970	39.4%
营业成本	101	135	128	144	181	78.8%	310	453	46.1%
毛利	140	138	172	177	168	20.1%	386	517	34.0%
销售费用	19	22	20	25	29	57.7%	48	74	56.1%
管理费用	29	39	37	33	44	53.4%	75	114	52.4%
财务费用	-3	2	1	-2	-2	-	4	-3	-160.1%
研发费用	26	35	33	49	59	128.1%	69	142	105.4%
资产减值	-7	-11	-10	-11	-4	-	-18	-26	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	-1	1	-2	2	2	-	-1	2	-
营业利润	62	40	68	56	44	-29.3%	170	167	-1.6%
利润总额	62	40	68	56	45	-27.7%	170	168	-0.9%
归母净利润	49	47	62	54	41	-15.3%	144	158	9.6%
EPS	0.471	0.452	0.599	0.519	0.398	-15.3%	1.383	1.517	9.6%
销售费用率	7.7%	8.0%	6.6%	7.8%	8.4%	0.7%	6.8%	7.7%	0.8%
管理费用率	12.0%	14.4%	12.3%	10.2%	12.7%	0.7%	10.7%	11.7%	1.0%
财务费用率	-1.2%	0.7%	0.4%	-0.5%	-0.6%	0.5%	0.6%	-0.3%	-0.9%
研发费用率	10.7%	12.6%	11.2%	15.3%	16.9%	6.2%	9.9%	14.6%	4.7%
所得税率	21.2%	-17.8%	9.0%	4.0%	9.3%	-11.9%	15.3%	7.4%	-7.9%
毛利率	57.9%	50.7%	57.5%	55.1%	48.0%	-9.9%	55.5%	53.3%	-2.2%
净利率	20.3%	17.2%	20.8%	16.8%	11.9%	-8.4%	20.7%	16.3%	-4.4%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1590	1876	2390	3137
货币资金	1037	1106	1281	1555
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	146	183	274	396
预付款项	11	15	22	33
存货	352	522	756	1087
其他	44	48	57	66
<b>非流动资产</b>	794	768	738	706
长期股权投资	70	70	70	70
固定资产	230	259	254	232
在建工程	116	58	29	14
无形资产	41	48	56	63
商誉	15	10	12	11
长期待摊费用	26	26	21	18
其他	297	297	297	297
<b>资产总计</b>	2385	2644	3128	3843
<b>流动负债</b>	322	397	525	721
短期借款	6	30	22	24
应付票据及应付账款	206	257.20	379.65	560.73
其他	109	110	124	136
<b>非流动负债</b>	226	225	225	225
长期借款	0	0	0	0
其他	226	225	225	225
<b>负债合计</b>	548	622	751	946
股本	74	104	104	104
资本公积	1326	1297	1297	1297
未分配利润	409	588	937	1446
少数股东权益	14	17	19	22
<b>股东权益合计</b>	1836	2021	2378	2896
<b>负债及权益合计</b>	2385	2644	3128	3843

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	191	222	354	516
折旧和摊销	29	40	46	48
资产减值准备	29	42	60	85
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	16	-4	-4	-5
投资损失	0	-0	-0	-0
少数股东损益	-0	2	3	3
营运资金的变动	-220	-203	-262	-361
<b>经营活动产生现金流量</b>	58	99	197	285
<b>投资活动产生现金流量</b>	-306	-13	-21	-18
<b>融资活动产生现金流量</b>	1007	-17	-1	7
现金净变动	752	69	175	274
现金的期初余额	282	1037	1106	1281
现金的期末余额	1034	1106	1281	1555

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	969	1363	2003	2871
营业成本	445	634	923	1332
税金及附加	3	8	12	17
销售费用	70	104	150	215
管理费用	114	160	230	330
研发费用	103	191	270	373
财务费用	6	-4	-4	-5
其他收益	15	14	14	14
投资收益	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-4	-6	-3	-3
资产减值损失	-29	-32	-40	-50
资产处置收益	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	210	247	392	570
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	210	247	392	570
所得税	19	22	35	51
净利润	191	224	356	519
少数股东损益	-0	2	3	3
<b>归属母公司净利润</b>	191	222	354	516
<b>EPS(元)</b>	1.83	2.13	3.40	4.96

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	52.6%	40.7%	46.9%	43.4%
营业利润增长率	41.1%	17.7%	58.7%	45.5%
归母净利润增长率	48.7%	16.2%	59.3%	45.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	54.1%	53.5%	53.9%	53.6%
净利率	19.7%	16.5%	17.8%	18.1%
ROE	10.5%	11.1%	15.0%	17.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.0%	23.5%	24.0%	24.6%
流动比率	4.94	4.73	4.55	4.35
速动比率	3.85	3.41	3.11	2.84
<b>营运能力</b>				
资产周转率	59.8%	54.2%	69.4%	82.4%
应收帐款周转率	833.3%	788.3%	829.5%	811.4%
存货周转率	122.4%	117.2%	116.9%	116.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.83	2.13	3.40	4.96
每股经营现金	0.56	0.95	1.89	2.74
每股净资产	17.51	19.26	22.66	27.61
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	59.1	50.8	31.9	21.9
PB	6.2	5.6	4.8	3.9

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn