

博腾股份(300363)

报告日期: 2021年5月31日

点评报告

行业公司研究—化学制药行业—

证券研究报告

首个独家合作落地, CGT CDMO 再加速

——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

此次博腾股份与凯地生物达成的独家战略合作标志着公司 CGT CDMO 已逐渐得到国内优质 CAR-T biotech 的认可, 有助于在能力建设期积累客户资源, 增强业绩确定性及新业务业绩弹性。

投资要点

□ 事件: 与凯地生物达成战略合作, 成为独家 CAR-T CDMO 合作伙伴

2021年5月31日, 博腾股份子公司博腾生物宣布与凯地生物达成战略合作。博腾生物以端到端的基因与细胞治疗 CDMO 服务平台, 为凯地生物新型 CAR-T 细胞疗法提供 CMC 研究开发服务, 包括质粒、病毒载体和 CAR-T 细胞的工艺开发与生产及 CMC 部分的 IND 注册申报支持等服务, 加速细胞治疗药物研发进程。

□ 凯地生物战略合作: 合作涉多个项目或高达 4000 万, 逐步贡献业绩弹性

凯地生物专注于研发恶性实体瘤 CAR-T 疗法, 拥有自主技术平台—KD-SmCAR, 并成功开发 10 余条管线。其中, KD-025 CAR-T 产品 NKG2DL-CAR-T 是基于肝癌及胶质瘤的一类新药, 成果于 2019 年发表于 ASCO, 目前正在多中心开展 KD-025 CAR-T POC 临床试验, 已完成多例临床回输, 无明显毒副作用, 安全有效, 同时正在推进 KD-025 CAR-T 国内外 IND 申报及多款新型 CAR-T IIT 临床研究。

图 1: 凯地生物管线

	Product Candidates	Targets	Discovery	Preclinical	Phase1/2	Phase2/3
hAbs	KD-055	CLDN18.2	→	→		
	KD-065	TROP2	→	→		
CAR-T	KD-025 ^{2nd}	NKG2DL	→	→	→	
	KD-182 ^{2nd}	CLDN18.2	→	→	→	
	KD-496 ^{4th}	CLDN18.2/ ARMOUR	→	→	→	
	KD-593 ^{4th}	CLDN18.2/ ARMOUR	→	→	→	
UCAR-T	KD-U496 ^{4th}	Un-disclosed	→	→		
	KD-U593 ^{4th}	Un-disclosed	→	→		
TCR-T	KD-TCR75	Un-disclosed	→	→		
Gene Therapy	KD-GT015	Un-disclosed	→			

资料来源: 凯地生物官网, 浙商证券研究所

此次战略合作 KD-025 CAR-T 产品将成为首个与博腾生物合作项目, 作为独家 CDMO 合作伙伴为凯地生物提供多个 CAR-T 项目的 CMC 研究开发服务。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥65.88

单季度业绩

元/股

1Q/2021 0.16
4Q/2020 0.16
3Q/2020 0.20
2Q/2020 0.15



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

- 1《【浙商医药】博腾股份 Q1 点评: CRO 量价齐升, 开启新周期》2020.04.28
- 2《【浙商医药】博腾股份点评: 苏州博腾引战投, 加速推进一体化》2020.04.17
- 3《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
- 4《博腾股份点评: 全面修复, 2021 看新业务新弹性》2021.03.13
- 5《博腾股份点评: 激励上调考核, 预期加速修复》2021.03.03

据我们预估首个全流程项目单价或达 1000-2000 万元，整个合作涉及多个临床管线，或高达 4000 万元，后续项目推进节奏视凯地生物管线的推进及博腾生物研发、生产能力而定，有望逐渐贡献较大业绩弹性。

□ 博腾生物：全流程服务，有望率先抢占国内需求红利

据统计目前中国正在开展的 CGT 临床管线超 100 项，涉及公司 80 余家。同时，在商业化阶段也已逐渐进入收获期。博腾股份子公司，博腾生物，于 2020 年 12 月开启 CGT CDMO 板块后已建立了免疫细胞治疗的工艺平台和临床 1 期 GMP 生产平台，并于 2020 年实现订单“破局”，签订订单金额约 5600 万元，在质粒、病毒、细胞领域均实现较高水平。

□ 独家合作模式，新业务业绩确定性提升

博腾生物与凯地生物的此次合作是公司 CGT CDMO 业务的首个独家合作伙伴，新的商业模式也有助于公司在 CGT 能力建设窗口期快速积累客户资源，抢占国内市场。

目前博腾生物的 CGT CDMO 仍处于能力建设期，团队规模约 120 人，2020 年亏损约 4000 万，2021 年利润端随着基于昆虫细胞的 AAV 悬浮无血清工艺平台的布局及商业化 GMP 生产能力的建设或持续亏损。公司于 4 月 16 日公告引入战投，加速推进一体化平台。我们认为此次合作，显示出了优质 CGT biotech 公司对博腾生物生产及研发能力的认可，且随着公司生产及研发能力的建设有望为公司 CGT CDMO 带来较大业绩确定性。

□ 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，小分子业务有望持续保持收入端 30%-35% 的快速增长，约贡献 5 亿利润，参考可比公司估值，给予 2021 年 80 倍 PE，小分子业务约 400 亿市值。CGT CDMO 业务 2021 年预计贡献收入 5000 万元，未来 CGT CDMO 业务打开后将为公司贡献更大的市值空间。2021 年 5 月 31 日公司市值为 358 亿，因此，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	110	86	61	45

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
流动资产	2182	2475	3071	3964	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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	利润总额	364	448	577	700
其他	648	648	648	648	所得税	41	50	29	0
资产总计	4497	5069	5945	7097	净利润	323	398	548	700
流动负债	984	1114	1441	1893	少数股东损益	(1)	(11)	0	(12)
短期借款	144	0	0	0	归属母公司净利润	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	主要财务比率				
非流动负债	120	120	120	120		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	107	107	107	107	成长能力				
其他	13	13	13	13	营业收入	33.56%	38.07%	34.31%	33.94%
负债合计	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	获利能力				
负债和股东权益	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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标(元)				
					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
					估值比率				
					P/E	110	86	61	45
					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“本公司”）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>