

➤ 事件概述

公司发布 2022 年 Q1 季报：2022 年 Q1，公司实现收入 7311.62 万元，同比增长 56.85%；实现归母净利润 1206.95 万元，同比增长 28.78%；实现扣非归母净利润 1087.98 万元，同比增长 26.18%。

➤ CRO 业务保持稳定增长，CDMO 业务快速放量带来公司第二增长曲线

2022 年 Q1，公司实现营业收入 7311.62 万元，较上年同期增长 56.85%。分业务板块来看，1) CRO 业务：实现收入 1104.00 万元，同比增长 13.93%，占比约 15%；新增启动订单同比增长 5.3%，在线客户同比增长 16.3%，新开发客户同比增长 500 余个。我们认为，随着公司逐步将服务客户由科研院所拓展至医药企业，扩大 CRO 服务场景，有望驱动 CRO 板块的持续稳定增长。2) CDMO 业务：实现收入 6094.27 万元，增长 69.82%，占比约 83%。根据公司新建产能规划，预计 2023 年启动位于上海周浦、临床一期的 16 条 GMP 生产线，2025 年启动其余 38 条 GMP 生产线，将大幅提升后端 CDMO 产能和能力。同时，CDMO 业务目前以高技术附加值的 IND-CMC 项目为主，2022 年 Q1，公司帮助客户拿到国内首个通用型 CAR-T 项目的临床批件，中美双报的溶瘤病毒批件 2 个及完成 2 个 mRNA 质粒项目的 CMC、IND 申报。随着临床 I&II 期项目的深入推进和多元开展，将促进 CDMO 业务不断成长。

➤ 毛利率维持较高水平，净利率受加大费用投入影响

2022 年 Q1，公司实现归母净利润 1206.95 万元，同比增长 28.78%，净利润增长略低于主营业务的增长，主要由于公司一季度各项费用支出较高，期间费用发生合计 2398.95 万元，同比增长 99.13%，其中：1) 2021 年 4 月实施期权激励计划，2022 年一季度确认股份支付 468.79 万元，上年同期无发生额；2) 公司加大研发投入力度，一季度研发费用 709.68 万元，较上年同期增长 156.43%。整体看，2022 年 Q1，毛利率水平为 51.08%，跟 2021 年维持相当水平；净利率为 16.51%，较 2021 年下滑 4.8pct，主要是一季度各项费用支出较大。

➤ **投资建议** 我们认为公司作为国内稀缺性细胞基因治疗 CDMO 上市第一股，扎实的底层技术支撑公司铸就较深护城河。并且，基因治疗 CRO 和 CDMO 两大业务板块强势发力，随着新产能的逐步落地和业务版图拓展至全球市场，公司有望维持高增长态势。因此，我们预计 2022-2024 年，收入分别为 3.8、6.0 及 8.4 亿元，同比增长 49%、58% 及 41%，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：行业发展不及预期，短期产能不足风险，政策风险，新股上市股价波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	255	380	599	843
增长率 (%)	78.6	49.1	57.7	40.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	54	76	120	169
增长率 (%)	-42.5	40.1	58.2	40.4
每股收益 (元)	0.11	0.15	0.24	0.34
PE	157	112	71	50
PB	9.3	8.4	8.1	7.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 27 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
16.7 元

分析师：周超泽

执业证号：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

研究助理：叶小桃

执业证号：S0100121110032

邮箱：yexiaotao@mszq.com

相关研究

1. 和元生物 (688238.SH) 深度报告：高速增长的中国细胞基因治疗 CDMO “独角兽”

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	255	380	599	843
营业成本	124	167	264	371
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	24	29	42	59
管理费用	44	38	69	94
研发费用	24	27	60	84
EBIT	50	120	165	234
财务费用	-8	16	10	25
资产减值损失	-1	-20	-23	-25
投资收益	4	0	2	2
营业利润	61	84	133	187
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	61	84	133	187
所得税	7	8	13	19
净利润	54	76	120	169
归属于母公司净利润	54	76	120	169
EBITDA	50	145	204	282

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	619	245	195	303
应收账款及票据	29	37	57	76
预付款项	6	2	4	5
存货	44	79	110	146
其他流动资产	47	35	38	41
流动资产合计	744	399	404	572
长期股权投资	16	25	25	25
固定资产	91	232	335	369
无形资产	52	57	63	70
非流动资产合计	519	928	1,015	994
资产合计	1,263	1,327	1,419	1,566
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	50	68	107	150
其他流动负债	87	36	49	64
流动负债合计	137	104	156	214
长期借款	101	101	101	101
其他长期负债	108	108	108	108
非流动负债合计	209	209	209	209
负债合计	346	313	365	423
股本	393	493	493	493
少数股东权益	0	-0	-0	-0
股东权益合计	918	1,013	1,054	1,142
负债和股东权益合计	1,263	1,327	1,419	1,566

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中 :A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15% 以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15% 之间
	行业评级	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5% 之间
		回避	相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5% 以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5% 之间
		回避	相对基准指数跌幅 5% 以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F ； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001