

博腾股份 (300363.SZ)

CRO+CDMO 导流协同效应逐步显现，公司盈利能力持续提升

博腾股份发布 2020 年度报告。公司发布年报，2020 全年公司实现营业收入 20.72 亿元，同比增长 33.56%；归母净利润 3.24 亿元，同比增长 74.84%；扣非净利润 2.88 亿元，同比增长 77.82%，实现 EPS 为 0.61 元。

单独看 Q4：公司实现营业收入 5.84 亿元，同比增长 24.26%；归母净利润 0.85 亿元，同比增长 71.40%；归母扣非净利润 0.69 亿元，同比增长 81.53%；实现 EPS 0.16 元。

观点：连续 8 个季度快速增长，公司盈利能力持续提升

单季度收入继续创历史新高，同比和环比的增长亮眼，盈利能力持续提升。公司 2020 年收入符合预期，利润超预期。分季度来看公司收入和利润连续增长，Q4 再创新高。公司盈利能力持续提升，毛利率提升至 42.18%（较上年同期提升 4.34pp），净利润率提升至 14.56%（较上年同期提升 2.5pp）。利润端汇兑对于公司有一定负向影响（2020 年全年汇兑损失 3977 万元，上年同期为正收益 291 万元），再考虑到新业务的亏损，实际公司内生增长更快（2020 年公司两大新业务板块影响净利润 4247 万元）

分板块来看，CRO 和 CMO 业务均实现快速增长。公司 2020 年 CMO 收入 14.49 亿元，同比增长 41.42%。CRO 业务收入 5.64 亿元（其中 J-STAR 团队实现 2.13 亿元，中国团队实现 3.51 亿元），同比增长 14.90%，公司整体业务结构与上年相似，后续增长动力较足。

从客户结构来看，结构更加均衡，新客户有序拓展。前十大客户的销售占比约 54%，较上年同期减少 4 个百分点，客户结构更加均衡。公司新增客户（仅包括有订单客户）32 家。

从订单项目情况看：III 期临床个数明显增加，为后期商业化奠定基础。公司 2020 年 III 期临床项目达到 41 个（中报 21 个）。从订单的情况来看，虽然新客户的拓展受到疫情的影响，但是不改博腾询盘和订单的趋势。2020 年公司获得新询盘 732 个（其中 145 个产品已在报告期内确认）。

产品结构升级推进，API 进入收获期。2020 年公司 API 业务实现收入 18733 万元，同比增长 92%；服务 API 产品数 92 个（其中中国客户 API 产品数 59 个）。报告期内公司收到来自杨森地瑞那韦原料药的第一个商业化订单，是公司创新药原料药商业化供应的里程碑。

盈利预测与投资建议。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 4.59 亿元、6.46 亿元、8.67 亿元，增长分别为 41.6%、40.6%、34.2%。EPS 分别为 0.85 元、1.19 元、1.60 元，对应 PE 分别为 50x、36x、27x。我们认为公司未来几年受益于产业趋势收入端有望维持 30-35% 高速增长，基于产能利用率和运营效率提升利润增长更快。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：商业化订单波动风险；新业务战略拓展不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,551	2,072	2,736	3,600	4,720
增长率 yoy (%)	30.9	33.6	32.1	31.6	31.1
归母净利润 (百万元)	186	324	459	646	867
增长率 yoy (%)	49.0	74.8	41.6	40.6	34.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.34	0.60	0.85	1.19	1.60
净资产收益率 (%)	5.9	9.5	12.1	14.7	16.6
P/E (倍)	123.6	70.7	49.9	35.5	26.5
P/B (倍)	7.48	6.76	6.06	5.22	4.40

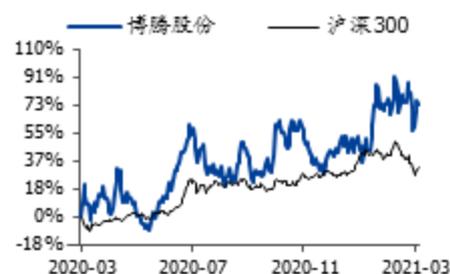
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	42.26
总市值(百万元)	22,936.51
总股本(百万股)	542.75
其中自由流通股(%)	82.35
30 日日均成交量(百万股)	3.90

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡倬碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 《博腾股份 (300363.SZ)：股权激励提高员工积极性，绑定核心人才，后续增长动力足》2021-03-03
- 《博腾股份 (300363.SZ)：业绩超预期，单季度收入利润继续高速增长，盈利能力持续提升》2021-01-10
- 《博腾股份 (300363.SZ)：业绩持续超预期，CRO 和 CMO 均实现快速增长》2020-10-26



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1927	2182	2108	2266	2814
现金	1175	1262	859	714	724
应收票据及应收账款	349	401	590	714	995
其他应收款	25	23	41	43	67
预付账款	12	17	21	29	37
存货	343	430	548	716	941
其他流动资产	22	50	50	50	50
非流动资产	2029	2315	2882	3583	4399
长期投资	0	25	49	74	98
固定资产	1245	1363	1924	2608	3398
无形资产	85	89	79	69	54
其他非流动资产	699	837	829	832	849
资产总计	3955	4497	4990	5848	7214
流动负债	647	984	1047	1262	1786
短期借款	0	144	144	144	317
应付票据及应付账款	416	513	662	857	1135
其他流动负债	232	327	241	261	334
非流动负债	244	120	155	194	215
长期借款	242	107	143	181	203
其他非流动负债	2	13	13	13	13
负债合计	891	1104	1203	1456	2001
少数股东权益	-2	2	2	2	2
股本	543	543	543	543	543
资本公积	1589	1635	1635	1635	1635
留存收益	994	1262	1628	2127	2790
归属母公司股东权益	3067	3391	3785	4391	5211
负债和股东权益	3955	4497	4990	5848	7214

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	351	504	494	803	1031
净利润	180	323	459	646	867
折旧摊销	117	132	123	176	241
财务费用	7	43	63	99	140
投资损失	-8	-11	-10	-10	-10
营运资金变动	-9	-30	-140	-106	-206
其他经营现金流	65	47	-1	-1	-2
投资活动现金流	175	-429	-679	-866	-1046
资本支出	175	394	543	676	792
长期投资	257	-24	-24	-24	-24
其他投资现金流	607	-59	-161	-214	-278
筹资活动现金流	-805	52	-219	-82	-147
短期借款	-642	144	0	0	0
长期借款	-14	-135	36	38	21
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	46	0	0	0
其他筹资现金流	-151	-3	-254	-120	-168
现金净增加额	-274	100	-404	-145	-162

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1551	2072	2736	3600	4720
营业成本	964	1208	1529	1977	2593
营业税金及附加	13	6	28	32	36
营业费用	45	77	96	126	160
管理费用	198	227	279	349	448
研发费用	123	158	222	292	382
财务费用	7	43	63	99	140
资产减值损失	-31	-26	0	0	0
其他收益	15	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	4	1	1	2
投资净收益	8	11	10	10	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	195	352	531	736	971
营业外收入	4	22	7	8	10
营业外支出	6	10	9	12	9
利润总额	193	364	528	733	972
所得税	14	41	69	87	105
净利润	180	323	459	646	867
少数股东损益	-6	-1	0	0	0
归属母公司净利润	186	324	459	646	867
EBITDA	291	473	632	899	1211
EPS (元)	0.34	0.60	0.85	1.19	1.60

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	30.9	33.6	32.1	31.6	31.1
营业利润(%)	26.5	80.9	50.7	38.7	31.8
归属于母公司净利润(%)	49.0	74.8	41.6	40.6	34.2
获利能力					
毛利率(%)	37.8	41.7	44.1	45.1	45.1
净利率(%)	12.0	15.7	16.8	17.9	18.4
ROE(%)	5.9	9.5	12.1	14.7	16.6
ROIC(%)	4.7	8.0	10.8	13.3	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	22.5	24.5	24.1	24.9	27.7
净负债比率(%)	-26.9	-24.8	-13.9	-7.4	-2.3
流动比率	3.0	2.2	2.0	1.8	1.6
速动比率	2.4	1.7	1.4	1.2	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	5.1	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	2.9	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.60	0.85	1.19	1.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.93	0.91	1.48	1.90
每股净资产(最新摊薄)	5.65	6.25	6.97	8.09	9.60
估值比率					
P/E	123.6	70.7	49.9	35.5	26.5
P/B	7.5	6.8	6.1	5.2	4.4
EV/EBITDA	75.9	46.7	35.4	25.1	18.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

事件.....	4
观点.....	4
连续 8 个季度快速增长，公司盈利能力持续提升	4
公司新业务板块持续推进，前景广阔	8
公司投资逻辑再论述.....	9
盈利预测与投资评级	10
风险提示	10

图表目录

图表 1: 公司各板块收入情况 (单位: 亿元)	5
图表 3: 公司不同阶段项目个数	5
图表 3: 公司国内团队及 J-STAR 服务客户数.....	6
图表 4: 公司订单新客户数、新询盘书和新询盘确认订单数	6
图表 5: 公司前十大客户收入占比.....	6
图表 6: 公司前 10 大产品收入占比情况	7
图表 7: 公司历年服务 API 项目个数 (单位: 个)	7
图表 8: 公司 API 收入 (单位: 万元)	7
图表 9: 公司 API 业务收入占比 (%)	8

事件

博腾股份发布2020年度报告。2020全年公司实现营业收入20.72亿元,同比增长33.56%;归母净利润3.24亿元,同比增长74.84%;扣非净利润2.88亿元,同比增长77.82%,实现EPS为0.61元。

单独看Q4:公司实现营业收入5.84亿元,同比增长24.26%;归母净利润0.85亿元,同比增长71.40%;归母扣非净利润0.69亿元,同比增长81.53%;实现EPS 0.16元。

观点

连续8个季度快速增长,公司盈利能力持续提升

公司2020年收入符合预期,利润超预期。考虑到2019年Q4利润基数较高和汇兑的影响,2020年Q4单季度同比超过70%的业绩爆发式增长再度超市场预期。公司的利润增速快于收入增速,体现整体盈利能力的提升,主要是产能利用率的提升和运营效率提升的显现叠加公司产品结构的优化。2020年Q4人民币处于升值通道,实际上汇兑对于公司有一定负向影响(2020年全年汇兑损失3977万元,上年同期为正收益291万元),在这种影响之下公司盈利能力仍在提升。公司毛利率提升至42.18%(相较上年同期提升4.34pp),净利率提升至14.56%(相较上年同期提升2.5pp),预计未来仍有持续提升的空间。

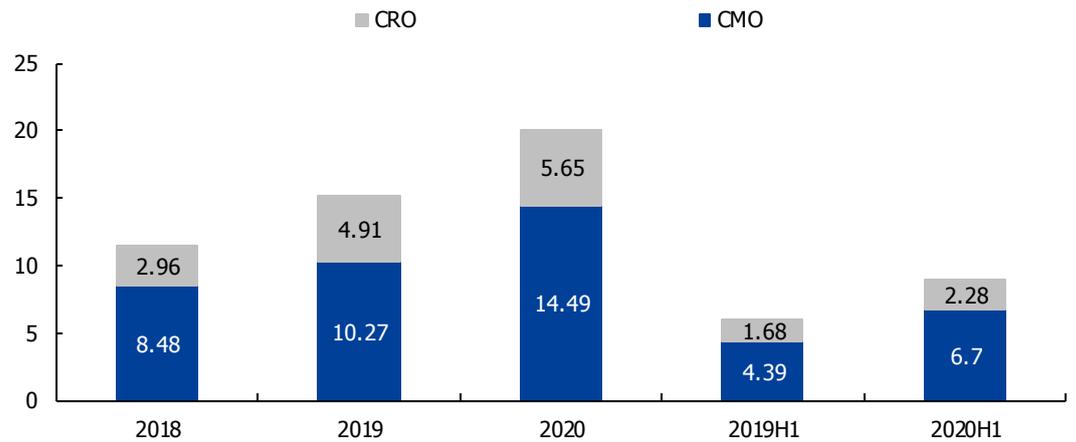
考虑到新业务的亏损,实际公司内生增长更快。2019年,公司正式启动制剂CDMO和生物CDMO两大新业务板块建设。2020年,两大新业务板块减少公司合并财务报表层面净利润金额约4247万元,实际公司内生增长更快。

分季度来看公司收入和利润连续增长。

- 2020年公司单季度收入分别为3.91亿元、5.35亿元、5.63亿元、5.84亿元,增速分别为54.69%、43.72%、23.16%、34.26%,各个季度再创新高。
- 2020年单季度归母净利润分别为0.48亿元、0.83亿元、1.08亿元、0.85亿元,增速分别为191.71%、69.63%、53.48%、71.40%,Q4利润受到汇兑和费用的影响环比Q3略有下降,但整体情况稳健。

分板块来看,CRO和CMO业务均实现快速增长。公司2020CMO收入5.65亿元,较上年同期(4.91亿元)增长41%。CRO收入5.64亿元(其中J-STAR团队实现2.13亿元,中国团队实现3.51亿元),较上年同期(4.91亿元)增长15%,公司整体业务结构与上年基本相似,后续增长动力较足。

图表 1: 公司各板块收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从项目个数情况看: 早期项目持续增长, 导流效应明显。公司 2020 年 III 期临床项目达到 41 个, 相较上年同期增加 7 个。公司 CRO 业务中国团队共计实现交付 224 个产品, 其中, 152 个来自国外客户, 72 个来自国内客户。J-STAR 向国内导流项目 50 个, 协同效应持续显现。

图表 2: 公司不同阶段项目个数

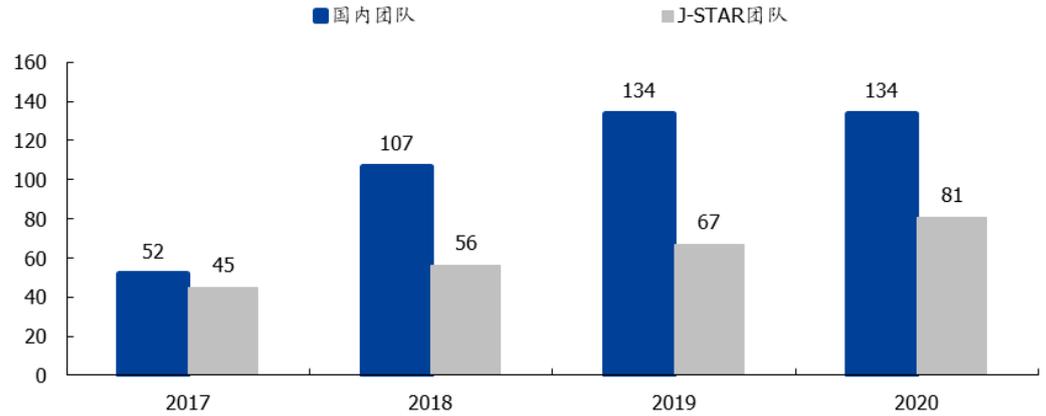
	2017	2018	2019	2020	2019H1	2020H1
临床 II 期以前 (个)	69	155	187	224	102	99
临床 III 期 (个)	9	28	34	41	11	21
新药申请及上市 (个)	50	84	87	94	62	61
总计	128	267	308	359	175	181

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从客户结构来看, 结构更加均衡, 新客户拓展受疫情影响略有放缓。截至报告期末, 公司已与全球近 500 家客户建立了业务联系。2020 年受疫情影响, 公司与客户以及合作伙伴的线上沟通成为业务新常态, 客户现场访问频率有所下降, 报告期内公司共计接受客户审计及访问 138 次。

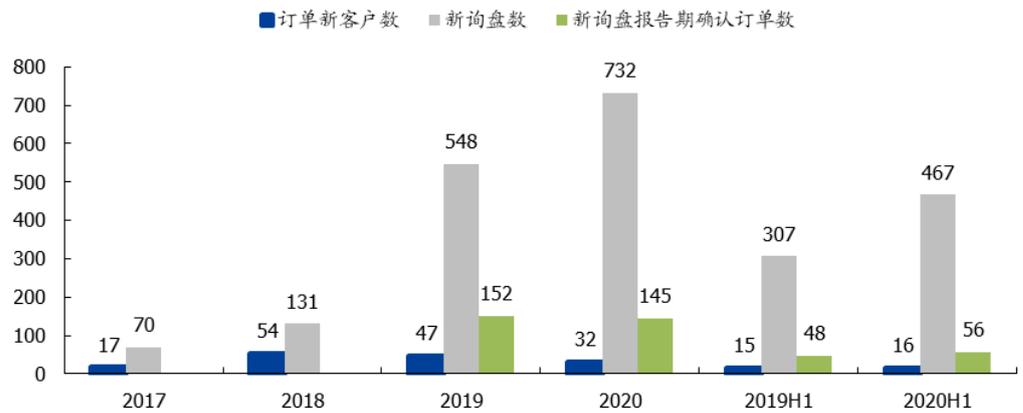
- 前十大客户的销售占比约 54%, 较上年同期减少 3 个百分点。
- 公司国内团队服务客户 (仅含有订单客户) 134 家, J-STAR 团队服务客户 81 家。
- 2020 年受疫情的持续影响, 公司新客户开发难度有所加大, 但公司通过采取“线上审计”、电话视频会议等举措, 积极保持与客户的沟通 and 交流, 尽力克服新客户无法现场访问和审计的阶段性困难, 报告期内公司新增客户 (仅包括有订单客户) 32 家。

图表 3: 公司国内团队及 J-STAR 服务客户数



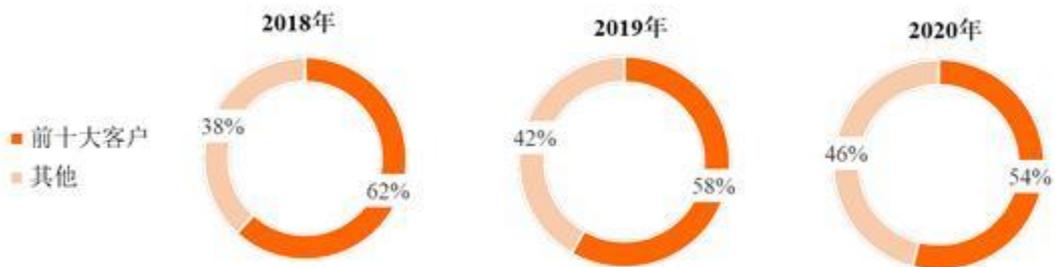
资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

图表 4: 公司订单新客户数、新询盘数和新增询盘确认订单数



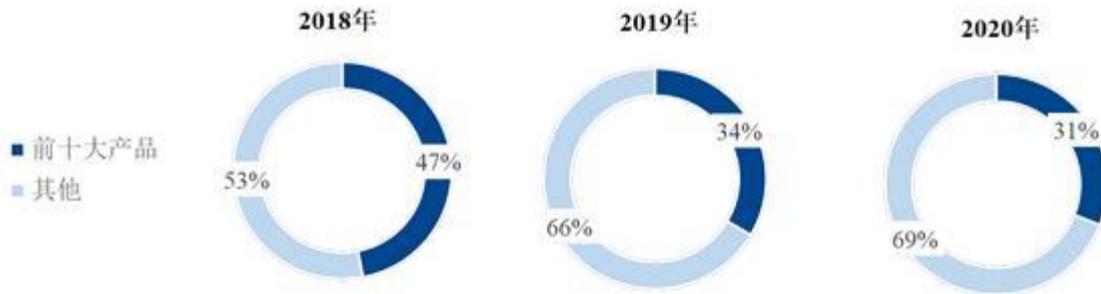
资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

图表 5: 公司前十大客户收入占比



资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

图表 6: 公司前 10 大产品收入占比情况

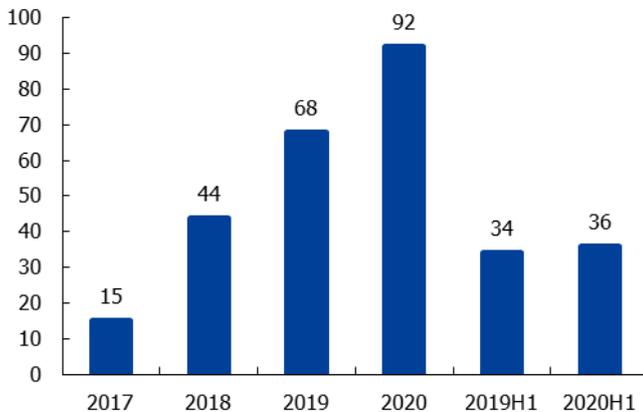


资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

从项目和订单的情况来看, 虽然新客户的拓展受到疫情的影响, 但是不改博腾询盘和订单的趋势。2020年, 公司获得新询盘 732 个(其中 145 个产品订单在报告期内已确认)。公司活跃项目总数(不含 J-STAR) 506 个, 其中创新药活跃项目数(不含 J-STAR) 456 个, 分布在不同的临床阶段, 其中临床前和临床一期 277 个, 临床二期 63 个, 临床三期 49 个, 新药申请(NDA) 10 个, 已上市 57 个。截至报告期末, 公司完成 3 个创新药工艺验证项目。

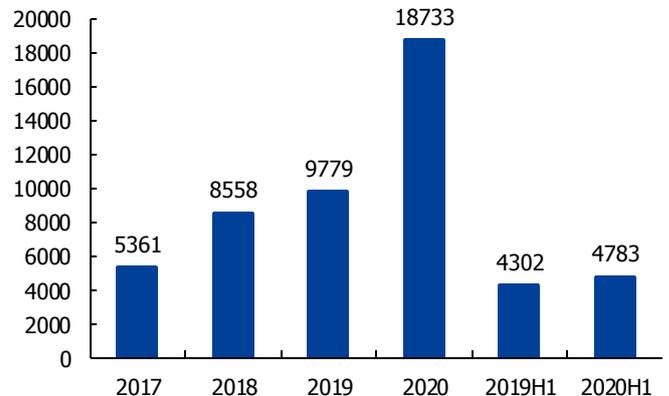
产品结构升级推进, API 稳步增长。公司 API 业务实现收入 18733 万元, 占公司营业总收入 9.04%(上年同期收入占比 6.3%), 同比增长 92%; 服务 API 产品数 92 个(其中中国客户 API 产品数 59 个)。截至报告期末, 公司已累计服务 API 项目数 230 余个。同时, 报告期内公司收到来自杨森地瑞那韦原料药的第一个商业化订单, 是公司创新药原料药商业化供应的里程碑。截至报告期末, 地瑞那韦原料药相关产品三代工艺的技术转移和世界卫生组织(WHO)的认证工作仍在积极进行中。

图表 7: 公司历年服务 API 项目个数(单位: 个)



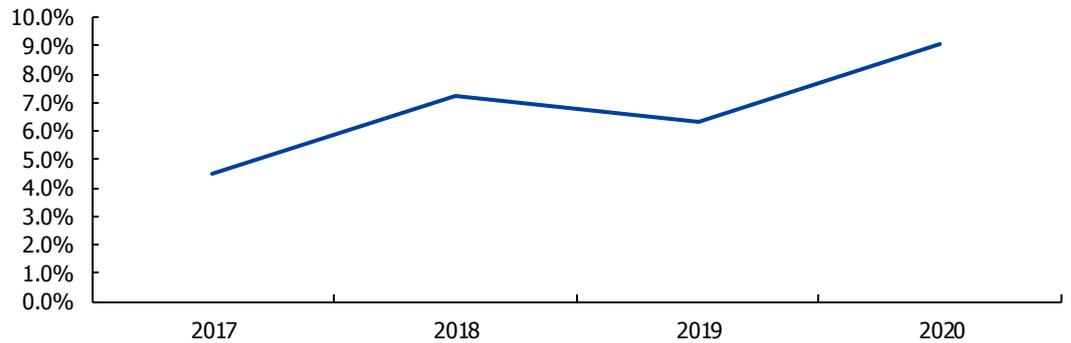
资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

图表 8: 公司 API 收入(单位: 万元)



资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

图表 9: 公司 API 业务收入占比 (%)



资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

分地区来看: 公司海外业务超高速增长。国内业务收入 3.23 亿元, 同比增长 20.14%。海外收入 17.48 亿, 同比增长 36.37%。

财务指标方面:

毛利率方面: 公司 2020 毛利率 41.68%, 相较上年提升 3.84pp, 其中国内业务毛利率 37.73%, 相较上年同期提升 2.73pp, 持续改善。海外业务毛利率 42.41%, 相较上年同期提升 3.97pp。CRO 业务毛利率 44.33%, 相较上年同期增加 7.92pp, CMO 业务毛利率 40.75%, 相较上年同期减少 0.04pp。

公司销售费用率为 3.70%, 与上年同期(2.91%)相比上升 0.79pp; 管理费用率为 10.95%, 比上年同期的 12.76%下降 1.81pp。研发投入为 1.58 亿元, 同比增长 28.79%。公司各项财务指标良好。

公司新业务板块持续推进, 前景广阔

2020 年, 公司两大新业务板块均实现里程碑发展。

- 生物 CDMO 业务方面, 2020 年, 公司根据市场形势及公司资源, 对战略布局略做调整, 决定全面聚焦基因细胞治疗业务。2020 年初, 受疫情影响, 位于苏州的生物 CDMO 项目工程建设进度稍有延迟。但自 2 月底起, 相关工程建设工作逐步恢复正常。报告期内, 随着苏州腾飞创新园的研发中心和临床生产基地完成建设, 工艺开发实验室、技术平台和分析中心、GMP 车间投入使用, 公司建立了免疫细胞治疗的工艺平台和临床 1 期 GMP 生产平台, 在质粒、慢病毒、细胞治疗三个领域的工艺技术都达到了国际一流、国内领先的水平, 特别是慢病毒的悬浮无血清工艺。报告期内, 生物 CDMO 业务也实现了订单“破局”, 共签订 5 个客户订单(订单金额约 5,600 万元)。截至报告期末, 基因细胞治疗 CDMO 业务已拥有员工近 100 人。
- 制剂 CDMO 业务方面, 博腾药业作为承接主体, 报告期内, 继续推进制剂 CDMO 业务技术平台能力搭建、重庆实验室和上海研发中心的装修、以及 GMP 中试车间项目的设计论证和前期筹备。报告期内, 重庆三个制剂实验室完成装修并具备项目承接能力, 上海张江研发中心于 2020 年 11 月开始承接制剂 CDMO 实验室服务。同时, 为支持公司制剂 CDMO 业务规划和发展, 使公司具备制剂 GMP 生产及放行能力, 博腾药业计划投资 2.78 亿元在重庆两江新区启动制剂工厂一期建设, 布局制剂 GMP

产能。基于制剂 CDMO 业务和原料药 CDMO 业务客户需求和业务衔接属性较强，报告期内，博腾药业积极通过与公司多个现有的原料药 CDMO 客户及潜在有需求客户开展互动，持续积累潜在项目储备，为项目建设和服务落地提供业务基础。报告期内，博腾药业已签订 3 个客户订单（订单金额约 1,900 万元），并启动首个项目的前期研发工作。截至报告期末，制剂 CDMO 业务已拥有员工近 60 人。

我们看好公司在基因细胞疗法方向的布局，整体市场在蓬勃发展，头部基因细胞治疗 CDMO 企业格局尚未确定，博腾有望脱颖而出。自 2017 年一款 AAV 疗法药物 Luxturna 和两款 CAR-T 疗法药物 Kymriah 和 Yescarta 上市以来，全球 GCT 行业不断升温。2019 年，治疗脊髓性肌萎缩（SMA）的 Zolgensma 和治疗地中海贫血的 Zynteglo 上市。2020 年，FDA 批准了第三款 CAR-T 疗法 Tecartus，并在 2021 年 2 月 5 日批准了第四款 CAR-T 疗法 Breyanzi。基因细胞治疗药物的商业化也迎来了重要里程碑，2020 年，Zolgensma 销售额超过了 9 亿美元，加上 Kymriah，诺华基因细胞治疗产品在当年销售收入已达到 14 亿美元。

根据 Coherent Market Insights 的估测，全球基因细胞治疗市场将从 2017 年的 60 亿美元增长至 2026 年的 350 亿美元，年均复合增长率达 22%。从全球研发管线布局来看，全球基因细胞治疗在研药物数也在快速增长。根据 Pharmaprojects 发布的《Pharma R&D Annual Review 2020》，预计 2020 年基因治疗在研管线 1,273 个，比 2019 年增加 409 个；2020 年细胞治疗在研管线 491 个，比 2019 年增加 215 个。拥有领先技术的基因细胞治疗公司加快药物上市速度和降低成本的需求，促进了基因细胞治疗的 CMO/CDMO 服务的发展。根据 Frost & Sullivan 的估测，全球基因细胞治疗的外包市场有望从 2017 年的 12 亿美元增长至 2022 年的 36 亿美元，年均复合增长 25%。

根据德勤分析，国内企业和研究院已创造 3,000 多项与细胞和基因疗法相关的专利，一部分转让给他人和企业继续研发。中国开展的基因细胞疗法临床试验数量仅次于美国，年复合增长率超过 60%，位列全球第一。根据 Frost & Sullivan 的估测，目前中国正在开展临床试验的基因细胞疗法管线约 100 项，涉及大小公司约 80 家。CAR-T/UCAR-T/TCR-T 等项目 IND 申报数量比上年同期有所增加，新增 16 项 IND 申报，其中 12 个获得临床默许，产品适应症和靶点也更为多元化。

公司投资逻辑再论述

CDMO 产业转移大趋势确立，高景气度持续。CDMO 行业是难得的政策避风港，同时受益于产业转移、政策利好及本土创新研发浪潮，目前是黄金增长期，公司借势逐步跻身国内第一梯队。未来三年 CDMO 行业有望保持较高景气度，本次疫情加速了海外产业向国内的转移（出于供应链稳定的角度，以往选择欧洲供应商的企业有增加中国供应商的趋势），优秀的 CDMO 公司，兼具技术优势和一体化研发能力，可满足不同类型客户的个性化需求！2020 年产业转移 2020 年以小的意向订单为主，真正的商业化大订单的转移我们认为在 2021-2022 年到来，所以子领域高景气度持续，优质公司强者恒强。市场普遍认为博腾股份是 CDMO 二线，但我们认为博腾经过两年持续且深入的 CDMO 战略转型，公司的技术能力和技术储备、客户覆盖深度广度等均已逐步向一线靠拢，差距越来越小。公司通过连续 7 个季度高增长证明自己，后续随着产能持续释放，收入有望继续快速增长，毛利率和净利润率仍有提升的空间。

看三年，公司有望持续快速增长（我们预计收入复合增速 30%+，随着产能释放和盈利能力提升，利润增长快于收入增长，利润复合增速 40%+）。现有小分子 CDMO 业务方面，当前产能（1200 立方，2020 年平均产能利用率 70%）打满后预计支撑 25 亿以上收入，109 车间（新增 162 立方）+东邦产能投产后预计支撑 35 亿以上收入，其他空地建设完毕之后我们预计支撑 50 亿以上收入（2020 年收入 20.72 亿，还有翻倍以上空

间),可以预见逐步成为国内领先的 CRO+CDMO 一体化服务公司。

看五年维度,公司基因和细胞治疗 CDMO 有望开花结果,如果基因细胞治疗 CDMO 进展顺利,则有望比肩药明生物! 2019 年是基因细胞治疗落地获批的元年。2020 年基因细胞治疗临床阶段项目有超过 1000 个,预计到 2026 年全球基因细胞治疗管线会增长至 8000 个。基因细胞疗法市场规模 2017 年约 60 亿美金,预计 2026 年会达到 350 亿美金,增速远远快于药品市场整体增速。当前基因细胞治疗可类比十年前的单抗生物药,但临床管线更多,壁垒更高! 国内先发企业还均处于技术能力建设的过程中,所以博腾有一定的先发优势。后续如果进展顺利,则有望复制药明生物的辉煌。

盈利预测与投资评级

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.59 亿元、6.46 亿元、8.67 亿元,增长分别为 41.6%、40.6%、34.2%。EPS 分别为 0.85 元、1.19 元、1.60 元,对应 PE 分别为 50x, 36x, 27x。我们认为公司作为国内 CRO/CDMO 一体化服务先锋,未来几年受益于产业趋势收入端有望维持 30-35%高速增长,基于产能利用率和运营效率提升利润增长更快。我们看好公司长期发展,维持“买入”评级。

风险提示

商业化订单波动风险; 新业务战略拓展不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com