

香港股市 | 医药

更新报告

## 方达控股 (1521 HK)

### 2023 年业绩逊预期，短期内仍面对挑战

#### 2023 年业绩逊于预期

公司 2023 年收入同比增加 3.8% 至 2.6 亿美元，毛利同比下滑 12.1% 至 7,839 万美元，股东净利润同比大幅下滑 58.0% 至 1,081 万美元。我们在 2023 年 8 月的报告中已警示收入增长将显著放缓，并预测股东净利润将同比大跌超三成，但 2023 年收入与股东净利润仍分别较预测低 6.4% 及 34.8%。截止 2023 年底，在手订单仅同比微增 0.1% 至 3.4 亿美元，下半年新签订单情况差于预期。管理层表示，由于全球药企融资环境转差，部分药企削减研发支出，研发外包服务终端需求下降。公司部分设施的产能利用率降低，2023 年毛利率与股东净利率分别低于去年同期 5.4 个百分点及 6.1 个百分点。

#### 短期内仍然面对挑战，下调 2024-25E 收入预测

由于 2023 年收入及新增订单情况差于预期，我们将 2024-25E 收入预测分别下调 15.3% 及 18.9%，基于：1) 2023 年下半年新签订单金额少于预期，将对 2024-25E 收入造成影响。2) 根据动脉网及公司管理层掌握的情况，2024 年以来全球药企融资金额温和回升，但并不是显著回暖，因此我们预计订单金额短期内难以大幅增加。3) 公司 2022 年后在苏州、武汉、上海等地新增多个实验室，长远看有利于服务能力的提升，但是目前来看由于订单增速的下滑，新设施产能利用率爬坡略需时间，公司利润率短期承压。

#### 目标价调整至 1.50 港元，维持“中性”评级

由于 2023 年股东净利润逊于预期，而且按照目前的新增订单情况看利润率回升略需时间，我们将公司 2024-25E 股东净利润预测分别下调 27.8%、32.6%。除下调盈利预测外，考虑到公司收入增速短期内难以大幅回升，我们将 DCF 中的永续增长率假设调整为 3.0%，目标价调整为 1.50 港元，维持“中性”评级。

#### 风险提示：

(一) 药企经营环境不佳可能削减订单并影响公司业绩；(二) 新建实验室可能会有磨合期；

#### 主要财务数据 (百万美元) (更新至 2024 年 4 月 2 日)

年结: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	250.4	259.9	288.2	320.4	365.1
增长率 (%)	35.7	3.8	10.9	11.2	13.9
股东净利润	25.7	10.8	18.6	23.6	27.8
增长率 (%)	39.7	(58.0)	72.4	26.7	17.7
每股基本盈利 (美元)	0.012	0.005	0.009	0.011	0.013
市盈率 (倍)	14.7	34.7	20.1	15.9	13.5
每股股息 (美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (美元)	0.16	0.17	0.18	0.19	0.20
市净率 (倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

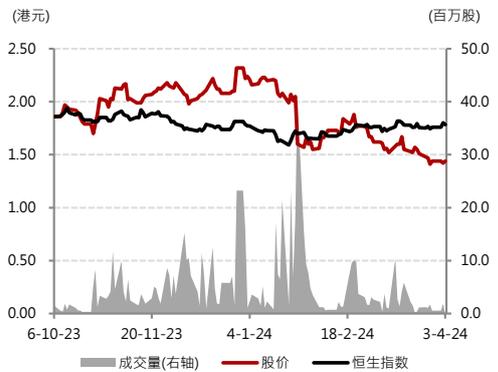
评级：中性

目标价：1.50 港元

#### 股票资料 (更新至 2024 年 4 月 2 日)

现价	1.42 港元
总市值	3,022.21 百万港元
流通股比例	20.21%
已发行总股本	2,098.76 百万
52 周价格区间	1.38-2.68 港元
3 个月日均成交额	9.88 百万港元
主要股东	泰格香港(占 51.96%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

#### 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

#### 相关报告

2023-8-28：方达控股 (1521 HK)：上半年业绩逊于预期，产能利用率提升略需时间

#### 分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 盈利预测调整 (年结: 12 月 31 日, 百万美元)

	2024E 旧预测	2025E 旧预测	2024E 新预测	2025E 新预测	2024E 变动幅度 (%)	2025E 变动幅度 (%)
收益	340.3	395.3	288.2	320.4	(15.3)	(18.9)
服务成本	(231.0)	(260.9)	(195.3)	(213.4)	(15.5)	(18.2)
毛利	109.3	134.4	92.9	107.1	(15.0)	(20.3)
销售及营销开支	(9.7)	(11.3)	(9.1)	(10.1)	(6.7)	(10.7)
行政开支	(59.1)	(68.7)	(50.1)	(55.7)	(15.3)	(18.9)
研发开支	(6.0)	(7.0)	(5.7)	(6.5)	(5.8)	(6.9)
经营溢利	34.4	47.4	28.1	34.7	(18.4)	(26.8)
其他收入与收益	5.1	5.7	3.1	3.2	(39.0)	(44.8)
融资成本	(3.1)	(3.1)	(6.1)	(6.1)	96.1	96.1
其他	(0.5)	(1.4)	0.2	0.2	(132.3)	(111.7)
除税前溢利	35.9	48.6	25.2	31.9	(29.7)	(34.3)
所得税开支	(10.1)	(13.7)	(6.7)	(8.4)	(34.3)	(38.6)
年度溢利	25.7	34.9	18.5	23.5	(27.9)	(32.7)
非控股权益	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(3.6)	(6.8)
股东净利润	25.8	35.0	18.6	23.6	(27.8)	(32.6)

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: DCF 模型 (年结: 12 月 31 日, 百万美元)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	31	38	43	46	50	53	57	61	64	66
加: 折旧及摊销	47	51	55	57	59	60	61	63	66	70
减: 税费	(7)	(8)	(10)	(8)	(9)	(9)	(10)	(11)	(11)	(12)
营运资本变动	(13)	(5)	71	27	29	31	34	35	37	38
资本开支	(37)	(42)	(47)	(27)	(25)	(22)	(24)	(26)	(27)	(28)
自由现金流	48	43	(30)	40	45	50	51	52	55	59
税后债务成本	3.8%									
无风险利率	2.6%									
风险溢价	9.5%									
贝塔系数	1.1									
权益成本	13.1%									
加权平均资本成本	9.6%									
永续增长	3.0%									
股权价值 (百万港币)	3,149									
每股内涵价值(港币)	1.50									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3: 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港元)

	永续增长率					
	1.50	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	8.6%	1.63	1.69	1.76	1.85	1.95
	9.1%	1.52	1.57	1.62	1.69	1.77
WACC	9.6%	1.41	1.45	1.50	1.55	1.62
	10.0%	1.32	1.36	1.40	1.44	1.49
	10.5%	1.24	1.27	1.30	1.34	1.38

图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 单位: 百万美元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>损益表</b>						<b>现金流量表</b>					
收益	250.4	259.9	288.2	320.4	365.1	税前利润	36.1	14.6	25.2	31.9	37.2
服务成本	(161.2)	(181.5)	(195.3)	(213.4)	(241.5)	折旧及摊销	29.9	42.8	47.1	50.7	55.1
毛利	89.2	78.4	92.9	107.1	123.6	营运资金变动	2.3	(20.7)	(13.4)	(4.6)	70.8
销售及营销开支	(7.2)	(8.2)	(9.1)	(10.1)	(11.5)	已付利息	3.9	7.1	6.1	6.1	6.1
行政开支	(44.4)	(44.6)	(50.1)	(55.7)	(63.5)	已付税款	(11.7)	(4.6)	(6.7)	(8.4)	(9.8)
研发开支	(3.9)	(6.0)	(5.7)	(6.5)	(8.5)	其他	1.9	(15.6)	(0.8)	(4.8)	(6.2)
上市开支	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	经营业务现金净额	62.4	23.5	57.5	70.9	153.2
经营溢利	33.7	19.6	28.1	34.7	40.2	购买厂房及设备	(47.7)	(41.1)	(37.5)	(41.7)	(47.5)
其他收入与收益	6.7	3.7	3.1	3.2	3.0	其他	(100.2)	(51.8)	1.8	1.8	1.8
融资成本	(3.9)	(7.1)	(6.1)	(6.1)	(6.1)	投资活动现金净额	(147.9)	(92.9)	(35.7)	(39.9)	(45.7)
其他	(0.3)	(1.7)	0.2	0.2	0.2	净新增借款	49.5	32.6	0.0	0.0	0.0
除税前溢利	36.1	14.6	25.2	31.9	37.2	股息分派	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
所得税开支	(10.2)	(3.8)	(6.7)	(8.4)	(9.8)	其他	(18.8)	2.6	(3.1)	(3.1)	(1.7)
年度溢利	25.9	10.7	18.5	23.5	27.4	融资活动现金净额	30.7	35.1	(3.1)	(3.1)	(1.7)
非控股权益	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	年初现金	144.6	87.4	53.2	71.9	99.8
股东净利润	25.7	10.8	18.6	23.6	27.8	现金增加净额	(54.8)	(34.2)	18.7	27.9	105.8
EBIT	40.0	21.6	31.3	38.1	43.3	汇率变动之影响净额	(2.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	69.9	64.4	78.4	88.7	43.3	年末现金	87.4	53.2	71.9	99.8	205.6
<b>资产负债表</b>						<b>重要指标</b>					
存货	3.2	2.8	3.6	3.4	4.6	增长率 (%)					
贸易及其他应收款项及预付款项	57.6	61.3	67.8	73.0	84.6	收入	35.7	3.8	10.9	11.2	13.9
现金及现金等价物	87.4	53.2	71.9	99.8	205.6	毛利	33.7	(12.1)	18.5	15.2	15.4
其他	23.6	24.2	24.6	26.8	29.8	净利润	39.7	(58.0)	72.4	26.7	17.7
流动资产	171.8	141.6	167.9	203.0	239.9	盈利能力					
物业、厂房及设备	115.0	124.7	134.3	142.8	151.7	毛利率	35.6	30.2	32.2	33.4	33.9
无形资产及商誉	182.7	221.1	210.9	200.7	190.5	净利润率	10.3	4.2	6.5	7.4	7.6
其他非流动资产	81.1	84.5	75.8	68.4	62.1	EBIT 利润率	16.0	8.3	10.9	9.4	9.7
非流动资产	378.8	430.3	421.0	412.0	404.3	EBITDA 利润率	27.9	24.8	27.2	25.2	9.7
总资产	550.6	571.9	588.9	614.9	644.2	净负债率 (%)	净现金	8.2	2.6	净现金	净现金
贸易应付款项	37.5	38.7	33.0	35.5	37.4	其他					
短期借款	13.7	20.1	20.1	20.1	20.1	有效税率 (%)	28.2	26.4	26.4	26.4	26.4
其他流动负债	46.2	40.7	40.7	40.7	40.7	ROAE (%)	7.8	3.2	5.2	6.2	6.9
流动负债	97.5	99.6	93.9	96.3	98.3	ROAA (%)	5.0	1.9	3.2	3.9	4.4
长期借款	35.1	61.3	61.3	61.3	61.3	存货周转率 (天)	4.7	6.0	6.0	6.0	6.0
其他非流动负债	82.1	65.8	65.8	65.8	65.8	应收帐周转率 (天)	58.6	68.6	68.6	68.6	68.6
非流动负债	117.3	127.1	127.1	127.1	127.1	应付帐周转率 (天)	25.4	23.7	23.7	23.7	23.7
总负债	214.7	226.7	221.0	223.5	225.4						
股东权益	333.1	342.5	365.4	389.0	416.7						
非控股权益	2.8	2.6	2.6	2.5	2.1						
总权益	335.8	345.1	367.9	391.4	418.8						
净现金/(负债)	6.0	(28.2)	(9.5)	18.3	124.1						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

方达控股 (1521 HK) 股价表现及评级时间表 (单位: 港元)



来源: 彭博, 中泰国际研究部

序号	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2022 年 10 月 27 日	HK\$1.89	买入 (维持)	HK\$3.15
2	2023 年 3 月 31 日	HK\$2.38	买入 (维持)	HK\$3.40
3	2023 年 8 月 28 日	HK\$2.33	中性 (下调)	HK\$2.15
4	2024 年 4 月 3 日	HK\$1.42	中性 (维持)	HK\$1.50

来源: 彭博, 中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805