

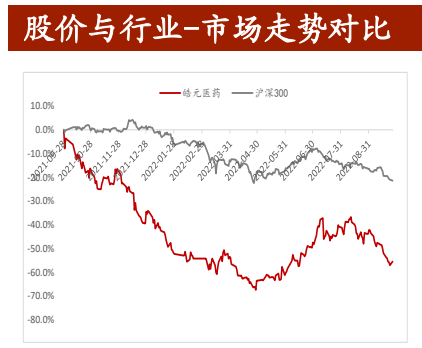
**评级: 买入(维持)**  
**市场价格: 36.05**

**分析师: 祝嘉琦**  
**执业证书编号: S0740519040001**  
 电话: 021-20315150  
 Email: zhujq@zts.com.cn

**分析师: 崔少煜**  
**执业证书编号: S0740522060001**  
 Email: cuisy@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	150.39
流通股本(百万股)	86.49
市价(元)	36.05
市值(百万元)	5,421.6
流通市值(百万元)	3,118.0



**相关报告**

1 《皓元医药(688131.SH)-公司点评: 收入强劲增长, 期待前后端协同带来利润逐步恢复- 买入 -(中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》 2023.11.06

2 《皓元医药(688131.SH)-公司点评: 收入持续高增, 前后端增长持续强劲- 买入 -(中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》 2023.08.30

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	969.23	1358.05	1879.06	2522.50	3327.71
增长率 yoy%	52.61%	40.12%	38.36%	34.24%	31.92%
净利润 (百万元)	190.98	193.64	121.13	164.51	229.53
增长率 yoy%	48.70%	1.39%	-37.45%	35.82%	39.53%
每股收益 (元)	1.79	1.81	1.13	1.54	2.15
每股现金流量	0.54	-2.25	-0.55	-1.80	-1.76
净资产收益率	10.48%	8.35%	5.06%	6.43%	8.23%
P/E	20.19	19.92	31.84	23.44	16.80
PEG	0.41	14.28	-0.85	0.65	0.43
P/B	2.12	1.66	1.61	1.51	1.38

备注: 截止 2024 年 02 月 25 日

**投资要点**

- **事件: 公司发布 2023 年业绩快报, 2023 年公司实现营业收入 18.79 亿元, 同比增长 38.36%; 归母净利润 1.21 亿元, 同比下降 37.45%; 扣非归母净利润 1.01 亿元, 同比下降 35.44%。**
- **收入快速增长, 多因素影响 2023Q4 利润。**分季度看, 2023Q4 收入 5.03 亿元 (+29.66%), 归母净利润 297 万元 (-91.71%), 扣非净利润-609 万元 (-142.17%)。我们预计 Q4 收入快速增长, 利润增长低于收入主要源于: ①前端业务优势显著, 订单快速增长驱动收入持续高增: 源于公司工具化合物、分子砌块优势显著, 加速迭代更新产品数量和品类, 品牌效应显现, 销售持续增长; ②后端原料药和中间体、制剂业务稳健增长: 在下游需求疲弱、价格竞争持续加剧等不利情况下, 公司加大了市场开拓力度, 收入实现稳健增长; ③生产投入增加导致成本提升较多: 其中生产方面, 部分产品尤其是分子砌块和后端中间体价格下降幅度加大, 毛利率下降显著, 此外, 公司马鞍山、菏泽高活及高端原料药和中间体生产车间建设及部分投产带来折旧增加, 另外, 基于部分产品销售价格下降幅度加大及当期生产成本较高的情况, 出于谨慎性原则, 公司计提资产减值增加较多; ④股权激励摊销较大: 人才投入方面, 为进一步建立健全公司长效激励机制, 吸引和留住优秀人才, 公司 23 年股权激励摊销费用进一步增加, 对当期利润产生较大压力。
- **前端业务优势显著, 后端产能及并购逐步落地, 前后端协同有望带来长期成长。**①前端分子砌块与工具化合物: 公司前端业务研发实力雄厚、产品品类丰富, 口碑效应凸显, 2023H1 累计完成订单数量超 26 万个, 分子种类达 10.4 万种, 我们预计随着 SKU 持续扩增有望驱动业务保持高增。②后端特色仿制药和创新药 CDMO: ①截止 2023 年上半年后端仿制药项目数达 263 个、商业化项目 58 个, 创新药累计承接 531 个项目。②同时, ADC 方面, 公司 2023 年上半年承接 ADC 项目数超 60 个, 合作客户超 570 家 (+48.32%), 第 4 条新 ADC 生产线也顺利投入运营, 随着后端产能持续开拓, 有望带动整体业务持续快速增长。
- **盈利预测与投资建议:** 源于公司前期 CDMO 投入成本较高, 我们调整盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 18.79、25.23、33.28 亿元(调整前 19.02、25.54、33.70 亿元), 增速分别为 38.36%、34.24%、31.92%; 归母净利润分别为 1.21、1.65、2.30 亿元(调整前 2.30、3.14、4.34 亿元), 增速分别为-37.45%、35.82%、39.53%, 对应 2023-2025 年 PE 估值约 31.8、23.4、16.8 倍。考虑到公司所处赛道发展空间广阔, 公司未来有望通过前后端协同带来长期成长性, 享受估值溢价, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、产能提升不及预期风险、核心技术人才流失风险、毛利率下降的风险、原材料供应及其价格上涨的风险、环保和安全生产风险。

**图表 1: 皓元医药财务模型预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1823	2371	3038	3769	<b>营业收入</b>	1358	1879	2523	3328
现金	460	624	638	604	营业成本	659	1168	1539	1985
应收账款	337	385	546	733	营业税金及附加	5	6	9	11
其他应收款	14	22	27	36	营业费用	110	145	196	260
预付账款	16	28	37	48	管理费用	169	244	323	429
存货	911	1264	1736	2290	财务费用	-1	19	31	50
其他流动资产	86	48	53	58	资产减值损失	-43	-36	-38	-38
<b>非流动资产</b>	1775	1472	1466	1391	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	68	69	68	68	投资净收益	16	0	0	0
固定资产	623	676	658	604	<b>营业利润</b>	197	130	175	244
无形资产	101	101	101	101	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	983	626	639	617	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	3598	3842	4504	5160	<b>利润总额</b>	199	130	175	244
<b>流动负债</b>	822	1093	1543	1971	所得税	7	9	11	15
短期借款	229	406	669	884	<b>净利润</b>	192	121	165	230
应付账款	287	467	639	820	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	306	220	235	267	<b>归属母公司净利润</b>	194	121	165	230
<b>非流动负债</b>	444	342	389	386	EBITDA	255	219	287	379
长期借款	171	171	171	171	EPS (元)	1.81	1.13	1.54	2.15
其他非流动负债	273	171	218	215					
<b>负债合计</b>	1266	1435	1931	2358	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	12	12	12	12	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	107	107	107	107	<b>成长能力</b>				
资本公积	1634	1631	1631	1631	营业收入	40.1%	38.4%	34.2%	31.9%
留存收益	574	654	819	1048	营业利润	-6.3%	-33.7%	34.6%	39.3%
归属母公司股东权益	2320	2396	2560	2790	归属于母公司净利润	1.4%	-37.4%	35.8%	39.5%
<b>负债和股东权益</b>	3598	3842	4504	5160	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	51.4%	37.8%	39.0%	40.3%
					净利率 (%)	14.3%	6.4%	6.5%	6.9%
					ROE (%)	8.3%	5.1%	6.4%	8.2%
					ROIC (%)	8.1%	5.8%	7.0%	8.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	35.2%	37.3%	42.9%	45.7%
					净负债比率 (%)	35.63%	40.21%	43.47%	44.74%
					流动比率	2.22	2.17	1.97	1.91
					速动比率	0.97	0.80	0.65	0.55
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.45	0.51	0.60	0.69
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	2.78	3.10	2.79	2.72
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	1.81	1.13	1.54	2.15
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-2.25	-0.55	-1.80	-1.76
					每股净资产 (最新摊薄)	21.69	22.39	23.93	26.08
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.92	31.84	23.44	16.80
					P/B	1.66	1.61	1.51	1.38
					EV/EBITDA	21	24	19	14

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

### 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

### 产能提升不及预期风险

- 公司近年大幅扩充产能，存在一定的产能投放不及预期的风险。

### 创新药研发项目转让不确定性风险

- 公司在研创新药项目全为自主研发项目，新药研发具有高投入、高风险、长周期等特点，公司新药研发进展存在不确定性风险。另外，公司在研新药项目多数都有竞争品种在研或已上市，同类竞争加剧或者项目进度不达预期可能会给公司新药研发项目转让带来不确定性风险。

### 毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着销售规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

### 原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营。

### 环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。