

皓元医药(688131.SH)

行业竞争影响毛利率，能力建设持续推进

推荐 (维持)

股价:31.28元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.chemexpress.com.cn
大股东/持股	上海安戎信息科技有限公司/32.34%
实际控制人	郑保富, 高强
总股本(百万股)	150
流通A股(百万股)	86
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	47
流通A股市值(亿元)	27
每股净资产(元)	16.68
资产负债率(%)	39.7

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

倪亦道	投资咨询资格编号 S1060518070001 021-38640502 NIYIDAO242@pingan.com.cn
叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn



事项:

公司发布2023年年报，全年实现营收18.80亿元 (+38.44%)，实现归母净利润1.27亿元 (-34.18%)，扣非后归母净利润为1.10亿元 (-29.58%)。分红预案：每10股派现1.50元 (含税)，同时每10股转增4股。

平安观点:

■ 全年：产业寒冬期实现快速增长，竞争加剧影响利润率

业务上，公司全年前端业务实现收入11.32亿元 (+36.88%)，其中分子砌块3.07亿元 (+25.1%)、工具化合物和生化试剂8.25亿元 (+41.9%)，由于分子砌块国内的价格竞争较为激烈，板块毛利率为58.24%，比上年同期下降3.65pct；后端业务实现收入7.36亿元 (+41.25%)，其中仿制药相关收入2.55亿元 (+22.1%)、创新药相关收入4.81亿元 (+54.1%)，同样由于价格竞争以及新产能投放带来的额外成本，板块毛利率比上年同期下降9.92pct至25.68%。

分地域看，公司境内收入11.77亿元 (+32.43%)，毛利率为37.21% (-10.57pct)，境外收入6.91亿元 (+50.46%)，毛利率为59.37% (+0.02pct)。侧面验证了目前国内价格竞争激烈，海外价格保持基本稳定的行业状态。

费用方面，2023年销售费用率为8.41% (+0.30pct)，国内竞争叠加海外开拓，销售投入继续增加；管理费用率为11.71% (-0.74pct)，研发费用率为11.92% (-2.92pct)，新增人员、产能和设施的利用率上升以及股权激励摊销减少等因素共同作用减少了管理、研发费用率。毛利率下滑叠加8400万元资产减值损失 (上年同期为4338万)，公司全年利润出现较大下降。

■ 23Q4：毛利率进一步下降，年末减值进一步影响利润率 单Q4公司实现

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,358	1,880	2,357	2,962	3,776
YOY(%)	40.1	38.4	25.3	25.7	27.5
净利润(百万元)	194	127	140	213	315
YOY(%)	1.4	-34.2	10.1	51.7	47.8
毛利率(%)	51.4	45.2	42.6	43.4	44.4
净利率(%)	14.3	6.8	6.0	7.2	8.3
ROE(%)	8.3	5.1	5.3	7.4	9.9
EPS(摊薄/元)	1.29	0.85	0.93	1.41	2.09
P/E(倍)	24.3	36.9	33.5	22.1	15.0
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5

收入5.04亿元（+29.92%），当季毛利率为36.51%（-10.28pct）。临近年末行业内业务承接压力加大，砌块、仿药原料药及中间体等均出现进一步降价，加上公司的全球仓储物流建设，导致毛利率环比继续下滑。费用率方面，23Q4单季销售费用率为11.21%（YoY +1.98pct，QoQ +3.39pct），管理费用率为8.22%（YoY -5.99pct，QoQ -4.28pct），研发费用率为10.36%（YoY -5.12pct，QoQ -2.47pct）。加上Q4计提资产减值损失更多，当季几乎没有形成盈利。

■ 持续搭建能力平台，提升整体竞争力

在整体需求相对有限的时候，公司加大投入增强自身能力建设。前端业务继续增加SKU，分子砌块、工具化合物种类分别达到8.0、3.6万种（22年末时为6.3、2.4万种），新开拓的生物类产品中重组蛋白、抗体等试剂达到超1.3万种（22年底5900种）。

后端业务上，公司通过自建、并购新增多个研发中心，并形成马鞍山、菏泽、启东、重庆等生产基地，用于承接不同阶段、不同类型业务的规模化生产。在公司布局领先的ADC领域，第4条产线在年内投入使用，提升了ADC的GMP生产能力，与重庆基地配套打造一体化ADC平台，匹配国内法规需求。

- **维持“推荐”评级。**根据国内外医药创新环境现状，调整2024-2025年盈利预测并新增2026年盈利预测为归母净利润1.40、2.13、3.15亿元（原预测3.34、4.89亿元）。公司当前处于能力建设期，各类投入规模较大，收入与利润增长不匹配，对短期业绩造成一定压力。预期随着后续行业走出寒冬，公司凭借目前所建立的领先的能力平台能够获取更多高等级需求，进而充分摊薄各项成本，在经营杠杆的帮助下盈利水平快速回到理想水平，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**若不能满足客户需求，公司可能丢失订单甚至丢失客户；药物的研发、销售存在不确定性，若进度低于预期，可能影响公司盈利；高速扩张期时若公司管理能力提升跟不上节奏，可能影响运营质量。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,188	2,364	2,946	3,715
现金	484	236	296	378
应收票据及应收账款	508	546	686	875
其他应收款	15	21	26	34
预付账款	13	24	30	38
存货	1,145	1,480	1,835	2,299
其他流动资产	24	57	72	92
非流动资产	2,004	1,845	1,686	1,591
长期投资	64	56	49	45
固定资产	1,054	1,012	968	922
无形资产	119	99	79	59
其他非流动资产	768	679	591	565
资产总计	4,192	4,209	4,632	5,306
流动负债	1,164	1,154	1,477	1,936
短期借款	555	181	269	420
应付票据及应付账款	293	549	681	853
其他流动负债	315	424	527	663
非流动负债	502	389	276	177
长期借款	398	285	172	73
其他非流动负债	104	104	104	104
负债合计	1,666	1,544	1,754	2,113
少数股东权益	17	16	16	16
股本	150	150	150	150
资本公积	1,689	1,689	1,689	1,689
留存收益	670	810	1,023	1,337
归属母公司股东权益	2,509	2,649	2,862	3,177
负债和股东权益	4,192	4,209	4,632	5,306

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-103	269	105	50
净利润	126	139	212	315
折旧摊销	118	151	152	91
财务费用	32	31	20	20
投资损失	5	7	6	3
营运资金变动	-457	-60	-286	-380
其他经营现金流	73	0	0	1
投资活动现金流	-329	1	1	0
资本支出	234	0	-0	0
长期投资	-71	0	0	0
其他投资现金流	-491	1	1	0
筹资活动现金流	409	-518	-45	32
短期借款	326	-374	88	151
长期借款	32	-113	-113	-100
其他筹资现金流	51	-31	-20	-20
现金净增加额	-20	-248	61	81

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,880	2,357	2,962	3,776
营业成本	1,031	1,352	1,676	2,100
税金及附加	8	9	12	15
营业费用	158	203	258	332
管理费用	220	266	329	412
研发费用	224	271	341	427
财务费用	32	31	20	20
资产减值损失	-84	-82	-107	-136
信用减值损失	-12	-16	-21	-26
其他收益	22	24	25	26
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-5	-7	-6	-3
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	128	142	219	332
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	128	142	219	332
所得税	2	3	7	17
净利润	126	139	212	315
少数股东损益	-1	-1	-0	1
归属母公司净利润	127	140	213	315
EBITDA	278	324	391	442
EPS (元)	0.85	0.93	1.41	2.09

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	38.4	25.3	25.7	27.5
营业利润(%)	-34.7	10.8	54.0	51.6
归属于母公司净利润(%)	-34.2	10.1	51.7	47.8
获利能力				
毛利率(%)	45.2	42.6	43.4	44.4
净利率(%)	6.8	6.0	7.2	8.3
ROE(%)	5.1	5.3	7.4	9.9
ROIC(%)	6.2	5.5	7.6	10.3
偿债能力				
资产负债率(%)	39.7	36.7	37.9	39.8
净负债比率(%)	18.6	8.7	5.1	3.6
流动比率	1.9	2.0	2.0	1.9
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.8	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	3.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.85	0.93	1.41	2.09
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.69	1.79	0.70	0.33
每股净资产(最新摊薄)	16.68	17.62	19.03	21.12
估值比率				
P/E	36.9	33.5	22.1	15.0
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	30.4	15.8	13.0	11.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层