

收入端表现亮眼，产能持续提升保障业绩长期增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-03-22

主要观点：

事件概述

2022年3月22日，皓元医药披露2022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1.56亿元，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%。

事件点评

收入端表现亮眼，利润端受多因素扰动承压

2022年全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1.56亿元，同比降低11.77%。毛利率51.44%，净利率14.11%。

单季度来看，2022第四季度实现收入3.88亿元，同比增长42.01%，归母净利润0.36亿元，同比降低23.84%，扣非后归母净利润0.32亿元，同比降低61.14%。毛利率51.44%（同比-2.67pp），净利率14.11%（同比-5.56pp）。全年利润端放缓的主要原因是股权激励摊销带来费用端增加、研发费用大幅度提升、疫情影响回款放缓、产能建设和人员扩张带来的成本上升。预计后续有望逐步恢复。

分板块来看：

（1）前端业务加速成长，行业赛道进一步拓展。2022年全年，分子砌块和工具化合物实现营收8.27亿元，同比增长51.76%；其中分子砌块收入2.46亿元，同比增长78.43%；工具化合物收入5.82亿元，同比增长42.75%。2022年，公司分子砌块和工具化合物累计完成订单数量超39万个。经过在小分子领域多年的深耕，公司在分子砌块和工具化合物细分领域已经具备一定的基础，公司加速行业赛道的拓展，前端业务持续不断向上游生命试剂延伸，加速生物大分子等研发管线的开发，布局生物板块相关业务。

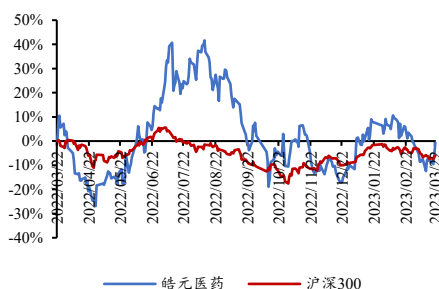
（2）后端业务营收稳步增长，在手订单大幅增加。2022年全年，后端原料药和中间体、制剂生产业务实现营收5.21亿元，同比增长24.97%。其中，仿制药领域收入2.09亿元，在后端业务中占比40.13%；创新药领域收入3.12亿元，在后端业务中占比59.87%。截至2022年末，公司后端业务在手订单约3.7亿元。

重视研发投入，人员持续扩张

公司重视研发并持续加大研发投入力度，2022年研发投入2.02亿元，同比增长94.85%，研发投入总额较上年增长较多，主要系公司不断加大研发投入，扩大研发团队规模，本年新增研发人员数量较多，截至2022年末，公司共有员工3368人，新增1882人，其中研发人员占比14.67%。

收盘价（元）	120.09
近12个月最高/最低（元）	191.8/94.3
总股本（百万股）	107
流通股本（百万股）	60
流通股比例（%）	56.36
总市值（亿元）	128
流通市值（亿元）	72

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】皓元医药 (688131.SH) 深度报告：小分子药物研发前后端一体化平台，加速布局打开成长空间 2022-06-24

2.【华安医药】皓元医药 (688131.SH) 点评报告：前端业务加速成长，后端创新药（尤其ADC）CDMO 亮眼 2022-08-26

● 强化产能供给，保障业绩长期增长

公司借由“内生性增长+外延式并购”模式持续加快推进自有实验室产能和商业化产能建设。

内生性增长：自主筹建的首个产业化基地——马鞍山产业化基地，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。截至 2022 年末，项目一期工程中 1 个生产车间已于 2022 年四季度进入试生产阶段，此外，公司还陆续建立了全面、完善的 cGMP 体系，以期更好地满足 CDMO 业务的要求，其他生产车间将陆续分批完工。

外延式并购：公司通过发行股份及支付现金购买药源药物 100% 股权，此次收购，可快速补充公司后端制剂 CDMO 能力，拓展制剂 GMP 产能，加强公司在 CMC 领域的研发能力和技术水平，进一步提高公司的规模化生产能力。公司还收购泽大泛科 100% 股权，快速补齐仿制药原料药和中间体方面的自有产能，持续优化产业布局。

➤ 投资建议

- 考虑前端业务增长强劲，后端业务增长可期，创新药 CDMO 尤其是 ADC 板块已形成竞争优势，未来潜力突出，我们预计公司 2023~2025 年营收分别为 19.57/28.06/40.13 亿元；同比增速为 44.1%/43.4%/43.0%；归母净利润分别为 3.01/4.45/6.40 亿元；净利润同比增速 55.7%/47.8%/43.6%；对应 2023~2025 年 EPS 为 2.82/4.16/5.98 元/股；对应估值为 43X/29X/20X。维持“买入”评级。

● 风险提示

人才流失风险；药物研发不及预期的风险；环境保护与安全生产风险；汇率波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1358	1957	2806	4013
收入同比 (%)	40.1%	44.1%	43.4%	43.0%
归属母公司净利润	194	301	445	640
净利润同比 (%)	1.4%	55.7%	47.8%	43.6%
毛利率 (%)	51.4%	53.8%	54.8%	55.6%
ROE (%)	8.3%	11.3%	14.3%	17.1%
每股收益 (元)	1.86	2.82	4.16	5.98
P/E	58.27	42.61	28.84	20.08
P/B	4.98	4.83	4.13	3.43
EV/EBITDA	43.53	19.27	14.34	9.90

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E		会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1823	1918	2488	3326		营业收入	1358	1957	2806	4013
现金	460	1031	188	1074		营业成本	659	904	1269	1780
应收账款	337	224	611	606		营业税金及附加	5	7	10	14
其他应收款	14	23	29	44		销售费用	110	176	267	401
预付账款	16	22	31	43		管理费用	169	254	393	562
存货	911	526	1530	1425		财务费用	-1	6	2	13
其他流动资产	86	93	99	133		资产减值损失	-43	-30	-30	-30
非流动资产	1775	2185	2524	2738		公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	68	70	70	70		投资净收益	16	12	20	30
固定资产	623	851	935	872		营业利润	197	322	472	676
无形资产	101	135	174	215		营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	983	1129	1346	1581		营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3598	4103	5012	6064		利润总额	199	322	472	676
流动负债	822	987	1454	1871		所得税	7	23	29	41
短期借款	229	316	423	542		净利润	192	300	442	635
应付账款	287	272	546	609		少数股东损益	-2	-2	-3	-5
其他流动负债	306	398	485	720		归属母公司净利润	194	301	445	640
非流动负债	444	444	444	444		EBITDA	269	651	942	1286
长期借款	171	171	171	171		EPS（元）	1.86	2.82	4.16	5.98
其他非流动负债	273	273	273	273						
负债合计	1266	1431	1898	2314						
少数股东权益	12	10	7	2						
股本	107	107	107	107						
资本公积	1634	1674	1674	1674						
留存收益	579	881	1326	1966						
归属母公司股东权	2320	2662	3107	3747						
负债和股东权益	3598	4103	5012	6064						

现金流量表					单位:百万元					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E		会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-240	1146	-170	1552		成长能力				
净利润	192	300	442	635		营业收入	40.1%	44.1%	43.4%	43.0%
折旧摊销	89	295	447	587		营业利润	-6.3%	64.0%	46.3%	43.3%
财务费用	6	11	13	15		归属于母公司净利	1.4%	55.7%	47.8%	43.6%
投资损失	-16	-12	-20	-30		获利能力				
营运资金变动	-541	518	-1088	311		毛利率（%）	51.4%	53.8%	54.8%	55.6%
其他经营现金流	762	-183	1565	360		净利率（%）	14.3%	15.4%	15.9%	15.9%
投资活动现金流	-713	-693	-767	-770		ROE（%）	8.3%	11.3%	14.3%	17.1%
资本支出	-581	-703	-787	-801		ROIC（%）	5.9%	9.7%	11.7%	13.9%
长期投资	-136	-2	0	0		偿债能力				
其他投资现金流	4	12	20	30		资产负债率（%）	35.2%	34.9%	37.9%	38.2%
筹资活动现金流	360	118	94	105		净负债比率（%）	54.3%	53.6%	60.9%	61.7%
短期借款	223	88	106	120		流动比率	2.22	1.94	1.71	1.78
长期借款	171	0	0	0		速动比率	1.01	1.33	0.59	0.95
普通股增加	33	0	0	0		营运能力				
资本公积增加	307	40	0	0		总资产周转率	0.45	0.51	0.62	0.72
其他筹资现金流	-373	-11	-13	-15		应收账款周转率	5.65	6.92	6.64	6.54
现金净增加额	-578	571	-843	887		应付账款周转率	2.78	3.23	3.10	3.08
						每股指标（元）				
						每股收益	1.86	2.82	4.16	5.98
						每股经营现金流	-2.25	10.71	-1.59	14.51
						每股净资产	21.78	24.88	29.05	35.03
						估值比率				
						P/E	58.27	42.61	28.84	20.08
						P/B	4.98	4.83	4.13	3.43
						EV/EBITDA	43.53	19.27	14.34	9.90

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。