

博腾股份 (300363.SZ)

靓丽业绩持续超预期，新业务进展迅速走上发展快车道

博腾股份发布2021三季度报告。公司2021年前三季度实现营业收入20.30亿元，同比增长36.41%，归母净利润3.61亿元，同比增长50.92%，归母扣非净利润3.53亿元，同比增长60.61%，实现EPS 0.66元。

观点：业绩高基数下增长超预期，产能扩充叠加平台建设，业务能力不断增强

公司三季报5大亮点如下：1.业绩在高基数基础上再超预期，Q3单季度收入利润创历史新高，剔除新业务影响内生利润同比增长达62%。还原汇率影响后我们预计收入同比增速实际超44%，叠加新业务初期阶段的亏损和激励费用，前三季度实际内生利润加回后我们预计在4.3-4.5亿之间；2.产品结构持续升级，API实现高速增长，前三季度同比增长135%，收入占比达10.54%；3.新业务板块平台持续建设，服务项目数迅速增长；4.产能不断扩充，整体利用率75%，同比提升5pp；三大基地保障业务发展；5.盈利能力进一步提升，毛利率44%，处于行业领先水平。净利率同比提高1.02pp。

公司2020年Q3收入和利润基数都较高，在高基数的基础上再超预期。Q3单季营收、利润环比Q2仍有增加，再次创历史新高，业绩非常亮眼。整体毛利率43.71%，处于行业领先水平。由于公司主要收入以美元定价结算，还原汇率影响后我们预计收入同比增速实际超过44%；叠加新业务初期阶段的亏损和激励费用，前三季度实际内生利润加回后我们预计在4.3-4.5亿之间，增速达62%。公司业绩表现大超预期。

分板块看，CRO和CDMO均实现强劲增长。前三季度公司CRO收入6.15亿元（其中J-STAR团队实现1.69亿元，中国团队实现4.46亿元），较去年同期（4.5亿元）增长37%，临床早期业务的快速增长为后续商业化放量提供动能。CMO业务实现收入13.98亿元，占公司营业总收入的69%，同比增长40%。

产能扩充为后续增长提供动力。公司1.715亿元收购湖北宇阳，实现3个原料药CDMO生产基地总产能超过2000m³，为业务发展奠定坚实基础。

新业务崛起迅速，收入、项目数发展势头强劲。基因细胞治疗实现收1008万元，苏州博腾新签订单涉及金额约1.05亿元，服务客户数11家、项目数16个；制剂CDMO业务新签订单金额约3216万元，服务客户数12家、项目数13个，实现收入502万元。

盈利预测与投资建议。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为4.90亿元、6.87亿元、9.32亿元，增长分别为51.1%、40.1%、35.7%。EPS分别为0.90元、1.27元、1.72元，对应PE分别为101x、72x、53x。我们认为公司未来几年受益于产业趋势有望维持30-35%的收入高增长，基于经营效率的提升，利润增速有望快于收入。基于基因细胞治疗的前瞻性布局，可以给予估值溢价。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；大客户和核心产品占比增加的风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,551	2,072	2,798	3,738	4,901
增长率yoy(%)	30.9	33.6	35.1	33.6	31.1
归母净利润(百万元)	186	324	490	687	932
增长率yoy(%)	49.0	74.8	51.1	40.1	35.7
EPS最新摊薄(元/股)	0.34	0.60	0.90	1.27	1.72
净资产收益率(%)	5.9	9.5	12.8	15.4	17.4
P/E(倍)	267.0	152.7	101.1	72.1	53.2
P/B(倍)	16.15	14.61	12.98	11.10	9.26

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年10月28日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
10月28日收盘价(元)	91.30
总市值(百万元)	49,675.47
总股本(百万股)	544.09
其中自由流通股(%)	82.27
30日日均成交量(百万股)	5.16

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gscq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gscq.com

相关研究

- 《博腾股份(300363.SZ)：三季度收入超预期，扣除新业务影响利润大幅度超预期》2021-10-11
- 《博腾股份(300363.SZ)：产能扩充为快速成长奠定坚实基础，未来三年有望提速》2021-08-19
- 《博腾股份(300363.SZ)：业绩在高基数基础上持续超预期，新业务板块蓬勃发力》2021-08-15

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1927	2182	2095	2267	2891	营业收入	1551	2072	2798	3738	4901
现金	1175	1262	814	653	752	营业成本	964	1208	1539	2038	2655
应收票据及应收账款	349	401	612	741	1033	营业税金及附加	13	6	28	33	37
其他应收款	25	23	42	45	70	营业费用	45	77	98	125	164
预付账款	12	17	22	30	38	管理费用	198	227	285	363	466
存货	343	430	554	749	949	研发费用	123	158	227	303	397
其他流动资产	22	50	50	50	50	财务费用	7	43	66	105	149
非流动资产	2029	2315	2942	3711	4558	资产减值损失	-31	-26	0	0	0
长期投资	0	25	49	74	98	其他收益	15	14	0	0	0
固定资产	1245	1363	1982	2731	3550	公允价值变动收益	0	4	1	1	2
无形资产	85	89	79	69	54	投资净收益	8	11	10	10	10
其他非流动资产	699	837	831	838	855	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	3955	4497	5037	5979	7449	营业利润	195	352	566	782	1044
流动负债	647	984	1057	1309	1873	营业外收入	4	22	7	8	10
短期借款	0	144	144	144	390	营业外支出	6	10	9	12	9
应付票据及应付账款	416	513	669	896	1144	利润总额	193	364	563	779	1045
其他流动负债	232	327	244	269	340	所得税	14	41	73	92	113
非流动负债	244	120	162	206	227	净利润	180	323	490	687	932
长期借款	242	107	149	193	214	少数股东损益	-6	-1	0	0	0
其他非流动负债	2	13	13	13	13	归属母公司净利润	186	324	490	687	932
负债合计	891	1104	1219	1515	2100	EBITDA	291	473	670	954	1298
少数股东权益	-2	2	2	2	2	EPS (元)	0.34	0.60	0.90	1.27	1.72
股本	543	543	543	543	543						
资本公积	1589	1635	1635	1635	1635						
留存收益	994	1262	1653	2182	2895						
归属母公司股东权益	3067	3391	3816	4462	5347						
负债和股东权益	3955	4497	5037	5979	7449						

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	35.1	33.6	31.1
营业利润(%)	26.5	80.9	60.7	38.2	33.4
归属于母公司净利润(%)	49.0	74.8	51.1	40.1	35.7
获利能力					
毛利率(%)	37.8	41.7	45.0	45.5	45.8
净利率(%)	12.0	15.7	17.5	18.4	19.0
ROE(%)	5.9	9.5	12.8	15.4	17.4
ROIC(%)	4.7	8.0	11.4	14.0	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	22.5	24.5	24.2	25.3	28.2
净负债比率(%)	-26.9	-24.8	-12.4	-5.6	-1.1
流动比率	3.0	2.2	2.0	1.7	1.5
速动比率	2.4	1.7	1.4	1.1	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	0.90	1.27	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.93	0.93	1.58	2.02
每股净资产(最新摊薄)	5.65	6.25	7.03	8.22	9.86
估值比率					
P/E	267.0	152.7	101.1	72.1	53.2
P/B	16.2	14.6	13.0	11.1	9.3
EV/EBITDA	167.3	102.9	73.2	51.7	38.1

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	507	860	1095
净利润	180	323	490	687	932
折旧摊销	117	132	125	182	251
财务费用	7	43	66	105	149
投资损失	-8	-11	-10	-10	-10
营运资金变动	-9	-30	-163	-103	-226
其他经营现金流	65	47	-1	-1	-2
投资活动现金流	175	-429	-742	-940	-1086
资本支出	175	394	603	745	822
长期投资	257	-24	-24	-24	-24
其他投资现金流	607	-59	-163	-220	-288
筹资活动现金流	-805	52	-213	-81	-155
短期借款	-642	144	0	0	0
长期借款	-14	-135	42	44	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	-256	-125	-176
现金净增加额	-274	100	-448	-161	-147

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 28 日收盘价

内容目录

1.事件	4
2.观点：靓丽业绩持续超预期，新业务进展迅速走上发展快车道	4
2.1 业绩高基数下增长超预期，产能扩充叠加平台建设，业务能力不断增强	4
2.2 基因细胞治疗、制剂新业务积极建设能力、拓展市场，谋求长期发展	9
2.3 公司投资逻辑再论述	9
3.盈利预测与投资评级	10
4.风险提示	10

图表目录

图表 1: 公司新业务对净利润影响情况	5
图表 2: 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	6
图表 4: 公司国内团队及 J-STAR 服务客户数	6
图表 5: 公司前十大客户收入占比	7
图表 6: 公司前 10 大产品收入占比情况	7
图表 7: 报告期内服务项目数 (单位: 个)	8
图表 8: 活跃项目数 (单位: 个)	8
图表 9: 公司历年服务 API 项目个数 (单位: 个)	8
图表 10: 公司 API 收入 (单位: 万元)	8

1.事件

博腾股份发布**2021 半年度报告**。公司 2021 年前三季度实现营业收入 20.30 亿元，同比增长 36.41%，归母净利润 3.61 亿元，同比增长 50.92%，归母扣非净利润 3.53 亿元，同比增长 60.61%，实现 EPS 0.66 元。

单独看 Q3：公司实现营业收入 7.74 亿元，同比增长 37.52%，归母净利润 1.46 亿元，同比增长 35.23%，归母扣非净利润 1.52 亿元，同比增长 49.64%，实现 EPS 0.27 元。

2.观点：靓丽业绩持续超预期，新业务进展迅速走上发展快车道

2.业绩高基数下增长超预期，产能扩充叠加平台建设，业务能力不断增强

公司营收利润整体位于预告中值附近，高增长符合预期。公司新业务仍有亏损，生物和制剂 CDMO 分别亏损 4861 万元，2059 万元，去年同期亏损分别为 2280 万元，435 万元。剔除新业务对净利润带来的负面影响后，**2021 年前三季度归母净利润为 4.30 亿元，同比增长 62%**。Q3 单季度剔除新业务对净利润带来的负面影响后实现归母净利润为**1.69 亿元**。

公司**2020 年 Q3 收入和利润基数都较高**，公司在**2020 年高基数**的基础上再超预期。Q3 单季营收、利润环比 Q2 仍有增加，再次创历史新高，业绩非常亮眼。公司的利润增速快于收入增速，体现公司盈利能力不断提升。2021 年前三季度净利润率为 17.03%，较去年同期提升 1.02pp；整体毛利率 43.71%，处于行业领先水平。由于公司主要收入以美元定价结算，还原汇率影响后我们预计收入同比增速实际超过**44%**；叠加新业务初期阶段的亏损和激励费用，前三季度实际内生利润加回后我们预计在**4.3-4.5 亿**之间，公司业绩表现大超预期。

公司三季报**5 大亮点**如下（后文有详细论述）：

- **1.业绩在高基数基础上再超预期**：Q3 单季度收入利润创历史新高、剔除新业务影响内生利润同比增长达**62%**。还原汇率影响后我们预计收入同比增速实际超**44%**，叠加新业务初期阶段的亏损和激励费用，前三季度实际内生利润加回后我们预计在**4.3-4.5 亿**之间；
- **产品结构持续升级**：API 实现高速增长，前三季度同比增长 135%，收入占比达 10.54%；
- **新业务板块平台持续建设，服务项目数迅速增长**：基因细胞治疗新签订单破亿元，新实验室建设为长远发展开辟空间。制剂 CDMO 新签订单 3216 万元，研发到生产端到端布局逐渐成型；
- **产能不断扩充**：整体利用率 75%，同比提升 5pp；长寿基地已逐渐步入正轨，收购宇阳进一步推动持续发展；
- **盈利能力进一步提升**：毛利率达到 44%，处于行业领先水平。净利率同比提高 1.02pp。

图表 1: 公司新业务对净利润影响情况

单位: 万元	2021前三季度	2020前三季度
生物CDMO业务	-4,861	-2,280
制剂CDMO业务	-2,059	-435
合计	-6,920	-2,714

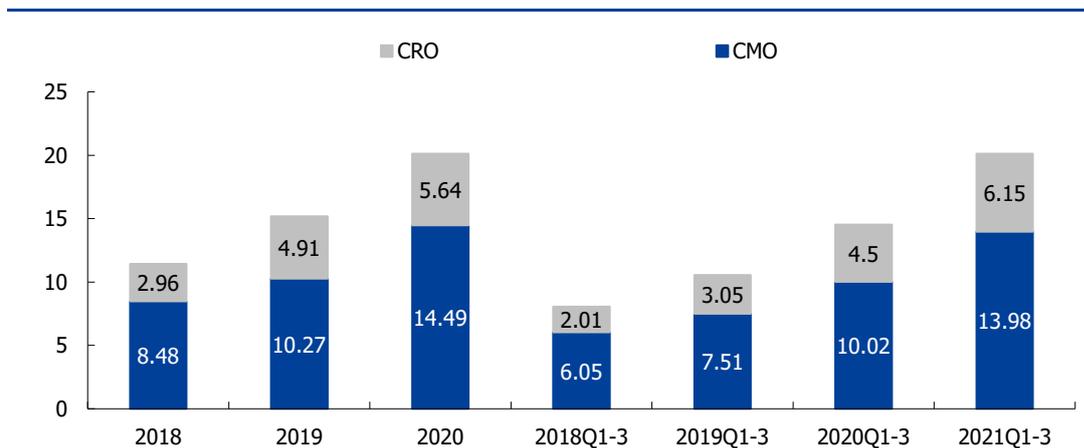
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

分季度来看 Q3 整体收入和利润再上一个台阶, 继续保持快速增长。

- 2021 年公司 Q1、Q2、Q3 收入分别为 5.43 亿元、7.13 亿元、7.74 亿元, 同比增速分别为 38.99%、33.34%、37.52%。
- Q1、Q2 归母净利润分别为 0.88 亿元、1.26 亿元、1.46 亿元, 同比增速分别为 82.90%、52.79%、49.64%。

分板块来看, CRO、CMO 均实现强劲增长。公司 2021Q1-3 CRO 收入 6.15 亿元 (其中 J-STAR 团队实现 1.69 亿元, 中国团队实现 4.46 亿元), 较去年同期 (4.5 亿元) 增长 37%, 临床早期业务的快速增长为后续商业化放量提供动能。CMO 收入 13.98 亿元, 占公司总营业收入的 69%, 较去年同期 (10.02 亿元) 增长 40%。公司整体业务结构与去年同期基本相似, 后续增长动力较足。

图表 2: 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: 新业务板块服务项目数迅速增长, 发展可期。

2021 年前三季度, 公司 CRO 业务中国团队共计实现交付 188 个产品, 其中 113 个来自国外客户, 75 个来自国内客户; 原料药 CDMO 业务服务项目总数 315 个, 其中临床 II 期及以前 188 个, 临床 III 期项目 36 个, 新药上市申请及已实现上市项目 91 个。此外, Q1-3 新业务板块项目数对比上半年获得较大增长, 制剂 CDMO 业务项目数 13 个 (H1 为 7 个), 8 个处于临床 II 期及以前阶段; 基因细胞治疗 CDMO 业务项目 16 个 (H1 为

7个), 均处于临床 I 期阶段。

图表 3: 公司不同阶段项目个数

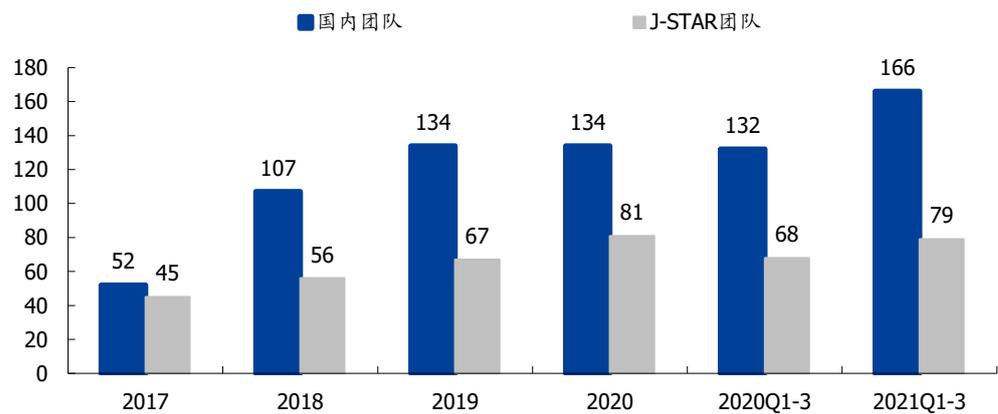
	2017	2018	2019	2020	19Q1-3	20Q1-3	21Q1-3
临床 II 期及以前(个)	69	155	187	224	138	138	188
临床 III 期(个)	9	28	34	41	19	24	36
新药申请及上市(个)	50	84	87	95	81	80	91
总计	128	267	308	359	238	242	315

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从服务客户看, 公司客户集中度进一步提升, 服务客户数目增加, 国内外团队服务客户数目结构均衡。

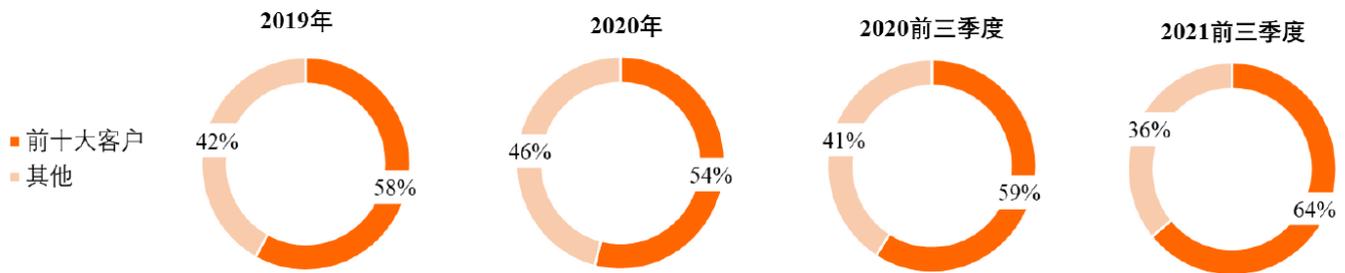
- 公司前十大客户集中度进一步提升, 构成收入的主要来源。占比达到 64%, 较去年同期增加 5pp, 其中单一第一大客户占比达 17%;
- 公司不断扩大服务客户范围, 继续加大北美市场和中国的中小客户的开发力度, 持续巩固与大客户已建立的稳定的商业合作伙伴关系。前三季度公司服务客户数同比增加 22.5%;
- 公司国内外团队服务客户数目结构均衡, 报告期内服务客户总数 245 家, 包括国内团队服务客户 (仅含有订单客户) 166 家, J-STAR 团队服务客户 79 家。

图表 4: 公司国内团队及 J-STAR 服务客户数



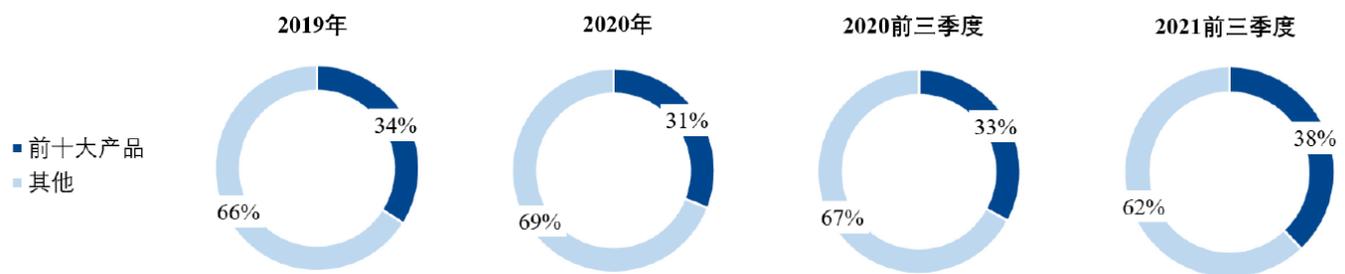
资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

图表 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

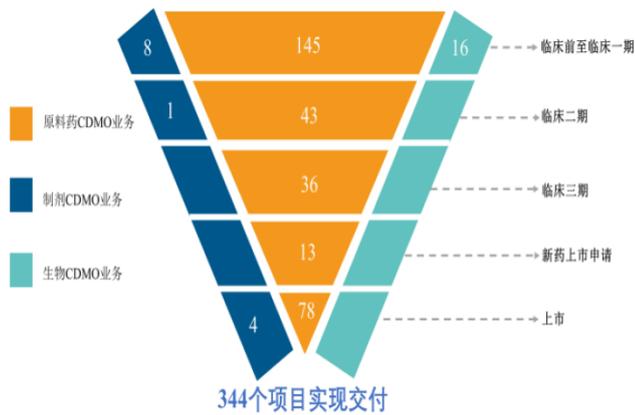
图表 6: 公司前 10 大产品收入占比情况



资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

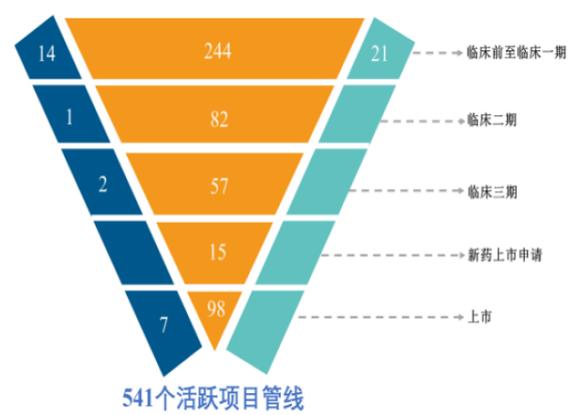
从项目管线层面看, 产品集中度提升, 活跃项目数稳步增长, 新业务蓬勃发展。公司前十大产品占比 38%, 同比增加 5pp。公司服务项目数合计 344 个 (不含 J-STAR), 其中原料药 CDMO 业务 315 个, 制剂 CDMO 业务 13 个, 基因细胞治疗 CDMO 业务 16 个; 活跃项目总数 (不含 J-STAR) 541 个, 其中原料药 CDMO 业务 496 个, 制剂 CDMO 业务 24 个, 基因细胞治疗 CDMO 业务 21 个。

图表7: 报告期内服务项目数(单位: 个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

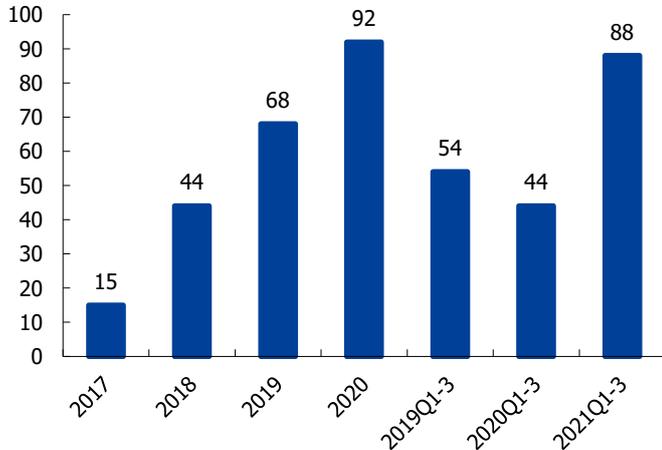
图表8: 活跃项目数(单位: 个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

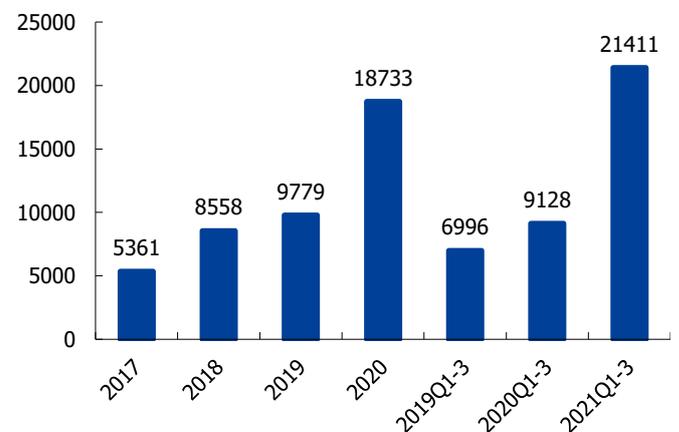
产品结构升级推进, API 业务收入大幅增长, 服务能力不断攀升。2021 年前三季度, 公司 API 业务实现收入 2.14 亿元, 占公司营业总收入的 10.54%, 同比大幅增长 135%, 主要系杨森地瑞那韦原料药的商业化订单及持续丰富的 API 管线的陆续交付; 公司服务 API 产品数 88 个(其中中国客户 API 产品数 52 个), 比上年同期增加 44 个。

图表9: 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10: 公司 API 收入(单位: 万元)



资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

加大研发投入, 保证原有优势业务扩张和新业务技术平台建设。2021 年前三季度, 公司持续落地技术领先的策略, 研发费用支出 2.24 亿元, 占公司营业总收入的 11.02%, 较上年同期增长 95.81%。原料药 CDMO 业务方面, 继续研发技术平台能力建设, 增加研发人员规模、实验室投入; 制剂 CDMO 业务、基因细胞治疗 CDMO 新业务方面, 大力推进板块研发技术能力建设, 重庆两江新区水土研发中心正式投入使用, 并计划扩建上海研发中心, 现有原料药 CRO 业务团队及技术平台容量将进一步扩大。

产能持续加码, 为业务版图扩张赋能。整体产能利用率 75%, 较去年同期提升 5 个百分点, 其中, 长寿生产基地 109 车间于 2021 年 6 月正式投产后利用率逐月提升, 报告期综合利用率达到 68%; 公司又以 1.715 亿元收购湖北宇阳, 实现 3 个原料药 CDMO 生

产基地总产能超过 2000m³，为业务发展奠定坚实基础。

财务指标方面：

毛利率方面：公司 2021 前三季度毛利率 43.71%，较去年提升 2.16pp；净利率 17.03%，较去年同期提升 1.02pp，得益于公司订单增长、产能利用率和运营效率的不断提升以及产品结构的不断优化。

销售费用率为 3.37%，与去年同期（3.91%）相比下降 0.54pp；管理费用率为 9.24%，比去年同期的 10.39% 相比下降 1.15pp；公司财务费用 224 万元与去年 1416 万元相比大大降低，去年同期汇率变动损失较大所致；研发费用 2.24 亿元较去年同期 1.14 亿元同比增加 95.81%，研发费用率 11.02%较去年同期（7.76%）上升 3.34pp。公司各项财务指标良好。

2.2 基因细胞治疗、制剂新业务积极建设能力、拓展市场，谋求长期发展

2021 年是公司全面向端到端 CDMO 平台进化的战略新周期的元年，“原料药 CDMO”、“制剂 CDMO”、基因细胞治疗 CDMO”有望提供从临床前到上市药物开发全周期的定制研发和生产服务。公司大力发展两大新业务板块研发技术能力建设，坚持“建能力、拓市场、树口碑”。我们预计，未来基因细胞治疗 CDMO 有望发展成为公司业务亮点。

基因细胞治疗 CDMO 业务新签订单金额逾亿，积极进行研发团队和平台建设。公司基因细胞治疗 CDMO 服务主要由二级控股子公司苏州博腾承接。2021 年前三季度，苏州博腾积极开展线上线下市场拓展和品牌推广活动，新签订单涉及金额约 10,511 万元，服务客户数 11 家、项目数 16 个。2021 年 9 月，苏州博腾与博生吉医药科技（苏州）有限公司、港药溶瘤生物制药有限公司、南京卡提医学科技有限公司、苏州惟佑基金生物科技有限公司、中吉智药（南京）生物技术有限公司等 5 家客户签署战略合作。能力建设方面，苏州博腾持续扩充人才队伍，截至报告期末，苏州博腾雇员人数已扩大至 236 人，其中 75%为研发技术人员。此外，报告期内，苏州博腾启动位于苏州桑田岛的基因与细胞治疗服务平台项目四楼实验室建设，投资金额约 7,900 万元，包括基因治疗工艺开发、分析检测等相关实验室，预计于 2021 年 11 月投入使用。该板块 2021 前三季度已实现收入 3216 万元。

制剂 CDMO 业务：团队平台双扩充，实现从研发到生产端到端全线服务。公司继续夯实团队能力，截至报告期末，制剂团队规模达到 143 人，其中 71%为研发技术人员。2021 年前三季度，制剂 CDMO 业务新签订单金额约 3,216 万元，服务客户数 12 家、项目数 13 个。2021 年 8 月，公司位于重庆两江新区水土高新城的 MCP 重庆研发大楼正式落成启用，标志着公司制剂事业部迈入一个新起点，它将与正在建设的制剂工厂在地域及服务上形成紧密协同，为客户提供更加卓越的端到端交付。该板块 2021 前三季度已实现收入 502 万元

2.3 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%+）。

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。

3. 盈利预测与投资评级

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.90 亿元、6.87 亿元、9.32 亿元，增长分别为 51.1%、40.1%、35.7%。EPS 分别为 0.90 元、1.27 元、1.72 元，对应 PE 分别为 101x, 72X, 53x。我们认为公司未来几年受益于产业趋势有望维持 30-35% 的收入高增长，基于经营效率的提升，利润增速有望快于收入。基于基因细胞治疗的前瞻性布局，可以给予估值溢价。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

4. 风险提示

商业化订单波动风险：商业化项目与下游创新药是对应的，存在一定的波动性。包括专利到期下滑、临床到商业化客户订单流失、服务的项目上市进度低于预期也会导致商业化项目波动。

大客户和核心产品占比增加的风险：公司大客户和核心产品占比增加有可能导致过度依赖大客户和核心产品的风险，市场深度和产品深度下降，营收来源的稳定性受到影响。

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中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：021-38124100

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