

评级：买入(维持)

市场价格：24.03

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

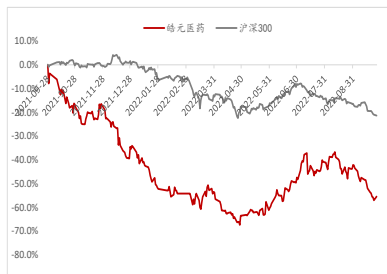
执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	210.54
流通股本(百万股)	205.76
市价(元)	24.03
市值(百万元)	5,059.3
流通市值(百万元)	4,944.4

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1《皓元医药(688131.SH)-公司点评：收入快速增长，多因素影响 2023Q4 利润- 买入 -(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2024.02.25

2《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

公司盈利预测及估值

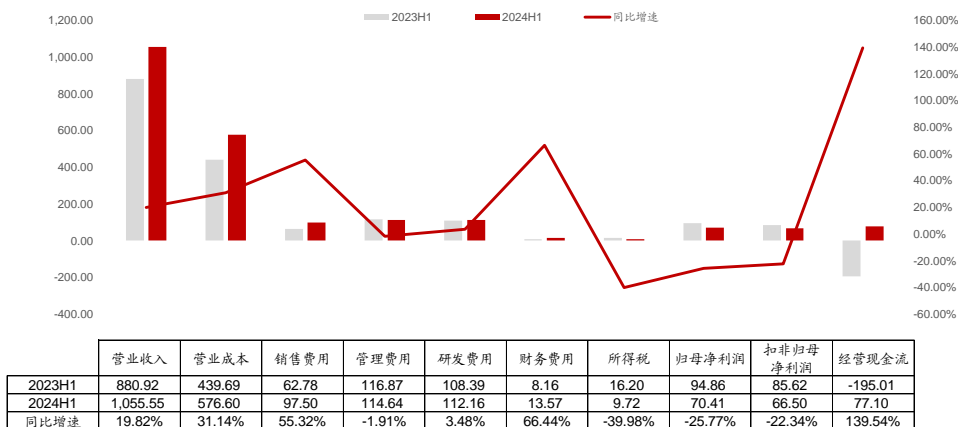
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1358.05	1880.05	2256.09	2792.34	3523.00
增长率 yoy%	40.12%	38.44%	20.00%	23.77%	26.17%
净利润(百万元)	193.64	127.45	162.33	220.92	296.22
增长率 yoy%	1.39%	-34.18%	27.37%	36.09%	34.09%
每股收益(元)	0.92	0.61	0.77	1.05	1.41
每股现金流量	-1.14	-0.30	0.43	-0.18	0.04
净资产收益率	8.35%	5.08%	6.15%	7.72%	9.38%
P/E	26.13	39.70	31.17	22.90	17.08
PEG	18.73	-1.16	1.14	0.63	0.50
P/B	2.18	2.02	1.92	1.77	1.60

备注：截止 2024 年 09 月 08 日

投资要点

- **事件：公司发布 2024 年中报，2024 年公司实现营业收入 10.56 亿元，同比增长 19.82%；归母净利润 7041 万元，同比下降 25.77%；扣非归母净利润 6650 万元，同比下降 22.34%。**
- **收入快速增长，Q2 毛利率环比恢复显著。**分季度看，2024Q2 收入 5.51 亿元 (+19.05%)，归母净利润 5365 万元 (+10.35%)，扣非净利润 5257 万元 (+20.41%)。我们预计收入增速快于归母主要系：①公司前端业务分子砌块及工具化合物业务恢复显著；②2024H1 公司计提存货跌价损失 4982 万元所致；盈利能力上，2024H1 毛利率 45.37% (同比-4.71pp)，净利率 6.67% (同比-4.10pp)，其中 2024Q2 毛利率约 40.80%，环比增长 4.29%，恢复显著；费用率方面，2024H1 销售费用 9750 万元 (+55.32%)，费用率 9.24%(+2.11pp)。管理费用 1.15 亿元(-1.91%)，费用率 10.86% (-2.41pp)。研发费用 1.12 亿元 (+3.48%)，费用率 10.63% (-1.67pp)。
- **前端业务恢复显著，后端增长稳健，前后端协同有望带来长期成长。**①前端生命科学试剂：2024H1 生命科学试剂业务营业收入 7.00 亿元 (+30.7%)。其中分子砌块业务收入 2.08 亿元 (+46.0%)，工具化合物和生化试剂业务收入约 4.92 亿元 (+25.2%)。公司前端业务研发实力雄厚、产品品类丰富，口碑效应凸显，2024H1 生命科学试剂累计完成订单数量超 39.3 万个，生命科学试剂种类达 12.6 万种，我们预计随着 SKU 持续扩增有望驱动业务保持高增。②后端原料药和中间体、制剂：2024H1 原料药和中间体、制剂业务营业收入 3.52 亿元 (+3.4%)。①截止 2024 年上半年后端仿制药项目数达 363 个、商业化项目 81 个，创新药累计承接 769 个项目，此外，公司后端业务在手订单金额稳健，在手项目数同比增加 20%。②同时，ADC 方面，公司 2024 年上半年承接 ADC 项目数超 70 个，截至 2024 年 6 月，共有 12 个与 ADC 药物相关的小分子产品完成了美国 FDAsec-DMF 备案。
- **盈利预测与投资建议：**源于公司后端业务稳健增长，我们调整盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 22.56、27.92、35.23 亿元 (2024-2025 年调整前 25.23、33.28 亿元)，增速分别为 20.00%、23.77%、26.17%；归母净利润分别为 1.62、2.21、2.96 亿元 (2024-2025 年调整前 1.65、2.30 亿元)，增速分别为 27.37%、36.09%、34.09%。考虑到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、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: 皓元医药主要财务指标变化 (单位: 百万元)



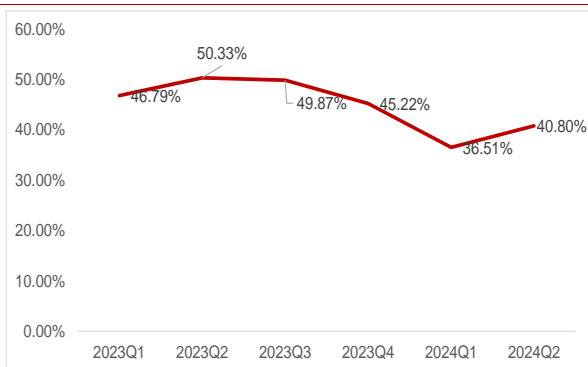
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 皓元医药分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入	299.99	321.32	348.85	387.89	418.37	462.55	495.20	503.93	504.87	550.68
营业收入同比	33.02%	39.95%	44.77%	42.01%	39.46%	43.95%	41.95%	29.92%	20.68%	19.05%
营业收入环比	9.83%	7.11%	8.57%	11.19%	7.86%	10.56%	7.06%	1.76%	0.19%	9.07%
营业成本	127.54	144.17	181.32	206.38	207.81	231.88	271.26	319.93	298.88	277.71
毛利率	57.48%	55.13%	48.03%	46.79%	50.33%	49.87%	45.22%	36.51%	40.80%	49.57%
销售费用	19.89	25.05	29.39	35.83	29.40	33.37	38.74	56.51	43.70	53.80
管理费用	36.81	32.77	44.38	55.09	56.78	60.09	61.89	41.40	57.37	57.27
研发费用	33.47	49.25	58.84	60.03	50.52	57.86	63.52	52.20	53.59	58.57
财务费用	1.14	-1.54	-2.23	2.04	8.73	-0.57	11.27	12.42	9.47	4.10
营业利润	67.90	55.61	43.93	29.13	47.94	63.43	22.43	-5.47	16.59	61.88
利润总额	67.89	55.66	44.91	30.09	48.04	62.03	22.73	-4.61	16.70	61.94
所得税	6.12	2.25	4.16	-5.54	1.97	14.23	-0.16	-14.15	0.16	9.56
归母净利润	62.34	54.04	41.47	35.79	46.24	48.62	23.31	9.28	16.76	53.65
归母净利润同比	15.06%	32.39%	-15.34%	-23.85%	-25.82%	-10.04%	-43.79%	-74.06%	-63.76%	10.35%
净利率	20.78%	16.82%	11.89%	9.23%	11.05%	10.51%	4.71%	1.84%	3.32%	9.74%
扣非归母净利润	58.80	51.11	32.04	14.43	41.96	43.66	21.41	3.09	13.92	52.57
扣非归母净利润同比	287.12%	27.29%	-31.07%	-61.14%	-28.64%	-14.58%	-33.18%	-78.58%	-66.82%	20.41%
扣非归母净利率	19.60%	15.91%	9.18%	3.72%	10.03%	9.44%	4.32%	0.61%	2.76%	9.55%

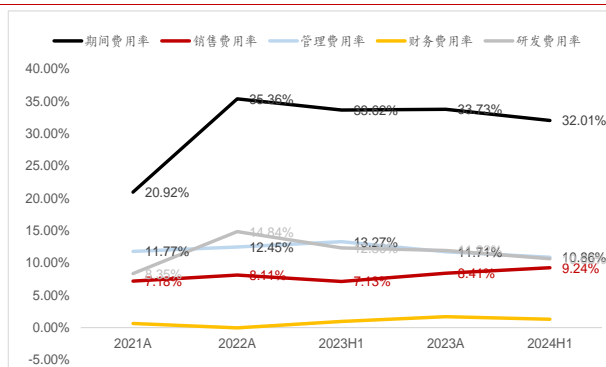
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 皓元医药毛利率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 皓元医药费用率概况



来源: 公司公告, 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。

图表 5: 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	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2188	2618	3044	3580	营业收入	1880	2256	2792	3523
现金	484	568	522	531	营业成本	1031	1220	1449	1763
应收账款	450	544	696	871	营业税金及附加	8	8	11	14
其他应收款	15	25	32	40	营业费用	158	214	279	388
预付账款	13	23	25	30	管理费用	220	271	363	446
存货	1145	1395	1697	2030	财务费用	32	50	56	62
其他流动资产	81	63	72	76	资产减值损失	-84	75	80	110
非流动资产	2004	1833	1783	1694	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	64	65	65	65	投资净收益	-5	0	0	0
固定资产	875	869	821	751	营业利润	128	168	227	305
无形资产	119	119	119	119	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	947	780	779	759	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	4192	4451	4827	5273	利润总额	128	168	227	305
流动负债	1164	1328	1479	1634	所得税	2	6	6	8
短期借款	555	679	750	808	净利润	126	162	221	296
应付账款	285	432	495	590	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	323	217	234	236	归属母公司净利润	127	162	221	296
非流动负债	502	467	471	466	EBITDA	278	299	370	455
长期借款	229	229	229	229	EPS (元)	0.85	0.77	1.05	1.41
其他非流动负债	273	238	242	237	主要财务比率				
负债合计	1666	1795	1950	2100	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	17	17	17	17	成长能力				
股本	150	211	211	211	营业收入	38.4%	20.0%	23.8%	26.2%
资本公积	1689	1629	1629	1629	营业利润	-34.7%	31.0%	35.2%	34.1%
留存收益	663	795	1015	1312	归属于母公司净利润	-34.2%	27.4%	36.1%	34.1%
归属母公司股东权益	2509	2639	2860	3157	获利能力				
负债和股东权益	4192	4451	4827	5273	毛利率(%)	45.2%	45.9%	48.1%	50.0%
					净利率(%)	6.8%	7.2%	7.9%	8.4%
					ROE(%)	5.1%	6.2%	7.7%	9.4%
					ROIC(%)	5.5%	7.1%	8.3%	9.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	39.7%	40.3%	40.4%	39.8%
					净负债比率(%)	52.73%	50.61%	50.21%	49.38%
					流动比率	1.88	1.97	2.06	2.19
					速动比率	0.73	0.75	0.73	0.75
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.52	0.60	0.70
					应收账款周转率	5	4	5	4
					应付账款周转率	3.60	3.40	3.13	3.25
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.61	0.77	1.05	1.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.30	0.43	-0.18	0.04
					每股净资产(最新摊薄)	11.92	12.53	13.59	14.99
					估值比率				
					P/E	39.70	31.17	22.90	17.08
					P/B	2.02	1.92	1.77	1.60
					EV/EBITDA	19	18	15	12

来源: 中泰证券研究所

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。

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。