

## 和元生物（688238）\医药生物

### 短期需求下滑业绩承压，静待公司临港产能释放

#### 事件：

公司发布2023年一季度报，首季度实现收入3,079万元，同比减少57.89%，归母净利润-3,174万元，同比减少363.00%，扣非后归母净利润-3,297万元，同比减少403.08%。公司Q1净利润为负值，主要是因为基因治疗CDMO业务收入阶段性下降，而临港投产在即大量储备人员等固定成本相对较高，同时由于公司运营规模增长匹配运营人员增加，以及市场拓展、研发投入等各项期间费用有所增长。

#### ► CRO 业务实现稳定增长

作为公司在CGT领域持续发展的基石，CRO业务板块在2023Q1实现收入1,371万元，同比+24.21%。相比于2022年12.79%的同比增速，进入2023年公司CRO业务已摆脱了之前新冠疫情产生的不利影响，恢复快速增长。

#### ► CDMO 业务短期需求下滑，Q3 临港基地产能逐步释放

受外部持续经济低迷影响，下游创新药研发的融资压力总体上升，药企研发管线的推进呈谨慎态势所致，部分CGT药企客户融资到位推迟，其项目订单有不同程度暂缓或延期，公司2023Q1实现收入1,550万元，同比减少74.56%。尽管如此，公司CDMO总体业务仍保持良性增长趋势，Q1已帮助客户新取得IND批件6个，新增客户16家，新增订单超过5,000万元，随着Q3临港产业基地逐步投入运行，项目订单和收入增速有望快速恢复。

#### ► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年收入分别为3.75/5.94/8.80亿元（23-24年原值为6.36/8.32亿元），对应增速分别为28.78%/58.34%/48.12%；归母净利润分别为0.45/0.83/1.41亿元（23-24年原值为1.57/2.28亿元），三年CAGR为77.01%，对应当前PE分别为185/99/59X。鉴于CGT下游需求在经历短暂下滑后已开始逐步复苏，且公司为国内CGT CDMO行业龙头，给予PEG约1.3，对应2024年120倍PE，公司合理市值为100亿元，对应目标价20.20元，维持“增持”评级。

**风险提示：**技术升级迭代；行业监管政策趋严；上游原材料及设备涨价；国内市场竞争加剧；新冠疫情导致停工停产。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	254.95	291.30	375.14	594.00	879.83
增长率（%）	78.57%	14.26%	28.78%	58.34%	48.12%
EBITDA（百万元）	70.78	38.23	146.39	227.03	323.85
净利润（百万元）	54.26	39.03	44.57	83.42	140.69
增长率（%）	-42.55%	-28.07%	14.21%	87.18%	68.64%
EPS（元/股）	0.11	0.08	0.09	0.17	0.29
市盈率（P/E）	152	211	185	99	59
市净率（P/B）	8.97	3.79	3.71	3.58	3.37
EV/EBITDA	110.37	216.49	49.24	32.16	22.92

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月27日收盘价

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

医药生物

增持/维持评级

16.69元

20.20元

#### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	493/224
流通A股市值（百万元）	8,231
每股净资产（元）	4.35
资产负债率（%）	14.47
一年内最高/最低（元）	35.50/15.88

#### 股价相对走势



分析师

郑薇

执业证书编号：S0590521070002

邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《和元生物（688238）\医药生物行业》—2022.10.26
- 2、《和元生物（688238）\医药生物行业》—2022.08.24
- 3、《和元生物（688238）\医药生物行业》—2022.05.17

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	619.01	1,243.8	1,139.3	1,073.6	992.85	营业收入	254.95	291.30	375.14	594.00	879.83
应收账款+票据	42.79	95.28	82.22	130.19	192.84	营业成本	124.07	161.93	224.63	340.18	476.16
预付账款	5.67	6.71	7.43	11.77	17.43	税金及附加	0.14	0.27	0.00	0.00	0.00
存货	44.04	65.65	84.74	128.32	179.62	营业费用	23.52	30.26	26.26	44.55	65.99
其他	32.99	53.24	257.27	401.53	589.94	管理费用	68.06	90.68	90.03	133.65	175.97
<b>流动资产合计</b>	<b>744.50</b>	<b>1,464.7</b>	<b>1,571.0</b>	<b>1,745.4</b>	<b>1,972.6</b>	财务费用	-8.22	-27.45	-0.84	-1.33	-1.63
长期股权投资	15.85	42.22	45.22	47.22	49.22	资产减值损失	-0.68	-0.18	0.00	0.00	0.00
固定资产	153.06	237.10	336.90	491.05	649.61	公允价值变动收益	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00
在建工程	191.78	573.01	477.50	382.00	286.50	投资净收益	3.56	2.30	3.00	2.00	2.00
无形资产	52.22	51.29	42.75	34.20	25.65	其他	10.53	3.98	4.96	2.94	0.30
其他非流动资产	106.04	121.74	92.54	63.34	63.34	<b>营业利润</b>	<b>60.80</b>	<b>41.71</b>	<b>43.01</b>	<b>81.89</b>	<b>165.64</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>518.94</b>	<b>1,025.3</b>	<b>994.91</b>	<b>1,017.8</b>	<b>1,074.3</b>	营业外净收益	-0.01	-0.08	3.88	5.88	-0.12
<b>资产总计</b>	<b>1,263.4</b>	<b>2,490.0</b>	<b>2,565.9</b>	<b>2,763.2</b>	<b>3,047.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>60.78</b>	<b>41.62</b>	<b>46.89</b>	<b>87.77</b>	<b>165.52</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	6.53	2.60	2.32	4.34	24.83
应付账款+票据	49.68	119.24	104.63	158.45	221.79	<b>净利润</b>	<b>54.26</b>	<b>39.03</b>	<b>44.57</b>	<b>83.42</b>	<b>140.69</b>
其他	86.84	67.70	133.64	206.42	295.99	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>136.52</b>	<b>186.93</b>	<b>238.27</b>	<b>364.87</b>	<b>517.78</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>54.26</b>	<b>39.03</b>	<b>44.57</b>	<b>83.42</b>	<b>140.69</b>
长期带息负债	153.84	78.75	58.70	45.96	36.14	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
其他	55.41	53.19	53.19	53.19	53.19	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>209.25</b>	<b>131.95</b>	<b>111.89</b>	<b>99.15</b>	<b>89.34</b>	营业收入	78.57%	14.26%	28.78%	58.34	48.12
<b>负债合计</b>	<b>345.77</b>	<b>318.88</b>	<b>350.17</b>	<b>464.03</b>	<b>607.12</b>	EBIT	-	-	224.97	87.69	89.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	-	-	282.87	55.09	42.64
股本	393.19	493.19	493.19	493.19	493.19	归母净利润	-	-	14.21%	87.18	68.64
资本公积	470.97	1,585.4	1,585.4	1,585.4	1,585.4	<b>获利能力</b>					
留存收益	53.51	92.53	137.10	220.53	361.22	毛利率	51.34%	44.41%	40.12%	42.73	45.88
<b>股东权益合计</b>	<b>917.67</b>	<b>2,171.2</b>	<b>2,215.7</b>	<b>2,299.1</b>	<b>2,439.8</b>	净利率	21.28%	13.40%	11.88%	14.04	15.99
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,263.4</b>	<b>2,490.0</b>	<b>2,565.9</b>	<b>2,763.2</b>	<b>3,047.0</b>	ROE	5.91%	1.80%	2.01%	3.63%	5.77%
						ROIC	11.18%	2.68%	3.82%	6.42%	10.19
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债	27.37%	12.81%	13.65%	16.79	19.93
<b>经营活动现金流</b>	<b>54.26</b>	<b>39.03</b>	<b>44.57</b>	<b>83.42</b>	<b>140.69</b>	流动比率	5.45	7.84	6.59	4.78	3.81
净利润	18.21	24.06	100.34	140.60	159.96	速动比率	4.87	7.23	5.19	3.35	2.33
折旧摊销	-8.22	-27.45	-0.84	-1.33	-1.63	<b>营运能力</b>					
财务费用	-21.83	-21.61	-19.09	-43.59	-51.29	应收账款周转率	5.96	3.06	4.56	4.56	4.56
投资损失	21.21	-73.55	-159.44	-113.55	-155.11	存货周转率	2.82	2.47	2.65	2.65	2.65
营运资金变动	35.30	69.31	16.84	42.39	50.84	总资产周转率	0.20	0.12	0.15	0.21	0.29
其他经营现金流	98.94	9.79	-17.62	107.94	143.46	<b>每股指标(元)</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-233.60</b>	<b>-486.63</b>	<b>-66.88</b>	<b>-161.51</b>	<b>-214.47</b>	每股收益	0.11	0.08	0.09	0.17	0.29
资本支出	181.00	11.98	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.20	0.02	-0.04	0.22	0.29
长期投资	-23.54	5.04	-0.75	-0.80	-1.54	每股净资产	1.86	4.40	4.49	4.66	4.95
其他投资现金流	-76.14	-469.61	-67.64	-162.31	-216.01	<b>估值比率</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>153.84</b>	<b>-75.09</b>	<b>-20.05</b>	<b>-12.74</b>	<b>-9.82</b>	市盈率	151.71	210.92	184.69	98.67	58.51
短期借款	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	市净率	8.97	3.79	3.71	3.58	3.37
长期借款	-65.99	1,067.9	0.84	1.33	1.63	EV/EBITDA	110.37	216.49	49.24	32.16	22.92
其他筹资现金流	87.85	1,092.8	-19.22	-11.40	-8.19	EV/EBIT	148.61	584.09	156.52	84.46	45.29
<b>现金净增加额</b>	<b>110.66</b>	<b>632.99</b>	<b>-104.48</b>	<b>-65.77</b>	<b>-80.75</b>						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 27 日收盘价

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695