

2025 年 04 月 20 日

细胞与基因治疗 CDMO 维持向上增长趋势，战略布局再生医学业务

和元生物(688238)

事件概述

公司公告 2024 年报：24 全年实现营业收入 2.48 亿元，同比增长 21.16%、实现归母净利润-3.22 亿元、实现扣非净利润-3.36 亿元。

分析判断：

► 细胞与基因治疗 CDMO 维持向上增长趋势，战略布局再生医学业务

公司 24 年实现收入 2.48 亿元，同比增长 21.16%，其中细胞与基因治疗 CDMO 业务实现收入 1.35 亿元，同比增长 26.12%、细胞与基因治疗 CRO 业务实现收入 0.86 亿元，同比增长 8.02%，核心业务延续向上增长趋势。公司 23 年实现归母净利润-3.22 亿元，相对 23 年的-1.13 亿元呈现放大亏损，我们判断主要受竞争加剧导致项目价格下降、临港产业基地投产引起运营成本增加以及周浦医学园区搬迁导致的转移成本和损失等。展望未来，公司继续坚定布局一体化的细胞与基因治疗 CRO+CDMO 业务，同时战略性布局再生医学业务，且考虑到未来投融资景气度有望面临进一步改善，我们判断公司业绩端有望在未来几年逐渐呈现改善趋势。

- (1) **细胞与基因治疗 CDMO 业务呈现向上增长趋势：**公司 24 年细胞与基因治疗 CDMO 业务 24 年新签订单金额超过 2.7 亿元，实现营业收入 1.35 亿元，同比增长 26.12%，延续向上增长趋势。截止 24 年底，公司累计协助客户完成国内外 IND 批件 44 项，累计承接各类细胞与基因治疗 CDMO 项目数量超过 450 项，其中 III 期临床项目 4 项，积累了丰富经验。伴随公司临床产业基地一期全年投产，显著提升公司 CDMO 产能规模，目前拥有 13 条 GMP 载体生产线与 20 条 GMP 细胞生产线，具备 5L-500L 质粒发酵规模和 50L-2000L 悬浮细胞培养规模，并在 24 年首次完成 2,000L 大规模生产工艺验证，填补国内大规模 AAV 生产技术空白。展望未来伴随着需求端环比改善和供给端能力持续增强，我们判断公司基因治疗 CDMO 业务有望呈现逐渐改善趋势。
- (2) **基因治疗 CRO 业务继续呈现稳健增长。**公司基因治疗 CRO 业务 23 年实现收入为 0.86 亿元，同比增长 8.02%，继续呈现稳健快速增长趋势。公司积极拓展基因治疗 CRO 服务，截止 24 年底，累计服务超过 1.28 万家研发实验室客户，相对 23 年底增长 20%+，持续为科研服务赋能。
- (3) **战略布局再生医学业务，有望为公司未来业绩贡献增量。**2024 年 4 月公司投资设立全资子公司和元和美，

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	5.68
股票代码：	688238
52 周最高价/最低价：	7.33/3.86
总市值(亿)	36.87
自由流通市值(亿)	36.42
自由流通股数(百万)	641.15



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话：

分析师：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522020001
联系电话：010-59775376

相关研究

1. 【华西医药】和元生物（688238）：23 年业绩承压，伴随临港新产能投产业绩有望环比改善
2024.05.07
2. 【华西医药】和元生物（688238.SH）一季报点评：业绩受疫情及投融资等因素影响增长承压，CRO 业务有序恢复，未来伴随临港新产能逐步释放有望恢复高速增长
2023.04.26
3. 【华西医药】和元生物（688238.SH）：22Q4 业绩受疫情放开管控等因素扰动，展望未来业绩有望恢复高速增长
2023.02.27

2024 年 9 月成立和元和美“再生医学中心”，专注于从源头解决业内普遍面临的细胞安全、可追溯方面的难题，实现合规化、智能化细胞存储及细胞规模化生产（包括干细胞/免疫细胞/外泌体等细胞及细胞衍生物的工艺开发及大规模生产等），进一步将公司技术服务的应用领域从基础研究、新药研发扩展至再生医学，标志着公司在细胞治疗的战略布局上迈出了坚实的一步，有望成为业务发展的新亮点。

投资建议

考虑到项目单价下降以及新产能投产等因素影响，调整前期盈利预测，即预测 2025-2027 年营收从 3.09/3.74/NA 亿元调整为 2.93/3.46/4.07 亿元，EPS 从 -0.22/-0.19/NA 元调整为 -0.39/-0.36/-0.35 元，考虑到国内投资融现状仍然面临挑战等因素影响，调整前期投资评级即从“买入”评级调整为“增持”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧风险、服务管线推进低于预期、基因治疗领域监管政策变化的风险

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	205	248	293	346	407
YoY (%)	-29.7%	21.2%	18.1%	17.9%	17.7%
归母净利润(百万元)	-128	-322	-250	-237	-228
YoY (%)	-425.9%	-151.5%	22.2%	5.5%	3.5%
毛利率 (%)	-6.4%	-37.8%	-18.8%	-3.4%	6.6%
每股收益 (元)	-0.20	-0.50	-0.39	-0.36	-0.35
ROE	-6.2%	-18.5%	-18.0%	-20.5%	-24.7%
市盈率	-28.54	-11.43	-14.73	-15.58	-16.15

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	248	293	346	407	净利润	-322	-251	-237	-229
YoY (%)	21.2%	18.1%	17.9%	17.7%	折旧和摊销	92	123	128	132
营业成本	342	348	358	380	营运资金变动	99	0	-23	-8
营业税金及附加	6	8	9	11	经营活动现金流	-61	-118	-120	-89
销售费用	52	59	69	81	资本开支	-167	-43	-42	-40
管理费用	81	91	100	110	投资	-30	0	0	0
财务费用	0	-2	4	8	投资活动现金流	-209	-43	-42	-40
研发费用	47	53	59	65	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	-56	-10	-12	-15	债务募资	59	50	50	50
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	52	-57	42	40
营业利润	-310	-243	-230	-222	现金净流量	-218	-218	-120	-89
营业外收支	-2	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	-313	-243	-230	-222	成长能力				
所得税	10	7	7	7	营业收入增长率	21.2%	18.1%	17.9%	17.7%
净利润	-322	-251	-237	-229	净利润增长率	-151.5%	22.2%	5.5%	3.5%
归属于母公司净利润	-322	-250	-237	-228	盈利能力				
YoY (%)	-151.5%	22.2%	5.5%	3.5%	毛利率	-37.8%	-18.8%	-3.4%	6.6%
每股收益	-0.50	-0.39	-0.36	-0.35	净利率	-129.7%	-85.4%	-68.4%	-56.1%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	-13.2%	-11.7%	-12.4%	-13.2%
货币资金	439	221	101	12	净资产收益率 ROE	-18.5%	-18.0%	-20.5%	-24.7%
预付款项	8	9	9	10	偿债能力				
存货	74	67	56	47	流动比率	2.09	1.21	0.83	0.56
其他流动资产	170	180	198	216	速动比率	1.66	0.85	0.52	0.30
流动资产合计	690	477	364	284	现金比率	1.33	0.56	0.23	0.02
长期股权投资	66	66	66	66	资产负债率	23.9%	30.5%	36.3%	43.9%
固定资产	1,318	1,245	1,167	1,084	经营效率				
无形资产	55	55	55	55	总资产周转率	0.10	0.14	0.18	0.24
非流动资产合计	1,594	1,521	1,444	1,361	每股指标 (元)				
资产合计	2,285	1,999	1,807	1,645	每股收益	-0.50	-0.39	-0.36	-0.35
短期借款	70	120	170	220	每股净资产	2.68	2.14	1.78	1.42
应付账款及票据	183	174	169	169	每股经营现金流	-0.09	-0.18	-0.19	-0.14
其他流动负债	77	100	101	117	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	330	395	440	506	估值分析				
长期借款	127	127	127	127	PE	-11.43	-14.73	-15.58	-16.15
其他长期负债	89	89	89	89	PB	1.84	2.65	3.20	3.99
非流动负债合计	215	215	215	215					
负债合计	545	610	655	722					
股本	649	649	649	649					
少数股东权益	0	-1	-1	-1					
股东权益合计	1,740	1,389	1,152	923					
负债和股东权益合计	2,285	1,999	1,807	1,645					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。