

# 22年业绩符合预期，“一体化”布局带来长期稳定发展

皓元医药 (688131.SH)

## 核心观点

3月22日公司发布2022年年度报告，得益于公司前后端业务的持续成长，公司业绩实现较大增长。但同时随着公司人员大规模扩张，研发投入增加，以及股权激励摊销等费用对当期利润产生较大影响。我们预计随着公司新增员工逐渐投入工作，效率提升，股权激励摊销影响减小，产能利用率逐步增加，利润端有望逐渐恢复。

## 事件

### 2023年3月22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%；实现归属于母公司所有者净利润1.94亿元，同比增长1.39%；实现扣非归母净利润1.56亿元，同比减少11.77%；剔除股权激励影响，归母净利润同比增长16.34%。

## 简评

### 22年业绩符合预期，短期利润承压有望逐步恢复

公司22年营收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1.56亿元，同比减少11.77%；其中Q4实现营收3.88亿元，同比增长42.01%，归母净利润3579万元，同比减少23.84%，扣非归母净利润1443万元，同比减少61.14%；22年公司“分子砌块及工具化合物”

### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	969.23	1,358.05	1,954.08	2,762.65	3,791.03
YoY(%)	52.61	40.12	43.89	41.38	37.22
净利润(百万元)	190.98	193.64	305.28	506.66	744.71
YoY(%)	48.70	1.39	57.65	65.97	46.98
毛利率(%)	54.12	51.44	52.91	54.66	55.76
净利率(%)	19.70	14.26	15.62	18.34	19.64
ROE(%)	10.48	8.35	11.91	17.06	20.89
EPS(摊薄/元)	1.79	1.81	2.85	4.74	6.96
P/E(倍)	67.43	66.51	42.19	25.42	17.29
P/B(倍)	7.07	5.55	5.02	4.34	3.61

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 首次评级

## 买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-85130634

SAC 编号:s1440520030001

SFC 编号:BPW879

阳明春

yangmingchun@csc.com.cn

010-86451495

SAC 编号:s1440521070004

发布日期: 2023年03月25日

当前股价: 113.77元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-11.30/-10.25	13.34/7.42	-32.60/-32.74

12月最高/最低价(元) 187.45/97.95

总股本(万股) 10,698.23

流通A股(万股) 6,037.58

总市值(亿元) 121.71

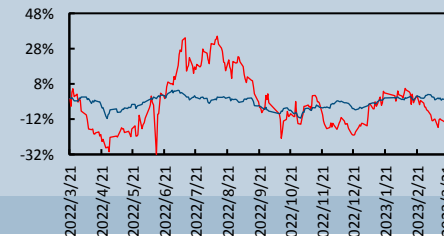
流通市值(亿元) 68.69

近3月日均成交量(万) 104.44

主要股东

上海安戎信息科技有限公司 32.47%

## 股价表现



板块实现营收 8.27 亿元，同比增长 51.67%， “原料药及中间体开发业务” 板块实现营收 5.21 亿元，同比增长 24.97%。得益于前端产品种类迅速增加，积极布局海外业务。后端公司重点发力创新药，项目/订单持续增加，公司营收保持较高增长。但同时 22 年公司新增 1882 人，人员扩张快速，研发投入增加，以及股权激励摊销 3056.82 万元，对当期利润产生较大影响。研发中心及产能建设方面公司持续投入同样对短期利润带来一定压力。但随着公司新增员工逐渐投入工作，效率提升，股权激励摊销影响减小，产能利用率逐步增加，利润端有望逐渐恢复。

### 前后端业务全面布局，“一体化”平台有望带来长期稳定发展

公司是一家致力于为全球客户提供专业高效的小分子及新分子类型药物 CRO&CDMO 服务的平台型企业，目前在全球拥有超过 7000 家合作伙伴。前端业务依托于公司在有机合成和药物化学领域的技术优势，目前可以为客户提供数万种结构新颖、功能多样的分子砌块和工具化合物，并且根据客户需求提供定制化 CRO 服务。后端业务上专注于特色仿制药原料药及其相关中间体和创新药 CDMO 业务，积极布局难仿药物、新型药物，在研产品/项目储备丰富。此外，公司通过收并购将产业链进一步延伸至制剂 CDMO 领域，逐步建立起“起始物料—中间体—原料药—制剂”的一体化服务平台，增强公司前后端业务协同能力，提升公司服务客户从临床前到商业化全过程的能力，为公司长期稳定发展提供有力保证。

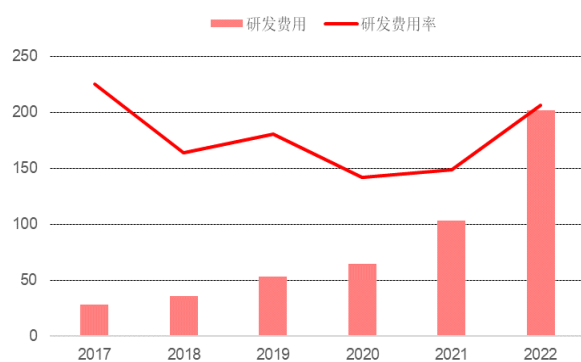
### 分子砌块/工具化合物研发持续投入，品类稳定增长，多地研发中心先后落地

2022 年公司分子砌块和工具化合物完成订单超 39 万个，实现营业收入 8.27 亿元，同比增长 51.76%。其中，分子砌块业务收入 2.46 亿元，同比增长 78.43%；工具化合物业务收入为 5.81 亿元，同比增长 42.75%。公司在前端研发投入持续增加，坚持自主开发与客户定制相结合的策略，积极开发新品，扩充产品数量。截止 2022 年末，公司累计自主开发 1.8 万种，储备总数超 8.7 万种分子砌块和工具化合物，其中分子砌块约 6.3 万种，工具化合物约 2.4 万种，构建了 150 种集成化合物库。使用公司产品的科研客户在 Nature、Science、Cell 等国际知名期刊累计发表文章超过 27,000 篇。

除了在小分子领域持续深耕，公司进一步加强在生物试剂板块研发，积极开发各类生物大分子品种，截止 2022 年末，公司已有重组蛋白、抗体等各类生物大分子超过 5,900 种。

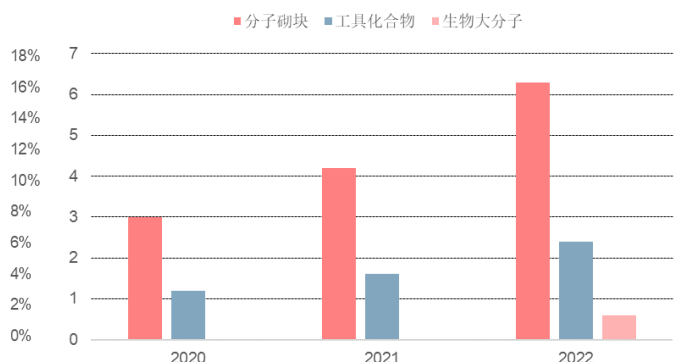
2022 年公司持续加强前端业务研发能力，安徽合肥研发中心、山东烟台研发中心、上海生化生物研发中心先后投入运营。其中合肥研发中心致力于分子砌块领域的自主研发，烟台研发中心致力于创新药物工具化合物的研发及 CRO 服务，上海生化生物研发中心专注于生物科研试剂的研发，加强重组蛋白设计与开发技术平台及团队建设，提升公司在生物大分子管线实力。

图 1:公司研发投入及研发费用率（百万元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 2:公司产品数量



数据来源：公司公告，中信建投证券

### 特色仿制药和创新药 CDMO 双轮驱动，收购加速“一体化”布局

2022 年公司原料药和中间体、制剂生产业务营收 5.21 亿元，同比增长 24.97%。其中仿制药板块实现收入 2.09 亿元，同比增加 5.56%，创新药板块实现收入 3.12 亿元，同比增长 57.94%。截止 2022 年末，公司后端业务在手订单约 3.7 亿元。

仿制药领域，公司专注于高壁垒特色原料药和中间体的开发，一方面持续优化各类中间体工艺，一方面加强由中间体向对应原料药的推进，截至 2022 年末，仿制药项目数 249 个，其中商业化项目有 58 个，验证批项目 16 个，中试项目 27 个，小试项目有 148 个；创新药领域公司持续加大投入，加速向创新药 CDMO 战略转型，截至 2022 年底，创新药 CDMO 共承接 456 个项目，其中商业化项目 13 个，临床 II、III 期项目 62 个，临床前到临床 I 期项目 381 个。分地区来看以中国、日本为主，欧美等地也有项目落地。

图 3:创新药项目分布



数据来源：公司公告，中信建投证券

基于公司在小分子领域技术优势，公司 2013 年开始投入建立 ADC 项目研发平台，是国内较早布局 ADC 药物研究的公司之一。目前已经开发出一系列 ADC 相关高活性 payload 库、linker 库以及 payload-linker 样品库。并积极拓展 XDC 如 PDC (peptide drug conjugates)、ApDC (aptamer drug conjugates)、SMDC (small-molecule drug conjugates) 等业务，可为相关客户提供相关小分子化学的研发、工艺优化、工艺验证、注册申报以及 GMP 产业化等环节。公司自 2013 年开始与荣昌生物进行深度合作，全程助力我国首个申报临床 ADC 一类抗癌新药 纬迪西妥单抗的研发、申报和生产。2022 年期间公司承接 ADC 项目超过 100 项，销售收入同比增长 84.58%，合作客户超过 600 家，同比增长 84.10%。新增两条 ADC 高活产线在马鞍山投入运行，截至目前，共有 3 条 ADC 高活产线顺利投产。

马鞍山产业化基地项目是公司自主筹建的首个产业化基地，占地面积约 131.79 亩，一期计划建设 3 个生产车间，由难仿药与 CDMO 业务共享。一期工程中 1 个生产车间已于 2022Q4 开始试生产，将在磨合期过后逐渐提升产能利用率，其余车间也将陆续投入使用。除了自建基地，公司收购泽大泛科 100.00% 股权，补充了仿制药原料药和中间体方面的自有产能，收购药源药物 100.00% 股权，补充了公司后端制剂 CDMO 能力，提高了公司在 CMC 领域的研发能力和技术水平。自有产能+收购项目的快速落地，有望助力公司原料药和中间体业务快速发展，并加速向制剂产业链延伸，帮助公司更快打造“起始物料—中间体—原料药—制剂”的一体化服务平台。

## 利润端短期承压，费用率有所增加

费用方面，公司 2022 年销售、管理、研发及财务费用分别为 1.10 亿、1.69 亿、2.01 亿以及 -57.76 万元，费用率为 8.11%、12.45%、14.84% 以及 -0.04%，相比 2021 年变化 +0.93、+0.68、+4.17、-0.68 个百分点，销售费用率提高来自公司销售队伍的扩建和市场推广的增加，管理费用主要来自部分股权激励摊销，而研发费用率大幅提高主要由于研发团队扩充，研发投入增加以及股权激励摊销。公司 2022 年主营业务毛利率 51.72%，相比去年同期下降 2.56 个百分点，净利率 14.11%，较去年同期下降 5.55 个百分点。利润端压力较大一方面由于人员扩充带来的管理费用，研发投入增加，一方面来自公司持续投入产能带来的折旧等费用。未来随着产能利用率提高，人效提高，股权激励摊销减小，公司利润端有望逐渐恢复。

## 盈利预测与投资评级

公司是国内少有的从“分子砌块和工具化合物”到“原料药+中间体”前后端一体化布局企业，分子砌块及工具化合物种类扩充迅速，创新药 CDMO 转型效果明显。随着公司收购补充现有产能及制剂端 CDMO 能力，有望通过“一体化”布局带来长期稳定发展。2023 年，公司有望在产能利用率以及人效等方面进一步提高，逐步改善盈利能力，我们预测公司 2023-2025 年营收分别为 19.5 亿、27.6 亿以及 37.9 亿元，增速分别为 44%、41% 以及 37%，归母净利润分别为 3.05 亿、5.07 亿以及 7.45 亿元，增速分别为 58%、66% 以及 47%，对应 PE 估值为 42X、25X 以及 17X，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险分析

1. 研发不及预期风险：公司是研发驱动型企业，致力于打造“分子砌块和工具化合物+特色原料药和中间体+制剂”的一体化研发生产平台。随着公司在各领域布局逐渐深入，客户需求越发多样，研发难度相应增加，对公司研发能力要求进一步提高。公司分子砌块和工具化合物、原料药及中间体产品种类多，附加值较高，存在一定行业壁垒。且公司往往会进行前瞻性布局，提前进行研发投入，存在研发可能不及预期风险。
2. 销售不及预期风险：公司通过自主研发与客户定制方式，积极拓展产品品类，分子砌块和工具化合物数量迅速增加，但存在由于市场推广等问题导致产品销售不及预期的风险。
3. 市场竞争加剧风险：公司坚持全球化战略，国际市场始终由几家大型国际企业主导，同时国内企业发展迅速，公司可能面临市场竞争加剧风险。
4. 人才流失风险
5. 行业政策变化风险
6. 主业敏感度测算：假设 2023 年公司分子砌块和工具化合物业务收入同比增速比预测值降低 10 个百分点，则整体净利润将比预测值降低 6.9 个百分点；2023 年收入增速将从预测值 43.9% 下降至 37.8%，净利润预测增速将从预测值 57.7% 下降至 46.8%。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 袁清慧

中信建投证券制药及生物科技组首席分析师，中山大学本科，佐治亚州立大学硕士。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技产业研究，擅长创新药及其产业链分析，深度跟踪全球及中国新药研发、商业化趋势。

### 阳明春

北京大学药学院本科，药事管理硕士。2019 年加入中信建投研究发展部，主要负责医药外包、制药、互联网医疗及医药政策等板块，研究系统、踏实，紧密追踪热点时事。

## 研究助理

### 王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn



**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2106 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk