

**评级：买入(维持)**

市场价格：120.38

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师：崔少煜

执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

## 公司盈利预测及估值

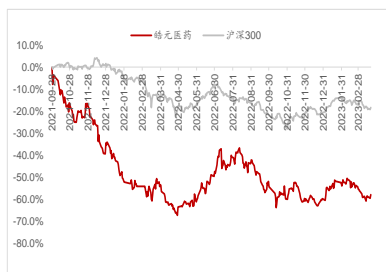
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	969.23	1358.05	1901.52	2553.50	3369.57
增长率 yoy%	52.61%	40.12%	40.02%	34.29%	31.96%
净利润(百万元)	190.98	193.64	266.29	368.25	510.76
增长率 yoy%	48.70%	1.39%	37.52%	38.29%	38.70%
每股收益(元)	1.79	1.81	2.49	3.44	4.77
每股现金流量	0.54	-2.25	1.46	0.08	0.76
净资产收益率	10.48%	8.35%	10.15%	12.30%	14.58%
P/E	67.43	66.50	48.36	34.97	25.21
PEG	1.38	47.68	1.29	0.91	0.65
P/B	7.07	5.55	4.91	4.30	3.68

备注：截止 2023 年 03 月 23 日

## 基本状况

总股本(百万股)	106.98
流通股本(百万股)	60.30
市价(元)	120.38
市值(百万元)	12,878.3
流通市值(百万元)	7,258.9

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

1 《皓元医药(688131.SH)-公司点评：收入持续强劲，多因素影响 2022Q4 利润- 买入 -(中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》2023.02.26

2 《皓元医药(688131.SH)-公司点评：多因素扰动 Q3 利润，看好前后端协同带来长期成长- 买入 -(中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》2022.10.27

## 投资要点

- **事件：2023 年 03 月 21 日，公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 13.58 亿元，同比增长 40.12%；归母净利润 1.94 亿元，同比增长 1.39%；扣非归母净利润 1.59 亿元，同比略降 10.18%。**
- **收入持续强劲，研发投入持续加大，后端订单饱满。**分季度看，2022Q4 在同期高基数基础上实现收入 3.88 亿元(同比，下同，+42.01%)，归母净利润 3579 万元(-23.85%)扣非归母净利润 1443 万元(-61.14%)；**盈利能力上，2022 年毛利率 51.44%(-2.68pp)，净利率 14.11%(-5.55pp)；费用率方面，2022 年销售费用 1.10 亿元(+58.26%)，费用率 8.11%(+0.93pp)。管理费用 1.69 亿元(+48.20%)，费用率 12.45%(+0.68pp)。研发费用 2.02 亿元(+94.85%)，费用率 14.84%、同比大幅提升 4.17pp，我们预计主要系持续加大对研发团队规模及激励所致；订单上，公司订单饱满，2022 年底公司后端业务在手订单约 3.7 亿元。此外，源于 2022 年公司股权激励摊销对归母净利润影响较大，我们预计剔除股权激励影响后 2022 年归母净利润同比增长 16.34%，依然维持稳健增长。**
- **前后端业务亮点频频，相互协同有望带来长期成长。**1) **前端分子砌块与工具化合物：**2022 年前端业务实现营收 8.27 亿元(+51.76%)，其中分子砌块收入 2.46 亿元(+78.43%)；工具化合物收入 5.81 亿元(+42.75%)。公司前端业务研发实力雄厚、产品品类丰富，口碑效应凸显，截止 2022 年底累计完成订单数量超 39 万个，分子种类达 8.7 万种(+48.5%)，我们预计随着 SKU 持续扩增有望驱动业务保持高增。2) **后端特色仿制药和创新药 CDMO：**①2022 年后端业务实现营业收入 5.21 亿元(+24.97%)。其中，仿制药收入 2.09 亿元、截止年底项目数达 259 个、商业化项目 58 个，创新药收入 3.12 亿元(+57.94%)、截止年底累计承接 456 个项目，其中 381 个临床前与临床 I 期，62 个临床 II 期与 III 期以及 13 个商业化。②同时，ADC 方面，公司 2022 年 ADC 销售收入+84.58%，合作客户超 600 家(+84.10%)，ADC 项目数超 100 个，2 条新生产线也顺利投入运营。③此外，小分子产能方面，公司安徽马鞍山基地一期工程中的 1 个车间于 2022Q4 投产、药源收购也于 2022Q4 落地、山东泽大泛科 CDMO 产业化基地于 2023 年 2 月奠基，随着后端产能持续开拓，有望带动整体业务持续快速增长。
- **盈利预测与投资建议：**源于防疫政策变化及公司前期 CDMO 投入成本较高，我们调整盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 19.02、25.54、33.70 亿元(2023-2024 年预测前值约 19.33 和 26.96 亿元)，增速分别为 40.02%、34.29%、31.96%；归母净利润分别为 2.66、3.68、5.11 亿元(2023-2024 年预测前值约 3.01、4.78 亿元)，增速分别为 37.52%、38.29%、38.70%。**考虑到公司所处赛道发展空间广阔，公司未来有望通过前后端协同带来长期成长性，享受估值溢价，维持“买入”评级。**
- **风险提示事件：**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、产能提升不及预期风险、核心技术人员流失风险、毛利率下降的风险、原材料供应及其价格上涨的风险、环保和安全生产风险。

## 内容目录

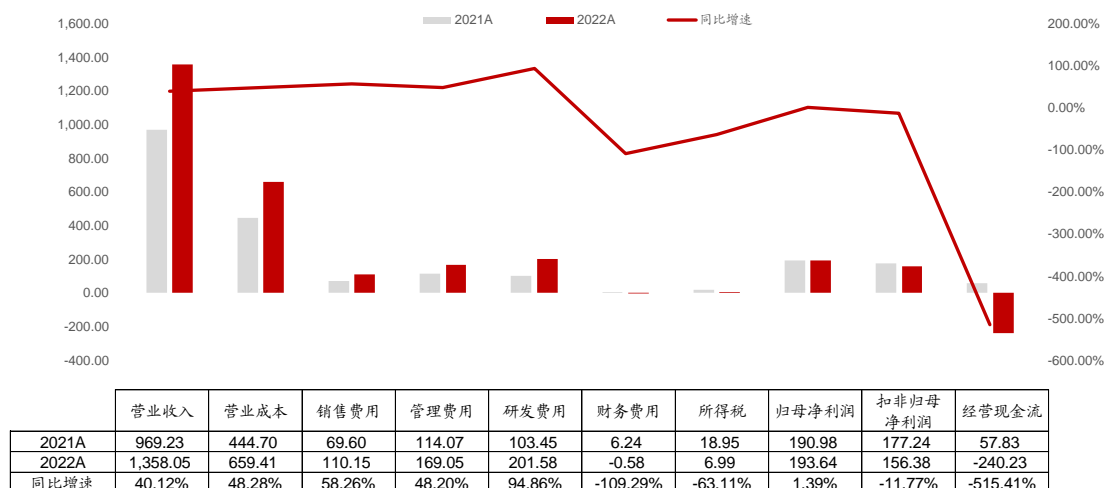
<b>2022 年收入持续强劲，研发投入持续加大</b> .....	<b>- 3 -</b>
收入持续亮眼，剔除股权激励后归母持续快速增长 .....	- 3 -
<b>盈利预测与投资建议</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 8 -</b>
研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险 .....	- 8 -
产能提升不及预期风险 .....	- 8 -
创新药研发项目转让不确定性风险 .....	- 8 -
毛利率下降的风险 .....	- 8 -
原材料供应及其价格上涨的风险.....	- 8 -
环保和安全生产风险 .....	- 8 -

## 2022 年收入持续强劲，研发投入持续加大

收入持续亮眼，剔除股权激励后归母持续快速增长

- 2022 年公司实现营业收入 13.58 亿元，同比增长 40.12%；归母净利润 1.94 亿元，同比增长 1.39%；扣非归母净利润 1.59 亿元，同比略降 10.18%。**我们预计收入快速增长主要系：前端业务优势显著，订单快速增长驱动收入持续高增。同时，收入增速快于利润我们预计主要系生产、研发、产品、人才投入增加导致成本提升较多所致：其中生产方面，公司马鞍山、菏泽高活及高端原料药和中间体生产车间建设及部分投产带来折旧增加；人才投入方面，22 年股权激励摊销 3056.82 万元，对当期利润产生较大压力，我们预计剔除股权激励影响后 2022 年归母净利润同比增长 16.34%，依然维持稳健增长。

图表 1：皓元医药主要财务指标变化（单位：百万元）



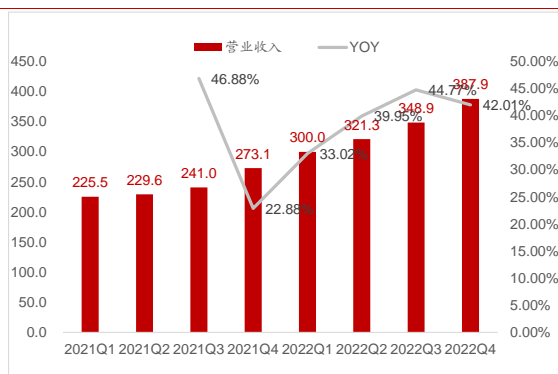
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2022Q4 收入持续强劲，利润端略有波动。**分季度看，公司 2022Q4 在同期高基数基础上实现收入 3.88 亿元（同比，下同，+42.01%），归母净利润 3579 万元（-23.85%）扣非归母净利润 1443 万元（-61.14%），我们预计主要系：防疫政策变化带来较大影响：12 月在防疫政策变化下，新冠感染人数短时间上升带来公司 BD 及订单交付有所推延，我们预计随着在感染人数达峰之后公司业务有望逐步恢复。

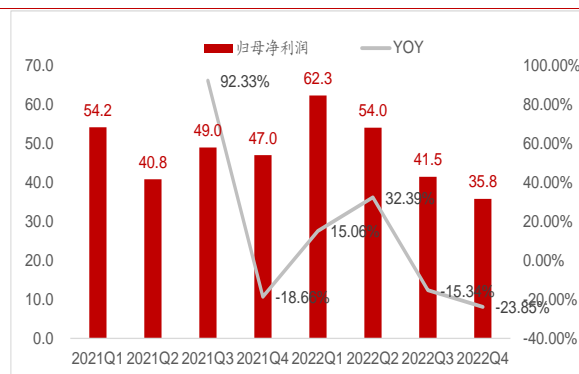
**图表 2: 皓元医药分季度财务数据 (单位: 百万元, %)**

项目	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营业收入	102.11	146.65	164.06	222.28	225.52	229.59	240.97	273.15	299.99	321.32	348.85	387.89
营业收入同比					120.85%	56.56%	46.88%	22.88%	33.02%	39.95%	44.77%	42.01%
营业收入环比		43.62%	11.87%	35.49%	1.46%	1.81%	4.95%	13.36%	9.83%	7.11%	8.57%	11.19%
营业成本	47.73	61.49	74.05	91.90	103.84	104.77	101.43	134.65	127.54	144.17	181.32	206.38
毛利率	53.26%	58.07%	54.87%	58.66%	53.95%	54.37%	57.91%	50.70%	57.48%	55.13%	48.03%	46.79%
销售费用	11.82	12.92	15.14	9.14	12.34	16.64	18.64	21.98	19.89	25.05	29.39	35.83
管理费用	13.27	13.00	22.73	16.89	18.39	27.47	28.92	39.29	36.81	32.77	44.38	55.09
研发费用	10.71	17.88	17.85	18.37	18.14	24.99	25.80	34.53	33.47	49.25	58.84	60.03
财务费用	-0.52	0.75	3.57	5.01	2.09	5.05	-2.79	1.88	1.14	-1.54	-2.23	2.04
营业利润	14.96	36.03	30.43	67.27	64.49	43.59	62.12	39.55	67.90	55.61	43.93	29.13
利润总额	14.66	36.03	30.42	67.49	64.31	43.52	62.10	39.58	67.89	55.66	44.91	30.09
所得税	1.88	3.62	4.96	9.72	10.13	2.70	13.17	-7.06	6.12	2.25	4.16	-5.54
归母净利润	12.78	32.41	25.47	57.78	54.18	40.82	48.98	47.00	62.34	54.04	41.47	35.79
归母净利润同比					323.94%	25.96%	92.33%	-18.66%	15.06%	32.39%	-15.34%	-23.85%
净利率	12.52%	22.10%	15.52%	25.99%	24.02%	17.78%	20.33%	17.21%	20.78%	16.82%	11.89%	9.23%
扣非归母净利润	12.39	31.00			53.47	40.15	46.48	37.13	58.80	51.11	32.04	14.43
扣非归母净利润同比									287.12%	27.29%	-31.07%	-61.14%
扣非归母净利率	12.14%	21.14%			23.71%	17.49%	19.29%	13.59%	19.60%	15.91%	9.18%	3.72%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 3: 皓元医药分季度营业收入 (单位: 百万元, %)**


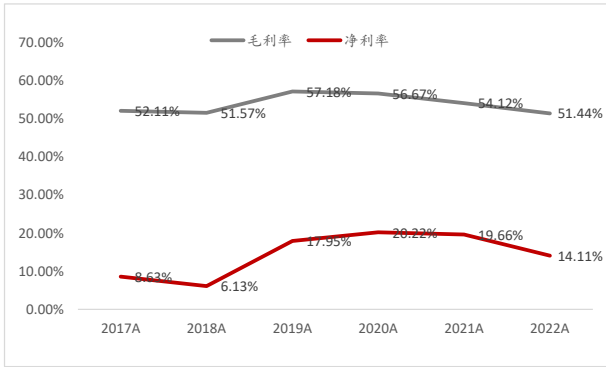
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 皓元医药分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

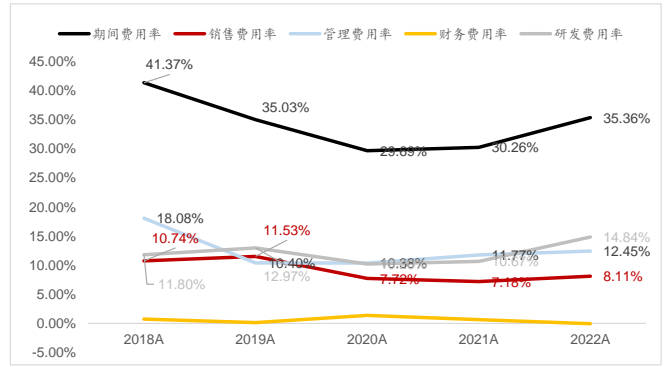
- 2022 年毛利率依然维持高位, 研发投入持续加大。**2022 年公司综合毛利率约 51.44%, 较去年略降 2.68pp, 我们预计主要源于生产、研发、产品、人才投入增加导致成本提升较多所致。公司自成立以来便不断加大研发投入, 2022 年研发投入 2.02 亿元, 同比增长 94.85%, 费用率升至 14.84%(+4.17pp)。其余费用率基本保持稳定, 2022 年销售费用 1.10 亿元 (+58.26%), 费用率 8.11% (+0.93pp); 管理费用 1.69 亿元 (+48.20%), 费用率 12.45% (+0.68pp)。此外, 2022 年净利率约 14.11% (-5.55pp)。

图表 5: 皓元医药毛利率净利率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 皓元医药费用率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

- **盈利预测与投资建议：**源于防疫政策变化及公司前期 CDMO 投入成本较高，我们调整盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 19.02、25.54、33.70 亿元（2023-2024 年预测前值约 19.33 和 26.96 亿元），增速分别为 40.02%、34.29%、31.96%；归母净利润分别为 2.66、3.68、5.11 亿元（2023-2024 年预测前值约 3.01、4.78 亿元），增速分别为 37.52%、38.29%、38.70%。考虑到公司所处赛道发展空间广阔，公司未来有望通过前后端协同带来长期成长性，享受估值溢价，维持“买入”评级。

图表 7: 皓元医药财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1823	2229	2848	3514	<b>营业收入</b>	1358	1902	2554	3370
现金	460	624	638	604	营业成本	659	1036	1369	1760
应收账款	337	390	553	743	营业税金及附加	5	6	9	12
其他应收款	14	22	27	37	营业费用	110	147	198	263
预付账款	16	25	33	42	管理费用	169	247	327	434
存货	911	1121	1544	2030	财务费用	-1	7	-0	-3
其他流动资产	86	48	53	58	资产减值损失	-43	-36	-38	-38
<b>非流动资产</b>	1775	1472	1466	1391	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	68	69	68	68	投资净收益	16	0	0	0
固定资产	623	676	658	604	<b>营业利润</b>	197	286	393	544
无形资产	101	101	101	101	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	983	626	639	617	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	3598	3701	4314	4905	<b>利润总额</b>	199	286	393	544
<b>流动负债</b>	822	723	921	1003	所得税	7	20	24	33
短期借款	229	96	125	18	<b>净利润</b>	192	266	368	511
应付账款	287	414	568	727	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	306	213	227	257	<b>归属母公司净利润</b>	194	266	368	511
<b>非流动负债</b>	444	342	389	386	EBITDA	255	364	472	625
长期借款	171	171	171	171	EPS (元)	1.81	2.49	3.44	4.77
其他非流动负债	273	171	218	215					
<b>负债合计</b>	1266	1065	1309	1389	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	12	12	12	12	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	107	107	107	107	<b>成长能力</b>				
资本公积	1634	1674	1674	1674	营业收入	40.1%	40.0%	34.3%	32.0%
留存收益	574	840	1208	1719	营业利润	-6.3%	45.7%	37.1%	38.5%
归属母公司股东权益	2320	2624	2993	3504	归属于母公司净利润	1.4%	37.5%	38.3%	38.7%
<b>负债和股东权益</b>	3598	3701	4314	4905	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	51.4%	45.5%	46.4%	47.8%
					净利率(%)	14.3%	14.0%	14.4%	15.2%
					ROE(%)	8.3%	10.1%	12.3%	14.6%
					ROIC(%)	8.1%	11.9%	13.8%	16.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	35.2%	28.8%	30.4%	28.3%
					净负债比率(%)	35.63%	25.05%	22.62%	13.62%
					流动比率	2.22	3.08	3.09	3.50
					速动比率	0.97	1.25	1.12	1.13
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.45	0.52	0.64	0.73
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	2.78	2.95	2.79	2.72
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.81	2.49	3.44	4.77
					每股经营现金流(最新摊薄)	-2.25	1.46	0.08	0.76
					每股净资产(最新摊薄)	21.69	24.53	27.97	32.75
					<b>估值比率</b>				
					P/E	66.50	48.36	34.97	25.21
					P/B	5.55	4.91	4.30	3.68
					EV/EBITDA	50	35	27	20

来源: 中泰证券研究所



## 风险提示

### 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

### 产能提升不及预期风险

- 公司近年大幅扩充产能，存在一定的产能投放不及预期的风险。

### 创新药研发项目转让不确定性风险

- 公司在研创新药项目全为自主研发项目，新药研发具有高投入、高风险、长周期等特点，公司新药研发进展存在不确定性风险。另外，公司在研新药项目多数都有竞争品种在研或已上市，同类竞争加剧或者项目进度不达预期可能会给公司新药研发项目转让带来不确定性风险。

### 毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着销售规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

### 原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营。

### 环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。