

皓元医药 (688131.SH)

收入利润高增长符合预期，研发加速助力一体化协同发展

皓元医药发布2021三季度报告。2021年前三季度实现营业收入6.96亿元，同比增长68.62%；归母净利润1.44亿元，同比增长103.78%；归母扣非净利润1.40亿元，增速115.67%；实现EPS 2.32元。

Q3单季度营业收入2.41亿元，同比增长46.88%；归母净利润0.49亿元，同比增长92.33%；归母扣非净利润0.46亿元，增速115.53%；实现EPS 0.66元。

公司三季度业绩持续高速增长符合预期，分子砌块、工具化合物业务发展迅猛，为业绩提供了有力增长动量。前三季度在高研发投入的基础上实现净利润翻倍增长，公司当前业务极具竞争力，未来发展更具潜能。Q3单季度延续收入与利润双双快速增长势头，分子砌块、工具化合物业务增长较快，体现了公司内生发展的强大动能。

分季度角度，收入环比持续增加。公司Q1-Q3收入分别为2.2亿元、2.3亿元、2.4亿元，归母利润分别为0.54亿元、0.41亿元、0.49亿元。Q3环比Q2利润收入均有增长，Q4一般为工具化合物和分子砌块的旺季，订单集中确认，因而我们预计Q4公司业绩有望再创新高。

公司持续加大研发投入力度，以创新为核心驱动力。前三季度研发投入0.69亿元，同比增长48.44%，占比营收9.90%，相比去年同期下降1.35pp；Q3单季研发投入0.26亿元，同比增长44.56%，占比营收10.71%，相比去年同期下降0.17pp。研发费用率略微降低主要是由于收入的快速增长，研发投入的绝对额仍维持着快速增长，体现公司对研发创新的重视。公司多年来升级拓展六大技术平台、各业务线间互相协同促进、寻求持续发展的立足点从未改变。

公司6个核心技术平台构筑发展驱动力，在前端定制合成高难度和附加值的分子砌块、工具化合物，后端原料药板块承接、扩大前端导入价值，进一步促进CDMO和CMC业务落实发展。公司业务贯穿药物研发到生产全周期，在持续创新中实现前后端一体化的协同发展。

盈利预测与估值。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别1.94亿元、2.74亿元、3.93亿元，增长率分别为50.8%、41.3%、43.6%。EPS分别为2.60元、3.68元、5.29元，对应PE分别为116X、82X、57X。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：新产品研发失败风险，人才流失风险，公司产能不足风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	409	635	934	1,353	1,957
增长率yoy (%)	36.2	55.3	47.0	44.9	44.6
归母净利润(百万元)	73	128	194	274	393
增长率yoy (%)	298.8	74.9	50.8	41.3	43.6
EPS最新摊薄(元/股)	0.99	1.73	2.60	3.68	5.29
净资产收益率(%)	18.4	24.3	26.8	27.5	28.3
P/E(倍)	306.5	175.2	116.2	82.2	57.2
P/B(倍)	56.3	42.6	31.2	22.6	16.2

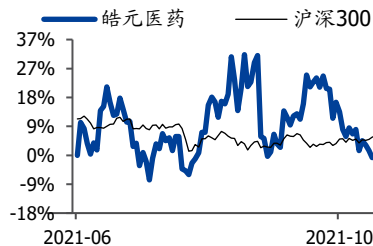
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年10月26日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	
前次评级	买入
10月26日收盘价(元)	302.69
总市值(百万元)	22,502.58
总股本(百万股)	74.34
其中自由流通股(%)	20.51
30日日均成交量(百万股)	0.58

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 《皓元医药(688131.SH)：高速增长符合预期，各项业务增长驱动力强》2021-08-26
- 《皓元医药(688131.SH)：核心技术构建平台壁垒，前端和后端共同驱动公司高速增长》2021-06-09

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	425	637	866	1177	1671
现金	203	292	378	474	657
应收票据及应收账款	54	87	120	181	255
其他应收款	4	14	12	25	29
预付账款	5	6	10	13	20
存货	150	229	337	475	702
其他流动资产	10	9	9	9	9
非流动资产	117	220	255	295	343
长期投资	51	72	95	117	139
固定资产	23	46	60	76	98
无形资产	24	32	37	43	50
其他非流动资产	20	70	64	59	55
资产总计	542	857	1121	1472	2014
流动负债	124	295	346	424	573
短期借款	24	77	77	77	112
应付票据及应付账款	55	103	132	205	284
其他流动负债	45	115	137	142	177
非流动负债	19	34	34	34	34
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	34	34	34	34
负债合计	143	329	381	459	607
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	56	56	74	74	74
资本公积	238	237	237	237	237
留存收益	103	232	426	699	1093
归属母公司股东权益	400	528	740	1014	1407
负债和股东权益	542	857	1121	1472	2014

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	57	117	124	168	241
净利润	73	128	194	274	393
折旧摊销	8	11	19	25	33
财务费用	1	9	4	7	13
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-37	-60	-92	-137	-197
其他经营现金流	13	30	0	0	0
投资活动现金流	-70	-74	-53	-65	-80
资本支出	21	71	12	18	25
长期投资	-50	-3	-22	-22	-22
其他投资现金流	-100	-6	-63	-69	-77
筹资活动现金流	131	50	14	-7	-13
短期借款	-14	53	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	8	0	19	0	0
资本公积增加	162	0	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-3	-4	-7	-13
现金净增加额	119	84	86	96	148

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	409	635	934	1353	1957
营业成本	175	275	411	590	855
营业税金及附加	1	2	2	4	5
营业费用	47	49	92	129	182
管理费用	43	66	98	149	221
研发费用	53	65	101	150	223
财务费用	1	9	4	7	13
资产减值损失	-11	-31	0	0	0
其他收益	7	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	84	149	226	326	458
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	84	149	226	326	458
所得税	11	20	32	52	65
净利润	73	128	194	274	393
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	73	128	194	274	393
EBITDA	87	156	239	343	480
EPS (元)	0.99	1.73	2.60	3.68	5.29

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	36.2	55.3	47.0	44.9	44.6
营业利润(%)	252.1	76.2	51.9	44.3	40.6
归属于母公司净利润(%)	298.8	74.9	50.8	41.3	43.6
获利能力					
毛利率(%)	57.2	56.7	56.0	56.4	56.3
净利率(%)	18.0	20.2	20.7	20.2	20.1
ROE(%)	18.4	24.3	26.8	27.5	28.3
ROIC(%)	15.7	19.5	22.7	24.1	25.0
偿债能力					
资产负债率(%)	26.3	38.4	34.0	31.1	30.2
净负债比率(%)	-39.9	-34.3	-36.9	-36.5	-36.8
流动比率	3.4	2.2	2.5	2.8	2.9
速动比率	2.1	1.3	1.5	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	8.4	9.0	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	3.9	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.73	2.60	3.68	5.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.57	1.67	2.26	3.24
每股净资产(最新摊薄)	5.38	7.10	9.70	13.39	18.67
估值比率					
P/E	306.5	175.2	116.2	82.2	57.2
P/B	56.3	42.6	31.2	22.6	16.2
EV/EBITDA	256.0	143.4	93.0	64.6	45.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 26 日收盘价

内容目录

1.事件	4
2.观点：收入利润高增长符合预期，研发加速助力一体化协同发展	4
3.公司长期投资逻辑	5
4.盈利预测与投资评级	5
5.风险提示	5

1. 事件

皓元医药发布 2021 年三季度报告。前三季度实现营业收入 6.96 亿元，同比增长 68.62%；归母净利润 1.44 亿元，同比增长 103.78%；归母扣非净利润 1.40 亿元，增速 115.67%；实现 EPS 2.32 元。

Q3 单季度营业收入 2.41 亿元，同比增长 46.88%；归母净利润 0.49 亿元，同比增长 92.33%；归母扣非净利润 0.46 亿元，增速 115.53%；实现 EPS 0.66 元。

2. 观点：收入利润高增长符合预期，研发加速助力一体化协同发展

公司前三季度实现营业收入 6.96 亿元，同比增长 68.62%；归母净利润 1.44 亿元，同比增长 103.78%；归母扣非净利润 1.40 亿元，增速 115.67%；实现 EPS 2.32 元。

前三季度业绩持续高速增长符合预期，分子砌块和工具化合物业务迅猛发展，为业绩提供了有力增长动量。在高研发投入的基础上实现净利润翻倍增长，公司当前业务极具竞争力，未来发展更具潜能。Q3 单季度延续收入与利润双双快速增长势头，分子砌块、工具化合物业务增长较快，体现了公司内生发展的强大动能。

分季度角度，收入环比持续增加。公司 Q1-Q3 收入分别为 2.2 亿元、2.3 亿元、2.4 亿元，归母利润分别为 0.54 亿元，0.41 亿元，0.49 亿元。Q3 环比 Q2 利润收入利润均有增长，Q4 一般为工具化合物和分子砌块的旺季，订单集中确认，因而我们预计 Q4 公司业绩有望再创新高。

公司持续加大研发投入力度，以创新为核心驱动力。前三季度研发投入 0.69 亿元，同比增长 48.44%，占比营收 9.90%，相比去年同期下降 1.35pp；Q3 单季研发投入 0.26 亿元，同比增长 44.56%，占比营收 10.71%，相比去年同期下降 0.17pp。研发费用率略微降低主要是由于收入的快速增长，研发投入的绝对额仍维持着快速增长，体现公司对研发创新的重视。公司多年来升级拓展六大技术平台、各业务线间互相协同促进、寻求持续发展的立足点从未改变。

财务指标方面：前三季度整体业务毛利率为 55.46%，与去年同期（55.61%）相比下降 0.15pp；销售费用率为 6.84%，与去年同期（9.66%）相比下降 2.82pp，销售费用率控制较好，品牌效应持续提升；管理费用率为 10.74%，比去年同期（11.87%）相比下降 1.12pp，公司管理效率提高；财务费用 435.68 万元，与去年 380.27 万元相比有所增加。研发费用 0.69 亿元较去年同期 0.46 亿元同比增加 48.44%，研发费用率 9.90%较去年同期（11.25%）下降 1.35pp。公司财务指标表现良好。

公司 6 个核心技术平台构筑发展驱动力，在前端定制合成高难度和附加值的分子砌块、工具化合物，后端原料药板块承接、扩大前端导入价值，进一步促进 CDMO 和 CMC 业务落实发展。公司业务贯穿药物研发到生产全周期，在持续创新中实现前后端一体化的协同发展。

3. 公司长期投资逻辑

前端分子砌块和工具化合物、后端创新 CDMO、后端高壁垒仿制药这三个公司未来的增长引擎目前均处于快速发展期。随着自己产能建设完毕，外采比例降低，盈利仍有提升空间。

- **前端分子砌块和工具化合物是公司的核心业务，预计未来三年收入 40% 增长。** 公司前端分子砌块和工具化合物业务 2020 年收入 3.46 亿，其中产品 3.17 亿，服务 0.29 亿，以产品为主。这块业务国际大型企业在品牌建设、高端产品及整体市场占有率主导地位。皓元目前建立了较为完整的产品体系，拥有较强的研发能力，并积累了广泛的客户群体和良好的市场口碑，业务发展迅速，逐步成为行业的有力竞争者，未来替代进口企业的空间较大（海外对标公司 Sigma 2020 年收入 583 亿元）。
- **后端创新 CDMO 业务为公司核心竞争力的自然延伸，目前体量较小，但产品梯队已经形成，预计未来随着产品进入商业化阶段，我们预计未来三年收入复合增速 50% 以上。** 公司协助荣昌生物完成的我国首个申报临床 ADC 一类抗癌新药已获批。公司目前 CDMO 项目对应的创新药中，处于临床前及临床 I 期项目居多，随着客户项目研究的不断推进，公司项目所处研发阶段也会逐渐往下游延伸。
- **公司后端高壁垒仿制药仅是阶段性基于核心能力去做的产业化探索，未来重点还在创新药。** 基于其高技术壁垒可以享受销售分成，这块业务我们预计收入三年复合 25-30% 增长。艾日布林、曲贝替定、艾地骨化醇等产品属于高技术壁垒、高难度、复杂手性药物原料药和中间体产品。公司依托技术平台高壁垒产品受到境内外客户认可，已通过技术授权实现收入并保留了药品上市后的销售分成权利。

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.94 亿元、2.74 亿元、3.93 亿元，增长率分别为 50.8%、41.3%、43.6%。EPS 分别为 2.60 元、3.68 元、5.29 元，对应 PE 分别为 116X、82X、57X。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

5. 风险提示

新产品研发失败风险：公司从事分子砌块和工具化合物、原料药和中间体的研究开发业务，开发的产品种类多、单位成本价值一般较高，公司从事此领域产品的前瞻性研究开发，如果开发失败或者开发出来的产品无法实现销售，将影响公司前期投入的回收和公司预期效益的实现。

人才流失风险：医药研发行业为知识密集型、人才密集型行业，人才是公司生产经营的关键生产要素之一。如若未来公司出现大规模技术人才流失情况，将对保持公司核心竞争力造成不利影响。

公司产能不足风险：公司目前尚未完成自有的规模化生产工厂的建设，原料药和中间体产品的规模化生产主要通过委外生产的方式完成。如果未来生产经营过程中委外生产的产品在质量、价格、供货及时性以及外协供应商本身的经营稳定性等方面发生较大变化，而公司在短期内又无法寻找到合适的替代供应商或募投项目建设不能按期达成相应生产能力，则将对公司生产经营造成一定影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com