

## 买入

## 业绩强劲恢复，未来高增长有望持续

方达控股 (1521.HK)

2021-04-14 星期三

目标价:	<b>6.50 港元</b>
现价:	5.00 港元
预计升幅:	30%

## 重要数据

日期	2021-04-14
收盘价 (港元)	5.00
总股本 (亿股)	20.48
总市值 (亿港元)	102.4
净资产 (亿美元)	2.89
总资产 (亿美元)	3.80
52 周高低 (港元)	7.14/3.14
每股净资产 (美元)	0.14

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 (51.45%)

## 相关报告

深度报告: 方达控股-20200302

## 研究部

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

## 业绩下半年强劲恢复:

公司 2020 年年度实现收益 1.26 亿美元, 同比上升 25.3%; 净利润约为 1742 万美元, 同比下降 5.4%; 毛利润为 4149 万美元, 同比上升 11.3%。生物分析服务目前为集团的核心领域, 2020 年收入同比上升 15.1% 至 6191.6 万美元, 占整体营收的 49.2%。公司的化学、制造和控制业务 2020 年实现收入 2257.6 万美元, 同比上升 40.8%, 在公司总收入中占比 18.0%。北美业务收益增长 20.7% 至 87.9 百万美元, 主要原因为北美营销表现稳健以及收购 RMI、BRI 及 Biotranex 带来的协同效应; 中国业务收益增长 36.6% 至 37.9 百万美元, 主要原因为来自于化学、制造和控制能力及中国大分子业务扩张以及收购 Acme 产生新化学服务收益。公司下半年中美解除封锁, 业务逐步复苏, 下半年收入同比增长 48.3% 至 75.2 百万美元, 毛利率也由上半年 28.9% 提升至下半年 35.7%, 下半年净利润 13 百万美元, 同比增长 42.9%。

## 公司扩张计划持续推进:

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) 在宾州及新泽西扩大中心实验室能力, 宾州 COVID-19 检测及试剂盒服务其余部分 2021 年第三季度运营, 新泽西卫星实验室第四季度投入运营, 在宾州扩大 QWBA 及 hAME 能力; 2) 在俄亥俄州扩大遗传毒理学、安全药理学与支持申请 IND 的全方位体内体外研究; 3) 加州启动 25,000 平方英尺实验室的设计流程, 完全用于生物分析, 预计第四季度投入运营。中国业务方面, 1) 上海 16,000 平方英尺生物分析实验室设施升级, 支持生物药物开发、生物标记物以及细胞及基因疗法; 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) 苏州启动 215,000 平方英尺设施建设, 第四季度可开始运营药物代谢和药代动力学及 non-GLP 毒理学服务; 4) 苏州启动 83,000 平方英尺设施建设, 用于扩展 CMC 业务以及生产临床一二期样品。2020 年公司收购 Biotranex 以及 Acme, 实现了协同效应以及产生额外收入增长及利润率。

## 再次覆盖给予买入评级, 目标价 6.50 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 2021-2023 年收入分别是 170.90、213.72、261.07 百万美元, EPS 分别为 1.36 美分、1.97 美分、2.81 美分, 给予公司目标价为 6.50 港元, 对应 2022 年 PE 为 42 倍, 较现价有 30% 的上涨空间, 给予“买入”评级。

百万美元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	100.42	125.81	170.90	213.72	261.07
同比增长(%)	20.83%	25.28%	35.84%	25.05%	22.16%
净利润	18.43	17.42	27.69	40.15	57.20
同比增长(%)	64.11%	-5.48%	58.98%	44.96%	42.47%
净利润率(%)	18.35%	13.85%	16.21%	18.78%	21.91%
每股盈利(美分)	0.92	0.85	1.36	1.97	2.81
PE@5.00HKD	69.98	75.75	47.35	32.68	22.91

数据来源: wind、方达控股年报、国元证券经纪(香港)整理

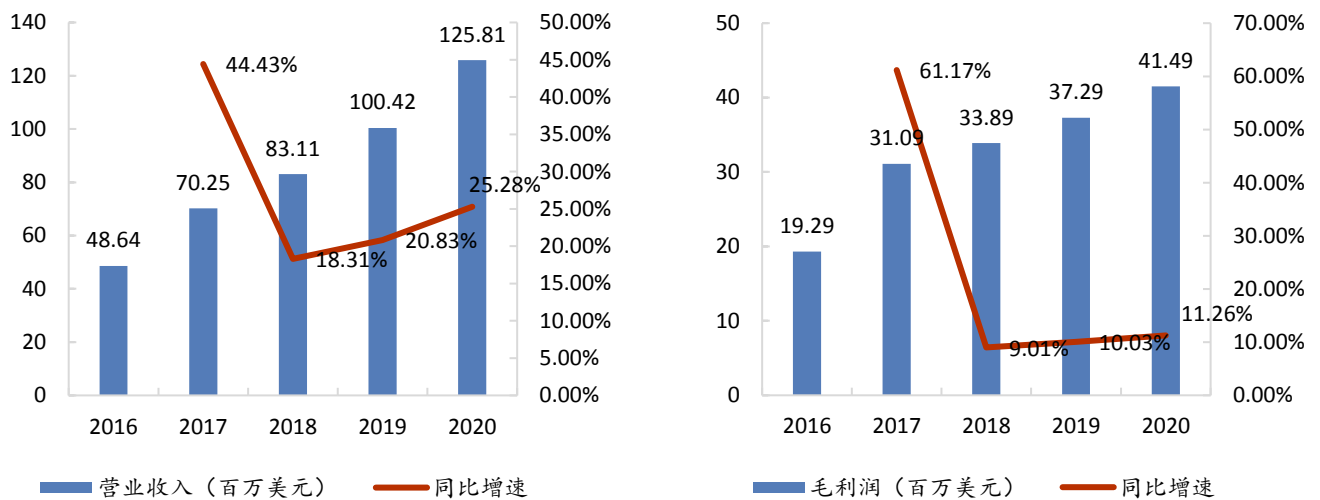
## 报告正文

### 2020 年年度业绩简述:

公司 2020 年年度实现收益 1.26 亿美元，同比上升 25.3%；净利润约为 1742 万美元，同比下降 5.4%；毛利润为 4149 万美元，同比上升 11.3%；EBITDA 为 3400 万美元，同比增长 14.9%；现金及现金等价物 2.12 亿美元，流动性较好；公司 EPS 录得 0.0085 美元，同比下降 16.7%。

图 1: 2020 年收入同比增长 25.28% 至 1.26 亿美元

图 2: 公司 2020 年毛利润同比上升 11.26% 至 4149 万美元



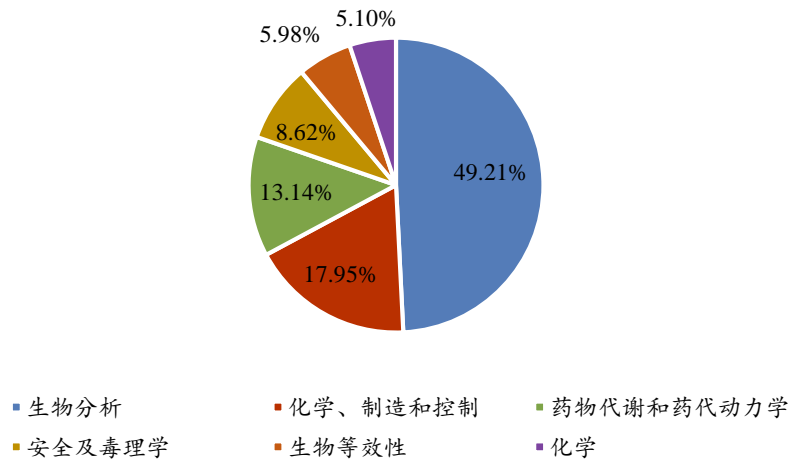
资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

### 2020 年在疫情影响下集团各业务营收仍保持稳定增长:

生物分析服务目前为集团的核心领域，2020 年收入同比上升 15.1% 至 6191.6 万美元，占整体营收的 49.2%。公司的化学、制造和控制业务 2020 年实现收入 2257.6 万美元，同比上升 40.8%，在公司总收入中占比 18.0%。药物代谢和药代动力学业务板块 2020 年实现收入 1653.1 万美元，同比增长 38.7%。分地区，北美业务收益增长 20.7% 至 87.9 百万美元，主要原因为北美营销表现稳健以及收购 RMI、BRI 及 Biotranex 带来的协同效应；中国业务收益增长 36.6% 至 37.9 百万美元，主要原因来自于化学、制造和控制能力及中国大分子业务扩张以及收购 Acme 产生新化学服务收益。公司受疫情影响，上半年中国、北美实施了分层关闭工作场所及旅游禁令等措施，限制了雇员进行实验室服务的能力和运营活动；下半年中美解除封锁，业务逐步复苏，下半年收入同比增长 48.3% 至 75.2 百万美元，毛利率也由上半年 28.9% 提升至下半年 35.7%，下半年毛利润同比增长 48.9% 至 26.8 百万美元，下半年净利润 13 百万美元，同比增长 42.9%。在疫情严重时，公司成立特别工作组以及采取多项缓解措施包括采用云端虚拟技术远程办公等维持正常化运营，收入及毛利润都保持稳定增长，体现了公司强大的管理能力。另外，公司的研发体系符合中美两国的标准，有望依靠企业间的协同效应实现业务整合，形成一站式服务并扩大 CRO 市场份额。

图 3：2020 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

### 公司扩张计划持续推进：

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) 在宾州及新泽西扩大中心实验室能力，增加中心实验室服务包括临床采集盒、中心实验室检测等，宾州 COVID-19 检测及试剂盒服务其余部分 2021 年第三季度运营，新泽西卫星实验室第四季度投入运营，在宾州扩大 QWBA 及 hAME 能力；2) 在俄亥俄州扩大遗传毒理学、安全药理学与支持申请 IND 的全方位体内体外研究；3) 加州启动 25,000 平方英尺实验室的设计流程，完全用于生物分析，预计第四季度投入运营。中国业务方面，1) 上海 16,000 平方英尺生物分析实验室设施升级，支持生物药物开发、生物标记物以及细胞及基因疗法；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) 苏州启动 215,000 平方英尺设施建设，第四季度可开始运营药物代谢和药代动力学及 non-GLP 毒理学服务；4) 苏州启动 83,000 平方英尺设施建设，用于扩展 CMC 业务以及生产临床一二期样品；5) 上海安评实验室完成近 1000 平方米中试车间建设，可用于临床研究方面。2020 年公司收购 Biotranex 以及 Acme，实现了协同效应以及产生额外收入增长及利润率。

### 再次覆盖给予买入评级,目标价 6.50 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 2021-2023 年收入分别是 170.90、213.72、261.07 百万美元，EPS 分别为 1.36 美分、1.97 美分、2.81 美分，给予公司目标价为 6.50 港元，对应 2022 年 PE 为 42 倍，较现价有 30% 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

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	70.25	83.11	100.42	125.81	170.90	213.72	261.07
销售成本	(39.16)	(49.22)	(63.12)	(84.33)	(104.25)	(130.37)	(159.25)
<b>毛利</b>	31.09	33.89	37.30	41.48	66.65	83.35	101.82
其他收入	0.17	0.13	1.82	1.18	0.20	0.00	2.20
分销开支	-1.57	-2.58	-3.86	-5.10	-5.25	-5.41	-5.57
行政费用	-8.29	-10.37	-16.37	-18.83	-19.39	-21.33	-23.47
<b>经营盈利</b>	19.41	18.72	17.36	16.84	36.09	54.65	72.97
财务开支	(0.24)	(0.24)	2.04	1.95	(0.22)	(3.22)	(0.22)
应占联营公司利润							
其他开支	(3.03)	(4.40)	1.46	0.74	(1.25)	(1.25)	(1.25)
<b>税前盈利</b>	16.14	14.08	20.85	19.52	34.62	50.18	71.50
所得税	(5.97)	(2.85)	(2.43)	(2.11)	(6.92)	(10.04)	(14.30)
少数股东应占利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	10.17	11.23	18.42	17.41	27.69	40.15	57.20
折旧及摊销	3.01	4.31	5.17	6.21	7.45	8.94	10.72
<b>EBITDA</b>	22.42	23.03	22.53	23.05	43.54	63.59	83.69
<b>增长</b>							
总收入 (%)	44.43%	18.31%	20.83%	25.28%	35.84%	25.05%	22.16%
EBITDA (%)	78.50%	2.72%	-2.17%	2.29%	88.92%	46.06%	31.61%
净利润 (%)	52.70%	10.42%	64.04%	-5.47%	59.04%	44.96%	42.47%

资产负债表

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	4.34	16.31	207.75	212.09	293.34	350.37	433.92
其他短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	25.99	25.59	32.75	34.99	40.40	42.94	44.59
存货	0.00	0.07	0.17	0.72	0.07	1.07	2.07
其他流动资产	0.00	2.22	1.74	6.59	7.25	7.98	8.77
<b>流动资产</b>	30.33	44.19	242.41	254.39	341.06	402.36	489.35
固定资产	14.24	21.05	28.26	42.45	43.72	45.03	46.38
贷款	12.62	12.23	44.60	83.28	18.53	18.59	18.65
<b>非流动资产</b>	26.86	33.28	72.86	125.73	62.25	63.62	65.03
<b>总资产</b>	57.19	77.46	315.27	380.12	403.31	465.98	554.38
<b>流动负债</b>	19.60	29.73	29.08	45.35	45.38	45.29	45.28
应付账款							
短期银行贷款	3.89	6.03	4.27	5.19	4.93	4.68	4.45
其他短期负债	12.07	18.45	18.14	29.59	30.18	30.78	31.40
<b>非流动负债</b>	7.37	4.10	20.91	45.90	46.21	49.45	52.81
长期银行贷款	6.78	2.81	19.56	42.77	44.91	47.15	49.51
其他负债	0.59	1.29	1.36	3.13	1.30	2.30	3.30
<b>总负债</b>	26.97	33.83	49.99	91.24	91.59	94.75	98.09
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益</b>	30.22	43.63	265.28	288.87	311.71	371.23	456.28

财务分析

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>							
毛利率 (%)	44.26%	40.78%	37.14%	32.97%	39.00%	39.00%	39.00%
EBITDA 利率 (%)	31.91%	27.71%	22.44%	18.32%	25.47%	29.75%	32.06%
净利率 (%)	14.48%	13.51%	18.34%	13.84%	16.21%	18.78%	21.91%
ROE	33.65%	25.74%	6.94%	6.03%	8.88%	10.81%	12.54%
ROA	17.78%	14.50%	5.84%	4.58%	6.87%	8.62%	10.32%
<b>营运表现</b>							
SG&A/收入 (%)	36.99%	20.24%	11.66%	10.79%	20.00%	20.00%	20.00%
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	0.00	0.26	0.70	1.94	1.39	1.60	3.60
应付账款天数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款天数	135.04	112.39	119.03	101.50	86.28	73.34	62.34
<b>财务状况</b>							
资产负债率	0.47	0.44	0.16	0.24	0.23	0.20	0.18
收入/总资产	1.23	1.07	0.32	0.33	0.42	0.46	0.47
总资产/股本	0.89	0.78	0.19	0.32	0.29	0.26	0.21

现金流量表

百万美元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	10.17	11.24	18.42	17.41	27.69	40.15	57.20
折旧与摊销	3.01	4.31	5.17	6.21	7.45	8.94	10.72
营运资本变动	(8.93)	8.25	10.64	13.73	17.71	22.85	29.47
其他非现金调整	2.52	(1.14)	(0.14)	(0.02)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>营运现金流</b>	6.77	22.66	34.10	37.33	52.85	71.93	97.39
资本开支	(3.22)	(5.22)	(5.32)	(5.43)	(5.54)	(5.65)	(5.76)
其他投资活动	(3.82)	(6.22)	(10.20)	(10.48)	(10.76)	(10.05)	(9.35)
<b>投资活动现金流</b>	(7.04)	(11.44)	(15.52)	(15.91)	(16.30)	(15.70)	(15.11)
负债变化	1.38	2.94	2.63	2.28	1.88	1.43	0.91
股本变化	0.00	0.05	198.56	0.10	0.10	1.10	2.10
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动	(0.32)	(1.66)	(1.68)	(1.69)	(1.71)	(1.73)	(1.74)
<b>融资活动现金流</b>	1.07	1.33	199.52	0.69	0.27	0.80	1.27
汇率变动影响	0.30	(0.59)	(0.04)	(0.04)	(0.04)	0.96	1.96
<b>现金变化</b>							
期初持有现金	3.25	4.34	16.31	234.40	256.52	293.34	350.37
期末持有现金	4.34	16.31	234.40	256.52	293.34	350.37	433.92

# 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

## 免责条款

### 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>