

增持 (维持)

皓元医药 (688131.SH)

收入高速增长利润承压, 规模效应有望逐渐显现

2023年03月23日

市场数据

日期	2023-03-22
收盘价(元)	120.09
总股本(百万股)	106.98
流通股本(百万股)	60.13
总市值(百万元)	12847.50
流通市值(百万元)	7220.66
净资产(百万元)	2319.92
总资产(百万元)	3597.74
每股净资产(元)	21.69

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年三季报点评: 收入高速增长利润承压, 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

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

《科创板新股研究报告 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 2022 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 13.58 亿元 (同比+40.12%); 实现归母净利润 1.94 亿元 (同比+1.39%, 剔除股权激励费用影响同比+16.34%); 实现扣非归母净利润 1.56 亿元 (同比-11.77%)。
- **点评:** 公司收入保持高速增长, 利润端受到人员迅速增长、研发场地投入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, 公司前端业务拓品加速, 激烈竞争中保持高速增长, 后端继续发挥特色业务优势, ADC 高速增长带动创新药 CDMO 业务快速发展, 仿制药业务也重新回到增长轨道, 在建工程和固定资产高速增长, 新产能有望陆续赋能公司一体化能力建设。
- **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, 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.01 元、4.26 元、5.99 元, 对应 2023 年 03 月 22 日 PE 分别为 39.9X、28.2X、20.0X, 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%	12.0%	14.5%	17.0%
每股收益(元)	1.81	3.01	4.26	5.99
市盈率	66.3	39.9	28.2	20.0

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 2022 年年报。报告期内，公司实现营业收入 13.58 亿元（同比+40.12%）；实现归母净利润 1.94 亿元（同比+1.39%，剔除股权激励费用影响同比+16.34%）；实现扣非归母净利润 1.56 亿元（同比-11.77%）。

点评

- **收入保持高增长，利润端受到人员场地投入和股权激励影响。**公司发布 2022 年年报。报告期内，公司实现营业收入 13.58 亿元（同比+40.12%）；实现归母净利润 1.94 亿元（同比+1.39%，剔除股权激励费用影响同比+16.34%）；实现扣非归母净利润 1.56 亿元（同比-11.77%）。Q4 单季度，公司实现营业收入 3.88 亿元（同比+42.01%，环比+11.19%）；实现归母净利润 0.36 亿元（同比-23.84%，环比-13.68%）；实现扣非归母净利润 0.17 亿元（同比-53.59%，环比-46.21%）。公司收入保持 40% 的增长，展现出较好的业务竞争力，利润端主要受到毛利率和期间费用的影响，两者均和公司在 2022 年较大的人员场地投入以及股权激励有关。截至 2022 年末，公司拥有员工 3,368 人，与 2022 年相比增长 126.65%，报告期内，公司安徽合肥研发中心、山东烟台研发中心、上海生化生物研发中心分别投入运营，人员和场地的快速投入短时间会带来期间费用和成本摊销方面的压力，随着规模效应的逐渐体现，毛利率和期间费用率有望逐步回到正常水平。
- **前端拓品顺利，分子砌块激烈竞争中保持高速增长。**报告期，公司前端总收入 8.27 亿元（同比+51.76%），毛利率 61.89%（同比-6.39PP）工具化合物收入 5.81 亿元（同比+42.75%），分子砌块收入 2.46 亿元（同比+78.43%）。Q4 单季度，工具化合物收入 1.58 亿元（同比+36.36%），分子砌块收入 1.78 亿元（同比+86.34%）。随着研发中心的陆续投入和人员的加强，公司加速了拓品速度，分子砌块约 6.3 万种（21 年底约 4.2 万种，22 年半年报约 5.2 万种），工具化合物约 2.4 万种（21 年底超 1.6 万种，22 年半年报约 1.9 万种），生物试剂超过 5900 种（22 年半年报约 2800 种），拓品速度在 2022 年下半年均实现了加速。分子砌块行业竞争激烈，公司充分发挥选品能力+高拓品速度的优势，在四季度依旧实现了分子砌块业务的高增长。在工具化合物和生物试剂方面，公司也有望通过深耕“MCE”品牌协同推广，不断打开想象空间
- **创新药 CDMO 保持高增长，仿制药业务逐步恢复。**报告期，公司后端总收入 5.21 亿元（同比+24.97%），毛利率 35.60%（-0.38PP），创新药业务收入 3.12 亿元（同比+57.94%），仿制药业务 2.09 亿元（同比-4.71%），截至 2022 年末，

公司后端业务在手订单约 3.7 亿元，展现出了较好的增长趋势。Q4 单季度，创新药业务收入 0.98 亿元（同比+40.16%），仿制药业务 0.62 亿元（同比+28.78%）。公司创新药业务继续保持强劲增长态势，管线方面拓展较为顺利，截至 2022 年末，公司 CDMO 管线中商业化 13 个（与 21 年底比+8 个），临床 II-III 期 62 个（与 21 年底比+42 个），欧洲有 1 个商业化项目，欧洲和美国共有 6 个项目处于临床 II-III 期阶段，ADC 业务发展也较为迅速，支撑了公司创新药业务的发展。仿制药业务经历了上半年的下滑后，下半年重新回归增长轨道，随着相关产品陆续进入上市期，我们预计公司的仿制药业务有望回归较快增长。

- **ADC 持续发力，新技术布局提升想象空间。**报告期，公司 ADC 项目数超 100 个，销售收入同比增长 84.58%，合作客户超过 600 家，同比增长 84.10%。公司在 ADC 业务的较快发展得益于公司多年的技术积淀，构建了丰富多样的 Payload-Linker 成品库，具有较强的专业能力和丰富的项目研发经验，成功助力荣昌维迪西妥单抗上市，截至 2022 年 12 月，公司已经有六个与 ADC 药物相关的小分子产品在美国 FDA 注册了 DMF，涵盖了目前较为热门的依喜替康、MMAE 等毒素，有望有效助力客户进行中美双报。在 ADC 业务的基础上，公司通过匹配公司内部技术平台（如小核酸研发平台、多肽研发平台等）技术特长优势，积极承接并推动 XDC 业务发展，例如 PDC（peptide drug conjugates）、ApDC（aptamer drug conjugates）、ISAC（immun-stimulating antibody conjugates）、SMDC（small-molecule drug conjugates）、PAC（Protac-Antibody conjugates）等，提供与 XDC 药物小分子化学部分相关的 CMC 及 CDMO 服务，不断拓展能力圈，提升想象空间
- **固定资产和在建工程增长迅速，静待相关设施赋能。**截至 2022 年底，公司在建工程 2.47 亿元，与 2021 年底比增长 113.05%，公司固定资产 6.23 亿元，与 2021 年底比增长 170.90%。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 年底，1 个生产车间开始正式试生产阶段，公司也成功完成药源药化的收购，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”，公司也成功收购泽大泛科，并拟向不特定对象发行可转换公司债券预案，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。

- **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, 报告期内, 公司综合毛利率 51.44%(同比-2.67PP), 销售费用率 8.11%(同比+0.93PP), 管理费用率 12.45%(同比+0.68PP), 研发费用率 14.84%(同比+4.17PP)。财务费用-57.76 万元(去年同期 624.14 万元)。Q4 单季度, 公司综合毛利率 46.79%(同比-3.91PP), 销售费用率 9.24%(同比+1.19PP), 管理费用率 14.20%(同比-0.18PP), 研发费用率 15.47%(同比+2.83PP)。财务费用 204.00 万元(去年同期 188.46 万元)。如前所述, 股权激励费用和人员场地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, 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.01 元、4.26 元、5.99 元, 对应 2023 年 03 月 22 日 PE 分别为 39.9X、28.2X、20.0X, 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	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	273	300	321	349	388	42.0%	969	1358	40.1%
营业成本	135	128	144	181	206	53.3%	445	659	48.3%
毛利	138	172	177	168	182	31.1%	525	699	33.2%
销售费用	22	20	25	29	36	63.0%	70	110	58.3%
管理费用	39	37	33	44	55	40.2%	114	169	48.2%
财务费用	2	1	-2	-2	2	8.2%	6	-1	-109.3%
研发费用	35	33	49	59	60	73.8%	103	202	94.9%
资产减值	-11	-10	-11	-4	-18	-	-29	-43	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	1	-2	2	2	14	1529.4%	-0	16	-
营业利润	40	68	56	44	29	-26.3%	210	197	-6.3%
利润总额	40	68	56	45	30	-24.0%	210	199	-5.2%
归母净利润	47	62	54	41	36	-23.8%	191	194	1.4%
EPS	0.439	0.583	0.505	0.388	0.335	-23.8%	1.785	1.810	1.4%
销售费用率	8.0%	6.6%	7.8%	8.4%	9.2%	1.2%	7.2%	8.1%	0.9%
管理费用率	14.4%	12.3%	10.2%	12.7%	14.2%	-0.2%	11.8%	12.4%	0.7%
财务费用率	0.7%	0.4%	-0.5%	-0.6%	0.5%	-0.2%	0.6%	0.0%	-0.7%
研发费用率	12.6%	11.2%	15.3%	16.9%	15.5%	2.8%	10.7%	14.8%	4.2%
所得税率	17.8%	9.0%	4.0%	9.3%	-18.4%	-0.6%	9.0%	3.5%	-5.5%
毛利率	50.7%	57.5%	55.1%	48.0%	46.8%	-3.9%	54.1%	51.4%	-2.7%
净利率	17.2%	20.8%	16.8%	11.9%	9.2%	-8.0%	19.7%	14.3%	-5.4%

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	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1823	2459	3250	4302
货币资金	460	799	853	929
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	4131	4978	6018
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	865	1303	1920
少数股东权益	12	15	19	22
股东权益合计	2332	2698	3158	3802
负债及权益合计	3598	4131	4978	6018

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	61	142	92
现金净变动	-578	339	54	76
现金的期初余额	1034	460	799	853
现金的期末余额	455	799	853	929

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	686
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	199	339	484	685
所得税	7	14	24	41
净利润	192	326	460	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%	72.7%	42.6%	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%	15.5%	15.6%	15.8%
ROE	8.3%	12.0%	14.5%	17.0%
偿债能力				
资产负债率	35.2%	34.7%	36.6%	36.8%
流动比率	2.22	2.76	2.84	3.04
速动比率	1.11	1.47	1.37	1.36
营运能力				
资产周转率	45.4%	54.0%	64.2%	74.0%
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	25.08	29.34	35.33
估值比率(倍)				
PE	66.3	39.9	28.2	20.0
PB	5.5	4.8	4.1	3.4

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