

增持 (维持)

皓元医药 (688131.SH)

压力下收入持续高增长，基数效应利润短期承压

2023年04月28日

市场数据

日期	2023-04-27
收盘价(元)	106.40
总股本(百万股)	106.98
流通股本(百万股)	60.13
净资产(百万元)	2375.90
总资产(百万元)	3796.60
每股净资产(元)	22.21

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)2022年年报点评:收入高增长利润承压,规模效应有望逐渐显现》2023-03-23

《皓元医药(688131.SH)2022年三季报点评:收入高增长利润承压,看好长期发展》2022-10-29

《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

《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

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年一季报。2023年一季度,公司实现营业收入4.18亿元(同比+39.46%,环比+7.86%),归母净利润0.46亿元(同比-25.83%,环比+29.17%),扣非归母净利润0.42亿元(同比-28.64%,环比+190.82%)。
- **点评:** 公司在大环境压力下收入持续高增长,单季度创历史新高,利润端受到基数效应的影响,有望随着规模效应重回增长轨道,在建工程保持增长,可转债有望助力后续产能建设,毛利率呈现恢复趋势,各项费用率同比略增。
- **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,我们维持盈利预测,预计公司2023-2025年EPS分别为3.01元、4.26元、5.99元,对应2023年04月27日PE分别为35.3X、25.0X、17.8X,维持“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

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1358	2085	2924	4068
同比增长(%)	40.1%	53.6%	40.2%	39.1%
归母净利润(百万元)	194	322	456	641
同比增长(%)	1.4%	66.4%	41.5%	40.5%
毛利率	51.4%	51.4%	51.1%	51.1%
ROE	8.3%	12.2%	14.7%	17.1%
每股收益(元)	1.81	3.01	4.26	5.99
市盈率	58.8	35.3	25.0	17.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- 公司发布 2023 年一季报。2023 年一季度，公司实现营业收入 4.18 亿元（同比+39.46%，环比+7.86%），归母净利润 0.46 亿元（同比-25.83%，环比+29.17%），扣非归母净利润 0.42 亿元（同比-28.64%，环比+190.82%）。

点评

- **压力下收入保持高增长，利润端受到基数影响。**公司发布 2023 年一季报。2023 年一季度，公司实现销售收入 4.18 亿元（同比+39.46%，环比+7.86%），归母净利润 0.46 亿元（同比-25.83%，环比+29.17%），扣非归母净利润 0.42 亿元（同比-28.64%，环比+190.82%）。在一季度存在大环境压力的情况下，公司收入保持较高增长态势，季度收入再创历史新高，体现了公司较好的业务韧性。在利润端，公司和 2022 年 Q4 相比已经展现出了较好的环比增长，同比承压主要受基数效应影响较大，2022 年 Q1 为全年利润基数最高的一个季度，公司在 2022 年有较大的人员场地投入，随着规模效应的逐渐显现，公司利润有望逐步实现加速。
- **在建工程保持增长，静待相关设施赋能。**截至 2022 年一季度，公司在建工程 2.80 亿元，与 2022 年底比增长 13.60%。公司与菏泽市成武县人民政府签署《皓元医药高端医药中间体及原料药 CDMO 产业化项目入园协议》，并拟向不特定对象发行可转换公司债券，本次可转债的发行总额不超过人民币 11.6 亿元，用于马鞍山二期、泽大泛科产能改造和扩建以及欧创生物的研发等，相关设施的陆续投入有望为公司未来的发展提供有力保障，有望陆续赋能，展现整体规模效应。
- **毛利率呈现恢复趋势，各项费用率同比略增：**报告期内，公司综合毛利率 50.33%（同比-7.16PP，2022 年 Q4 为 46.79%），销售费用率 7.03%（同比+0.40PP），管理费用率 13.57%（同比+1.30PP），研发费用率 12.08%（同比+0.92PP）。财务费用 872.97 万元（去年同期 114.34 万元）。和 2022 年 Q4 相比，公司 2023 年 Q1 毛利率呈现上升趋势，随着公司规模效应的逐渐显现，公司各项费用率有望回归正常状态，利润有望重回增长轨道。
- **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,我们维持盈利预测,预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.01 元、4.26 元、5.99 元,对应 2023 年 04 月 27 日 PE 分别为 35.3X、25.0X、17.8X,维持“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	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	300	321	349	388	418	39.5%	969	1358	40.1%
营业成本	128	144	181	206	208	62.9%	445	659	48.3%
毛利	172	177	168	182	211	22.1%	525	699	33.2%
销售费用	20	25	29	36	29	47.9%	70	110	58.3%
管理费用	37	33	44	55	57	54.2%	114	169	48.2%
财务费用	1	-2	-2	2	9	663.5%	6	-1	-109.3%
研发费用	33	49	59	60	51	50.9%	103	202	94.9%
资产减值	-10	-11	-4	-18	-19	-	-29	-43	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	-2	2	2	14	1	-	-0	16	-
营业利润	68	56	44	29	48	-29.4%	210	197	-6.3%
利润总额	68	56	45	30	48	-29.2%	210	199	-5.2%
归母净利润	62	54	41	36	46	-25.8%	191	194	1.4%
EPS	0.583	0.505	0.388	0.335	0.432	-25.8%	1.785	1.810	1.4%
销售费用率	6.6%	7.8%	8.4%	9.2%	7.0%	0.4pcts	7.2%	8.1%	0.9pcts
管理费用率	12.3%	10.2%	12.7%	14.2%	13.6%	1.3pcts	11.8%	12.4%	0.7pcts
财务费用率	0.4%	-0.5%	-0.6%	0.5%	2.1%	1.7pcts	0.6%	0.0%	-0.7pcts
研发费用率	11.2%	15.3%	16.9%	15.5%	12.1%	0.9pcts	10.7%	14.8%	4.2pcts
所得税率	9.0%	4.0%	9.3%	-18.4%	4.1%	-4.9pcts	9.0%	3.5%	-5.5pcts
毛利率	57.5%	55.1%	48.0%	46.8%	50.3%	-7.2pcts	54.1%	51.4%	-2.7pcts
净利率	20.8%	16.8%	11.9%	9.2%	11.1%	-9.7pcts	19.7%	14.3%	-5.4pcts

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	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1823	2419	3210	4261
货币资金	460	759	813	888
交易性金融资产	17	17	17	17
应收票据及应收账款	337	403	597	845
预付款项	16	24	35	48
存货	911	1152	1678	2379
其他	82	63	70	83
非流动资产	1775	1672	1728	1716
长期股权投资	68	68	68	68
固定资产	623	676	658	604
在建工程	247	123	62	31
无形资产	101	134	180	220
商誉	301	206	238	227
长期待摊费用	129	161	218	263
其他	306	303	304	304
资产总计	3598	4090	4937	5977
流动负债	822	891	1146	1416
短期借款	229	155	179	171
应付票据及应付账款	310	443.30	645.93	895.84
其他	283	293	321	349
非流动负债	444	541	674	801
长期借款	171	285	418	544
其他	273	256	256	256
负债合计	1266	1433	1820	2216
股本	107	107	107	107
资本公积	1634	1674	1674	1674
未分配利润	554	824	1262	1879
少数股东权益	12	15	19	22
股东权益合计	2332	2658	3117	3761
负债及权益合计	3598	4090	4937	5977

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	194	322	456	641
折旧和摊销	59	91	102	106
资产减值准备	43	35	80	106
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	6	16	19	26
投资损失	-16	-11	-12	-12
少数股东损益	-2	3	3	3
营运资金的变动	-570	-242	-647	-848
经营活动产生现金流量	-240	223	1	23
投资活动产生现金流量	-713	56	-88	-38
融资活动产生现金流量	360	20	142	92
现金净变动	-578	298	54	76
现金的期初余额	1034	460	759	813
现金的期末余额	455	759	813	888

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1358	2085	2924	4068
营业成本	659	1014	1431	1990
税金及附加	5	13	18	24
销售费用	110	165	225	305
管理费用	169	250	344	468
研发费用	202	282	395	549
财务费用	-1	16	19	26
其他收益	23	20	21	21
投资收益	16	11	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-12	-6	-3	-3
资产减值损失	-43	-32	-40	-50
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	197	339	484	685
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	199	339	483	685
所得税	7	14	24	41
净利润	192	326	459	644
少数股东损益	-2	3	3	3
归属母公司净利润	194	322	456	641
EPS(元)	1.81	3.01	4.26	5.99

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	40.1%	53.6%	40.2%	39.1%
营业利润增长率	-6.3%	72.6%	42.5%	41.7%
归母净利润增长率	1.4%	66.4%	41.5%	40.5%
盈利能力				
毛利率	51.4%	51.4%	51.1%	51.1%
归母净利率	14.3%	15.4%	15.6%	15.7%
ROE	8.3%	12.2%	14.7%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	35.2%	35.0%	36.9%	37.1%
流动比率	2.22	2.71	2.80	3.01
速动比率	1.11	1.42	1.34	1.33
营运能力				
资产周转率	45.4%	54.3%	64.8%	74.5%
应收帐款周转率	533.0%	531.5%	551.6%	532.1%
存货周转率	90.1%	87.0%	89.5%	86.8%
每股资料(元)				
每股收益	1.81	3.01	4.26	5.99
每股经营现金	-2.25	2.08	0.01	0.21
每股净资产	21.69	24.70	28.96	34.95
估值比率(倍)				
PE	58.8	35.3	25.0	17.8
PB	4.9	4.3	3.7	3.0

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股市场以沪深300指数为基准；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%
		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