

## 买入

## 药物研发一体化提升，业绩有望继续增长

**方达控股 (1521.HK)**

2022-04-11 星期一

目标价:	<b>4.56 港元</b>
现价:	2.52 港元
预计升幅:	80.9%

### 重要数据

日期	2022-04-11
收盘价 (港元)	2.52
总股本 (亿股)	20.75
总市值 (亿港元)	52.29
净资产 (亿美元)	3.32
总资产 (亿美元)	4.8
52 周高低 (港元)	9.18/2.5
每股净资产 (美元)	0.16

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

香港泰格医药科技有限公司 (51.36%)  
 YHG Investment, L.P. (5.98)  
 Gaoling Fund, L.P. (5.61)

### 相关报告

深度报告: 方达控股-20200302  
 更新报告: 方达控股-20210416

### 研究部

姓名: 林兴秋  
 SFC: BLM040  
 电话: 0755-21519193  
 Email: linxq@gyzq.com.hk

### ► 2021 年业绩增长强劲:

公司 2021 年年度实现收益 1.84 亿美元, 同比上升 46.6%; 净利润 1892 万美元, 同比增长 8.6%; 毛利润 6670 万美元, 同比上升 60.7%。实验室检测服务目前为集团的核心领域, 2021 年收入同比上升 33.4% 至 8261.2 万美元, 占整体营业收入的 44.8%; CMC 业务实现收入 2805.2 万美元, 同比上升 24.3%, 在公司总营收中占比 15.2%; 临床前研究服务同比上升 72.1% 至 4709 万美元, 收入占比为 25.5%。北美业务收益增长 42% 至 1.25 亿美元, 主要原因为北美营销表现稳健以及公司在北美进一步扩充服务能力; 中国业务收益增长 55.3% 至 0.59 亿美元, 主要原因是市场对药物发现服务的需求上升使化学服务业务增加、Acme 位于上海的相关实验设施建设完成并投入运营。

### ► 服务能力逐渐增强, 多项研发设施已完成建设:

公司通过内生以及并购等不断拓宽业务的服务范围和扩大各业务产能。美国业务方面, 1) 将生物标志物和生物制剂分析团队迁至宾州以满足生物制剂测定、生物标志物研究和基因/细胞疗法服务需求, 目前宾州的新实验室已开始投入运营; 2) 收购 Ocean Ridge 的基因组学业务, 该业务包含生物流体分析、RNA 测序等等新疗法开发相关服务, 同时也可对公司的 IND 及临床试验相关业务进行支持与补充; 3) 加州 25,000 平方英尺实验设施已完成设计与建设, 完全用于生物分析, 将于 2023 年 3 月投入运营; 4) 收购 Quintara 以扩大公司在 ADME 方面的分析服务能力。中国业务方面, 1) 收购合研生物以增强公司临床前研究服务能力, 合研的技术可筛选包括酶学、GPCR 受体等药物的靶点; 2) 上海租用 67,000 平方英尺实验室, 用于扩展中心实验室、生物制剂的生物分析、DMPK 检测; 3) 完成苏州 215,000 平方英尺设施建设, 用于药物代谢和药代动力学及 non-GLP 毒理学研究, 于 2022 年第一季度开始运营; 4) 完成 Acme 于上海的 GMP 公斤级实验室和药物化学实验室建设, 使公司可以提供 GMP 活性药物成分制造服务、增强新药发现领域的化学服务能力。

### ► 再次覆盖给予买入评级, 目标价 4.56 港元

公司营收、毛利润保持稳健增长。公司持续扩展业务能力、设施建设以及推进并购, 能给公司带来新的增长点, 预计公司 2022-2024 年收入分别是 233.67、287.71、352.57 百万美元, EPS 分别为 1.13 美分、1.45 美分、1.88 美分, 给予公司目标价为 4.56 港元, 对应 2023 年 PE 为 38 倍, 较现价有 80.9% 的上涨空间, 给予“买入”评级。

百万美元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	125.81	184.44	233.67	287.71	352.57
同比增长(%)	25.3%	46.6%	26.7%	23.1%	22.5%
净利润	17.4	18.9	23.36	30.15	38.9
同比增长(%)	-5.48%	8.6%	23.4%	29%	29.2%
净利润率(%)	13.85%	10.3%	10%	10.48%	11.04%
每股盈利(美分)	0.84	0.9	1.13	1.45	1.88
PE@2.52HKD	38.3	35.6	28.2	22.0	16.9

数据来源: wind、方达控股年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 2021 年年度业绩简述:

公司 2021 年年度实现收益 1.84 亿美元，同比上升 46.6%；净利润约为 1892 万美元，同比增长 8.6%；毛利润为 6670 万美元，同比上升 60.7%；基本 EPS 录得 0.009 美元，同比增长 5.9%。报告期内各板块业务收入均有增长，其中实验室检测服务同比上升 33.4% 至 8261.2 万美元；临床前研究服务同比上升 72.1% 至 4709 万美元；CMC 业务同比上升 24.3% 至 2805.2 万美元。

图 1: 2016 至 2021 年收入情况 (美元百万元)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 2: 2016 至 2021 年净利润情况 (美元百万元)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

### 2021 年集团各分部收入稳定增长:

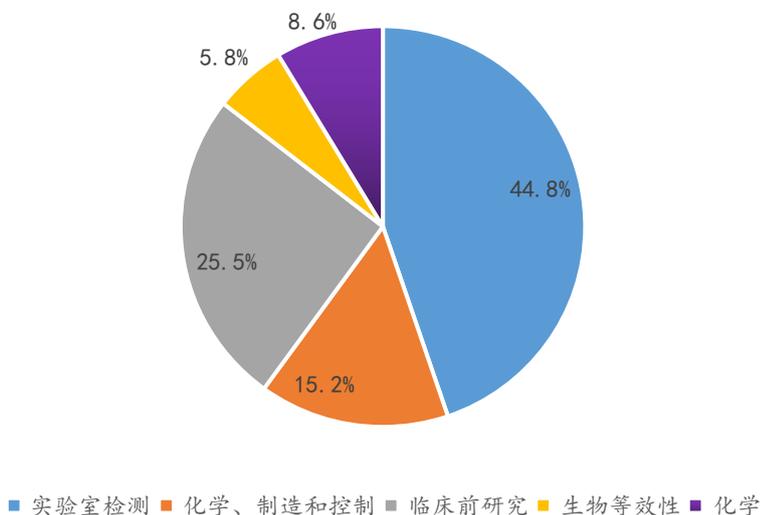
实验室检测服务 (生物分析服务) 为集团的核心领域, 2021 年收入同比上升 33.4% 至 8261.2 万美元, 占整体营收的 44.8%; 化学、制造和控制业务 2021 年收入 2257.6 万美元, 同比上升 24.3% 至 2805.2 万美元, 占整体营收的 15.2%; 临床前研究服务收入同比上升 72.1% 至 4709 万美元, 占整体营收的 25.5%; 生物等效性服务同比上升 42.6% 至 1073.7 万美元; 化学领域同比上升 148.4% 至 1595 万美元。

分地区, 北美业务收益增长 42% 至 1.25 亿美元, 除税前溢利 0.1 亿美元, 同比增长 7.6%, 与中国业务相比, 北美业务的服务成本与行政开支更高。业绩增长的主要原因是, 收购 Ocean Ridge 的基因组学业务、生物标志物和生物制剂分析团队迁入宾州以及多项研究设施完工并开始运营, 增强了集团于北美的服务能力, 北美业务中增速最高的两个板块为实验室检测服务、临床前研究服务。

中国业务收益增长 55.3% 至 0.59 亿美元, 除税前溢利 0.15 亿美元, 同比增长 48.7%, 中国业务中增速最高的板块为化学板块、实验室检测板块。增长原因是: 2021 年市场对药物发现服务的需求上升, 从而使公司化学服务业绩持续增加; 公司于上海建设的 7000 平方英尺 GMP 公斤级实验室已经完工并投入运营, 该实验室可提供 GMP 活性药物成分制造服务; 于上海建设的 17000 平方英尺药物化学设施在 2021 年第四季度投入运营, 该设施可提供新药发现领域的相关化学服务。实验室检测的业绩增长则受益于国内生物制药市场不断增长, 市场对相关生物分析服务

需求持续增加。目前公司已建立了使用酶联免疫印迹（ELISpot）检测提供单次检出分析能力，拓宽了其基因学、生物标志领域的服务。

**图 3：2021 年公司收入构成及占比情况**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 公司服务能力将持续提升：

公司是全方位一体化的医药研发合同研究组织，致力于为制药公司提供贯穿整个药物发现和开发过程的一体化、科学驱动的研究、分析和开发服务，协助医药公司实现药物开发的目标。公司通过设施的扩展以及并购等不断拓宽业务的服务范围和扩大各业务产能。美国业务方面，1) 收购 Ocean Ridge 的基因组服务，该项目可提供生物流体分析、RNA 测序、生物信息学等多种与新颖疗法相关的服务；2) 新泽西州的 Secaucus 临床中心已可以使用放射性标记化合物进行全方位人体吸收、代谢与排泄（hAME）研究，该研究可为新化学实体对人体特性方面的药理研究提供丰富信息，也是 IND 的必要组成部分，目前公司可以提供完整的 hAME 服务；3) 在俄州 Concord 研发中心扩充了遗传毒理学、安全药理学服务。

中国业务方面，1) 于苏州建成了了可提供药物代谢和药代动力学服务的 215000 平方英尺的研究设施，该设施还拿到“实验动物使用许可证”，目前由于美国大型动物稀缺且成本高昂、PK 研究时间长，大量大型动物 PK 研究放在中国试验设施进行，中国的药物代谢与药代动力学相关业务将会持续增长；2) 已启动了武汉 34000 平方英尺新化合物筛选设施建设，该设施将用于扩张早期药物发现阶段的体外药效筛选和药效学评价能力，未来将全面覆盖神经、代谢类疾病，炎症，癌症领域及安全性评价靶点，预计于 2022 年下半年投入运营；3) 在武汉租用约 200,000 平方英尺研究设施，将用于提供小分子创新药研发、从靶点筛选到临床前药理学研究的一站式研发服务，预计将于 2023 年投入运营。

**再次覆盖给予买入评级,目标价 4.56 港元:**

公司营收、毛利润保持稳健增长。公司持续扩展业务能力、设施建设以及推进并购,能给公司带来新的增长点,预计公司 2022-2024 年收入分别是 233.67、287.71、352.57 百万美元, EPS 分别为 1.13 美分、1.45 美分、1.88 美分,给予公司目标价为 4.56 港元,对应 2023 年 PE 为 38 倍,较现价有 80.9% 的上涨空间,给予“买入”评级。

**风险提示:**

受带量采购政策影响, BA 和 BE 业务需求可能会下降,带来降价压力;  
COVID-19 潜在影响的不确定性。  
产能的提升不达预期。

**财务报表摘要:**
**损益表**

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	83.11	100.42	125.81	184.44	233.67	287.71	352.57
销售成本	(49.22)	(63.12)	(84.33)	(117.74)	(149.55)	(184.13)	(225.65)
毛利	33.89	37.30	41.48	66.70	84.12	103.58	126.93
其他收入	0.13	1.82	1.18	1.34	0.00	0.00	0.00
分销开支	-2.58	-3.86	-5.10	-5.72	-7.72	-10.42	-14.07
行政费用	-10.37	-16.37	-18.83	-32.72	-40.90	-51.12	-63.90
经营盈利	18.72	17.36	16.84	26.27	33.00	39.45	46.29
财务开支	(0.24)	2.04	1.95	(0.69)	(3.22)	(3.92)	(3.92)
应占联营公司利润							
其他开支	(4.40)	1.46	0.74	(0.51)	(1.25)	(2.00)	(2.50)
税前盈利	14.08	20.85	19.52	25.07	28.53	33.53	39.87
所得税	(2.85)	(2.43)	(2.11)	(6.14)	(6.85)	(8.05)	(9.57)
少数股东应占利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
净利润	11.23	18.42	17.15	18.43	21.68	25.48	30.30
折旧及摊销	4.31	7.51	12.33	0.00	15.00	15.00	15.00
EBITDA	23.03	24.87	29.17	26.27	48.00	54.45	61.29
增长							
总收入 (%)	18.31%	20.83%	25.28%	46.60%	26.69%	23.13%	22.54%
EBITDA (%)	2.72%	7.99%	17.29%	-9.95%	82.71%	13.45%	12.57%
净利润 (%)	10.42%	64.04%	-6.91%	7.47%	17.63%	17.54%	18.92%

**资产负债表**

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	16.31	207.75	212.09	144.63	141.84	139.54	138.64
其他短期投资	0.00	0.00	2.45	4.08	0.00	0.00	0.00
应收账款	25.59	32.75	39.12	60.07	64.69	67.71	70.52
存货	0.07	0.17	0.72	0.95	1.07	2.07	3.07
其他流动资产	2.22	1.74	0.01	1.34	1.48	1.63	1.79
流动资产	44.19	242.41	254.39	211.07	209.08	210.94	214.02
固定资产	21.05	28.26	40.62	90.72	93.44	96.24	99.13
贷款	12.23	44.60	85.11	174.06	21.17	21.25	24.34
非流动资产	33.28	72.86	125.73	264.77	114.60	117.49	123.46
总资产	77.46	315.27	380.12	475.85	323.69	328.43	337.48
流动负债	29.73	29.08	45.35	72.99	73.35	73.80	74.41
应付账款	3.57	4.69	7.41	14.93	15.08	15.23	15.38
短期银行贷款	6.03	4.27	5.19	0.01	0.01	0.01	0.01
其他短期负债	18.45	18.14	29.59	53.23	54.29	55.38	56.48
非流动负债	4.10	20.91	45.90	79.77	2.30	3.30	4.30
长期银行贷款	2.81	19.56	35.43	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1.29	1.36	10.47	79.77	2.30	3.30	4.30
总负债	33.83	49.99	91.24	152.76	75.65	77.10	78.71
少数股东权益	0.00	0.00	1.00	3.24	0.00	0.00	0.00
股东权益	43.63	265.28	288.87	323.08	248.03	251.33	258.77

**财务分析**

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>							
毛利率 (%)	40.78%	37.14%	32.97%	36.16%	36.00%	36.00%	36.00%
EBITDA 利率 (%)	27.71%	24.77%	23.19%	14.24%	20.54%	18.92%	17.38%
净利率 (%)	13.51%	18.34%	13.63%	9.99%	9.28%	8.86%	8.59%
ROE	25.74%	6.94%	5.94%	5.70%	8.74%	10.14%	11.71%
ROA	14.50%	5.84%	4.51%	3.87%	6.70%	7.76%	8.98%
<b>营运表现</b>							
SG&A/收入 (%)							
实际税率 (%)	20.24%	11.66%	10.79%	24.51%	24.00%	24.00%	24.00%
股息支付率(%含优先股)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
库存周转天数	0.26	0.70	1.94	2.59	2.46	3.11	4.16
应付账款天数	26.47	27.10	32.07	46.29	36.81	30.19	24.89
应收账款天数	112.39	119.03	113.49	118.88	101.05	85.89	73.01

**财务状况**

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资产负债率	0.44	0.16	0.24	0.32	0.23	0.23	0.23
收入/总资产	1.07	0.32	0.33	0.39	0.72	0.88	1.04
总资产/股本	0.78	0.19	0.32	0.47	0.31	0.31	0.30

**现金流量表**

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	11.24	18.42	17.15	18.43	21.68	25.48	30.30
折旧与摊销	4.31	7.51	12.33	0.00	15.00	15.00	15.00
营运资本变动	8.25	(2.36)	3.89	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非现金调整	(1.14)	(4.85)	(1.72)	26.12	20.00	20.00	20.00
<b>营运现金流</b>	22.66	18.73	31.65	44.55	56.68	60.48	65.30
资本开支	(5.22)	(13.87)	(15.10)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资活动	(6.22)	1.08	(10.79)	(107.44)	(109.47)	(112.79)	(116.21)
<b>投资活动现金流</b>	(11.44)	(12.79)	(25.89)	(107.44)	(109.47)	(112.79)	(116.21)
负债变化	2.94	(6.04)	(4.11)	0.00	0.00	0.00	0.00
股本变化	0.05	194.50	3.40	0.00	0.00	0.00	0.00
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动	(1.66)	(2.73)	(2.20)	(5.54)	50.00	50.00	50.00
<b>融资活动现金流</b>	1.33	185.72	(2.91)	(5.54)	50.00	50.00	50.00
汇率变动影响	(0.59)	(0.22)	1.49	0.98	0.96	0.96	0.96
<b>现金变化</b>							
期初持有现金	4.34	16.31	207.75	212.09	144.63	141.84	139.54
期末持有现金	16.31	207.75	212.09	144.63	141.84	139.54	138.64

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>