

博腾股份(300363)

# 苏州博腾引战投，加速推进一体化

## ——博腾股份事件点评报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006  
☎️：孙建 021-80105900  
✉️：sunjian@stocke.com.cn

### 报告导读

我们认为本次增资一方面增强了苏州博腾的资金实力，有助于促进公司基因细胞治疗 CDMO 的业务发展；另一方面我们认为公司正在抓住技术窗口期、加速构建一体化平台，用模式创新重构全球创新药研发产业链。

### 投资要点

#### □ 苏州博腾引战投，当前公允价值 7.80 亿

公司 2021 年 4 月 16 日发布公告，控股子公司苏州博腾将通过增资扩股方式引入外部投资者，增强其资金实力，满足后续资本性支出及运营支出的资金需求，提升其整体竞争力，促进公司基因细胞治疗 CDMO 业务的发展。公司全资子公司博腾生物研究院、苏州博腾拟与 **先进制造二期基金、高瓴辰钧、惠每健康、南京瑞联、苏州时节启扬** 以及 **博信生物** 等共同签署《投资协议》、《股东协议》。本次增资后，股权结构如下：

表 1：苏州博腾 2021 年增资后股权结构

序号	股东名称	认缴比例 (%)	认缴注册资本 (万元)
1	重庆博腾生物医学研究院有限公司	50.10%	14397.37
2	先进制造产业投资基金二期 (有限合伙)	19.23%	5526.32
3	上海高瓴辰钧股权投资合伙企业 (有限合伙)	14.10%	4052.63
4	重庆博信生物科技合伙企业 (有限合伙)	8.87%	2550.00
5	惠每健康 (天津) 股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	3.85%	1105.26
6	南京瑞联管理咨询合伙企业 (有限合伙)	1.28%	368.42
7	苏州时节启扬企业管理中心 (有限合伙)	1.28%	368.42
8	博腾生物研究院指定第三方	1.28%	368.42
合计		100%	28736.84

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据本次公告披露的融资明细，本次交易定价以苏州博腾 2020 年 12 月 31 日净资产为依据，同时参考同类可比公司类似融资的估值溢价后，结合苏州博腾实际情况定价，经我们换算苏州博腾目前公允价值为 7.8 亿，对应 2020 年年末净资产 14.76 倍。

### 评级

上次评级 买入  
当前价格 ¥ 53.22

### 单季度业绩

元/股  
4Q/2020 0.16  
3Q/2020 0.20  
2Q/2020 0.15  
1Q/2020 0.09



### 公司简介

公司是一家为创新药提供医药中间体的工艺研究开发、质量研究和安全性研究，以及为创新药提供医药中间体的定制生产服务，包括研发阶段的小规模生产服务到商业化阶段的大规模生产服务。

### 相关报告

- 《博腾股份 Q1 点评：盈利能力再提升，期待新产能新空间》2020.03.25
- 《博腾股份点评：全面修复，2021 看新业务新弹性》2021.03.13
- 《博腾股份点评：激励上调考核，预期加速修复》2021.03.03
- 《【浙商医药】博腾股份 2020 年业绩预告点评：符合预期，关注盈利能力提升+新产能释放》2021.01.10
- 《【浙商医药】博腾股份三季报点评：产品结构持续优化，盈利能力创历史新高》2020.10.27

**表 2：2020 年及 2021Q1 主要财务数据（万元）**

	2020 年 12 月 31 日	2021 年 3 月 31 日
净资产	5284.8	5201.01
营业收入	139.12	74.6
利润总额	-4408.79	-1624.04
净利润	-3748.75	-1083.76

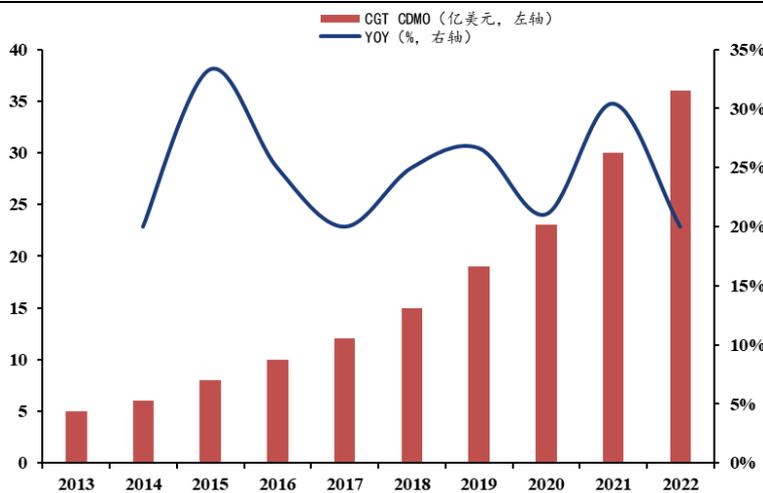
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### □ 细胞基因治疗：赛道火热，全球每年新增管线超 600 个

近年来，随着技术的发展，细胞基因治疗赛道愈发火热，在研临床管线数目不断创新高。据 Pharmaprojects 统计 2020 年基因治疗在研管线 1273 个，比 2019 年增长 409 个；细胞治疗在研管线 491 个，比 2019 年增加 215 个。目前中国正在开展的临床试验管线超 100 项，涉及公司 80 余家。同时，细胞基因疗法在商业化阶段也已逐渐进入收获期。仅 2021 年 Q1 上市的 CAR-T 疗法就达到两个（自 2017 年至今总共上市 5 个），分别为 BMS 的 CD19-CAR-T 及 BMS 与 bluebird 合作的 BCMA-CAR-T。我们发现，细胞基因治疗随着技术的不断成熟，新靶点、新疗法不断进入商业阶段，它们在罕见病领域的治疗突破、从治疗基因的角度提高患者依从性及提高有价值生命周期的角度革新医药市场。我们预估 CGT 市场或从 2017 年的 60 亿美元逐渐成长到 2026 年的 350 亿，CAGR 22%。

### □ 细胞基因治疗 CDMO：“蓝海卖水人”，国内外公司加速布局

细胞基因疗法 CDMO 目前还处于初级阶段，外包需求在技术、生产及监管等较高的壁垒与成本的催化下持续上扬。根据弗若斯特沙利文的统计数据，CGT CDMO 额市场已经由 2013 年的 5 亿美元增加至 12 亿美元，复合年增长率 23.2%，预期 2022 年将增加至 36 亿美元，复合年增速 24.2%。

**图 7：2013-2033 年 CGT CDMO 市场规模预估**


资料来源：药明康德 H 股招股书，浙商证券研究所

国内外公司正在加速布局，目前技术平台较领先的包括药明康德、康龙化成、博腾股份、和元生物、金斯瑞生物等。鉴于国内经验及资源有限，药明康德与康龙化成均选择收购成熟产能，分别于 2021 年 3 月收购了英国 OXGENE (1.35 亿美元) 及 Allergan Biologics Limited (1.2 亿美元)。

### □ 苏州博腾：领先的全链条细胞治疗服务，2020 年新签订单 5600 万

公司于 2020 年 12 月开启 CGT CDMO 板块新业务，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较高水平，特别是慢病毒的悬浮无血清工艺。2020 年公司 CGT CDMO 业务实现了订单“破局”，共签订 5 个客户订单（订单金额约 5600 万元），2020 年实现收入 139 万，2021 年预计实现收入 5000 万。同时，2021 年公司布局基于昆虫细胞的 AAV 悬浮无血清工艺平台，实现 50L 规模

的中试放大。另外加快推进二期建设，力争在 2022 年建成细胞治疗和 AAV 基因治疗商业化的 GMP 生产能力。

#### □ 全球 CDMO 行业分散，中国企业如何突破公司天花板？

我们发现 CDMO 行业全球集中度较低，中国企业在享受工程师红利产业专业的同时，在加速提高集中度，突破公司天花板。近年来，中国的头部公司在全球的增长始终高于行业增速，我们认为主要来源于两方面：一是商业模式。国内公司起步晚，因此更能避开过去行业发展走过的弯路，形成了差异化的商业模式。从 CRO 到 CMO，不仅是两个模式的叠加，更是商业模式的升级。从 PCC 到 NDA，从小分子到细胞基因治疗，一体化的商业模式对行业中其他的公司可能是降维打击。二是，在规模化中突破市占率瓶颈。如何在制造技术层面上的更新，在技术布局窗口期完成能力建设及平台布局对集中度提升会有很大帮助。而我们认为，博腾股份正是这样一个在加速布局一体化、抢技术窗口期中快速发展的 CDMO 公司。

#### □ 盈利预测及估值

我们认为公司的技术能力及产品交付能力均在不断提升中，公司小分子业务有望持续保持收入端 30%-35% 的快速增长。公司目前估值受到表观新业务开展带来的利润受损的影响，分部来看，小分子业务能力已经可以对标行业第一梯队。按照行业平均估值，假设小分子业务 2021 年 PE 65 倍，公司此部分业务市值约为 325 亿。CGT CDMO 业务 2021 年预计贡献收入 5000 万元，鉴于新业务在高速发展期，参考本次估值溢价，我们认为此部分业务估值 5 亿。2021 年 4 月 16 日公司市值 289 亿，未来大分子业务打开后将为公司贡献更大的市值空间，因此强烈推荐，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

新增固定资产折旧、股权激励、汇兑对表观业绩影响的波动性；新业务的盈利周期的波动性；创新药投融资景气度下滑。

### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2072	2861	3842	5146
(+/-)	34%	38%	34%	34%
净利润	324	409	548	712
(+/-)	33%	26%	34%	30%
每股收益(元)	0.60	0.75	1.01	1.31
P/E	89	71	53	41

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2182	2475	3071	3964	<b>营业收入</b>	2072	2861	3842	5146
现金	1262	1157	1444	1754	营业成本	1208	1691	2312	3136
交易性金融资产	4	4	4	4	营业税金及附加	6	23	31	41
应收账款	401	559	677	880	营业费用	77	86	115	190
其它应收款	23	32	43	57	管理费用	227	315	423	592
预付账款	17	26	32	45	研发费用	158	229	307	412
存货	430	652	826	1179	财务费用	43	27	23	3
其他	45	45	45	45	资产减值损失	30	50	67	90
<b>非流动资产</b>	2315	2595	2874	3132	公允价值变动损益	4	10	10	10
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	11	0	0	0
长期投资	25	7	7	7	其他经营收益	14	13	14	13
固定资产	1363	1568	1874	2149	<b>营业利润</b>	352	463	587	705
无形资产	89	83	76	69	营业外收支	12	(15)	(10)	(5)
在建工程	189	289	269	260	<b>利润总额</b>	364	448	577	700
其他	648	648	648	648	所得税	41	50	29	0
<b>资产总计</b>	4497	5069	5945	7097	<b>净利润</b>	323	398	548	700
<b>流动负债</b>	984	1114	1441	1893	少数股东损益	(1)	(11)	0	(12)
短期借款	144	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	324	409	548	712
应付款项	513	747	1001	1371	EBITDA	494	606	751	895
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.60	0.75	1.01	1.31
其他	327	367	440	522	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	120	120	120	120		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	107	107	107	107	<b>成长能力</b>				
其他	13	13	13	13	营业收入	33.56%	38.07%	34.31%	33.94%
<b>负债合计</b>	1104	1234	1561	2013	营业利润	38.70%	31.41%	26.88%	19.98%
少数股东权益	2	(9)	(9)	(21)	归属母公司净利润	32.52%	26.10%	34.06%	29.74%
归属母公司股东权	3391	3845	4393	5105	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4497	5069	5945	7097	毛利率	41.68%	40.87%	39.82%	39.06%
					净利率	15.60%	13.91%	14.28%	13.60%
					ROE	10.05%	10.83%	12.35%	14.03%
					ROIC	8.47%	9.82%	11.84%	13.08%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	24.54%	24.34%	26.25%	28.37%
					净负债比率	37.39%	21.75%	17.20%	13.33%
					流动比率	2.22	2.22	2.13	2.09
					速动比率	1.78	1.64	1.56	1.47
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.60	0.70	0.79
					应收帐款周转率	5.52	5.72	5.60	5.62
					应付帐款周转率	4.80	4.78	4.73	4.72
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.60	0.75	1.01	1.31
					每股经营现金	0.93	0.84	1.40	1.41
					每股净资产	6.25	7.08	8.09	9.41
					<b>估值比率</b>				
					P/E	89	71	53	41
					P/B	6.76	5.97	5.22	4.49
					EV/EBITDA	38.36	36.33	28.94	23.95

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>