

## 博腾股份 (300363)

公司研究/深度报告

# CRO 导流，能力提升，进入成长快车道 CDMO 公司

## —博腾股份深度报告

深度研究报告/医药

2020 年 07 月 10 日

### 报告摘要：

#### ● 订单持续性及资产利用效率问题已解决，对公司长期成长性的认知亟待更新

博腾股份是一家后发型的小分子 CDMO 公司，自 2017 年开始由 CMO 向 CDMO 的转变。从 ROE 角度复盘，我们发现订单持续性和资产利用效率出现问题是公司既往业绩波动的核心原因。通过对客户结构及在建工程转固节奏等的数据分析，我们发现这两大问题已初步解决，市场对公司中长期成长性的认知亟待更新。

#### ● CRO 导流+长尾策略，打造漏斗型订单结构，公司订单持续性不断强化

**CRO 服务：**凭借 CRO 平台，挖掘长尾客户，实现早期项目池子快速积蓄。公司长尾客户的拓展节奏与 CRO 平台的启用节奏一致，公司国内 CRO 实验室相继于 2018 至 2019 年启用，2017-2019 年新增客户数分别为 17、54 和 47 个。2019 年，长尾客户收入贡献达 42%，临床早期服务产品数占比达 60.7%。这些显示凭借 CRO 端能力，中小客户服务广度的提升已经成为公司业绩增长的重要驱动，同时早期项目池子实现快速积蓄。

**CMO 服务：**持续加深大客户合作，2020 年起 CRO 导流效应逐步贡献弹性。大客户 pipeline 参与份额的提高，是公司 CMO 业务稳健增长的基础。2020 年起，CRO 项目导流将为公司 CMO 业务贡献业绩弹性。例如 API 项目，截至 2019 年底公司服务的 API 订单主要是依托 CRO 平台获得的早期项目（当年服务 API 产品 68 个），随着临床试验的推进，我们预计 2020 年起逐渐有早期项目导流到三期。这类升级产品的导流，将不仅推动 CMO 服务项目数的增长，还有望驱动 CMO 项目附加值的提升。

**新型药物分子：**从基因治疗等高景气度、竞争格局好的技术平台布局，看公司长期成长性。公司在发展生物药及制剂 CDMO 业务时，采取了差异化竞争的战略。我们认为公司对高景气度、竞争格局好的新型药物分子赛道的及时布局，利于实现相关 pipeline 的快速切入和深度绑定，为公司中长期发展提供强有力保障。

#### ● 不断加强产能与订单匹配度，资产利用效率持续提高，公司盈利能力有望提升

**产能重组+长尾策略，CMO 产能利用率继续提高，公司 ROE 水平受其驱动有望提升。**2016 年起，公司加强固定资产投资管理，并于 2018 年剥离亏损的中间体产能，专注于提高现有两大生产基地产能利用率。我们预计随着 CMO 产能利用率提高，通过长尾策略+产能重组，公司的 ROE 水平有望提升。

**跟随客户需求匹配新产能，中长期原料药 CMO 业务将成为公司业绩的重要驱动力。**从产能布局看，公司 2020 年报批环评审核的创新药服务中试基地及商业化生产技改项目中，合计规划有 14.22 吨/年的原料药产能，加之公司已借助 CRO 能力快速积蓄早期 API 订单，中长期我们预计原料药 CMO 业务将成为公司业绩的重要驱动力。

#### ● 投资建议

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45、0.59 和 0.78 元，按 2020 年 7 月 9 日收盘价对应 PE 为 87、66、50 倍。公司在全球创新药产业链的参与度持续提高，随着服务客户的广度和深度不断增加，公司临床项目有望保持高增长，同时陆续有客户的订单陆续进入商业化放量阶段，我们预计公司未来三年业绩达 30%+ 的复合增速，首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

#### ● 风险提示

不确定的宏观环境变化导致全球创新药研发投入景气度下降的风险；固定资产投资风险；生物药及制剂 CDMO 两大新业务的投资风险；汇兑风险；应收账款坏账风险。

### 推荐

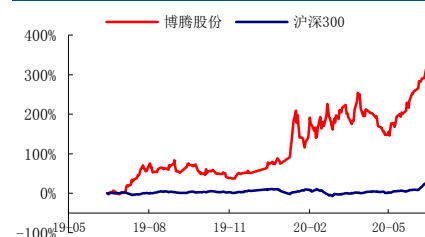
首次评级

当前价格： 38.89 元

#### 交易数据 2020-7-9

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 38.89/8.79 |
| 总股本(百万股)        | 543        |
| 流通股本(百万股)       | 448        |
| 流通股比例(%)        | 82.52      |
| 总市值(亿元)         | 211        |
| 流通市值(亿元)        | 174        |

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

#### 相关研究

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 1,551 | 1,979 | 2,532 | 3,248 |
| 增长率 (%)          | 30.9  | 27.6  | 27.9  | 28.3  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 186   | 243   | 321   | 424   |
| 增长率 (%)          | 49.0  | 30.7  | 32.5  | 32.0  |
| 每股收益 (元)         | 0.35  | 0.45  | 0.59  | 0.78  |
| PE (现价)          | 111.1 | 87.0  | 65.7  | 49.7  |
| PB               | 6.9   | 6.4   | 5.8   | 5.2   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 一、进入成长快车道的后发型小分子 CDMO 公司 .....               | 4  |
| (一) 在行业高景气度阶段及时转型的高潜力小分子 CDMO 公司 .....       | 4  |
| (二) 订单持续性及资产利用效率问题已解决, 看好公司长期成长性 .....       | 5  |
| (三) 全球创新药产业链参与度跃升期, 公司加大研发及 BD 投入 .....      | 6  |
| 二、CRO 导流+长尾策略, 项目结构合理, 订单持续性强化 .....         | 8  |
| (一) CRO 服务: 凭借 CRO 平台, 挖掘长尾客户, 积蓄早期项目池 ..... | 8  |
| (二) CMO 服务: 持续加深大客户合作, CRO 导流效应将贡献弹性 .....   | 10 |
| (三) 新型药物分子: 从基因治疗等技术平台布局看公司长期成长性 .....       | 10 |
| 三、加强产能与订单匹配度的管理, 资产利用效率持续提升 .....            | 12 |
| (一) 短期: 产能重组, CMO 业务产能利用率有望继续提高 .....        | 12 |
| (二) 中长期: 跟随客户需求, 持续提高产能与订单的匹配度 .....         | 13 |
| 四、关键假设及盈利预测 .....                            | 15 |
| (一) CMO 业务盈利预测 .....                         | 15 |
| (二) CRO 业务盈利预测 .....                         | 15 |
| 四、投资建议 .....                                 | 17 |
| 五、风险提示 .....                                 | 17 |
| 插图目录 .....                                   | 19 |
| 表格目录 .....                                   | 19 |

## 一、进入成长快车道的后发型小分子 CDMO 公司

### (一) 在行业高景气度阶段及时转型的高潜力小分子 CDMO 公司

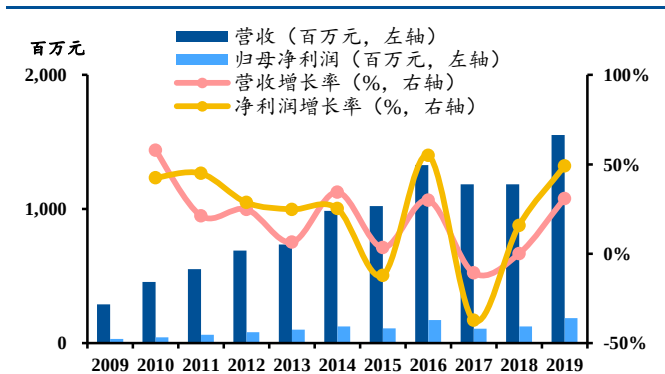
一家优秀的公司遇到了可以解决的问题，博腾股份的成长性是否值得重估？博腾股份致力于成为世界创新药公司优选的 CDMO 公司，主要服务于临床试验至专利药销售阶段的创新药，包括中间体及原料药的制药工艺开发和定制生产服务等。2015-2017 年，由于遇到大客户大订单需求不均衡的问题，公司业绩出现了较大的波动。自 2017 年，公司采取“营销转型、产品升级、发展工艺化学 CRO”等三大举措，开始由 CMO 向 CDMO 的业务延伸。目前，公司在重庆、上海、成都和美国分别有 4 个 CRO 研发中心，在重庆及江西分别有 2 个 CMO 生产基地，公司的研发中心和生产基地的协同效应初步显现（表 1）。2018-2019 年，公司业绩连续实现正增长，归母净利润同比增速分别为 16% 和 49%。在产业转移加速的行业高景气度阶段，博腾股份作为一家后发型的小分子 CDMO 公司，是否具有更大的业绩弹性？市场对公司成长性的认知是否存在预期差？由于 CDMO 是服务型行业，对 CDMO 公司成长性的分析侧重于其商业模式，我们首先从 ROE 角度来剖析公司既往业绩波动的核心原因。

表1: 博腾股份 CRO 平台和 CMO 产能存在业务协同

| 细分赛道            | CRO 平台                                                                                                                                                          | CMO 产能                                                                                                                                                                              | 服务收入 (2019 年)               | 服务项目数 (2019 年)                                          |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------|
| 中间体及原料药 CDMO 通用 | 重庆研发中心: GMP 分析实验室、GMP 公斤级合成实验室、GMP SFC 分离实验室、符合 GMP 要求的原辅料仓库; 高活性实验室 (2018 年启用); 发酵中试实验室 (2019 年启用);<br>上海研发中心: 酶催化实验室、流体化学技术实验室 (2018 年启用);<br>美国研发中心: 高活性实验室。 | 重庆长寿生产基地: 105、304 中小试多功能车间, 多功能医药中间体 110 车间等, 共计约 700 立方米; 109 车间 GMP 多功能车间 (计划 2021 年 6 月建成, 162 立方米); 高活化合物 non-GMP 和 GMP 的中试和商业化车间;<br>江西东邦生产基地: 医药化工原料、非 GMP 中间体 CMO, 400 多立方米。 | CRO 394 百万元, CMO 1,027 百万元。 | 34 个临床三期, 87 个新药申请及上市; 38 个酶催化相关项目; 累计交付克级至百公斤级高活项目十余个。 |
| 原料药 CDMO        | 上海研发中心: 结晶技术实验室 (2018 年启用);<br>美国研发中心: 依托 J-STAR 平台的结晶中心。                                                                                                       | 重庆长寿生产基地: 2 个 API 车间, 其中 108 车间成功引入强生地瑞拉韦 API 项目                                                                                                                                    | 98 百万元                      | 68 个 API 产品; 34 个结晶相关项目。                                |
| 生物药 CDMO        | 苏州博腾生物 3 号楼实验室 (预计 2020 年 8 月左右启用), 将具备质粒、AAV (腺相关病毒)、LV (慢病毒) 等工艺开发和生产服务能力                                                                                     | 苏州工厂一期 (规划中)                                                                                                                                                                        | 约亏损 11 百万元 (合并财务报表净利润)      | /                                                       |
| 制剂 CDMO         | 上海研发中心: 制剂研发实验室 (预计 2020 年 11 月左右启用);<br>美国研发中心: J-STAR 制剂实验室 (已启动建设)                                                                                           | 重庆中试车间 (设计阶段)                                                                                                                                                                       |                             | /                                                       |

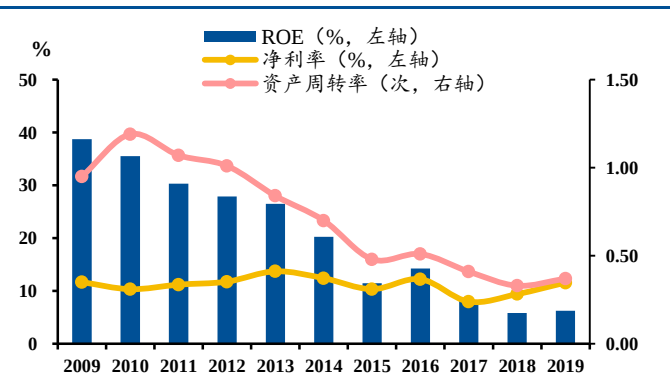
资料来源: 2017-2019 年公司年报, 博腾股份公众号, 民生证券研究院

图1: 2009-2019 年博腾股份营收和净利润情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

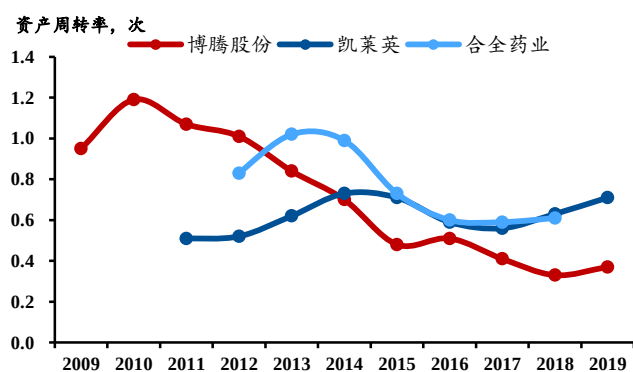
图2: 2009-2019 年博腾股份 ROE 水平与其周转率正相关



资料来源: wind, 民生证券研究院

从 ROE 看公司发展阶段——2009-2019 年，公司的 ROE 水平与资产周转率呈现明显的正相关性（图 2）。1) 早期阶段（2005-2014 年），博腾股份作为 CMO 公司，伴随着国际创新药产业链向中国转移的趋势发展起来，以服务大客户的商业化产品为主，从临床二期开始介入项目管线；此间，与同行相比公司的周转率处于较高水平（图 3），其下降主要系随着订单放量，公司应收账款和存货的相应增加；2010-2013 年，公司固定资产周转率也保持在高位（3~3.9），主要系上市前公司的产能利用率逐渐达到饱和，并于截至 2013 年 6 月 30 日达到 86.75%。2) 瓶颈期（2015-2016 年），传统的 CMO 模式下，公司新客户、新订单拓展缓慢，公司发展进入瓶颈期；此间，公司周转率的波动主要系两个大客户大产品的需求波动，以及 108 车间转固、收购江西东邦增加的固定资产和浙江上虞基地一期建设项目转固等所致。3) 能力突破期（2017 年至今），公司采用 CRO+CMO 的服务模式，基本搭建完成了一体化的中间体及原料药 CDMO 平台，大幅增加了 CRO 的团队规模，借 CRO 实现项目的锁定及引流；此间，公司周转率的提升主要系加强了固定资产投资管理，以及公司 CRO 业务的高增长和 CMO 业务的恢复（图 4）。

图3: 2009-2019 年博腾股份及可比公司资产周转率水平



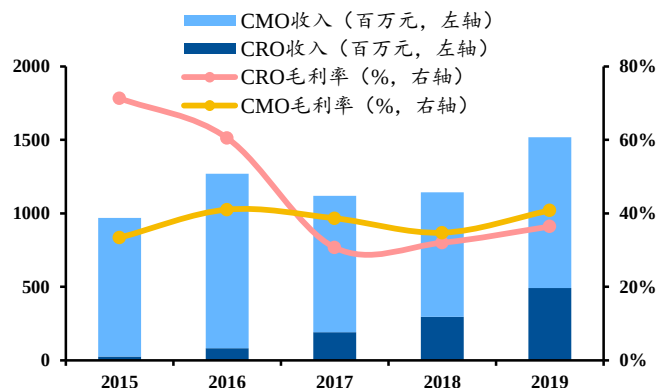
资料来源: wind, 民生证券研究院

通过复盘，我们得知博腾股份是依托大客户 CMO 订单发展起来的，订单持续性和资产利用效率出现问题是公司既往业绩波动的核心原因。这两大方面的解决成效、未来趋势，是评估公司长期成长性的关键。

## (二) 订单持续性及资产利用效率问题已解决，看好公司长期成长性

订单持续性——客户结构持续优化，长尾客户贡献弹性。上文中我们提到，大客户大订单的需求不均衡，是公司业绩在 2015-2017 年出现较大波动的原因（图 4），具体来看：2015 年，公司 CMO 业务收入同比增速 2.3%，主要系 2014 年营收占比 41% 的抗糖尿病项目（强生卡格列净），在 2015 年销售额同比下降 67%；2017 年，公司 CMO 业务收入同比下降 22%，主要系吉列德的抗丙肝项目和强生的糖尿病项目合计收入下滑约 65%。近年来，公司在继续加深与强生、GSK、吉利德三大客户战略合作的同时，致力于搭建“3+5+N”的客户结构。2017-2019 年，公司前五大客户销售贡献分别为 68%、50% 和 45%，其中客户一的销售贡献分别为 38.93%、27.42% 和 21.88%。鉴于公司在前三大客户产品管线参与度的持续加深，我们预计单一大项目的收入贡献小于 10%，大项目需求波动性对公司业绩的负面影响势微，客户结构、项目结构持续优化。此外，我们发现 2015-2019 年公司非前五大客户的销售收入保持高增长（图 6，除 2017 年博腾美研及 J-STAR 因

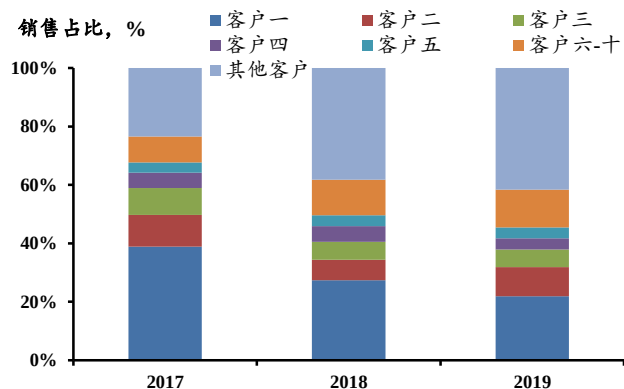
图4: 2015-2019 年博腾股份主要营收来源是 CMO 业务



资料来源: wind, 民生证券研究院 (2017 年前后 CRO 业务产品结构不同)

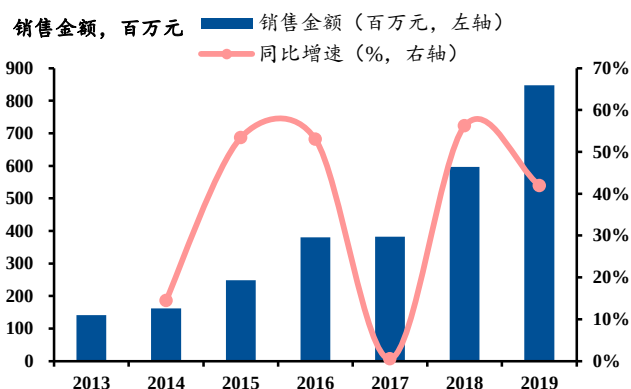
资源整合导致部分资源未充分利用), 显示在公司发展 CRO 业务前新客户/新项目的拓展就卓有成效, 来自长尾客户的订单已成为公司重要的业绩驱动力。

图5: 2017-2019 年博腾股份长尾客户销售贡献持续提高



资料来源: 2017-2019 年公司年报, 民生证券研究院

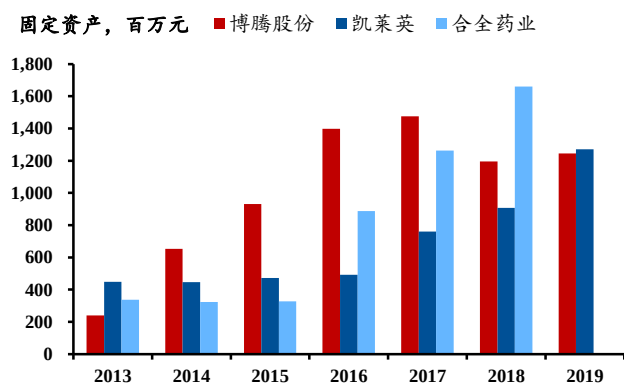
图6: 2015-2019 年博腾股份非前五大客户销售保持高增长



资料来源: 2013-2019 年公司年报, 民生证券研究院

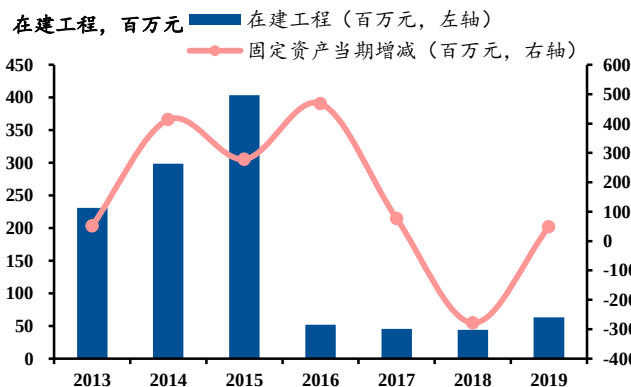
**资产利用效率——采取稳健的固定资产投资战略, 提高产能与订单的匹配度。**2013-2015 年, 公司的固定资产扩张策略与凯莱英和合全药业相比较为激进, 2015 年公司固定资产折旧同比增长约 90.17%。自 2016 年, 公司加强了固定资产投资管理, 截至 2019 年公司的固定资产规模降低到与凯莱英相当, 2017-2019 年公司固定资产折旧分别同比增减+73.08%、-9.33%和-5.92%, 显示公司的固定资产投资风险显著降低。2016 年起公司在建工程规模明显降低, 参考近三年的产能重组和在建工程转固节奏, 以及公司新客户、新订单的持续拓展趋势, 我们预计公司的资产利用效率将持续提升。

图7: 2016 年起博腾股份加强固定资产投资管理



资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2013-2019 年博腾股在建工程及转固情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

**小结:** 通过数据分析, 我们论证了干扰公司订单持续性及资产利用效率的主要矛盾已初步解决, 我们认为公司的长期成长性亟待重新评估。

### (三) 全球创新药产业链参与度跃升期, 公司加大研发及 BD 投入

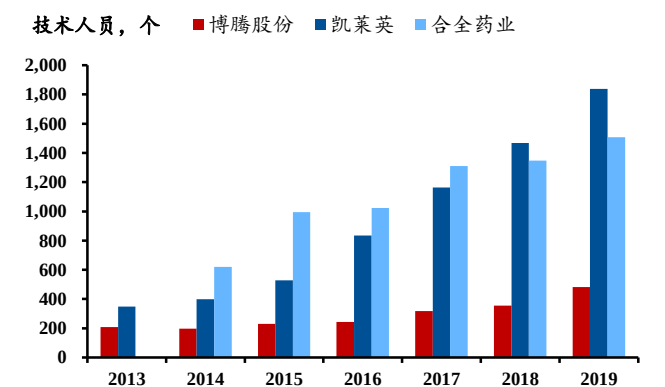
短期来看, 造成既往公司业绩波动的两大问题已初步解决, 那么中长期维度, 公司业绩增长的持续性如何评估? 在分析经营性相关财务指标时, 我们发现公司在加强固定资产投资管理的同

时，加大了研发和销售的费用投入，研发人员数目也在不断提高。这些投入对公司中长期成长性意味着什么？具体分析如下：

**研发投入——深化 CRO 端的建设，建立常态化的股权激励机制以加深科学家绑定。**公司的研发投入主要系用来加强 CRO 服务平台的建设。2018 和 2019 年，公司的研发费用率分别为 6.4% 和 7.9%，凯莱英的研发费用率分别为 8.5% 和 7.8%。CRO 业务具有人力驱动型的特征，公司未来三年将继续积极扩张 CRO 团队人员规模，据 2020 年 3 月 30 日投资者关系活动记录表，公司“对研发人员的规划是每年增加 100 人的规模...包括与之配套的实验室建设”。而将公司研发费用进一步拆分，我们发现其主要构成是人员薪酬（2019 年职工薪酬约占研发费用的 60%），考虑到公司 CRO 业务成本端也包括直接人工，我们预计研发费用中的职工薪酬主要系 CRO 团队中科学家所得。此外，据《博腾股份：2020 年限制性股票激励计划(草案)》，公司将针对管理人员和核心员工建立常态化的股权激励考核机制，进一步加深与科学家的绑定。

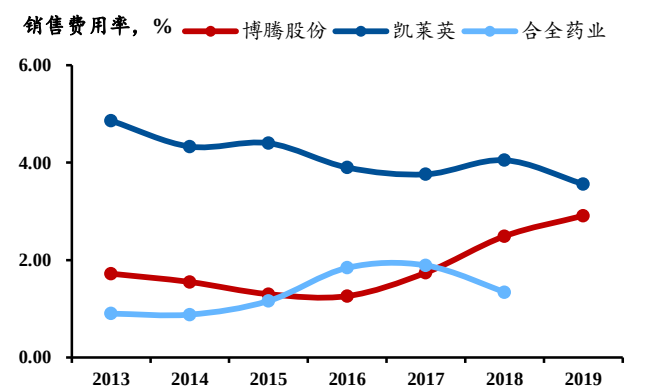
我们认为，公司通过持续深化 CRO 端的人才团队建设，叠加长期服务跨国创新药企的良好基础，公司有望实现全球创新药产业链参与度的跃升，尤其是在竞争格局好的新型药物分子赛道。

图9：2013-2019 年博腾股份及可比公司研发人员数目



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2013-2019 年博腾股份及可比公司销售费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

**销售费用——建立全球化的营销体系，积极争取客户认可度的提升。**为降低核心客户核心订单波动性对公司营收的负面影响，提高现有产能的产能利用率，公司把“营销转型”作为一项重要战略，维护大客户的同时积极拓展中小客户。2017-2019 年，公司销售费用分别同比增长 23%、43% 和 53%，而凯莱英销售费用分别同比增长 24%、39% 和 18%。据 2020 年 3 月 30 日投资者关系活动记录表，“2019 年，公司将整个营销体系划分为 7 个市场单元，其中美国 3 个市场单元，1 个针对中小客户，1 个针对原有的大客户，另外 1 个针对待新开发的大客户；欧洲 2 个市场单元，1 个针对大客户杨森，1 个针对欧洲其他客户；亚太地区 1 个；中国市场 1 个。”

我们认为，这些加强 BD (Business Development) 的举措，体现了公司在提升 α 能力的同时，积极争取客户认可度的提升，尤其是欧美大客户。

## 二、CRO 导流+长尾策略，项目结构合理，订单持续性强化

公司已建立以结晶和酶催化为核心的 CRO 技术平台：结晶方面公司依托 J-STAR 优秀的固体制剂结晶技术能力，酶催化方面公司通过与 Codexis 的战略合作建立了完善的酶开发、筛选、发酵和应用的生物催化技术能力，截至 2019 年底公司拥有逾两千种可供筛选的酶。

公司 CRO 平台与 CMO 产能已实现良好的业务协同：通过对 CRO 技术平台和 CMO 产能的梳理，我们发现公司自上市以来 CMO 产能升级一直在推进中（GMP 体系、EHS 体系和多功能车间等），而 2017 年以来公司更加侧重对 CRO 平台搭建的投入。公司的研发中心和生产基地已实现良好的业务协同，据 2019 年 12 月 25 日投资者关系活动记录表，“重庆研发中心因为距离长寿工厂较近，核心是提供后期项目的支持，同时承接一部分 CRO 业务；上海研发中心主要承接 CRO 业务、新业务的研发以及技术平台布局的职能；成都研发中心是支持公司拥有核心技术优势的仿制药业务的研发；美国研发中心主要是依托 J-STAR 这一 CRO 平台，服务北美客户，同时进行技术布局。”

CDMO 公司的订单持续性与其客户服务广度和深度的提升节奏正相关，根据博腾股份的利润端构成、α 能力搭建节奏，我们将分别评估公司 CRO 业务、CMO 业务以及新型药物分子的客户拓展节奏，来进一步评估公司订单持续增长的业绩弹性。

图11： 博腾股份化学原料药 CDMO 服务平台简介



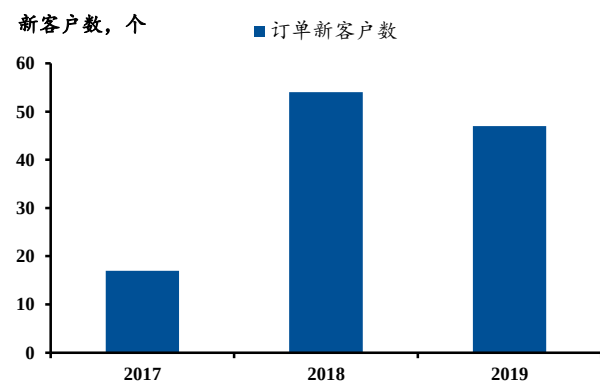
资料来源：2019 年社会责任报告，民生证券研究院

### （一）CRO 服务：凭借 CRO 平台，挖掘长尾客户，积蓄早期项目池

需求端分析——长尾客户需求旺盛，且对 CDMO 公司的考核周期明显短于大型药企。公司凭借 CRO 平台而新增的客户以长尾客户为主，据 2020 年 3 月 30 日投资者关系活动记录表，公司“在过去的业务转型过程中，通过做 CRO 业务开发了大量的中小客户”。与大客户（大型创新药企）对核心供应商长达数年甚至十年以上的考核周期不同，更加轻资产的中小型药企对 CDMO 供应商的考核周期可缩短至 2~3 个月。同时，中小型药企的需求更加旺盛，据 Syneos 官网统计，本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

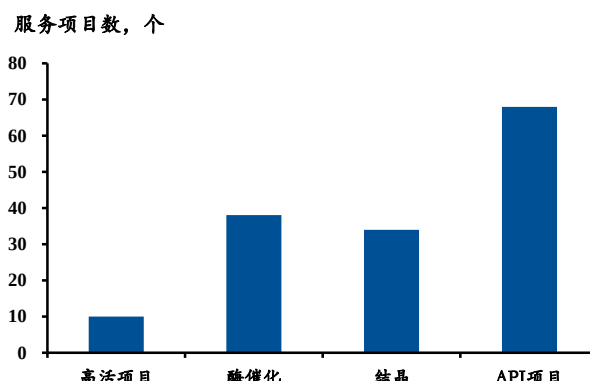
2017 年全球中型药企和小型药企的在研药物数量占比分别为 7%和 78%。综上，我们认为在公司当前发展阶段，外包需求旺盛且 pipeline 切入难度低的长尾客户，是公司提高订单持续性的优选。

图12: 2017-2019 年博腾股份新增大量中小客户



资料来源: 2019 年公司年报, 民生证券研究院

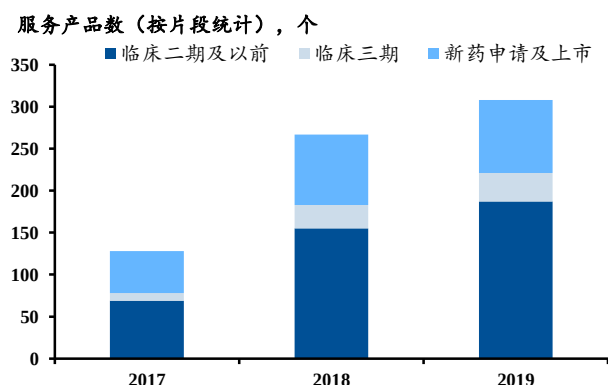
图13: 2019 年博腾股份按 CRO 平台划分的服务项目数



资料来源: 2019 年公司年报, 公司公众号, 民生证券研究院

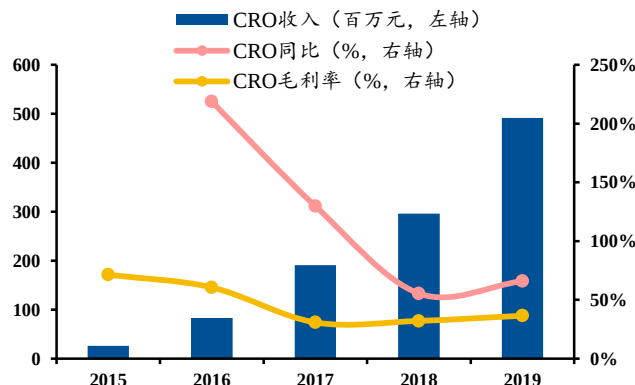
凭借 CRO 技术平台，挖掘长尾客户需求，公司客户结构持续优化。长尾客户对 CRO+CMO 的一体化平台需求更高。客户结构方面，据 2018 年报披露，“经过一年的业务探索和内部组织优化，公司已初步建立从询盘报价到订单交付的一体化 CRO 业务运行模式”，在 2017-2019 年公司新增客户数分别为 17、54 和 47 个，公司长尾客户的开发节奏与 CRO 平台的搭建节奏一致。2019 年，公司长尾客户的收入贡献已达到 42%，凭借 CRO 端 α 能力的提高，公司客户结构持续优化。业绩兑现方面，2017-2019 年公司 CRO 业务同比增速分别为 130%、55%和 66%，与新客户增长趋势一致，显示中小客户服务广度的提升已经成为公司业绩增长的重要驱动。

图14: 2017-2019 年博腾股份订单结构逐渐优化



资料来源: 2019 年公司年报, 民生证券研究院 (不含 J-STAR)

图15: 2015-2019 年博腾股份 CRO 业务收入及毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究院 (2017 年前后 CRO 业务产品结构不同)

凭借 CRO 端 α 能力，公司临床早期项目池子不断扩大。2017-2019 年，不考虑 J-STAR 承接的项目，公司临床二期及以前服务产品数的占比分别为 53.9%、58.1%和 60.7%。公司国内的工艺化学 CRO 相关实验室多数在 2018 及 2019 年启用（表 1），而 2018 年公司 CRO 业务中国团队就共计实现交付 155 个产品（同比增加 125%），显示在 CRO 平台搭建好后，公司以较快的节奏实现了早期订单的扩增。具体来看，公司的酶催化实验室和结晶技术实验室皆于 2018 年启用，而在 2019 年公司已分别实现 38 个酶催化相关项目和 34 个结晶相关项目的销售（图 13）。在小分子

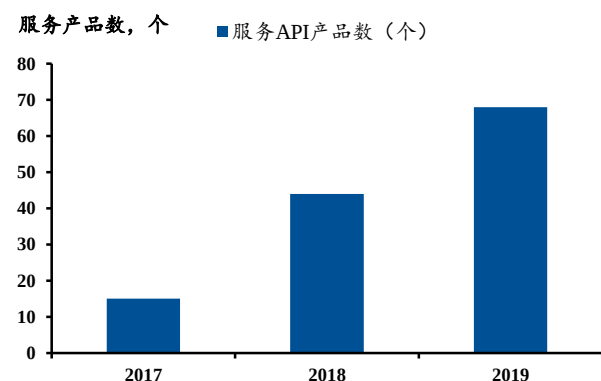
CDMO 产业加速转移的高景气度阶段，按照每年增加 100 位研发人员的规划，我们预计公司借助 J-START 和国内的一体化 CRO 平台，未来三年的 CRO 项目池子有望保持较快的扩大节奏。

## (二) CMO 服务：持续加深大客户合作，CRO 导流效应将贡献弹性

大客户 pipeline 参与份额的提高，是公司 CMO 业务稳健增长的基础。2017-2019 年，公司 CMO 业务的收入占比分别为 78%、72%和 66%，毛利润占比分别为 82%、74%和 71%，CMO 业务仍然是公司最主要的收入和利润来源。公司的 CMO 业务包括临床三期及商业化阶段的项目，据 2020 年 3 月 30 日投资者关系活动记录表，“商业化的项目管线主要还是跨国制药公司在主导，所以博腾临床三期以后的业务主要是跨国制药公司主导。” 2017-2019 年，公司通过 CRO 业务积累的来自中小客户的大量早期订单尚未向后导流，在这期间，与大客户合作的加深是公司 CMO 收入稳健增长的基础。

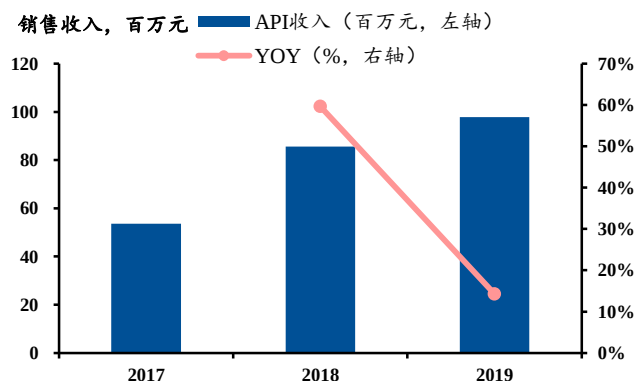
CRO 项目导流即将为公司 CMO 业务贡献业绩弹性。以 API 项目为例，公司已经实现了非 GMP 中间体到 GMP 中间体，再到 API 的升级。2017-2019 年，公司 API 业务销售收入分别为 53.61、85.58 和 97.79 百万元，服务产品数分别为 15、44 和 68 个。截至 2019 年底，公司服务的 API 订单主要是依托 J-STAR 及国内 CRO 平台获得的临床早期项目，即主要系 CRO 订单。考虑到临床试验进展节奏，我们预计 2020 年起逐渐有早期 API 项目导流到三期，并逐步成为公司 CMO 业绩的重要驱动力。此外，这类升级产品的导流作用，将不仅推动 CMO 项目数量的增长，还有望驱动 CMO 项目附加值的提升。

图16: 2017-2019 年博腾股份服务 API 产品数



资料来源：2019 年公司年报，民生证券研究院

图17: 2017-2019 年博腾股份 API 销售收入



资料来源：2019 年公司年报，民生证券研究院

## (三) 新型药物分子：从基因治疗等技术平台布局看公司长期成长性

目前，公司的生物药及制剂 CDMO 在投入阶段，我们重点通过 CRO 平台和 CMO 产能的梳理，来判断公司在这两个领域细分赛道的景气度来源，以及中长期成长性。

**生物药 CDMO：**公司避开竞争激烈的单抗 CDMO 赛道，聚焦于高景气度的细胞治疗及基因治疗 CDMO 赛道。据 Pharmaceutical Executive 公司 2020 年最新统计，全球仅针对特定疾病的细胞和基因治疗临床试验数目就合计达到 3,370 个。CRO 平台方面，苏州博腾生物 3 号楼实验室预计 2020 年 8 月左右启用，将具备质粒、AAV（腺相关病毒）、LV（慢病毒）等工艺开发和生产

服务能力。CMO 产能方面，公司的苏州工厂一期仍在规划中。人才配备方面，据 2019 年年报，公司已经完成核心中高层团队的招募。由于基因及细胞治疗 CDMO 具有在岸外包的属性，根据公司相关 CRO 平台的启用计划，我们预计这项业务将重点从意图借助 CDMO 快速切入中国市场的海外 Biotech 进行突破。

**制剂 CDMO：**CRO 平台方面，J-STAR 制剂实验室已启动建设，上海研发中心的制剂研发实验室预计 2020 年 11 月左右启用。CMO 产能方面，公司的重庆中试车间处于设计阶段。人才配备方面，据 2019 年年报，J-STAR 在北美已有人才优势，国内已完成关键人才的招募。差异化竞争方面，公司将以 J-STAR 平台的优异结晶能力为基础，为客户提供复杂剂型工艺开发的 CDMO 服务。

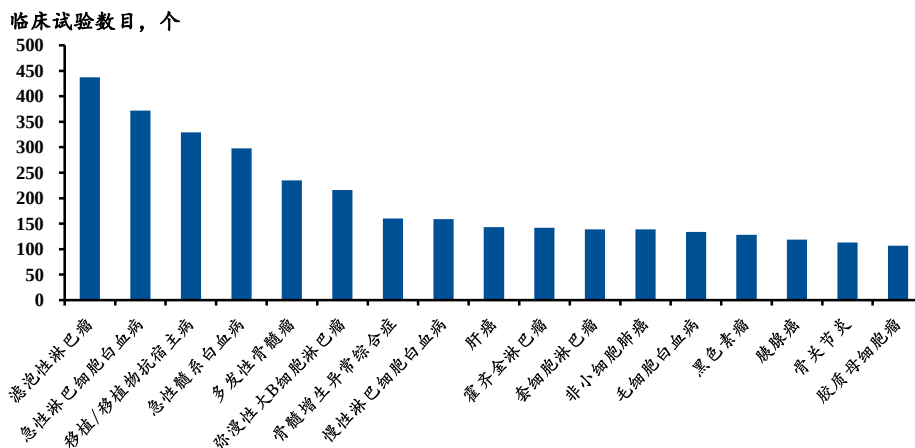
综上，我们发现公司在发展生物药及制剂 CDMO 业务时，采取了差异化竞争的战略。我们认为公司对高景气度、竞争格局好的新型药物分子赛道的及时布局，利于实现相关 pipeline 的快速切入和深度绑定，为公司中长期发展提供强有力保障。

表2: 博腾股份生物药及制剂 CDMO 的技术平台和产能的启用节奏

| 细分赛道     | CRO 平台                                                                     | CMO 产能        | 服务收入(2019 年)           |
|----------|----------------------------------------------------------------------------|---------------|------------------------|
| 生物药 CDMO | 苏州博腾生物 3 号楼实验室 (预计 2020 年 8 月左右启用)，将具备质粒、AAV (腺相关病毒)、LV (慢病毒) 等工艺开发和生产服务能力 | 苏州工厂一期 (规划中)  | 约亏损 11 百万元 (合并财务报表净利润) |
| 制剂 CDMO  | 上海研发中心: 制剂研发实验室 (预计 2020 年 11 月左右启用);<br>美国研发中心: J-STAR 制剂实验室 (已启动建设)      | 重庆中试车间 (设计阶段) |                        |

资料来源: 2019 年公司年报, 博腾股份公众号, 民生证券研究院

图18: 博腾股份生物药 CDMO 需求端景气度-针对特定疾病的细胞和基因治疗临床试验数目



资料来源: 《Pipeline Insights 2020: A Special Report from Pharmaceutical Executive》, 民生证券研究院

### 三、加强产能与订单匹配度的管理，资产利用效率持续提升

#### (一) 短期：产能重组，CMO 业务产能利用率有望继续提高

通过产能重组，公司 CMO 业务毛利率有望继续提高。2016 年起，公司加强固定资产投资管理，剥离亏损的中间体产能，同时加大 CRO 平台建设。2015-2017 年，全资子公司江西东邦药业净利润分别为 14.33、28.18 和 21.67 百万元（江西东邦生产基地），而控股子公司原浙江博腾药业净利润分别为 -12.92、-24.99 和 -39.98 百万元（原浙江上虞生产基地）。公司 2018 年剥离持续亏损的原浙江博腾药业，聚焦于现有两大生产基地产能利用率的提高。据 2019 年报，“长寿生产基地全年综合产能利用率大幅提升约 19 个百分点”。结合前文关于公司订单持续性的分析，我们预计未来三年公司 CMO 业务的毛利率有望持续提高。

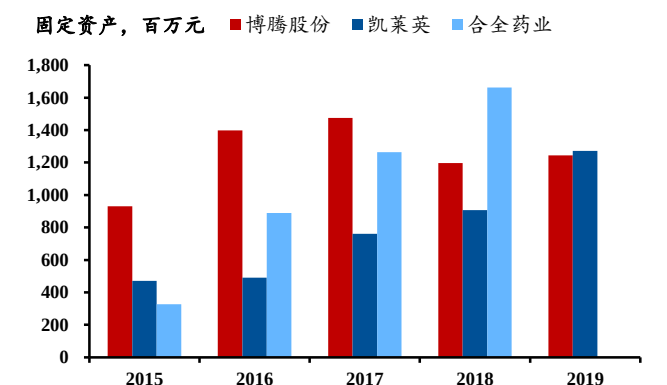
表3: 2013-2019 年博腾股份取得和处置子公司的情况

| 年份   | 取得子公司                                                                      | 处置子公司                                               |
|------|----------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| 2013 | 新设：重庆飞腾药科（2016 年注销）、博腾瑞士（货物进出口）                                            | /                                                   |
| 2014 | 增资控股：浙江博腾药业（2018 年出售股权）                                                    | /                                                   |
| 2015 | 新设：成都博腾药业（同时注销成都分公司）；<br>收购：江西东邦药业（现江西东邦生产基地，非 GMP 中间体 CMO）                | /                                                   |
| 2016 | 新设：Porton USA（中间体及 API CDMO）                                               | 出售股权：重庆海腾制药（原料药生产）；<br>注销：重庆飞腾药科（医药中间体生产）           |
| 2017 | 收购：J-STAR（工艺化学 CRO），贡献营收约 7,004.32 万元                                      | /                                                   |
| 2018 | /                                                                          | 出售股权：浙江博腾药业（原浙江上虞生产基地，非 GMP 中间体生产），增加税前利润约 4,634 万元 |
| 2019 | 新设：重庆博腾药业（制剂 CDMO），减少税前利润约 61 万元；<br>增资控股：苏州博腾生物（生物 CDMO），减少税前利润约 1,035 万元 | /                                                   |

资料来源：2013-2019 年公司年报，民生证券研究院

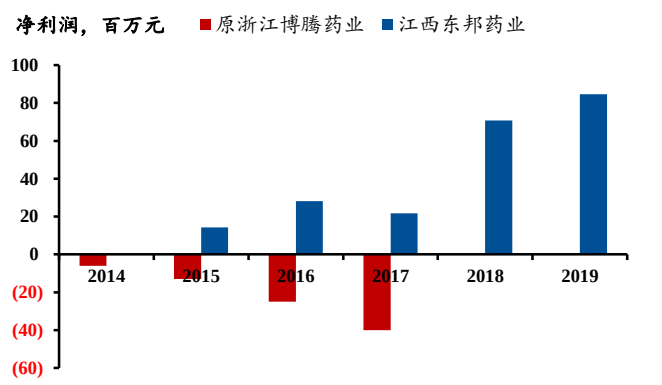
短期，公司盈利能力的提升将主要由 CMO 业务产能利用率提升驱动，即周转率提升带动。据 2020 年 3 月 31 日投资者关系活动记录表，“目前公司的产能利用率在 60% 左右”。而在前文的分析中，我们揭示公司由于前期积极的固定资产扩张策略，其现阶段的资产周转率是低于同行的，即公司目前的产能利用率仍低于行业平均水平。由此，我们预计在周转率回归到行业平均水平的阶段，公司通过长尾策略+产能重组，继续提高 CMO 产能利用率，公司的 ROE 水平将主要受周转率提高的驱动而有望提高。

图19: 2016 年起博腾股份加强固定资产投资管理



资料来源：wind，民生证券研究院

图20: 2014-2019 年博腾股份子公司生产基地盈亏情况



资料来源：wind，民生证券研究院

## (二) 中长期：跟随客户需求，持续提高产能与订单的匹配度

从产能结构看，多功能车间已占绝对比重，柔性产能可以满足客户多元化需求。根据国际制药工程协会（ISPE）的指南，医药中间体/原料药生产车间可分为专用车间、多用途车间和多功能车间三类。CDMO 公司主要选用多功能车间，以满足客户多元化的需求，保证产能与订单的匹配度。上市以来，公司的产能结构发生了什么积极变化？1) 公司的产能结构发生了从以专用车间为主到以多功能车间为主的优化。其中，公司重庆长寿生产基地 102-105 车间已技改并取消原有产品，被取消的包括公司上市时的主营产品双呋喃内酯和叔丁氧侧链。具体而言，102-104 车间正在被改造为多功能原料药/中间体车间，105 车间正在被改造为研发中试原料药/医药中间体车间（表 4 及表 5）。2) 另一个积极变化是跟随客户产品升级需求，对原有产能进行技改。原料药方面，公司多功能 GMP 车间（108）于 2017 年投入使用，年产规模合计为 67.5 吨。高活化合物方面，公司长寿生产基地已有对应的 non-GMP 和 GMP 中试及商业化车间，截至 2020 年 6 月份公司已累计交付克级至百公斤级高活项目十余个，主要涉及抗肿瘤、细胞毒等领域。

**表4: 博腾股份现有项目的主要产品及生产规模情况**

| 序号 | 项目名称                      | 产品名称        | 产品规模 (吨/年)     | 生产车间                         |
|----|---------------------------|-------------|----------------|------------------------------|
| 1  | 双呋喃内酯等高级医药中间体及原料药生产基地     | 双呋喃内酯 (K15) | 100→已技改, 产品取消  | 103、104 车间                   |
|    |                           | 叔丁氧侧链 (K16) | 100→已技改, 产品取消  | 105 车间                       |
|    |                           | 雷米特尼 (D11)  | 50→已技改, 产品取消   | 102 车间                       |
|    |                           | 精烘包车间       | /              | 101 车间                       |
| 2  | 多功能加氢车间 (107 车间) 项目       | T42         | 25             | 106、107 车间                   |
|    |                           | T48         | 20             |                              |
|    |                           | T113        | 30             |                              |
|    |                           | K63         | 15             |                              |
| 3  | 多功能 GMP 车间 (108) 建设项目一期工程 | K136        | 15             | 108 车间                       |
|    |                           | 原料药 D36     | 2              |                              |
|    |                           | 原料药 D39     | 5              |                              |
|    |                           | 原料药 D47     | 6.5            |                              |
|    |                           | 原料药 D48     | 2              |                              |
|    |                           | 原料药 D49     | 7              |                              |
| 4  | 烟碱粗品提纯生产线改建项目             | 原料药 D50     | 45             | 102 车间                       |
|    |                           | D40         | 120            |                              |
|    |                           | K20         | 50.4           |                              |
| 5  | 多功能医药中间体 110 生产车间技改项目     | T97         | 30,6           | 110 车间                       |
|    |                           | 抗丙肝药物中间体 A  | 150 (自用 15.36) |                              |
|    |                           | 抗丙肝药物中间体 C  | 10             |                              |
|    |                           | 抗丙肝药中间体 B   | 5→取消           |                              |
| 6  | 多功能医药中间体 109 生产车间技改项目     | 抗糖尿病中间体 A   | 150→取消         | 109 车间<br>(预计 2021 年二季度投入使用) |
|    |                           | 抗艾滋病药中间体 A  | 50→取消          |                              |
|    |                           | 抗糖尿病中间体 B   | 200→30         |                              |
|    |                           | 抗艾滋病药中间体 B  | 10→7.5         |                              |
|    |                           | 治脂肪肝病中间体 B  | 15 (新增)        |                              |
|    |                           | 抗肿瘤药中间体 B   | 1.5 (新增)       |                              |
|    |                           | 镇静药中间体 A    | 3.0 (新增)       |                              |
|    |                           | 治脂肪肝病中间体 A  | 3.2 (新增)       |                              |

|           |          |
|-----------|----------|
| 抗凝药中间体 A  | 10 (新增)  |
| 抗肿瘤药中间体 A | 1.8 (新增) |

资料来源：2020 年 4 月《博腾股份 109 车间 GMP 多功能车间项目环境影响报告书》，2020 年 5 月 29 日投资者关系活动记录表，民生证券研究院

从产能布局看，原料药 CMO 业务有望成为公司业绩的重要驱动力。公司最新的在建项目规划非常能体现公司产能布局战略。公司 2020 年报批环评审核的创新药服务中试基地及商业化生产技改项目，在这个项目中，两个中试车间都具备原料药生产能力，商业化车间中 102 及 103 车间合计规划有 14.22 吨/年的原料药产能（表 5）。产能是 CDMO 公司获得临床后期及商业化订单的基础，公司这种不断积极优化 CMO 产能的 α 努力，加之公司借助 CRO 平台实现早期 API 订单的快速积蓄，我们预计原料药 CMO 业务逐步成为公司未来 3-5 年业绩的重要驱动力。

**表5: 创新药服务中试基地及商业化生产技改项目的主要产品及生产规模情况**

| 产品名称       | 产品规模<br>(吨/年) | 生产车间   | 产品名称                                                                             | 产品规模<br>(吨/年) | 生产车间   |
|------------|---------------|--------|----------------------------------------------------------------------------------|---------------|--------|
| 抗疟疾药中间体 A  | 0.8           | 102 车间 | 冠心病药中间体 A                                                                        | 2             | 103 车间 |
| 抗心脏毒性原料药 A | 0.56          |        | 抗癌药中间体 D                                                                         | 15            |        |
| 慢性肝炎原料药 A  | 1             |        | 去虫药中间体 A                                                                         | 5             |        |
| 癫痫病原料药 A   | 5             |        | 抗糖尿病药中间体 D                                                                       | 15            |        |
| 抗抑郁症原料药 A  | 1             |        | 抗艾滋病药中间体 E                                                                       | 5             |        |
| 抗肿瘤原料药 A   | 0.06          |        | 抗癌药中间体 A                                                                         | 3             |        |
| 抗糖尿病原料药 A  | 0.5           |        | 抗艾滋病药中间体 F                                                                       | 5             |        |
| 抗艾滋病药中间体 I | 5             |        | 抗阿兹海默药中间体 A                                                                      | 15            |        |
| 抗感染药物中间体 B | 1             |        | 抗阿兹海默药中间体 B                                                                      | 12            |        |
| 抗菌药中间体 A   | 1             |        | 抗风湿药中间体 A                                                                        | 2             |        |
| 抗癌药中间体 B   | 1             |        | 哮喘原料药 A                                                                          | 0.9           |        |
| 抗癌药中间体 C   | 3             |        | 抗天胞疮原料药 A                                                                        | 1.2           |        |
| 抗感染药中间体 A  | 20            |        | 抗病毒原料药 A                                                                         | 3             |        |
| 抗艾滋病药中间体 C | 8             | 104 车间 | 治尿急原料药 A                                                                         | 1             | 105 车间 |
| 抗艾滋病药中间体 G | 50            |        | 研发中试原料药或医药中间体<br>(抗糖尿病类、治精神病类、降<br>血压类、治心脏病类、抗感染类)                               | 1.58          |        |
| 抗艾滋病药中间体 D | 70            |        | 研发中试原料药或医药中间体<br>(抗艾滋病类、哮喘类、抗菌类、<br>抗病毒类、治心脏病类、抗肝炎<br>类、降血脂类、抗抑郁症类、抗<br>肿瘤类、抗癌类) | 12.33         |        |
| 抗艾滋病药中间体 H | 12            |        |                                                                                  |               |        |
| 抗糖尿病药中间体 C | 25            |        |                                                                                  |               |        |
| 抗感染药物中间体 C | 1.5           |        |                                                                                  |               |        |
| 抗风湿药中间体 B  | 1             |        |                                                                                  |               |        |
| 抗癌药中间体 E   | 0.2           |        |                                                                                  |               |        |
| 治精神病药中间体 A | 1             |        |                                                                                  |               |        |

资料来源：2020 年 4 月《博腾股份 109 车间 GMP 多功能车间项目环境影响报告书》，民生证券研究院

## 四、关键假设及盈利预测

### (一) CMO 业务盈利预测

**CMO 项目数量：**2017-2019 年，公司的 CMO 服务项目数分别为 59、112 和 121 个，未来三年 CDMO 订单数增长的驱动是什么？我们判断主要来自既往大客户 pipeline 参与度的提升以及 CRO 端储蓄早期项目的导流，分析过程如下——1) 前文中我们提到，2017-2019 年 CRO 端积累的早期项目尚未实现导流，期间 CMO 项目数的稳健增长是公司基于对跨国创新药企长期服务的合作深化，我们判断过去三年公司 CMO 订单的核心驱动是大客户 pipeline 参与度的提升。2) 如我们前文所述，公司国内 CRO 平台于 2018 年及 2019 年陆续启用后，与 J-STAR 平台一起，助力公司实现早期项目池子的快速积累；考虑到临床试验进展节奏，我们预计 2020 年起逐渐有早期项目导流到三期，成为未来三年公司 CMO 订单持续增长的核心驱动之一。综上，未来三年，我们预计临床 III 期项目数同比增长 20%至 25%，新药申请及商业化每年增加 4 至 6 个。

**CMO 项目均价：**2017-2019 年，临床 3 期的服务产品个数占比分别为 15%、25%和 28%，而临床 III 期的单笔项目销售金额明显小于商业化项目，这些显示公司 CMO 项目均价变化与项目结构变化相关。考虑到公司的 CMO 订单结构日趋合理，以及客户 pipeline 参与度的逐渐深入，我们假设未来三年公司 CMO 均价同比增加约 10%。

**CMO 业务毛利率：**据 2019 年 12 月 25 日投资者关系活动记录表，“今年前三季度综合利用率近 60%...我们没有新建生产基地的计划...未来主要是在现有生产基地里新建车间实现产能的扩建。”据 2020 年 3 月 31 日投资者关系活动记录表，在一季度未完全复工的前提下，“目前公司的产能利用率在 60%左右”。结合我们前文关于 CMO 订单持续性 & 产能利用率提升趋势的分析，我们预计未来三年公司 CMO 业务毛利率每年提升 1~2 pct。

表6: 博腾股份 CMO 业务的收入拆分与预测 (百万元)

|                       | 2017          | 2018          | 2019           | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|-----------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>CMO 业务收入</b>       | <b>927.79</b> | <b>848.25</b> | <b>1026.78</b> | <b>1219.08</b> | <b>1485.67</b> | <b>1841.07</b> |
| YOY                   | -21.82%       | -8.57%        | 21.05%         | 18.73%         | 21.87%         | 23.92%         |
| 毛利率                   | 38.67%        | 34.74%        | 40.79%         | 42%            | 44%            | 46%            |
| <b>CMO 项目数量 (个)</b>   | <b>59</b>     | <b>112</b>    | <b>121</b>     | <b>132</b>     | <b>146</b>     | <b>165</b>     |
| YOY (%)               |               | 90%           | 8%             | 8.9%           | 10.8%          | 12.7%          |
| 临床 III 期 (个)          | 9             | 28 (+211%)    | 34 (+21%)      | 同比增长 20%~25%   |                |                |
| 新药申请及商业化 (个)          | 50            | 84            | 87             | 增加 4~6 个/年     |                |                |
| <b>CMO 均价 (百万元/个)</b> | <b>15.73</b>  | <b>7.57</b>   | <b>8.49</b>    | <b>9.25</b>    | <b>10.17</b>   | <b>11.19</b>   |
| YOY (%)               |               | -52%          | 12%            | 9%             | 10%            | 10%            |

资料来源：2017-2019 年公司年报，民生证券研究院

### (二) CRO 业务盈利预测

**实验室平均人数：**前文中，我们已经提到公司对研发人员的规划是每年增加 100 人的规模，考虑到中美 CRO 实验室的启用节奏，我们预计未来三年中国区实验室每年增加约 90 人，美国 J-STAR 实验室每年增加约 5 至 8 人。

**CRO 人均创收：**我们判断主要由人效的提升和高附加值订单占比的提高驱动，分析过程如下——1) 据 2020 年 3 月 30 日投资者关系活动记录表，“过去两年每年研发效率提升约 10 个百分点”。显示公司在研发人员快速扩张的全体下，保持人效的不断提升。2) 结合前文公司 CRO 平台的启用节奏，以及公司 CRO 人效的提升趋势，我们认为公司过去三年 CRO 订单的附加值在不断提升。综上，未来三年，我们预计中国区实验室人均创收同比增长 13%~18%，美国实验室人均创收同比增长 28%~35%。

**CRO 业务毛利率：**结合我们前文关于 CRO 订单附加值提高及研发人员人效提升的分析，我们预计未来三年公司 CRO 业务毛利率每年提升约 0~1 pct。

表7: 博腾股份 CRO 业务的收入拆分与预测 (百万元)

|                      | 2017          | 2018          | 2019          | 2020E         | 2021E          | 2022E          |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>CRO 业务收入</b>      | <b>190.62</b> | <b>296.21</b> | <b>491.29</b> | <b>730.17</b> | <b>1019.09</b> | <b>1382.75</b> |
| YOY                  | 129.75%       | 55.39%        | 65.86%        | 48.62%        | 39.57%         | 35.68%         |
| 毛利率                  | 30.70%        | 32.01%        | 36.41%        | 37%           | 37%            | 38%            |
| <b>中国区实验室</b>        | <b>120.58</b> | <b>164.34</b> | <b>297</b>    | <b>452.87</b> | <b>638.57</b>  | <b>854.66</b>  |
| YOY (%)              | 45.3%         | 36.3%         | 80.7%         | 175.56%       | 41.01%         | 33.84%         |
| <b>中国实验室平均人数 (人)</b> | <b>189</b>    | <b>201</b>    | <b>308</b>    | <b>398</b>    | <b>488</b>     | <b>578</b>     |
| YOY (%)              | 16.7%         | 6.3%          | 53.2%         | 29.22%        | 22.61%         | 18.44%         |
| <b>人均创收 (百万元/人)</b>  | <b>0.64</b>   | <b>0.82</b>   | <b>0.96</b>   | <b>1.14</b>   | <b>1.31</b>    | <b>1.48</b>    |
| YOY (%)              | 24.6%         | 28.2%         | 17.9%         | 18%           | 15%            | 13%            |
| <b>美国 J-STAR 实验室</b> | <b>70.04</b>  | <b>131.87</b> | <b>194</b>    | <b>277.31</b> | <b>380.53</b>  | <b>528.09</b>  |
| YOY                  |               | 88.3%         | 47.1%         | 110.29%       | 37.22%         | 38.78%         |
| <b>美国实验室平均人数 (人)</b> | <b>64</b>     | <b>81</b>     | <b>85</b>     | <b>90</b>     | <b>95</b>      | <b>103</b>     |
| YOY (%)              |               | 26.6%         | 4.9%          | 5.88%         | 5.56%          | 8.42%          |
| <b>人均创收 (百万元/人)</b>  | <b>1.09</b>   | <b>1.63</b>   | <b>2.28</b>   | <b>3.08</b>   | <b>4.01</b>    | <b>5.13</b>    |
| YOY (%)              |               | 48.8%         | 40.2%         | 35%           | 30%            | 28%            |

资料来源：2017-2019 年公司年报，民生证券研究院

## 四、投资建议

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45、0.59 和 0.78 元，按 2020 年 7 月 9 日收盘价对应 PE 为 87、66、50 倍。公司在全球创新药产业链的参与度持续提高，随着服务客户的广度和深度不断增加，公司临床项目有望保持高增长，同时陆续有客户的订单陆续进入商业化放量阶段，我们预计公司未来三年业绩达 30%+ 的复合增速，首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

表8: 可比公司估值 (2020 年 7 月 9 日)

| 代码        | 简称   | 总市值 (亿元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       |
|-----------|------|----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |      |          | 2019    | 2020E | 2021E | 2019   | 2020E | 2021E |
| 603259.SH | 药明康德 | 2341.86  | 1.12    | 1.78  | 2.07  | 90     | 57    | 49    |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 803.92   | 0.69    | 1.05  | 1.37  | 147    | 96    | 74    |
| 002821.SZ | 凯莱英  | 527.87   | 2.39    | 3.10  | 3.98  | 95     | 74    | 57    |
| 300725.SZ | 药石科技 | 179.18   | 1.21    | 1.30  | 1.61  | 102    | 95    | 77    |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 225.03   | 1.10    | 1.15  | 1.56  | 90     | 86    | 64    |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 211.07   | 0.34    | 0.45  | 0.59  | 114    | 87    | 66    |
| 均值        |      |          | 1.14    | 1.47  | 1.86  | 106    | 82    | 64    |

资料来源: wind, 民生证券研究院 (药明康德、康龙化成、凯莱英、药石科技和昭衍新药是民生证券预测)

## 五、风险提示

不确定的宏观环境变化导致全球创新药研发投入景气度下降的风险; 固定资产投资风险; 生物药及制剂 CDMO 两大新业务的投资风险; 汇兑风险; 应收账款坏账风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元)   | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 1,551 | 1,979 | 2,532 | 3,248 |
| 营业成本        | 964   | 1,197 | 1,501 | 1,876 |
| 营业税金及附加     | 13    | 16    | 20    | 24    |
| 销售费用        | 45    | 69    | 101   | 146   |
| 管理费用        | 198   | 257   | 304   | 357   |
| 研发费用        | 123   | 208   | 291   | 422   |
| EBIT        | 208   | 232   | 315   | 422   |
| 财务费用        | 7     | 0     | (2)   | (5)   |
| 资产减值损失      | (31)  | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益        | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 营业利润        | 195   | 254   | 337   | 449   |
| 营业外收支       | (1)   | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额        | 193   | 254   | 337   | 449   |
| 所得税         | 14    | 18    | 24    | 32    |
| 净利润         | 180   | 235   | 313   | 417   |
| 归属于母公司净利润   | 186   | 243   | 321   | 424   |
| EBITDA      | 325   | 346   | 433   | 544   |
|             |       |       |       |       |
| 资产负债表 (百万元) | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金        | 1175  | 1194  | 1563  | 1763  |
| 应收账款及票据     | 363   | 453   | 585   | 747   |
| 预付款项        | 12    | 19    | 24    | 28    |
| 存货          | 343   | 417   | 536   | 656   |
| 其他流动资产      | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 流动资产合计      | 1927  | 2281  | 2802  | 3468  |
| 长期股权投资      | 0     | 7     | 13    | 19    |
| 固定资产        | 1245  | 1285  | 1325  | 1365  |
| 无形资产        | 85    | 85    | 85    | 85    |
| 非流动资产合计     | 2029  | 1980  | 1929  | 1873  |
| 资产合计        | 3955  | 4261  | 4731  | 5341  |
| 短期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 416   | 455   | 570   | 713   |
| 其他流动负债      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计      | 647   | 717   | 874   | 1068  |
| 长期借款        | 242   | 242   | 242   | 242   |
| 其他长期负债      | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 非流动负债合计     | 244   | 244   | 244   | 244   |
| 负债合计        | 891   | 961   | 1118  | 1312  |
| 股本          | 543   | 543   | 543   | 543   |
| 少数股东权益      | (2)   | (9)   | (18)  | (26)  |
| 股东权益合计      | 3064  | 3300  | 3613  | 4029  |
| 负债和股东权益合计   | 3955  | 4261  | 4731  | 5341  |

| 主要财务指标          | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 30.9  | 27.6  | 27.9  | 28.3  |
| EBIT 增长率        | 68.1  | 11.5  | 35.7  | 34.1  |
| 净利润增长率          | 49.0  | 30.7  | 32.5  | 32.0  |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 37.8  | 39.5  | 40.7  | 42.3  |
| 净利润率            | 12.0  | 12.3  | 12.7  | 13.1  |
| 总资产收益率 ROA      | 4.7   | 5.7   | 6.8   | 7.9   |
| 净资产收益率 ROE      | 6.1   | 7.3   | 8.9   | 10.5  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 3.0   | 3.2   | 3.2   | 3.2   |
| 速动比率            | 2.4   | 2.6   | 2.6   | 2.6   |
| 现金比率            | 1.8   | 1.7   | 1.8   | 1.7   |
| 资产负债率           | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 69.8  | 69.8  | 69.8  | 69.8  |
| 存货周转天数          | 114.3 | 114.3 | 114.3 | 114.3 |
| 总资产周转率          | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.4   | 0.4   | 0.6   | 0.8   |
| 每股净资产           | 5.7   | 6.1   | 6.7   | 7.5   |
| 每股经营现金流         | 0.6   | 0.2   | 0.8   | 0.5   |
| 每股股利            | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 111.1 | 87.0  | 65.7  | 49.7  |
| PB              | 6.9   | 6.4   | 5.8   | 5.2   |
| EV/EBITDA       | 45.3  | 36.6  | 27.5  | 20.4  |
| 股息收益率           | 0.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

| 现金流量表 (百万元) | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 180   | 235   | 313   | 417   |
| 折旧和摊销       | 148   | 114   | 118   | 122   |
| 营运资金变动      | (9)   | (264) | 4     | (271) |
| 经营活动现金流     | 353   | 90    | 439   | 271   |
| 资本开支        | 170   | 59    | 60    | 60    |
| 投资          | 325   | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | 175   | (58)  | (58)  | (58)  |
| 股权募资        | 12    | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | (806) | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | (805) | (12)  | (12)  | (12)  |
| 现金净流量       | (278) | 20    | 368   | 201   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 插图目录

|       |                                          |    |
|-------|------------------------------------------|----|
| 图 1:  | 2009-2019 年博腾股份营收和净利润情况                  | 4  |
| 图 2:  | 2009-2019 年博腾股份 ROE 水平与其周转率正相关           | 4  |
| 图 3:  | 2009-2019 年博腾股份及可比公司资产周转率水平              | 5  |
| 图 4:  | 2015-2019 年博腾股份主要营收来源是 CMO 业务            | 5  |
| 图 5:  | 2017-2019 年博腾股份长尾客户销售贡献持续提高              | 6  |
| 图 6:  | 2015-2019 年博腾股份非前五大客户销售保持高增长             | 6  |
| 图 7:  | 2016 年起博腾股份加强固定资产投资管理                    | 6  |
| 图 8:  | 2013-2019 年博腾股份在建工程及转固情况                 | 6  |
| 图 9:  | 2013-2019 年博腾股份及可比公司研发人员数目               | 7  |
| 图 10: | 2013-2019 年博腾股份及可比公司销售费用率                | 7  |
| 图 11: | 博腾股份化学原料药 CDMO 服务平台简介                    | 8  |
| 图 12: | 2017-2019 年博腾股份新增大量中小客户                  | 9  |
| 图 13: | 2019 年博腾股份按 CRO 平台划分的服务项目数               | 9  |
| 图 14: | 2017-2019 年博腾股份订单结构逐渐优化                  | 9  |
| 图 15: | 2015-2019 年博腾股份 CRO 业务收入及毛利率             | 9  |
| 图 16: | 2017-2019 年博腾股份服务 API 产品数                | 10 |
| 图 17: | 2017-2019 年博腾股份 API 销售收入                 | 10 |
| 图 18: | 博腾股份生物药 CDMO 需求端景气度-针对特定疾病的细胞和基因治疗临床试验数目 | 11 |
| 图 19: | 2016 年起博腾股份加强固定资产投资管理                    | 12 |
| 图 20: | 2014-2019 年博腾股份子公司生产基地盈亏情况               | 12 |

## 表格目录

|      |                                 |    |
|------|---------------------------------|----|
| 表 1: | 博腾股份 CRO 平台和 CMO 产能存在业务协同       | 4  |
| 表 2: | 博腾股份生物药及制剂 CDMO 的技术平台和产能的启用节奏   | 11 |
| 表 3: | 2013-2019 年博腾股份取得和处置子公司的情况      | 12 |
| 表 4: | 博腾股份现有项目的主要产品及生产规模情况            | 13 |
| 表 5: | 创新药服务中试基地及商业化生产技改项目的主要产品及生产规模情况 | 14 |
| 表 6: | 博腾股份 CMO 业务的收入拆分与预测 (百万元)       | 15 |
| 表 7: | 博腾股份 CRO 业务的收入拆分与预测 (百万元)       | 16 |
| 表 8: | 可比公司估值 (2020 年 7 月 8 日)         | 17 |
|      | 公司财务报表数据预测汇总                    | 18 |

## 分析师简介

**孙建**，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                    |
|-----------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上      |
| 行业评级标准                      |      |                       |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。