

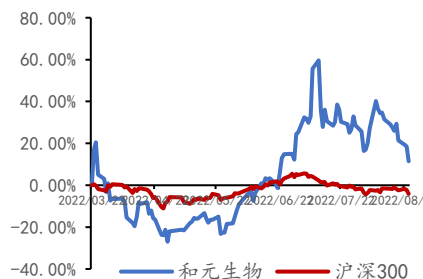
业绩稳健增长，CDMO 板块成长性凸显

投资评级：增持（维持）

报告日期：2022-08-24

收盘价（元）	24.43
近 12 个月最高/最低（元）	35.50/15.88
总股本（百万股）	493.19
流通股本（百万股）	69.01
流通股比例（%）	13.99
总市值（亿元）	120.49
流通市值（亿元）	16.86

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】和元生物（688238）深度报告：扎根新兴黄金赛道 CGT CXO，前沿布局占据先发优势
2022-06-05

主要观点：

➤ 事件概述

2022 年 8 月 24 日，和元生物披露 2022 年半年报：2022H1 实现营业收入 1.35 亿元，同比增长 36.24%；归母净利润 2002.58 万元，同比增长 29.65%，扣非归母净利润 1729.92 万元，同比增长 64.14%；基本每股收益为 0.045 元，同比增长 15.38%。

➤ 事件点评

● 疫情扰动下业绩稳健增长，基因治疗 CDMO 板块成长性凸显

上半年在疫情影响下，经营稳健，业绩符合预期。2022H1 实现营业收入 1.35 亿元，同比增长 36.24%；归母净利润 2002.58 万元，同比增长 29.65%；实现毛利率 47.64%，净利率 14.85%。费用端相对稳定，管理费用率 20.21%，销售费用率 9.57%，财务费用率-7.97%。管理费用率较高主要由于人员薪酬增加及股份支付增加，财务费用变动主要由于利息收入增加。

单季度来看，2022Q2 实现营收 6178.27 万元，同比增长 17.90%；归母净利润 795.64 万元，同比增长 31.00%；实现毛利率 43.58%，净利率 12.88%。

分版块来看：

（1）基因治疗 CRO 业务：科研端客户为主，增速放缓。2022H1 实现收入 2438.37 万元，同比增长 2.17%，占营收比重为 18.08%。CRO 业务主要面向科研端客户，受疫情冲击较大，增速放缓。同时公司为克服新冠疫情对科研市场产生的短暂不利影响，在现有基础上进一步提升市场占有率，推出“元载体”新品牌、新服务，快速响应需求变化。

（2）基因治疗 CDMO 业务：项目树立品牌，订单保障增长：2022H1 实现收入 1.07 亿元，同比增长 47.98%，占营收比重为 79.25%。虽受新冠疫情影响使部分项目里程碑交付略有延期，但整体业务继续保持较好增长态势。CDMO 业务在溶瘤病毒、AAV 基因治疗、细胞治疗及其他各业务领域齐头并进，同时开发了干细胞、NK 细胞和 mRNA 等新型 CDMO 业务，拓宽业务边界。截至 2022H1，公司累计合作 CDMO 项目超过 130 个，正在执行的 CDMO 项目超过 50 个，多项目并行运营能力得到快速提升，丰富的项目执行经验为公司树立起良好的行业品牌。2022 上半年，CDMO 板块累计新增订单超过 1.3 亿元，在手未执行订单超过 3.5 亿元，充足的订单储备为后续业绩增长提供保障。

● 成立美国子公司，正式开启全球战略布局

公司的经营战略是在提升国内细分市场占有率先同时布局海外市场。2022 年 6 月 7 日，公司审议通过以自有资金在美国投资设立全资子公司。通过成立和元美国，组建及加强销售团队力量，提升海外市场品牌知名度，

拓展海外市场销售渠道，增加公司海外客户及销售规模，进一步推动公司全球化运营速度。尽管当前公司营收主要集中在国内市场，但海外市场广阔，迈开布局之后，海外收入贡献值得期待。

● 加大研发投入，巩固技术护城河

重视研发并持续加大研发投入力度，2022H1 公司研发费用为 1417.46 万元，同比增长 67.94%；占营业收入比重为 10.51%（+1.99 pp）。研发进展上，公司在基因治疗基础研究和生产工艺各方面实现突破，上半年新申报专利、商标等 27 件，获得授权专利 4 件，合计拥有授权专利 19 项，在审专利 43 项。

公司是国内为数不多能够提供从基因治疗 CRO 到 CDMO 一站式服务的企业，在 CGT CXO 业务领域的关键环节均有领先的研究和工艺开发积累，未来将不断迭代升级两大核心技术集群：基因治疗载体开发技术、基因治疗载体生产及质控技术，确保公司在 CGT 领域的技术先进性，为公司长期发展提供动力。

● 产能释放在即，业绩放量可期

产能方面，公司建成国内第一条基因与细胞治疗 GMP 生产线，为了满足不断扩大的 CDMO 业务需求，继续扩建产能，临港基地建成之后，可实现 92000m² 的产能，GMP 基地规模位居全球前列，和元智造精准医疗产业基地规划 33 条产线，分两期建设。目前基地建设受疫情封控影响工期有所延后，同时根据市场需求的变化，一期建设工艺设备线有所调整，在原计划建设 11 条病毒生产线基础上，新增约 5000m² 的细胞生产线，预计 2023 年初试运行，为进一步产能释放做好充分准备。另外，二期 22 条产线计划 2025 年投产，建成后将主要提供质粒、慢病毒、腺相关病毒、各种溶瘤病毒等产品的大规模生产服务，达产后可实现超过 15 亿元的 CDMO/CMO 业务收入。预计随着产能不断落地，公司业绩也将迎来放量增长。

➤ 投资建议

- 考虑公司作为黄金赛道 CGT CXO 行业稀缺标的，技术+产能护城河明显，具备先发优势，在基因治疗行业高速增长的驱动下，公司业绩有望实现快速增长，展现出高成长属性，我们预计公司 2022~2024 年营收分别为 3.64/5.68/8.53 亿元；同比增速为 42.7%/56.2%/50.2%；归母净利润分别为 0.81/1.19/1.78 亿元；净利润同比增速 48.9%/47.6%/49.4%；对应 2022~2024 年 EPS 为 0.16/0.24/0.36 元/股；对应估值为 149X/101X/68X。维持“增持”评级。

● 风险提示

疫情反复；行业监管政策趋严风险；下游新药研发及商业化不及预期的风险；上游原材料及设备采购风险；产能扩建不及预期；行业竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	255	364	568	853
收入同比 (%)	78.6%	42.7%	56.2%	50.2%
归属母公司净利润	54	80.79	119.22	178.07
净利润同比 (%)	-42.5%	48.9%	47.6%	49.4%
毛利率 (%)	51.3%	51.1%	50.9%	50.4%
ROE (%)	5.9%	3.7%	5.1%	7.1%
每股收益 (元)	0.14	0.16	0.24	0.36
P/E	0.00	149.14	101.06	67.66
P/B	0.00	5.49	5.20	4.83
EV/EBITDA	-9.13	86.91	63.27	41.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	744	1956	2005	2216	营业收入	255	364	568	853
现金	619	1795	1763	1878	营业成本	124	178	279	423
应收账款	29	53	71	115	营业税金及附加	0	0	1	1
其他应收款	3	8	10	16	销售费用	24	33	51	68
预付账款	6	8	12	19	管理费用	44	55	85	128
存货	44	51	99	128	财务费用	-8	0	-12	-12
其他流动资产	44	41	49	61	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
非流动资产	519	667	818	956	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	16	21	26	30	投资净收益	4	4	6	9
固定资产	91	208	305	385	营业利润	61	86	126	191
无形资产	52	68	84	98	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	360	370	403	443	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1263	2623	2823	3173	利润总额	61	86	126	191
流动负债	137	217	297	468	所得税	7	4	7	12
短期借款	0	-5	-10	-14	净利润	54	82	119	179
应付账款	50	67	96	157	少数股东损益	0	1	0	1
其他流动负债	87	155	211	326	归属母公司净利润	54	81	119	178
非流动负债	209	209	209	209	EBITDA	50	120	165	247
长期借款	101	101	101	101	EPS (元)	0.14	0.16	0.24	0.36
其他非流动负债	108	108	108	108					
负债合计	346	426	506	677					
少数股东权益	0	1	1	2					
股本	393	493	493	493					
资本公积	471	1568	1568	1568					
留存收益	54	134	254	432					
归属母公司股东权	918	2196	2315	2493					
负债和股东权益	1263	2623	2823	3173					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	109	170	178	330	营业收入	78.6%	42.7%	56.2%	50.2%
净利润	54	82	119	179	营业利润	-32.0%	41.2%	47.1%	50.9%
折旧摊销	29	36	54	75	归属于母公司净利	-42.5%	48.9%	47.6%	49.4%
财务费用	3	6	6	6	获利能力				
投资损失	-4	-4	-6	-9	毛利率 (%)	51.3%	51.1%	50.9%	50.4%
营运资金变动	35	49	3	77	净利率 (%)	21.3%	22.2%	21.0%	20.9%
其他经营现金流	11	35	118	103	ROE (%)	5.9%	3.7%	5.1%	7.1%
投资活动现金流	-76	-180	-200	-205	ROIC (%)	4.1%	3.4%	4.2%	6.1%
资本支出	-262	-179	-200	-209	偿债能力				
长期投资	181	-5	-5	-4	资产负债率 (%)	27.4%	16.2%	17.9%	21.4%
其他投资现金流	5	4	6	9	净负债比率 (%)	37.7%	19.4%	21.9%	27.2%
筹资活动现金流	88	1186	-11	-10	流动比率	5.45	9.02	6.75	4.73
短期借款	0	-5	-5	-4	速动比率	4.77	8.56	6.21	4.29
长期借款	101	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	100	0	0	总资产周转率	0.23	0.19	0.21	0.28
资本公积增加	14	1097	0	0	应收账款周转率	9.74	8.86	9.10	9.12
其他筹资现金流	-28	-6	-6	-6	应付账款周转率	3.86	3.04	3.42	3.34
现金净增加额	121	1176	-33	115	每股指标 (元)				
					每股收益	0.14	0.16	0.24	0.36
					每股经营现金流薄)	0.22	0.34	0.36	0.67
					每股净资产	10.35	4.45	4.69	5.06
					估值比率				
					P/E	0.00	149.14	101.06	67.66
					P/B	0.00	5.49	5.20	4.83
					EV/EBITDA	-9.13	86.91	63.27	41.78

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。