



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

增持 (维持)

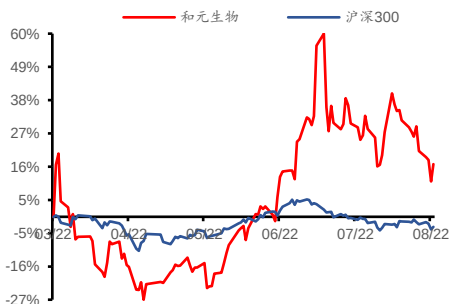
行业: 医药生物
日期: 2022年08月26日

分析师: 彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
联系人: 王真真
Tel: 021-53686246
E-mail: wangzhenzhen@shzq.com
SAC 编号: S0870122020012

基本数据

最新收盘价 (元)	25.66
12mth A 股价格区间 (元)	16.00-34.97
总股本 (百万股)	493.19
无限售 A 股/总股本	13.99%
流通市值 (亿元)	17.71

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《细胞基因治疗平台型 CXO, 加速成长助力“基因药·中国造”》

——2022 年 04 月 27 日

CDMO 业务增速亮眼, 持续拓展新领域 巩固技术优势

■ 投资摘要

事件概述

2022年8月25日, 公司发布2022年半年报, 2022年上半年公司实现营业收入1.35亿元, 同比增长36.24%, 实现归母净利润0.20亿元, 同比增长29.65%, 扣非归母净利润0.17亿元, 同比增长64.14%, 业绩基本符合预期。

疫情影响下 CGT CDMO 业务仍保持 47.98% 高增长, CGT CRO 业务增速放缓。

- ◆ **CGT CDMO:** 实现营收 1.07 亿元, 同比增长 47.98%, 占比 79.25%。虽受新冠疫情影响使部分项目里程碑交付略有延期, 但整体业务继续保持较好增长态势。CDMO 业务在溶瘤病毒、AAV 基因治疗、细胞治疗及其他各业务领域齐头并进, 同时开发了干细胞、NK 细胞和 mRNA 等新型 CDMO 业务, 业务空间进一步放大。截止 6 月 30 日, 2022 年 CDMO 累计新增订单超过 1.3 亿元, 在手未执行订单超过 3.5 亿元, 公司多项目并行运营能力得到快速提升。此外, 公司积极拓展海外市场, 部分 BD 人员派往美国开展业务推广及展会活动, 并在美国波士顿设立子公司, 各项工作顺利推进中, 为业务持续发展打下了良好稳定的基础。临港生产基地一期建设工艺设备线有所调整, 在原计划建设 11 条病毒生产线基础上, 新增约 12 条 (5000m²) 细胞生产线, 预计 2023 年初试运行, 为进一步产能释放做好充分准备。累计合作 CDMO 项目超过 130 个, 正在执行的 CDMO 项目超过 50 个, 拥有 IND 批件项目超过 10 个。
- ◆ **CGT CRO:** 上半年实现收入 2,438.37 万元, 较上年同期增长 2.17%。推出“元载体”新品牌、新服务, 并克服新冠疫情对科研市场产生的短暂不利影响, 快速响应需求变化, 疫情过后采取各项弥补措施。

公司加大研发投入, 持续拓展新领域巩固技术优势。

公司重视研发并继续加大研发投入, 上半年研发支出 1,417.46 万元, 较同期增长 67.94%。引入高端人才, 技术研发人员超过 270 人, 同比增加 38.46%。在基因治疗基础研究和生产工艺各方面实现突破, 上半年新申报专利、商标等 27 件, 获得授权专利 4 件, 公司合计拥有授权专利 19 项, 在审专利 43 项; 2022 上半年主要研发进展情况如下:

- ◆ 在 AAV 方面, 持续加大对 AAV 文库筛选研发工作投入, 在对细胞、小鼠及非人灵长类动物筛选数据分析的基础上, 获得数百种候选新型血清型列表, 其中针对工具细胞 NIH-3T3、脑胶质瘤细胞 U87 及 U251 的新型 AAV 血清型已经申请国家发明专利, 目前在实质审查中, 针对多种动物靶器官的验证工作也在有序进行中。
- ◆ 在慢病毒方面, 用于难出毒或不出毒的基因正常出毒的 pcSLenti 系列载体已经在公司 CRO 平台完成全部升级工作, 同时该技术已经获得了国家发明专利授权, 同时该发明专利已经提交正式 PCT 申请并获得受理。此外, 专门用于 LncRNA 过表达的 pASLenti 系列载体也在 CRO 业务中推广并获得了广泛使用。
- ◆ 在工艺优化方面, 进一步完善细胞培养技术平台, 重点突破了 LV

悬浮细胞的驯化和培养工艺的开发，解决了目前细胞工厂贴壁工艺生产慢病毒受规模的限制问题；实现了 AAV 悬浮细胞培养工艺在 200L 反应器的放大生产；完成固定床工艺用于溶瘤病毒的放大生产，突破了传统贴壁工艺生产溶瘤病毒的产能限制，公司成功开发基于下一代可降解微载体悬浮细胞培养体系的痘苗病毒大规模生产工艺，成功开发基于固定床反应器的 I 型单纯疱疹病毒大规模生产工艺体系，并在 ASGCT 年会以海报和口头汇报形式发布；并初步建立 mRNA 生产工艺及质控技术平台，形成多项 know how，进一步巩固公司在 CDMO 领域内的先发技术优势。

基因治疗产品研发管线持续快速增长，产品不断获批上市，有利于细胞基因治疗 CXO 企业。

前两大客户复诺健、亦诺微多个临床项目取得进展，进一步带动公司业绩。我们认为研发管线的持续增长将会为 CDMO 带来源源不断的业务，而产品获批上市将加大 CGT 对资本的吸引力，将会有更多的资金进入该领域，吸引更多科学家创业，最终有利于 CGT CXO 企业，公司将从行业快速发展中获利。

- ◆ 根据美国基因和细胞治疗协会（ASGCT）近期发布的“Gene, Cell & RNA Therapy Landscape: Q2 2022 Quarterly Data Report”报告显示，截至 2022 年 6 月末，全球进展中的基因疗法开发管线已超过 2024 个，其中 284 个项目处于 II 期及之后，8 个项目处于上市前注册阶段，有望 2022 年下半年上市。大量基因治疗产品研发多处于早期阶段，超过 70% 的研发管线处于临床前研究阶段，所涉及适应症涵盖肿瘤、遗传疾病、慢病等多病种，整个行业处于高速成长期。
- ◆ 在 AAV 基因治疗领域，2022 年 1 月，诺华针对 SMA 的已上市 AAV 基因治疗药物 Zolgensma 在中国获准进入全球多中心 III 期临床试验，有望成为中国首款上市的 AAV 基因治疗产品；2022 年 7 月，PTC Therapeutics 的 AAV 基因治疗产品在欧盟获批上市。在细胞治疗领域，2022 年 2 月，美国 FDA 批准传奇生物（Legend Biotech.）与强生合作开发的 BCMA 靶点的 CAR-T 产品在美国上市，成为首个在美国进入市场的中国基因治疗产品；2022 年 5 月，诺华的 CAR-T 基因治疗产品 Kymriah 获得 FDA 批准用于新适应症（滤泡性淋巴瘤）的治疗；2022 年 8 月，Bluebird Bio 基于慢病毒的造血干细胞基因治疗产品 Zynteglo 在 FDA 获批上市。

■ 投资建议

我们预测 2022-2024 年公司营收为 3.76 亿、5.85 亿、8.93 亿元，同比增速为 47.49%、55.53%、52.68%，归母净利润为 0.84 亿、1.30 亿、2.08 亿元，同比增速为 55.57%、53.65%、60.18%，当前股价对应 P/E 为 149.93、97.53、60.88 倍。考虑行业景气度以及公司的先发优势，未来的高成长性，维持“增持”评级。

■ 风险提示

行业发展不及预期的风险，监管政策变化的风险，产能不及预期风险，竞争风险，项目交付风险

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	255	376	585	893
年增长率	78.6%	47.5%	55.5%	52.7%
归母净利润	54	84	130	208
年增长率	-42.5%	55.6%	53.7%	60.2%
每股收益（元）	0.14	0.17	0.26	0.42
市盈率（X）	0.00	149.93	97.53	60.88
市净率（X）	0.00	5.75	5.43	4.99

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022 年 08 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	619	1514	1199	1079
应收票据及应收账款	29	41	64	98
存货	44	61	98	147
其他流动资产	53	61	78	103
流动资产合计	744	1676	1439	1426
长期股权投资	16	16	16	16
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	91	280	643	794
在建工程	192	392	492	692
无形资产	52	52	52	52
其他非流动资产	168	168	168	168
非流动资产合计	519	908	1371	1722
资产总计	1263	2584	2810	3148
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	50	66	105	158
合同负债	38	51	82	124
其他流动负债	48	58	84	120
流动负债合计	137	175	271	402
长期借款	101	101	101	101
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	108	108	108	108
非流动负债合计	209	209	209	209
负债合计	346	384	481	611
股本	393	493	493	493
资本公积	471	1568	1568	1568
留存收益	54	138	268	476
归属母公司股东权益	918	2200	2329	2537
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	918	2200	2329	2537
负债和股东权益合计	1263	2584	2810	3148

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	109	112	206	304
净利润	54	84	130	208
折旧摊销	29	26	57	74
营运资金变动	35	1	19	22
其他	-9	0	0	0
投资活动现金流量	-76	-415	-520	-425
资本支出	-262	-415	-520	-425
投资变动	181	0	0	0
其他	5	0	0	0
筹资活动现金流量	88	1197	0	0
债权融资	101	0	0	0
股权融资	0	1197	0	0
其他	-13	0	0	0
现金净流量	121	895	-314	-121

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	255	376	585	893
营业成本	124	171	274	412
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	24	34	53	80
管理费用	44	56	82	116
研发费用	24	34	53	71
财务费用	-8	-7	-17	-14
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	4	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	61	99	153	245
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	61	99	153	245
所得税	7	15	23	37
净利润	54	84	130	208
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	54	84	130	208

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	51.3%	54.6%	53.2%	53.9%
净利率	21.3%	22.4%	22.2%	23.3%
净资产收益率	5.9%	3.8%	5.6%	8.2%
资产回报率	4.3%	3.3%	4.6%	6.6%
投资回报率	4.1%	2.9%	4.2%	6.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	78.6%	47.5%	55.5%	52.7%
EBIT 增长率	202.7%	62.8%	52.7%	72.3%
归母净利润增长率	-42.5%	55.6%	53.7%	60.2%
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.17	0.26	0.42
每股净资产	2.33	4.46	4.72	5.14
每股经营现金流	0.28	0.23	0.42	0.62
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.20	0.15	0.21	0.28
应收账款周转率	8.84	9.13	9.13	9.13
存货周转率	2.82	2.81	2.81	2.81
偿债能力指标				
资产负债率	27.4%	14.9%	17.1%	19.4%
流动比率	5.45	9.58	5.30	3.55
速动比率	4.99	9.08	4.80	3.03
估值指标				
P/E	0.00	149.93	97.53	60.88
P/B	0.00	5.75	5.43	4.99
EV/EBITDA	-9.13	105.40	64.51	40.90

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断