



买入（维持）

所属行业：医药生物  
当前价格(元)：17.53

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

陈进

资格编号：S0120521110001

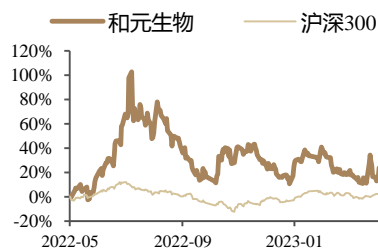
邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

张俊

资格编号：S0120522080001

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.79	-14.15	-26.03
相对涨幅(%)	-12.25	-12.00	-22.40

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《和元生物(688238.SH):产能加速释放, CDMO 业务贡献主要增长动力》, 2022.10.30
- 《和元生物(688238.SH):CGT CDMO 业务高速增长, 研发投入持续加量》, 2022.8.26

# 和元生物(688238.SH): CDMO 业务短期承压, 产能释放后有望恢复增长

投资要点

- **事件**：公司发布 2022 年年报，2022 年实现收入 2.9 亿，同比增长 14.3%，归母净利润 0.4 亿，同比下降 28.1%，扣非归母净利润 0.3 亿，同比下降 24.9%；公司发布 2023 年一季报，23Q1 实现收入 0.3 亿，同比下降 57.9%，归母净利润-0.3 亿，同比下降 363.0%，扣非归母净利润-0.3 亿，同比下降 403.1%。
- **22Q4 基因治疗 CDMO 业务承压，行业向好趋势不改**。公司 2022 年实现收入 2.9 亿，同比增长 14.3%，其中 22Q4 单季度实现收入 7597.6 万元，同比下降 16.5%，归母净利润 511.1 万元，同比下降 79.7%，扣非归母净利润 209.3 万元，同比下降 90.5%。分业务看，1) 基因治疗 CRO 业务实现收入 6590.0 万元，同比增长 19.4%，公司推出“元载体”新品牌、新服务，进一步提升市占率，并克服科研市场短暂不利影响，快速响应需求变化；2) 基因治疗 CDMO 业务实现收入 21677.5 万元，同比增长 12.5%，22Q4 受经济环境影响业务开展受阻明显，导致部分 CDMO 项目交付延迟或订单推迟，业务短期性增长放缓；3) 生物制剂、试剂及其他实现收入 663.3 万元，同比增长 0.9%。尽管短期遭遇资本收紧，但基因治疗行业对更专业、更高效的外包服务需求持续增长的趋势仍不改变。
- **CDMO 业务订单稳健增加，产能释放后有望实现恢复性增长**。公司 23Q1 实现收入 3079.1 万元，同比下降 57.9%，归母净利润-3174.3 亿，同比下降 363.0%。其中，基因治疗 CRO 业务收入 1371.3 万元，同比增长 24.2%；基因治疗 CDMO 业务收入 1550.2 万元，同比下降 74.6%。公司收入端下降主要系受融资环境收紧、药企研发管线的推进呈谨慎态势所致，但公司 CDMO 总体业务仍保持良性增长趋势，23Q1 公司支持 CDMO 客户新取得 IND 批件 6 个，新增 CDMO 客户 16 家，新增订单超 5000 万元；公司业绩端下降系收入下降、产能扩张和运营规模扩大所致。公司临港基地建设了 11 条病毒生产线和 5000 平方米细胞生产线，预计于 2023 年内开启试运行，随着临港产业基地逐步投入运行，项目订单有望快速恢复，更好满足快速增长的基因治疗 CDMO 需求。
- **公司持续加大研发投入，两大核心技术集群持续完善**。公司 2022 年研发支出 3482.8 万元，同比增长 47.5%，研发支出占营业收入比例 12.0%，23Q1 研发支出 1127.0 万元，同比增长 58.8%，增长态势延续。2022 年公司新增授权发明专利 10 项，实用新型专利 1 项。1) 基因治疗载体开发技术研究方面，基因载体不断优化改造，pcSLenti 慢病毒包装系统已获国家发明专利授权且已投入 CRO 服务，腺相关病毒新型基因治疗载体“AAVneO 技术系统”多获进展；基因承载容量持续提升，“BigAdeno”大容量腺病毒载体包装系统最高容量超过 10Kb；基因治疗载体效价不断增强；2) 基因治疗载体生产工艺及质控技术开发方面，公司已累计完成超 200 个工艺开发报告，累计运行超 150 个基因治疗载体项目，涵盖各种质粒、慢病毒、腺相关病毒、多种溶瘤病毒、CAR-T 细胞治疗产品、CAR-NK 细胞治疗产品、干细胞治疗产品、mRNA 产品等多品类，工艺技术的复杂性、全面性和大规模生产适应性上均持续提升。
- **投资建议**：预计 2023-2025 年公司营收分别为 3.8/5.2/7.0 亿元、归母净利润分别为 0.5/0.7/0.8 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：下游基因治疗客户需求变动风险；基因治疗领域监管政策变化的风险；国内市场竞争加剧风险；客户新药研发商业化不及预期风险。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	493.19		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	223.56	营业收入(百万元)	255	291	383	523	695
52 周内股价区间(元):	16.69-34.97	(+/-)YOY(%)	78.6%	14.3%	31.6%	36.4%	32.8%
总市值(百万元):	8,645.60	净利润(百万元)	54	39	48	67	81
总资产(百万元):	2,505.30	(+/-)YOY(%)	-42.5%	-28.1%	23.7%	39.1%	20.5%
每股净资产(元):	4.34	全面摊薄 EPS(元)	0.14	0.08	0.10	0.14	0.16
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	51.3%	44.4%	51.2%	50.5%	50.1%
		净资产收益率(%)	5.9%	1.8%	1.4%	1.9%	2.2%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.08	0.10	0.14	0.16
每股净资产	4.40	7.18	7.32	7.48
每股经营现金流	0.04	0.27	0.26	0.30
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	229.64	179.16	128.82	106.86
P/B	4.33	2.44	2.40	2.34
P/S	29.68	27.12	19.88	14.96
EV/EBITDA	173.06	125.11	103.70	86.82
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	44.4%	51.2%	50.5%	50.1%
净利润率	13.4%	12.6%	12.8%	11.6%
净资产收益率	1.8%	1.4%	1.9%	2.2%
资产回报率	1.6%	1.2%	1.7%	1.9%
投资回报率	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	14.3%	31.6%	36.4%	32.8%
EBIT 增长率	-75.6%	130.1%	22.2%	25.8%
净利润增长率	-28.1%	23.7%	39.1%	20.5%
偿债能力指标				
资产负债率	12.8%	8.5%	11.0%	13.3%
流动比率	7.8	12.7	7.9	6.0
速动比率	7.4	12.3	7.5	5.6
现金比率	6.7	12.0	7.3	5.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	97.5	40.0	35.0	30.0
存货周转天数	148.0	105.0	110.0	115.0
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2
固定资产周转率	1.5	1.6	1.8	2.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	39	48	67	81
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	39	23	29	31
非经营收益	0	-4	-5	-7
营运资金变动	-57	65	39	43
经营活动现金流	21	133	130	148
资产	-484	-259	-195	-32
投资	12	1	1	1
其他	3	-94	-72	-68
投资活动现金流	-470	-352	-266	-99
债权募资	-52	30	30	30
股权募资	1,200	1,323	0	0
其他	-55	0	0	0
融资活动现金流	1,093	1,353	30	30
现金净流量	645	1,134	-106	79

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为4月28日  
 资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	291	383	523	695
营业成本	162	187	259	346
毛利率%	44.4%	51.2%	50.5%	50.1%
营业税金及附加	0	0	0	0
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	30	46	63	83
营业费用率%	10.4%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用	56	77	105	139
管理费用率%	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%
研发费用	35	46	63	83
研发费用率%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
EBIT	12	28	34	42
财务费用	-27	-15	-26	-28
财务费用率%	-9.4%	-4.0%	-5.0%	-4.0%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	2	4	5	7
营业利润	42	54	76	91
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	42	54	76	91
EBITDA	48	51	62	74
所得税	3	6	9	11
有效所得税率%	6.2%	11.2%	11.3%	11.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	39	48	67	81

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,244	2,378	2,272	2,351
应收账款及应收票据	78	42	50	57
存货	66	54	78	109
其它流动资产	77	41	53	63
流动资产合计	1,465	2,514	2,454	2,580
长期股权投资	42	41	40	38
固定资产	198	242	286	327
在建工程	573	734	793	753
无形资产	51	77	135	144
非流动资产合计	1,025	1,358	1,600	1,675
资产总计	2,490	3,872	4,054	4,255
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	119	77	135	190
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	68	120	177	242
流动负债合计	187	198	312	432
长期借款	44	44	44	44
其它长期负债	88	88	88	88
非流动负债合计	132	132	132	132
负债总计	319	330	444	564
实收资本	493	593	593	593
普通股股东权益	2,171	3,542	3,610	3,690
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,490	3,872	4,054	4,255

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 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，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。