

# 缔造小分子 CDMO 一体化平台，CGT CDMO 蓝海赛道再起航

## 买入(首次)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,105	7,315	8,407	10,350
同比	50%	136%	15%	23%
归属母公司净利润(百万元)	524	1,345	1,452	1,774
同比	61%	157%	8%	22%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.96	2.47	2.67	3.26
P/E(现价&最新股本摊薄)	87.37	34.04	31.52	25.81

### 投资要点

- 战略转型驶入快车道，打通小分子化药全生命周期 CDMO 服务平台：**公司 2017 年由传统“大客户+”战略转向“营销转型、产品升级、发展工艺化学 CRO”，实现客户多元化，业务结构上也形成了原料药 CRO 向原料药 CMO 导流，国外 J-Star 业务向国内研发生产基地导流，同时积极发展制剂 CDMO 业务，形成了从临床早期研发、临床阶段生产和商业化生产的全生命周期 CDMO 业务链条。公司 2021 年营收 31.05 亿元，同比增长 49.87%，2017-2021 年 CAGR 为 27.25%；归母净利润为 5.24 亿元，同比增长 61.49%，2017-2021 年 CAGR 为 48.60%。
- 全球 CDMO 行业持续扩容与产能向国内转移共同驱动行业增长：**全球药物研发的高热度为 CDMO 行业带来了机遇，2020 年全球 CDMO 市场规模为 554 亿美元，而国内规模为 317 亿元，国内 CDMO 市场 2021-2025 年 CAGR 预计在 30% 以上；同时由于 CDMO 行业具有高科技属性且对研发技术人员高，全球 CDMO 产业从欧美地区向具有成本优势的亚太地区转移，中国 CDMO 企业受益明显。
- 化学原料药 CDMO 业务高歌猛进：**公司已形成全产业链原料药 CDMO 服务平台，通过快速整合收购标的与扩建实现业务全球布局。积极投入研发加强“D”端能力，快速扩充产能与人员规模加强“M”端能力，2021 年实现主营业务化学原料药 CDMO 同比增长 52.5%，业务收入 30.69 亿元；同时受益于新冠小分子化学原料药大额订单，公司积极把握产能建设与投放节奏，为后续业务持续增长加码。
- 新业务制剂 CDMO 稳步向前：**积极打造“原料药+API+制剂”一体化高价值产业链，2021 年制剂 CDMO 业务实现 0 的突破，实现营收 2,016 万元。制剂 CDMO 平台陆续于 2021 年和 2022 年投产，接单能力迅速提升，将有望承接原料药 CDMO 导流业务。
- 新业务细胞与基因治疗 (CGT) CDMO 拥抱未来：**CGT CDMO 尚处于早期发展阶段，属于蓝海赛道，2021 年全球和中国 CGT CDMO 市场规模分别为 29 亿美元和 3 亿美元，2021-2025 年 CAGR 分别为 36.61% 和 54.29%，公司布局 CGT CDMO，2021 年人员规模快速扩充至 294 人并获得 1.3 亿元订单，CGT CDMO 有望成为公司未来主要增长点。
- 盈利预测与投资评级：**公司为国内优秀 CDMO 标的，行业具备高景气发展，我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 73.15 亿元，84.07 亿元，103.50 亿元；归母净利润分别为 13.45 亿元，14.52 亿元，17.74 亿元；当前股价对应估值分别为 34X，32X，26X，首次覆盖给予“买入”评级。

2022 年 04 月 18 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书：S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	84.12
一年最低/最高价	51.29/104.00
市净率(倍)	11.50
流通 A 股市值(百万元)	38,913.21
总市值(百万元)	45,775.19

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.31
资产负债率(% ,LF)	36.21
总股本(百万股)	544.17
流通 A 股(百万股)	462.59

### 相关研究

- **风险提示：**环保政策收紧；成本向下游传导不及预期；新产品审批和放量不及预期；CDMO 业务不及预期；新业务不及预期；汇兑损益风险。

## 内容目录

1. 打通药品全生命周期 CDMO 服务平台，前后端导流促进业务持续增长 .....	6
1.1. 业务覆盖原料药、制剂、生物 CDMO，打造一体化平台 .....	6
1.2. 调整客户战略，优化产品结构，带动业绩持续增长 .....	8
1.3. 产能释放、利用率提升进一步支持业绩未来持续增长 .....	10
2. 全球 CDMO 行业持续扩容，“产能转移+政策”带动国内增长 .....	12
2.1. 全球 CDMO 规模持续扩容 .....	12
2.2. 国内受益于产能转移和政策，行业景气度高 .....	15
3. 化学原料药 CDMO：漏斗效应初步显现，产能订单协同增长 .....	17
3.1. “D”端能力持续加强，产能响应订单不断扩充 .....	19
3.2. 需求端：订单饱满，新老客户保持高增长 .....	20
3.3. 供给端：产能加速释放，有效匹配快速增长的订单需求 .....	21
4. 制剂 CDMO：API 制剂一体化，复杂制剂有望加深护城河 .....	23
5. 看未来：布局基因细胞治疗，打造顶尖 CDMO 平台 .....	25
6. 盈利预测与投资评级 .....	29
6.1. 关键假设和收入拆分 .....	29
6.2. 盈利预测与估值 .....	30
7. 风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1: 公司业务	6
图 2: 博腾股份全球分布图 (数据截至 2021 年 12 月 31 日)	7
图 3: 一体化 CDMO 服务	8
图 4: 公司发展历程	8
图 5: 公司营业收入及增速情况	9
图 6: 公司归母净利润及增速情况	9
图 7: 服务客户数 (单位: 个)	9
图 8: 服务产品数 (单位: 个)	9
图 9: 服务项目管线	10
图 10: 前十大客户业务收入占比	10
图 11: 前十大产品业务收入占比	10
图 12: 公司员工情况	11
图 13: 公司产能情况	11
图 14: 公司盈利能力指标	11
图 15: 盈利能力指标横向比较 (2020 年)	11
图 16: 公司研发费用和研发费用率	12
图 17: 公司期间费用率	12
图 18: 全球 CDMO 市场规模及增速	12
图 19: 全球医药市场规模 (亿美元) 及增速	13
图 20: 全球在研药物数量及增速	13
图 21: FDA 审批药物数量 (按企业规模划分)	13
图 22: 药物研发综合成功率及各临床阶段成功率	14
图 23: 全球医疗保健研发支出	14
图 24: 全球研发管线占比 (按企业规模划分)	14
图 25: 全球小型制药企业研发支出 (亿美元) 及占比	14
图 26: 国内 CDMO 市场规模及增速	15
图 27: 2020 年国内外 CDMO 企业用人成本差异 (万美元/人)	15
图 28: 全球对中国药品研发外包服务的需求不断增长	15
图 29: 全球 CDMO 业务市场份额 (按地区划分)	16
图 30: 2025 年全球 CDMO 业务市场份额预测	16
图 31: 国内一类新药获批 IND 数量 (单位: 个)	16
图 32: 国内正在进行临床试验的创新药数量	16
图 33: 公司拥有全流程原料药 CDMO 服务能力	17
图 34: 公司原料药 CDMO 技术能力	17
图 35: 公司原料药 CDMO 收入情况 (2017-2021)	17
图 36: API 产品数 (单位: 个)	17
图 37: 江西博腾 (东邦药业) 历年收入和净利润情况	18
图 38: 江西博腾 (东邦药业) 历年净利率情况	18
图 39: J-STAR 历年收入情况	18
图 40: J-STAR 对国内团队导流项目明显增加	18
图 41: 公司研发费用情况	19
图 42: 公司研发团队扩充情况	19

图 43: 公司历年原料药国内外团队服务客户数 (单位: 个) .....	20
图 44: 2021 年客户主要来自于原料药 CDMO 业务 (单位: 个) .....	20
图 45: 公司历年订单情况 (按临床阶段分, 个) .....	21
图 46: 原料药分期占比情况 (2021 年) (单位: 个) .....	21
图 47: 公司原料药 CDMO 生产销售情况 .....	21
图 48: 公司产能在 2021 年迎来大幅增长 .....	21
图 49: 公司历年在建工程 .....	22
图 50: 前瞻性指标显示公司扩产意愿增强 .....	22
图 51: CRO 和 CDMO 服务内容 .....	23
图 52: CDMO 细分市场规模 (单位: 十亿美元) .....	23
图 53: CDMO 细分市场比重 (2021E, 按市场规模分) .....	23
图 54: 博腾股份制剂技术平台 .....	24
图 55: 博腾药业 2021 年员工人数 .....	24
图 56: 中国 CGT 与其它药物研发与发展周期比较 .....	25
图 57: 全球及中国 CGT 市场规模 (2016-2025) (单位: 亿美元) .....	26
图 58: 全球 CGT 产品临床管线情况 .....	27
图 59: 受访高级疗法产品企业商业化生产选择 (2020) .....	27
图 60: CGT CMO/CDMO 的全球市场规模 (2016-2025) (单位: 十亿美元) .....	27
图 61: 博腾 CGT CDMO 平台与服务 .....	28
图 62: 相关标的 CGT CDMO 人员规模 (2021 年) .....	28
图 63: 博腾股份 CGT CDMO 新增订单情况 .....	28

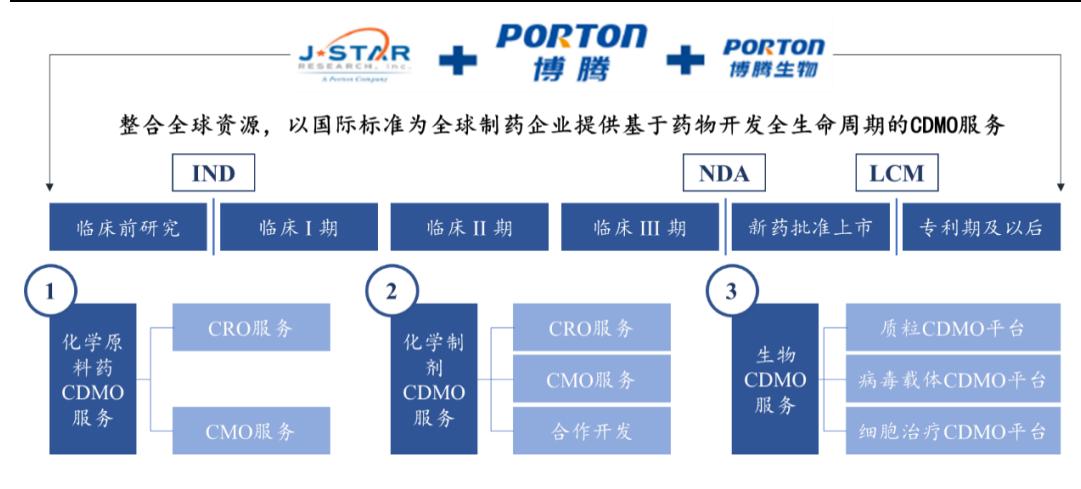
表 1: 公司四大技术平台 .....	7
表 2: 公司原料药及中间体 CDMO 三大生产基地 .....	21
表 3: 主要医药市场 CGT 产品获批情况 (2015-2022) .....	25
表 4: 公司收入拆分及预测 .....	29
表 5: 可比公司估值对比 (数据截至 2022 年 4 月 18 日) .....	30

## 1. 打通药品全生命周期 CDMO 服务平台，前端导流促进业务持续增长

### 1.1. 业务覆盖原料药、制剂、生物 CDMO，打造一体化平台

化学原料药 CDMO、化学制剂 CDMO 和生物 CDMO 是公司三大业务板块。公司是一家国内领先、国际认可的医药合同定制研发及生产企业（CDMO），服务药物从临床前开发到临床试验直至上市全生命周期。目前已经形成以化学原料药 CDMO 业务、化学制剂 CDMO 业务和生物 CDMO 业务为体系的三大业务板块。化学原料药 CDMO 业务为公司核心业务，为客户提供小分子药物开发及上市过程所需中间体及原料药的定制研发与生产服务；化学制剂 CDMO 业务为客户提供小分子药物开发所需制剂处方的定制研发与生产服务；生物 CDMO 业务主要为客户提供质粒、病毒载体及细胞治疗 CDMO 服务

图 1：公司业务



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**产品研发、生产和商务开发全球布局。**公司成立于 2005 年，自 2014 年于深交所上市，国内外业务发展迅速，截至 2021 年 12 月 31 日，公司全球团队规模超过 3,700 人，其中研发技术团队超过 1,200 人。公司在重庆长寿、江西宜春、江苏苏州和湖北应城拥有 4 大生产基地，已建成产能约 **2,000 m<sup>3</sup>**；在重庆、上海、四川成都、江苏苏州和美国新泽西拥有 5 大研发中心，面积约 29,000 m<sup>2</sup>。公司商务开发还延伸至中国香港、瑞士、比利时。随着业务的增长，公司生产和研发基地仍在进一步扩充，在建原料药产能约 **500 m<sup>3</sup>**，其中约 440 m<sup>3</sup> 原料药产能计划在 2023 年投产；在建制剂工厂面积约 22,000 m<sup>2</sup>，计划在 2022 年第 4 季度投产，在建研发中心约 29,000 m<sup>2</sup>，同时公司于 2022 年 3 月份完成凯惠药业的收购，凯惠药业目前拥有 1 个中试车间，产能约 72 m<sup>3</sup>，工艺开发及公斤级实验室，合计面积 14,500 平方米，将进一步提升公司的产能和研发能力。

图 2：博腾股份全球分布图（数据截至 2021 年 12 月 31 日）



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

**倡导技术领先，提供一体化 CDMO 服务。**研发人员规模持续扩大、实验室投入持续增加。随着多年的业务积累，根据业务布局，目前公司已建立四大技术平台，涵盖原料药 CDMO、制剂 CDMO 和基因细胞治疗 CDMO 三大业务，并借助数智化平台提升研发和生产空间。

表 1：公司四大技术平台

技术平台	描述
原料药技术平台	结晶、生物催化、金属催化、流动化学、制备色谱、光化学、氟化学、磨粉等
制剂技术平台	口服固体、注射剂、冻干粉针、口溶膜、冻干口崩片、滴眼剂、喷雾干燥、热熔挤出、乳化增溶、纳米研磨、反向工程等
基因细胞治疗技术平台	质粒、细胞治疗、基因治疗、溶瘤病毒、核酸治疗及活菌疗法等
数智化	智慧研发、智能工厂、数智化项目运营、数字营销

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

基于上述四大平台，公司聚焦小分子创新药、小分子难仿药、小分子改良药、基因治疗和细胞治疗，可为客户提供一体化的 CDMO 定制服务。目前公司产品已覆盖抗病毒、抗肿瘤及免疫机能调节、抗感染、神经系统、心血管、消化道及代谢、罕见病等治疗领域。

图 3: 一体化 CDMO 服务

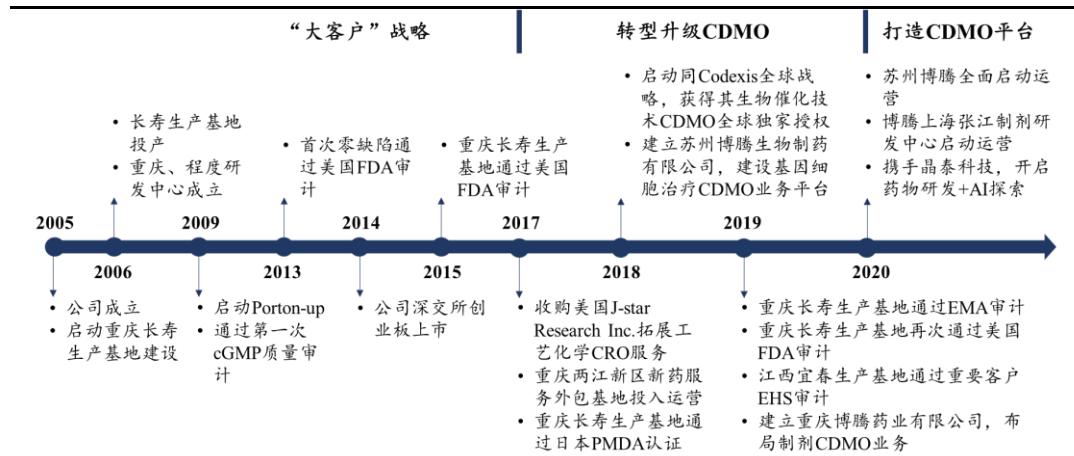


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 1.2. 调整客户战略，优化产品结构，带动业绩持续增长

**战略转型，致力打造一体化 CDMO 平台。**2017 年以前，公司坚持“大客户+”战略，与强生和吉利德等大制药公司深度合作。受合作客户产品销售变化影响，公司业绩波动大，是公司潜在的隐患。基于与大型跨国药企丰富的既往合作经验，公司建立了完备的销售-生产-管理体系、EHS、质量管理体系与知识产权保护管理体系，2017 年提出“营销转型、产品升级、发展工艺化学 CRO”，在持续发展“3+5”国际大客户阵营业务下积极拓展中小客户业务；同时在产品方面注重研发，推进临床早期 CRO 业务和 API 业务；2019 年布局化学制剂 CDMO 业务和生物 CDMO 业务，打造原料药+制剂一体化模式，布局新兴生物治疗领域。

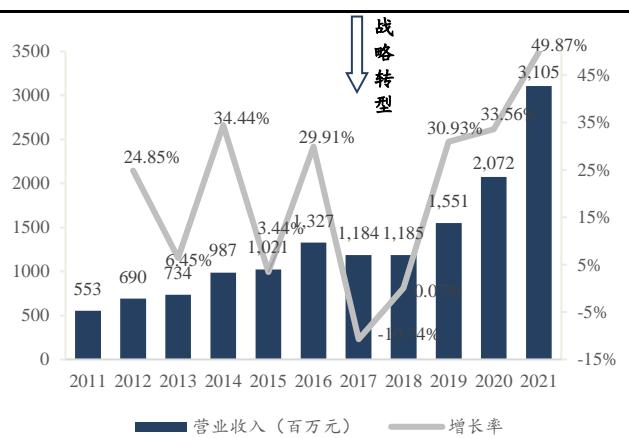
图 4: 公司发展历程



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

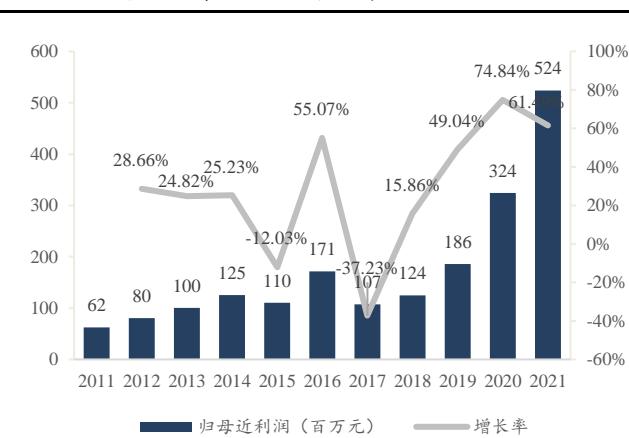
**战略转型成功，近三年业绩增长均超 30%。**公司自 2017 年开始战略转型，采取“营销转型、产品升级、发展工艺化学 CRO”等三大举措，致力于打造 CDMO 服务平台，在短期承压后，2019 年开始业绩恢复高速增长，2021 年业绩表现突出，营收增速达到 49.87%，营业收入由 2017 年的 11.84 亿元增长至 2021 年的 31.05 亿元，CAGR 为 27.25%，归母净利润由 1.07 亿元增长至 2021 年的 5.24 亿元，CAGR 为 48.60%。

图 5：公司营业收入及增速情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

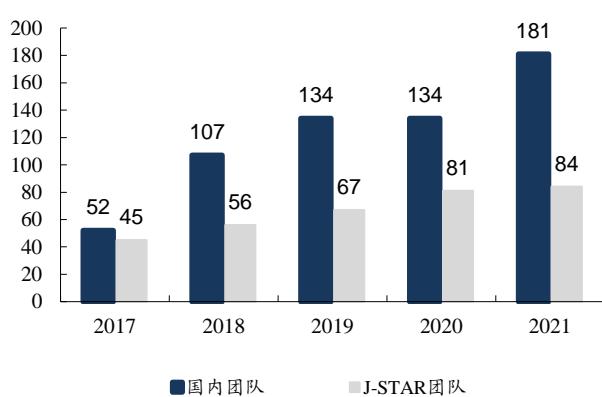
图 6：公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**客户持续增加，产品结构持续优化。**战略转型以来，在坚持“大客户+中小客户”模式下，有订单客户数量每年增长，积极提升客户渗透率，为公司带来更多商务拓展空间；同时国外 J-star 团队客户向国内导流，2020 年 J-star 向国内导流项目 50 个，形成协同机制。服务产品数量也持续增加，在维持临床三期及商业化产品等大合同额 CMO 业务下，积极拓展临床早期产品，2021 年临床早期项目数量占比约为 2/3，形成临床早期向临床后期或商业化产品导流模式。

图 7：服务客户数（单位：个）



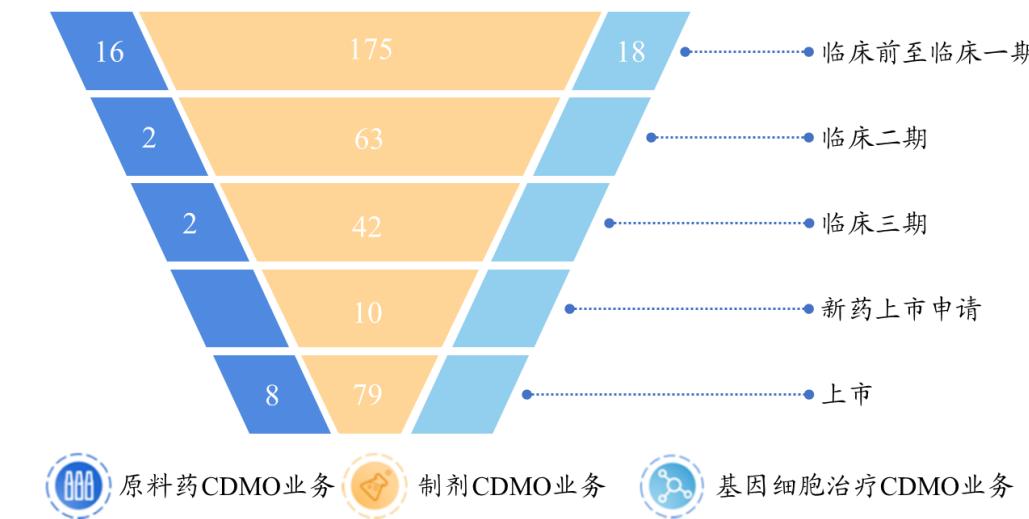
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：服务产品数（单位：个）



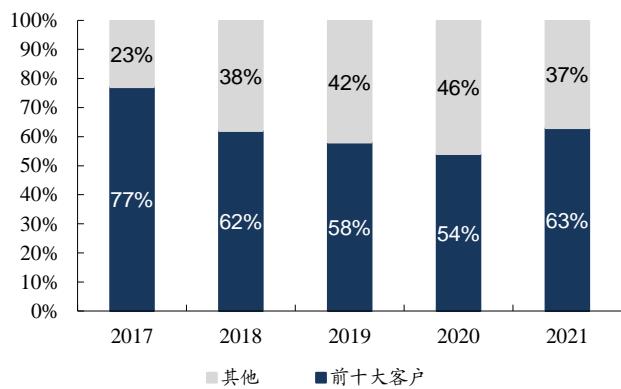
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：服务项目管线



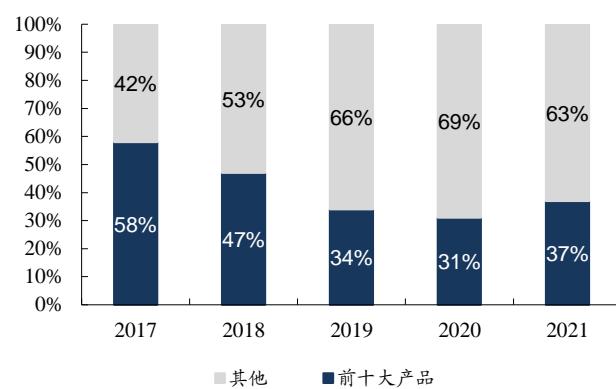
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：前十大客户业务收入占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 11：前十大产品业务收入占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 1.3. 产能释放、利用率提升进一步支持业绩未来持续增长

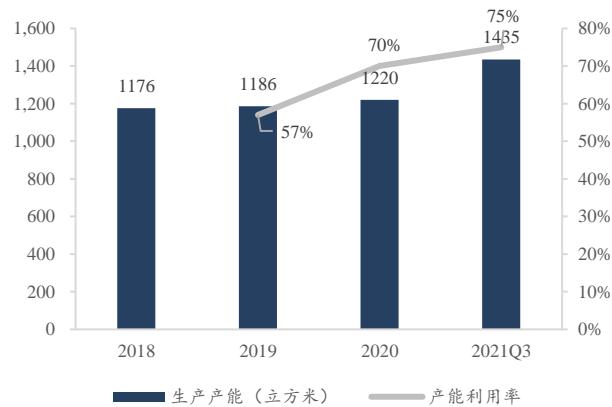
产能、利用率同步提升带动业绩持续增长。公司人员规模、生产规模持续扩大，截至 2021Q3，公司实际可用产能 1,435 m<sup>3</sup>，产能利用率高达 75%，2021 年 9 月收购湖北宇阳药业，产能增加 584 m<sup>3</sup>，重庆长寿生产基地有 142.6 m<sup>3</sup> 产能在建，计划 2023 年投产，江西宜春生产基地有 300 m<sup>3</sup> 产能在建，计划 2023 年底投产，2022 年 3 月份已完成对凯惠药业的收购，将进一步补充公司研发与产能实力。同时公司开启数智化建设，将全面提升研发生产效率、质量和客户体验。产能和利用率的提升，将进一步驱动公司业务的增长。

图 12: 公司员工情况



数据来源：公司年报，WIND，东吴证券研究所

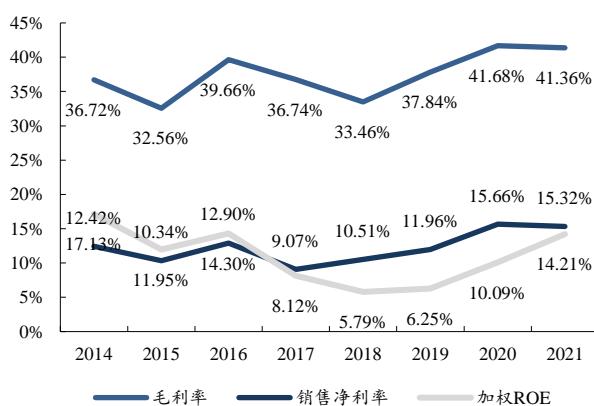
图 13: 公司产能情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

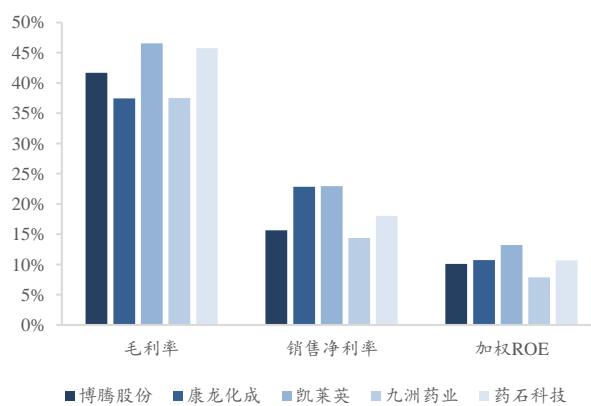
公司盈利能力指标持续改善，研发用费比率提升，推动长期高速发展。2017 年战略调整之前，公司毛利率、净利率和加权 ROE 出现下滑，及时调整战略以来，毛利率、净利率和加权 ROE 均有明显提高，2021 年已分别达到 41.36%、15.32% 和 14.21%，三项盈利能力指标紧跟同行内可比公司。公司研发费用每年递增，2021 年研发费用达到 2.64 亿元，研发费用率为 7.34%。公司销售费用率整体上每年呈小幅上升趋势，在 2021 年出现下降，2021 年销售费用率为 3.12%；管理费用率整体呈下降趋势，2021 年为 9.33%；财务费用率 2021 年为 -0.06%。我们预计公司盈利能力指标将继续改善，推动公司长期高速发展。

图 14: 公司盈利能力指标



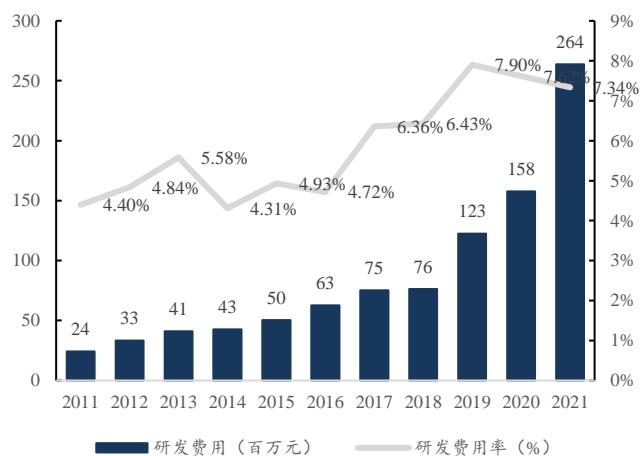
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 15: 盈利能力指标横向比较 (2020 年)



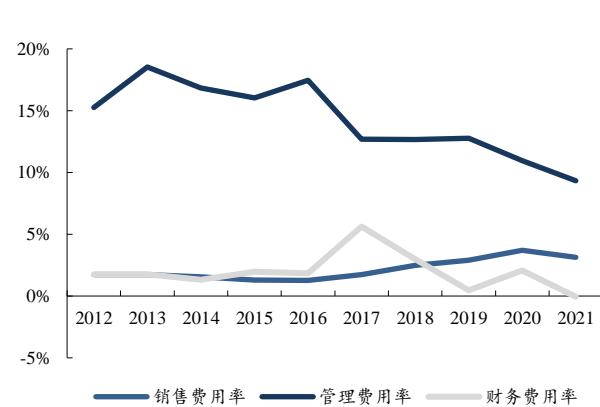
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：公司研发费用和研发费用率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 17：公司期间费用率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2. 全球 CDMO 行业持续扩容，“产能转移+政策”带动国内增长

### 2.1. 全球 CDMO 规模持续扩容

根据 Frost & Sullivan 统计，2020 年全球 CDMO 市场规模为 554 亿美元，2016-2020 年的年复合增长率为 12.0%，2020-2025 年 CDMO 市场规模预计仍保持较高增速，年复合增长率将达到 14.0%。全球 CDMO 市场规模持续扩容的增长驱动力主要来自下游企业研发投入的增加以及外包渗透率的逐步提升：一方面，全球新药研发热度不减，药物研发正向复杂化、精细化发展，新的药物靶点不断涌现，成果颇丰，但同时研发成功率有所下降，导致研发成本高昂，制药企业出于对自身发展战略的考虑，会将部分业务外包，产业链分工日益清晰，给予 CDMO 更大的发展空间；另一方面，新兴 Biotech 企业增多，逐渐成为药物研发的主力军，但由于其承担风险能力较弱，更加依赖 CDMO 企业，行业渗透率进一步提升。

图 18：全球 CDMO 市场规模及增速



数据来源：Frost &amp; Sullivan，东吴证券研究所

全球药物研发热度高，为 CDMO 行业带来更多机遇。新冠肺炎病毒流行之下，全球多个产业发展放缓，甚至出现衰退。但疫情爆发事关全球人民的生命安全与身体健康，世卫组织高度重视，强调治疗药物、诊断试剂研发的必要性，医药行业市场规模仍以 4% 以上的速度稳步提升。且根据 Pharmaprojects 统计，2020 年全球在研药物数量增速明显，达到 17,737 个，同比增长 9.6%，2021 年在研药物数总计 18,582 个，整体呈现上升趋势。快速增长的医药市场为 CDMO 规模扩容提供发展机遇，CDMO 企业凭借其优势的技术研发工艺与生产规模，满足客户多元化需求，使药企聚焦药物核心技术的开发，从而产生良好的协同作用。同时，大量临床未满足需求也不断推动新药审批进程，药品上市后竞争激烈，药企外包诉求进一步提升，给予 CDMO 行业更大的发展空间。

图 19：全球医药市场规模（亿美元）及增速



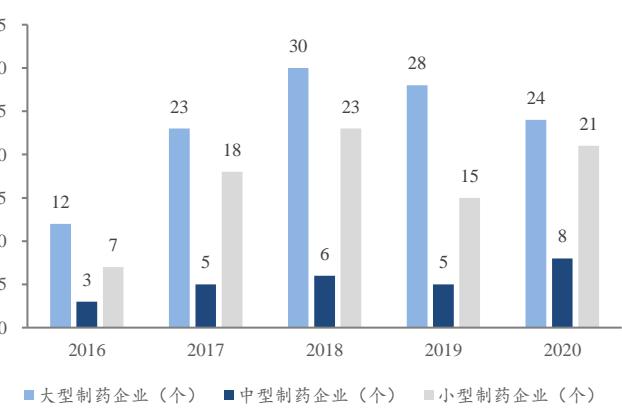
数据来源：Frost &amp; Sullivan，东吴证券研究所

图 20：全球在研药物数量及增速



数据来源：Pharmaprojects，东吴证券研究所

图 21：FDA 审批药物数量（按企业规模划分）



数据来源：Frost &amp; Sullivan，东吴证券研究所

药物研发难度大，研发投入逐步增加，制药企业部分业务外包意愿强烈。2022 年 2 月，FDA 暂时拒绝信迪利单抗对于非鳞非小细胞肺癌的适应症申请，企业逐渐意识到，高质量临床数据、药品是否满足临床未满足需求等因素是新药研发关键。据 Frost & Sullivan 统计，全球药物研发支出持续以每年约 7% 的速度增长，2020 年总支出为 2,048 亿美元，2030 年预计将达到 3,792 亿美元。成本的持续上升给制药企业带来了严峻挑

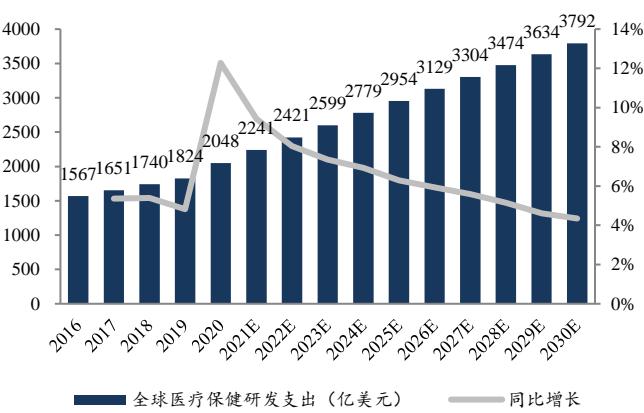
战，选择 CDMO 企业进行部分研发和生产外包已成为制药企业进行成本控制的必然趋势。CDMO 企业具有更为专业的研发生产团队、丰富的项目经验以及高质量的生产体系，当市场行情波动，药品有增产、减产等的需求，CDMO 企业可以快速调整产能，避免药企承担过高风险。

图 22：药物研发综合成功率及各临床阶段成功率



数据来源：IQVIA，东吴证券研究所

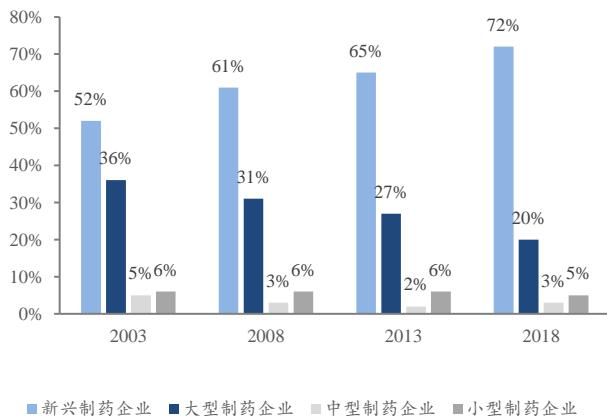
图 23：全球医疗保健研发支出



数据来源：Frost &amp; Sullivan，东吴证券研究所

新兴 Biotech 企业逐步成为新药研发主力，CDMO 行业渗透率进一步提升。新药研发风险大，但同时可能获得较高收益，全球小型 Biotech 企业数量增长迅速。据 IQVIA 统计，新兴制药企业的研发管线在全球在研管线中的占比从 2003 年的 52% 稳步上升至 2018 年的 72%，逐步成为研发的主力军。根据 Frost & Sullivan 的数据，以 Biotech、虚拟制药企业等在内的小型企业研发费用增速快于大中型药企，2016-2020 年小型制药企业研发支出的年复合增长率为 13.3%，2030 年研发支出规模预计可达 416 亿美元。由于初创 Biotech 对成本更加敏感，并且缺少药品生产设备及厂房，更加依赖 CDMO 企业。CDMO 企业有强而稳的制造能力，使得 Biotech 企业不用自身建设更多产能，风险得到缓释。以药明康德、凯莱英等行业龙头企业为例，Biotech 企业等“长尾客户”被不断拓宽，逐步成为 CDMO 公司营收的重要来源。

图 24：全球研发管线占比（按企业规模划分）



数据来源：IQVIA，东吴证券研究所

图 25：全球小型制药企业研发支出（亿美元）及占比



数据来源：Frost &amp; Sullivan，东吴证券研究所

## 2.2. 国内受益于产能转移和政策，行业景气度高

根据 Frost & Sullivan 的数据，中国 CDMO 市场规模增速是全球平均增速的两倍多。2020 年中国 CDMO 市场规模达 317 亿元，2016-2020 年的 CAGR 为 32%，2021-2025 年的复合增长率预计保持在 30%以上，2025 年国内 CDMO 市场规模有望达到千亿元。国内 CDMO 行业增速快于全球行业增速，一方面因为国内 CDMO 企业承接海外产能，工程师红利和优质的产能为国内 CDMO 企业带来竞争优势；二是国内鼓励创新药的政策及 MAH 制度的提出，使得研发外包需求提升，国内 CDMO 行业内需增加。

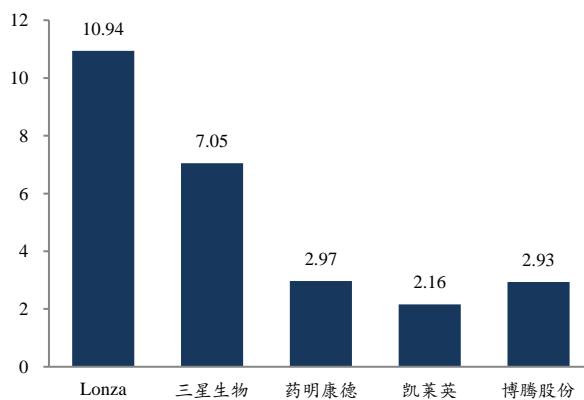
图 26：国内 CDMO 市场规模及增速



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

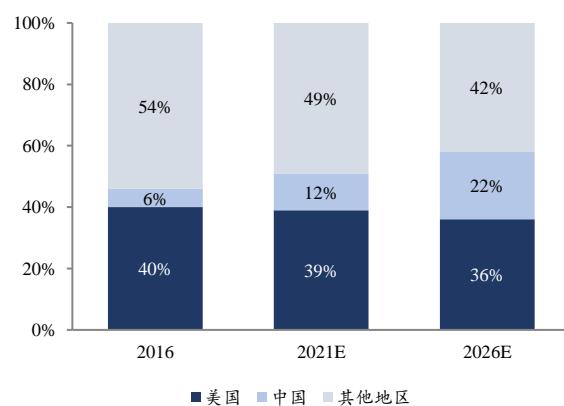
全球 CDMO 业务向亚太地区转移，中国受益明显。CDMO 产业具有高科技属性，对研发技术人员依赖性高。国内医药、生物、化学等背景的工程师充足，且用人成本较欧美及韩国等地区有较大优势。根据 Frost & Sullivan 的数据，全球对中国药品研发外包服务的需求从 2016 的 6%增长至 2021 年的 12%。根据 Informa 统计，2011-2017 年美国和欧洲 CDMO 市场份额在下降，中国市场份额在增长。根据 pwc 预计，2025 年亚太地区的市场份额有望达到 51%，中国 CDMO 市场份额有望进一步提升。

图 27：2020 年国内外 CDMO 企业用人成本差异（万美元/人）



数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

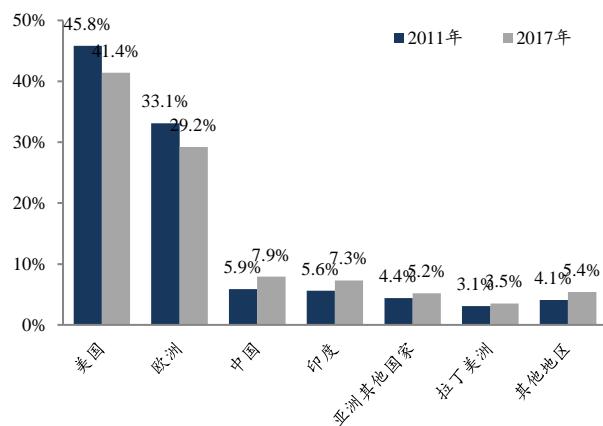
图 28：全球对中国药品研发外包服务的需求不断增长



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

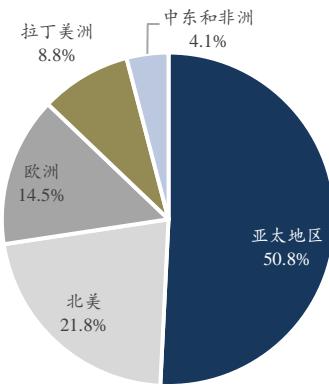
注：使用的汇率为 2020 年平均汇率（1 美元=6.9 元人民币；1 美元=1177.5 韩元；1 美元=0.9 瑞士法郎）

图 29：全球 CDMO 业务市场份额（按地区划分）



数据来源：Informa，东吴证券研究所

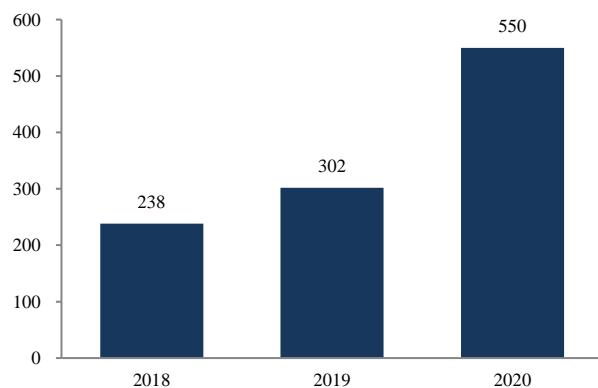
图 30：2025 年全球 CDMO 业务市场份额预测



数据来源：pwc，东吴证券研究所

“鼓励创新+创新药优先审评”加快国内创新药上市速度，助力国内 CDMO 获得更多订单。在国内鼓励创新的整体政策氛围下，我国临床 IND 数量持续提升，2020 年获批 IND 的国内一类新药数量合计 550 个，同比上升 82%，创新药临床实验大幅增多，企业更加追求上市效率，CDMO 专业化和规模化优势明显，可帮助小型药企和研发人员专注于研发核心环节，提高研发效率。同时，上市后创新药品的商业化生产也带动了 CDMO 行业订单的进一步增加。

图 31：国内一类新药获批 IND 数量（单位：个）



数据来源：CDE，东吴证券研究所

图 32：国内正在进行临床试验的创新药数量



数据来源：CDE，东吴证券研究所

MAH 政策催生了新型药企投资企业，激发药品研发热情，助推国内 CDMO 行业增长。2015 年 8 月，国务院提出开展上市许可持有人制度试点（Marketing Authorization Holder, MAH），将药物上市许可与生产许可解绑，这种机制下，上市许可和生产许可相互独立，上市许可持有人可以将产品委托给不同的生产商生产，药品的安全性、有效性和质量可控性均由上市许可人对公众负责。CDMO 企业可以为 MAH 类客户缩短研发周期，降低生产成本。国内已有数个采用 CDMO 外包的商业化品种上市，MAH 制度为

国内 CDMO 公司带来业绩增量。

### 3. 化学原料药 CDMO：漏斗效应初步显现，产能订单协同增长

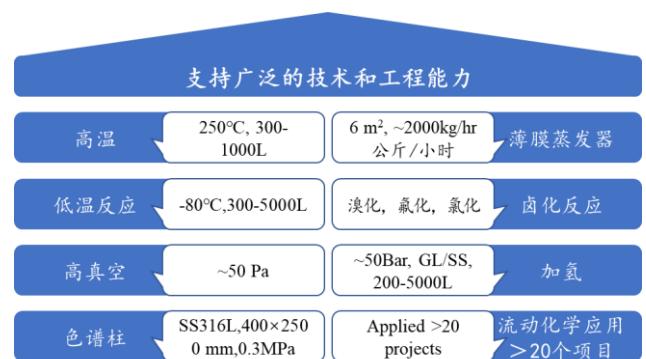
**平台化全产业链原料药 CDMO 服务提供商。**公司针对不同药物性质、不同临床阶段需求、不同客户需求，建立了完善的原料药 CDMO 服务平台和能力体系，可提供包括中间体及原料药的工艺路线设计、工艺开发、工艺优化、分析方法开发、中试级生产、CMC 注册支持、商业化生产等一系列定制研发及生产服务；实现从临床前药物开发到临床阶段到上市商业化的全生命周期服务，逐渐加强漏斗效应和平台化优势。在合成技术上，公司可以提供包括结晶、生物催化、金属催化、流体化学、制备色谱、光化学、氟化学、磨粉等一系列技术服务。

图 33：公司拥有全流程原料药 CDMO 服务能力



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 34：公司原料药 CDMO 技术能力



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**原料药 CDMO 业绩动能强劲。**原料药 CDMO 业务是公司主要业务，在 2021 年前，所有的收入均来自于该业务。2021 年原料药 CDMO 业务实现收入 30.69 亿元，同比增长 52.5%，业绩增速再次提升，一方面受益于公司产能的持续释放和良好的常规订单情况，另一方面因为新冠订单提供增量收入。拉长来看，公司原料药 CDMO 长期保持高速增长，2018-2021 年收入 CAGR 达到 38.9%。API 产品数上看，2021 年公司 API 产品数达到 105 个，对比 2019 年增加 37 个。

图 35：公司原料药 CDMO 收入情况（2017-2021）

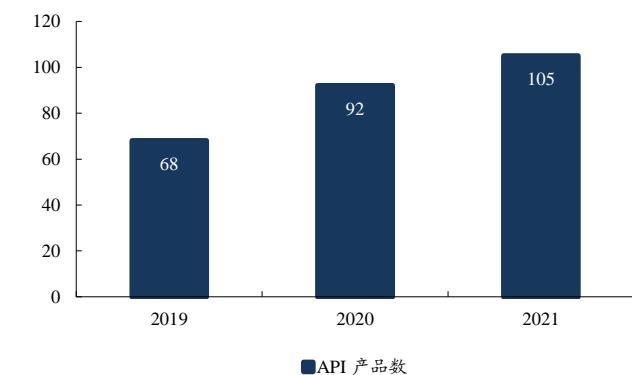
图 36：API 产品数（单位：个）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

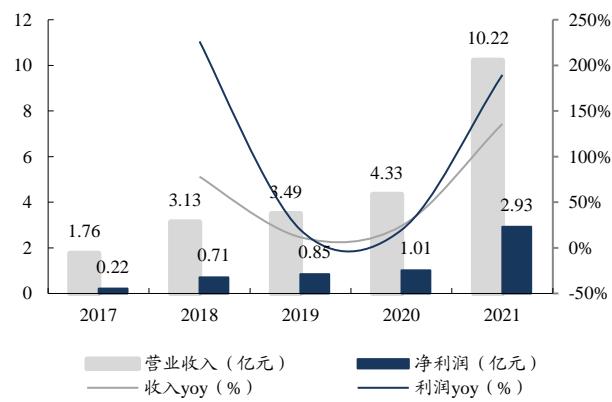
**快速整合收购标的，实现业绩腾飞。**以东邦药业为例，在2015年被公司全资收购后，迅速结合母公司资源，导入优势合成技术，业绩稳定高速增长。东邦药业2017-2021年收入和销售净利润CAGR分别为55.2%和91.7%，销售净利率从2017年至2021年提升16.3pct至28.6%。

图 37：江西博腾（东邦药业）历年收入和净利润情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 38：江西博腾（东邦药业）历年净利率情况



数据来源：公司历年年报，东吴证券研究所

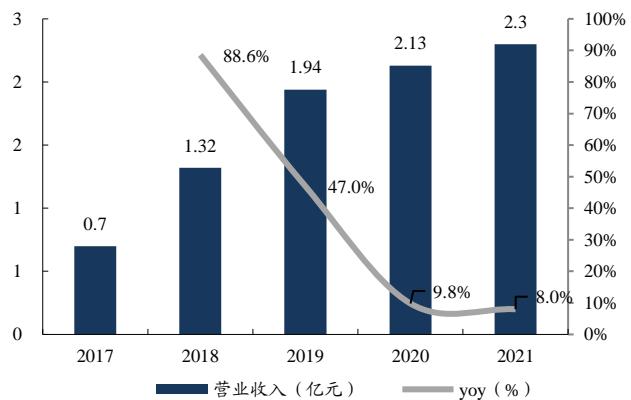
**海外并购优质标的，国内外协同导流效果显现。**公司于2017年4月收购创立于1996年的创新CRO机构J-STAR，成为公司在有机合成和结晶研发环节上的重要布局。经过4年的融入整合和发展，J-STAR不断扩充团队、实验室规模以及业务规模。截至2021年底，J-STAR已在美国新泽西拥有2个研发场地，能够承接临床早期原料药CRO及制剂服务。目前J-STAR的中美协同效应显现，逐渐向国内团队导流优质项目，2021年向国内团队导流60个项目，同比增加20%。随着业务协同，J-STAR业绩靓丽，2021年实现收入2.3亿元，同比增长8%，短期业绩受到疫情影响较大，拉长来看，2017-2021年营收CAGR达到34.6%。

图 39：J-STAR 历年收入情况

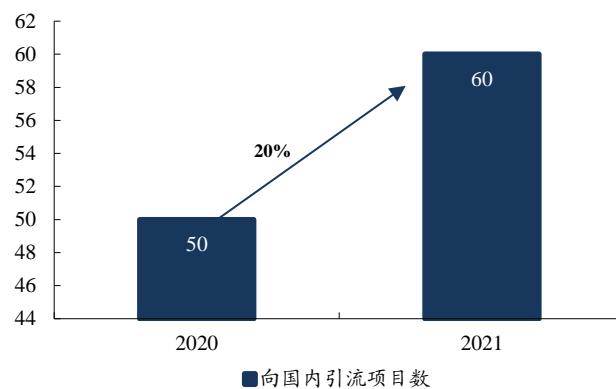


数据来源：公司历年年报，东吴证券研究所

图 40：J-STAR 对国内团队导流项目明显增加



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

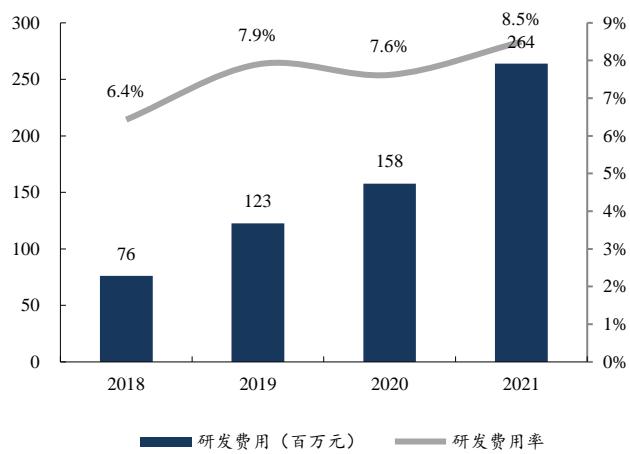
### 3.1. “D”端能力持续加强，产能响应订单不断扩充

研发是公司核心能力，公司持续加大研发实验室扩建，2021年新增37个实验室投入运营。公司在重庆、上海、成都、美国等地拥有多个研发技术中心，拥有合成、分析、安全、公斤级、结晶、酶催化、流体化学、高活、氢化等多种类型的实验室。2021年1月工地上海研发中心浦江新场地启动运营，新增30个研发分析、合成及特殊技术平台实验室，有效缓解了原有研发场地紧张的局面。2021年8月，重庆水土研发中心新研发大楼启用，新增7个研发分析及合成实验室，主要支持公司原料药、制剂一体化的研发。截至2021年底实验室面积达到29000平方米，研发产能大幅增加。扩建方面，2021年10月，总投资1.8亿元的上海研发中心闵行经济技术开发区新场地开始动工建设，计划将于2022年Q4完成后投产，建成后可支持1000人左右的团队入驻研发。

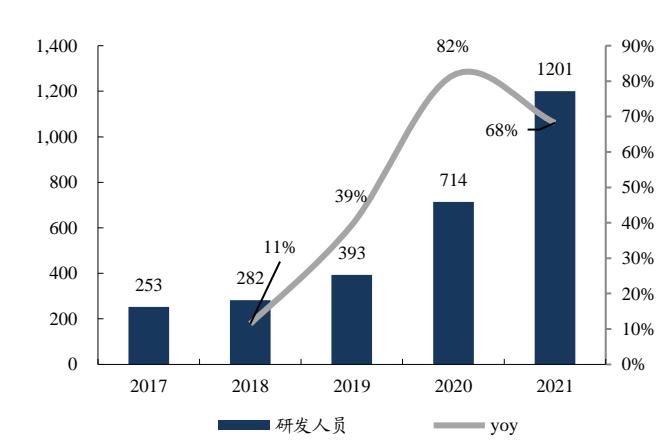
研发团队加速扩充，支持“D”端能力。公司积极招聘技术人才，2021年社招高级技术人员55人，持续为公司工艺研发、技术平台、EHS、质量等关键业务体系进行人才赋能；校招员工200人，为自主培养的人才梯队打好基础。综合来看，公司2021年员工同比增加44%，其中研发团队人数同比增加68%至1201人，研发团队连续扩张有效加强公司CDMO业务中“D”端的能力，持续为公司吸引优质订单。其中，原料药CDMO技术平台团队已扩充至66人，同比增长60%；研发平台的扩大将加速结晶、生物催化、金属催化、流体化学、制备色谱、光化学、氟化学、磨粉等公司核心技术的研发。

图 41：公司研发费用情况

图 42：公司研发团队扩充情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



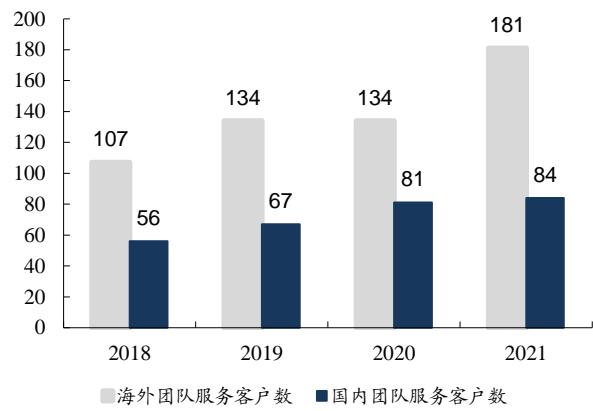
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 需求端：订单饱满，新老客户保持高增长

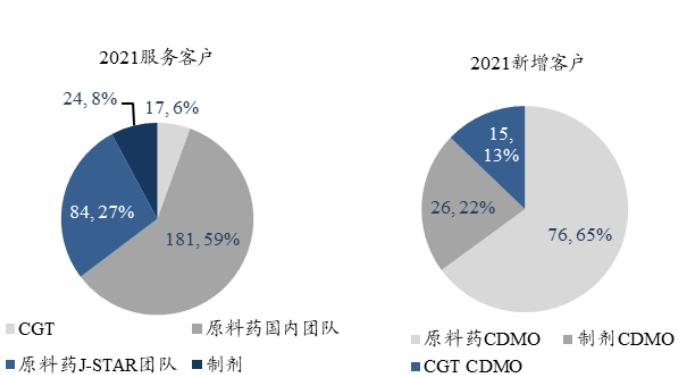
客户获取加速，原料药仍是订单主力。截至 2021 年底，公司已累计与全球近 600 余家客户建立业务联系，其中包含全球前 20 大制药公司中的 16 家。2021 年有订单的客户 277 家，其中原料药国内团队服务 181 家，海外团队服务 84 家，原料药国内和海外团队共新引入客户 76 家。公司通过 4 年的升级，客户数量不断增加，且大客户占比逐渐提升；作为公司基本盘的原料药 CDMO 业务订单获取顺利，2021 年国内团队和 J-STAR 团队服务客户同比增长 39% 和 45%，2021 年原料药业务服务客户占比达 87%；仍然是公司现阶段业绩增量的主要动力。

图 43：公司历年原料药国内外团队服务客户数(单位:个)

图 44：2021 年客户主要来自于原料药 CDMO 业务(单位:个)



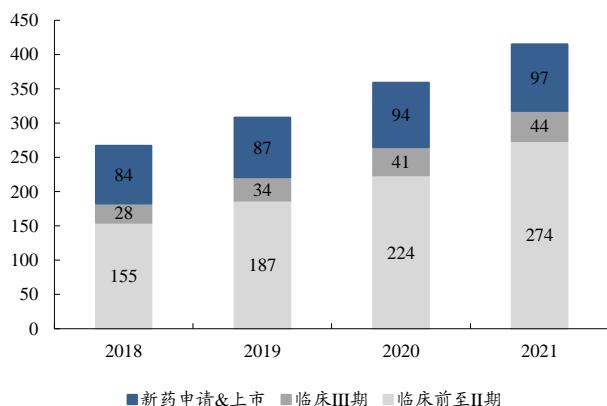
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

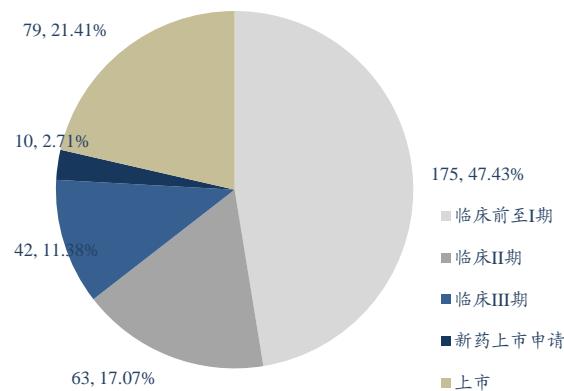
订单充沛饱满，漏斗效应初显，项目结构改善明显。从订单结构来看，原料药 CDMO 业务经过四年高速发展，一方面公司证明技术和生产能力后大药企合作增加，一方面早期项目逐渐向后推进，漏斗效应初显，项目结构持续优化。截至 2021 年底，公司原料药订单中 III 期至商业化项目合计占比达到 35.5%，达到优秀水准。

图 45: 公司历年订单情况 (按临床阶段分, 个)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 46: 原料药分期占比情况 (2021 年) (单位: 个)

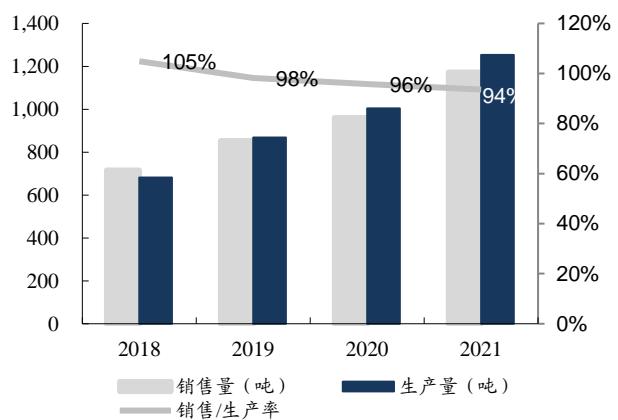


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.3. 供给端: 产能加速释放, 有效匹配快速增长的订单需求

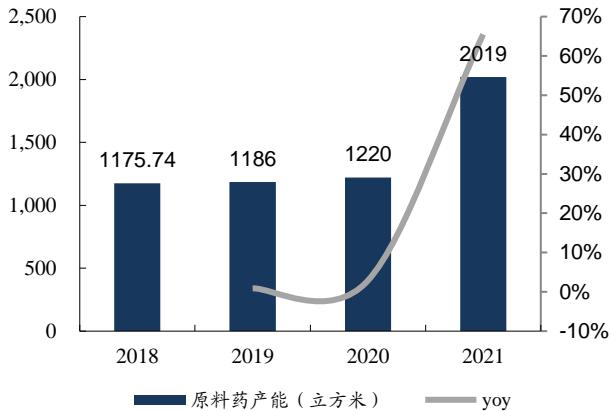
原料药产能外延内建, 实现量级增加。公司原料药 CDMO 业务生产量逐年升高, 为满足日益增长的原料药生产需求, 公司 2021 年加快产能释放, 2021 年 6 月长寿生产基地 109 车间建成投产, 下半年实现收入 3082 万元; 2021 年 9 月公司完成湖北宇阳药业 580m<sup>3</sup> 产能的收购, 产能将在 2022 年陆续投产。截至 2021 年底, 公司三大生产基地合计拥有原料药产能约 2019 立方米, 同比增长约 65%, 产能在 2021 年迎来大幅增长, 有效匹配快速增长的订单需求。

图 47: 公司原料药 CDMO 生产销售情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 48: 公司产能在 2021 年迎来大幅增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 公司原料药及中间体 CDMO 三大生产基地

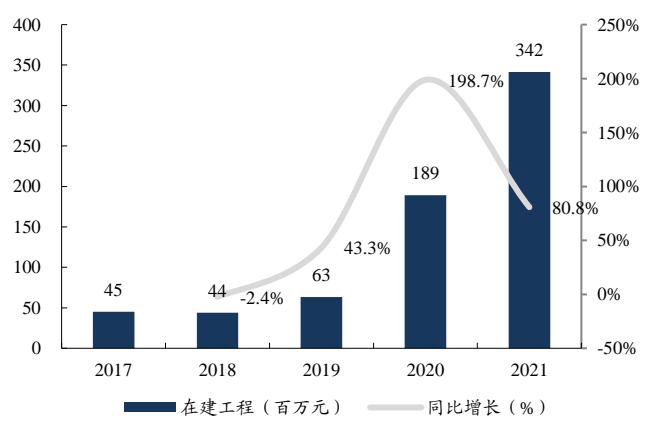
	重庆生产基地	江西生产基地 (东邦药业)	湖北生产基地 (宇阳药业)
占地面积 (亩)	295	170	60
车间数量 (个)	12	6	4
现有产能 (m <sup>3</sup> )	900	500	580
在建产能 (m <sup>3</sup> )	142.6	300	/
基地来源	自建	2015 年全资收购	2021 年收购 70% 股权

建设标准	通过 FDA/ PMDA/ NMPA/ EMA/ WHO 官方审查	通过 ISO 认证, 部分 GMP 产能
定位	GMP 中间体和 API 生产基地	中间体生产基地, 逐渐升级 GMP API 产能
优势反应	50 巴 GMP 加氢、酶催化、连续反应、超低温反应、250 度高温反应、高真空隔膜蒸发、液体产品纯化、柱层析、微粉反应等	重氮甲烷、格氏反应、溴化反应、催化氢化反应、高真空、广泛的 pH 反应等

数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

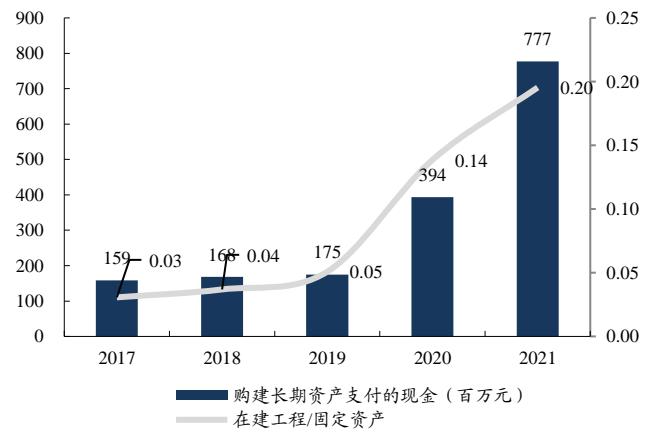
**产能释放节奏良好, 2022 年加速产能投资建设。**公司在四年的战略转型中, 持续加快产能建设速度, 2021 年在建工程达到 3.42 亿元, 同比增长 80.8%, 2018-2021 在建工程 CAGR 高达 97.8%; 构建长期资产的现金 2018-2021 CAGR 达 66.6%。从前瞻性产能指标来看, 公司 2021 年在建工程/估值资产比值约为 0.20, 同比增长 40.97%。公司在大量建设产能的前提下, 仍然加速资本开支, 2022 年公司预计资本性支出将达到 17 亿元, 主要用于产能的建设, 项目包括: 1) 重庆长寿原料药 CDMO 工厂 301 车间项目; 2) 江西奉新原料药 CDMO 工厂二期项目; 3) 湖北原料药 CDMO 工厂 (宇阳药业) 一期改造项目; 4) 上海奉贤原料药 CDMO 工厂 (凯惠药业) 一期改造项目; 5) 上海闵行原料药 CDMO 新研发中心项目; 6) 重庆水土制剂 CDMO 工厂一期项目; 7) 苏州 CGT CDMO 二期项目; 8) 新泽西 J-STAR 实验室扩建与中试工厂项目。产能良好的建设和释放, 将支撑公司原料药 CDMO 业务稳步发展。

图 49: 公司历年在建工程



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 50: 前瞻性指标显示公司扩产意愿增强

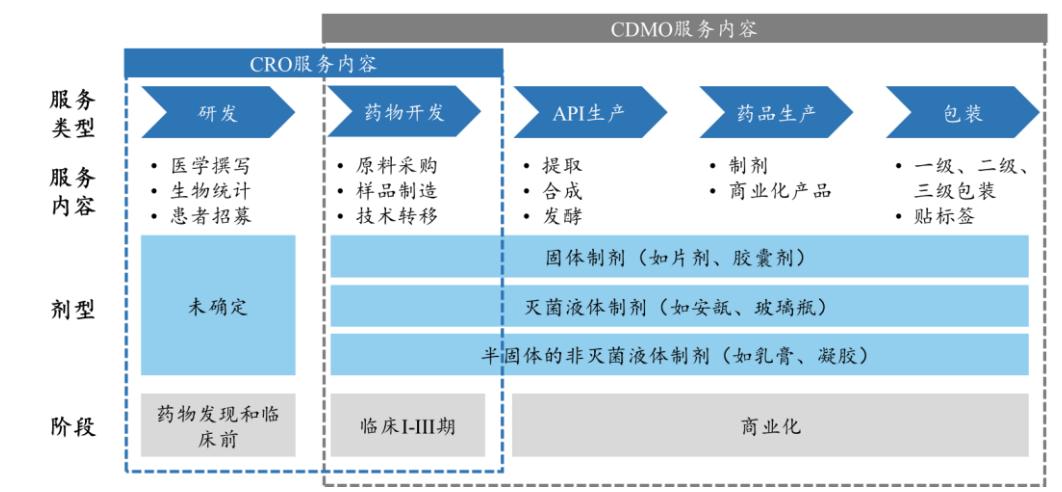


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 制剂 CDMO: API 制剂一体化，复杂制剂有望加深护城河

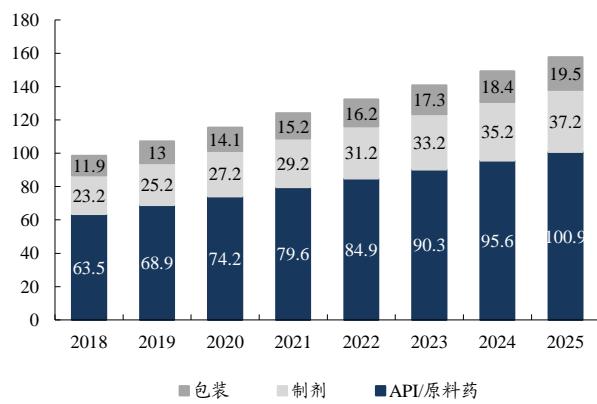
**原料药-API-制剂一体化，打造高价值产业链条。**药品 CDMO 服务包括药物开发和工艺放大、技术转移、API 生产（包括提取、合成、发酵）和制剂（包括固体制剂、液体制剂和吸入制剂等），根据 Grand view research 数据，2021 年全球制剂 CDMO 市场规模约为 292 亿美元，从市场规模来看，制剂 CDMO 市场约为原料药和 API CDMO 的 36.68%。更加细分来看，根据 Clearwater 数据，在 CDMO 细分行业中小分子 API 占比约为 50%，小分子制剂占比约为 32%，可以预测制剂 CDMO 业务将在公司业务中占据重要份额。公司在 CDMO 原料药、API 业务中已有长足积累，原料药-API-制剂一体化有助于完善 CDMO 产业生态，打造高端产业链条。

图 51: CRO 和 CDMO 服务内容



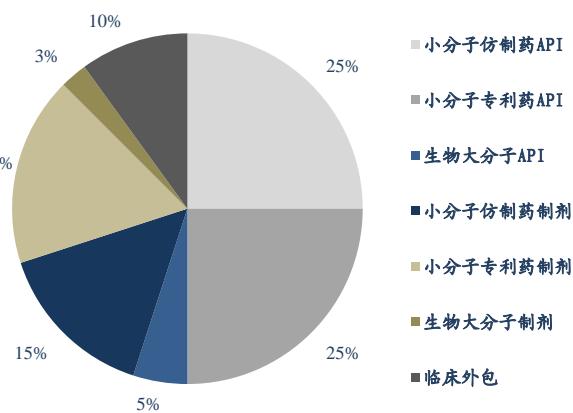
数据来源: Results Healthcare, 东吴证券研究所

图 52: CDMO 细分市场规模 (单位: 十亿美元)



数据来源: Grand View Research, 东吴证券研究所

图 53: CDMO 细分市场比重 (2021E, 按市场规模分)



数据来源: Clearwater, 东吴证券研究所

**原料药-API-制剂一体化布局，搭建制剂 CDMO 高端技术平台。**公司 2019 年 8 月投资 8000 万元成立重庆博腾药业有限公司，在中美两地同时布局制剂服务，借助 J-STAR 在北美的技术优势和人才优势，启动 J-STAR 制剂实验室的建设，并发展复杂制剂的研

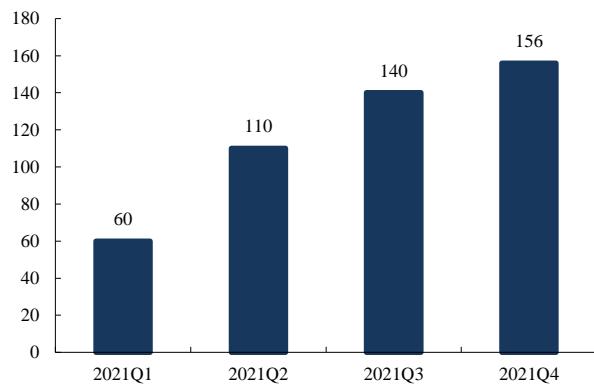
发能力。公司在上海张江、重庆已经建立制剂研发中心，技术平台完备，人员规模也在不断扩大。

图 54：博腾股份制剂技术平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 55：博腾药业 2021 年员工人数



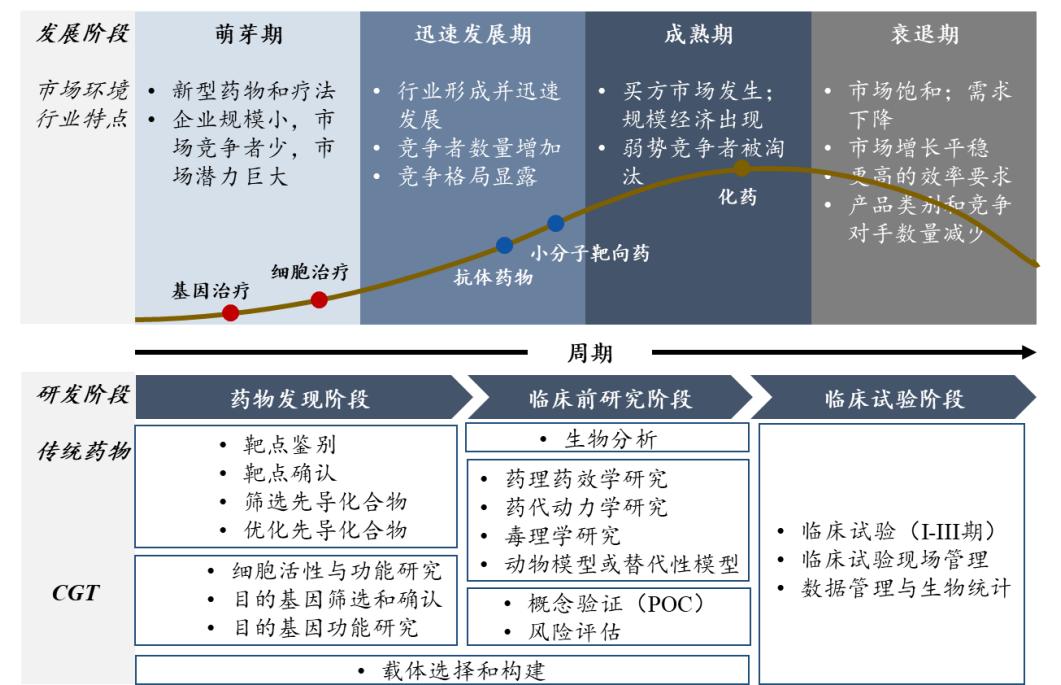
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**产能提升迅速，开启全球化篇章。**产能方面，公司制剂 CDMO 拥有上海研发中心 1400 m<sup>2</sup>，重庆研发中心超过 500 m<sup>2</sup>，美国 2000 m<sup>2</sup>实验室也有部分用于制剂服务。此外，公司于 2021 年 5 月启动重庆两江新区制剂生产基地建设，计划 2022 年第四季度建成投产。**2021 年制剂 CDMO 业务实现“从 0 到 1”突破，实现营业收入 2,016 万元，在研项目 31 个，其中创新药 15 个，仿制药 16 个，制剂 CDMO 与化学原料药 CDMO 协同，原料药+制剂协同服务项目 13 个，进一步打造端到端的服务链条。**

## 5. 看未来：布局基因细胞治疗，打造顶尖 CDMO 平台

基因细胞治疗 (CGT) 尚处于萌芽期，前景广阔。CGT 不同于传统的小分子化药和大分子生物制剂，通常需要通过细胞活性与功能研究、目的基因筛选和确认、目的基因功能研究等确定 CGT 产品的潜在应用场景。根据 Frost & Sullivan 发布的《中国细胞与基因治疗产业发展白皮书》，CGT 产业尚处于萌芽期，市场潜力大。

图 56：中国 CGT 与其它药物研发与发展周期比较



数据来源：Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

**CGT 研究火热，催生 CGT 市场规模迅速增大。**近几年随着多款 CGT 产品获批，CGT 研究热度持续上升。根据 Frost & Sullivan 数据，2021 年全球 CGT 市场规模预计约为 37.8 亿美元，到 2025 年扩大至 305.4 亿美元，2021-2025 年 CAGR 为 68.59%；而在中国市场，2021 年是 CGT 产品有明显放量的第一年（受益与国内奕凯达和倍诺达的获批），市场规模预计为 0.4 亿美元，到 2025 迅速扩大至 25.9 亿美元，2021-2025 年 CAGR 高达 183.67%。

表 3：主要医药市场 CGT 产品获批情况（2015-2022）

上市时间	商品名	公司	药物类别	适应症
2015	IMLYGIC	Amgen	溶瘤病毒	黑色素瘤
2016	Stimvelis	Orchard	慢病毒	ADA-SCID
2016	Zalmoxis	MolMed	同种异体 T 细胞	造血干细胞移植
2017	KYMRIAH	Novartis	CAR-T	急性 B 淋巴细胞白血病
2017	YESCARTA	Gilead/Kite	CAR-T	淋巴瘤
2017	LUXURNA	Spark/Roche	AAV	遗传性视力丧失

2019	Zolgensma	AveXis/Nobartis	AAV	脊髓性肌萎缩
2019	Zynteglo	Bluebird Bio	慢病毒	地中海贫血
2020	TECARTUS	Gilead/Kite	CAR-T	套细胞淋巴瘤
2020	Libmeldy	Orchard	慢病毒	异染性脑蛋白质营养不良
2021	SKYSONA	Bluebird Bio	慢病毒	罕见神经退行性疾病
2021	奕凯达	复星凯特	CAR-T	大B细胞淋巴瘤
2021	Delytact	Daiichi-Sankyo	溶瘤病毒	恶性胶质瘤
2021	信诺达	药明巨诺	CAR-T	大B细胞淋巴瘤
2021	Breyanzi	Juno/BMS	CAR-T	大B细胞淋巴瘤
2021	Abecma	BMS/Bluebird	CAR-T	多发性骨髓瘤
2022	CARVYKTI	Janssen	BCMA	多发性骨髓瘤

数据来源：NMPA, FDA, EMA, 东吴证券研究所

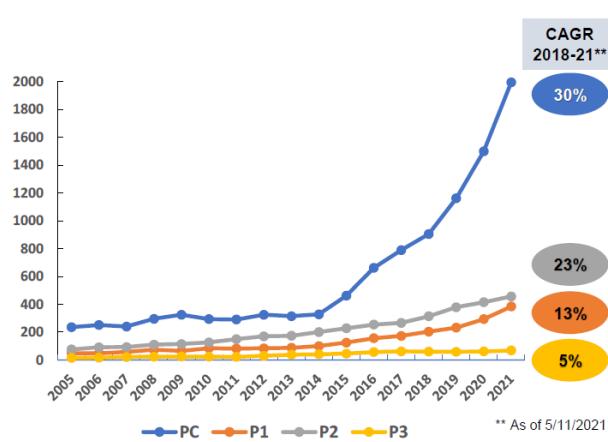
图 57：全球及中国 CGT 市场规模（2016-2025）（单位：亿美元）



数据来源：Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

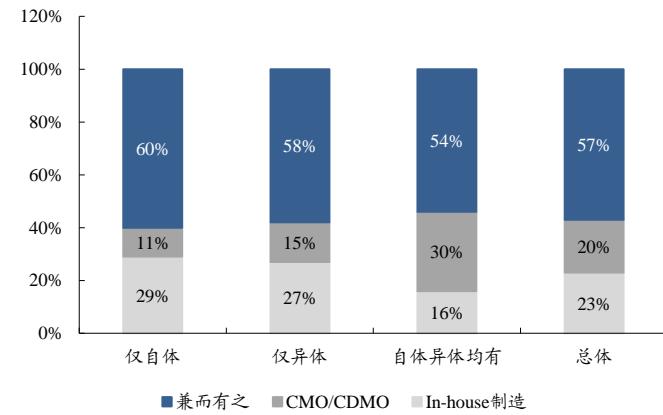
**CGT 赛道火热有望带富卖水人。**除了获批 CGT 产品的增多，处于临床开发中的 CGT 产品也逐年增多，目前活跃的 CGT 临床项目超过 2900 个。2018 年至 2021 年，临床前 CGT 产品 CAGR 为 30%，可见 CGT 产品赛道非常火热。随着 CGT 产品开发数量增多、临床项目的推进，商业化 CGT 产品上市，上游 CGT CDMO 将有广阔发展空间。CGT 产品工艺复杂，成本高昂，而 CDMO 公司可以借助自身平台效应，优化工艺和操作流程，合理安排产能等方式缩减成本和快速放量，使得 CGT 研发企业会寻求与 CDMO 公司合作。（更多内容可参考东吴证券 2021 年发布的报告《细胞基因治疗 CDMO 行业深度报告：星火已成燎原势，CGT 疗法外包布局正当时》）

图 58: 全球 CGT 产品临床管线情况



数据来源: Charles River, 东吴证券研究所

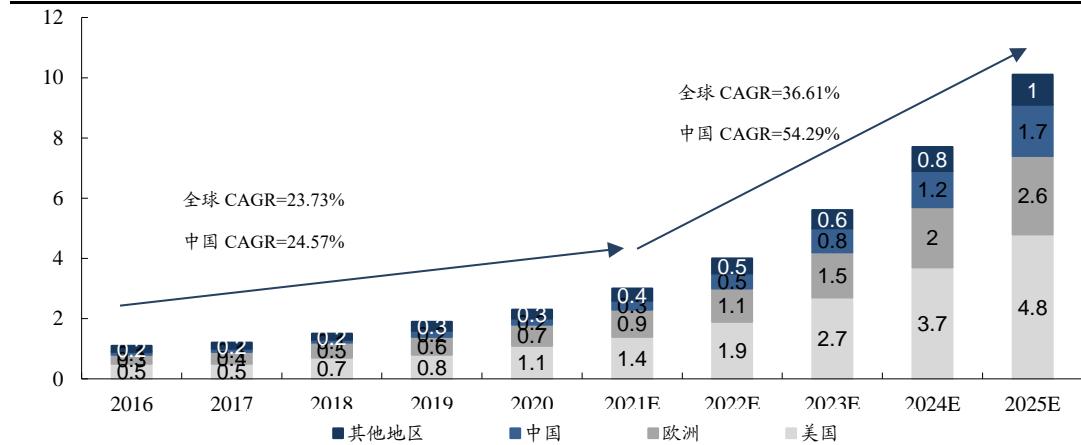
图 59: 受访高级疗法产品企业商业化生产选择 (2020)



数据来源: CRB report (2020), 东吴证券研究所

**CGT CDMO 市场处于高速增长期。**根据 Frost & Sullivan 数据, 2021 年全球 CGT CDMO 市场规模为 29 亿美元, 中国 CGT CDMO 市场为 3 亿美元, 2021 年至 2025 年, 全球和中国 CGT CDMO 市场 CAGR 分别为 36.61% 和 54.29%, 处于快速增长期, 先发布局优势将有助于 CGT CDMO 企业积累经验, 快速获取市场份额。

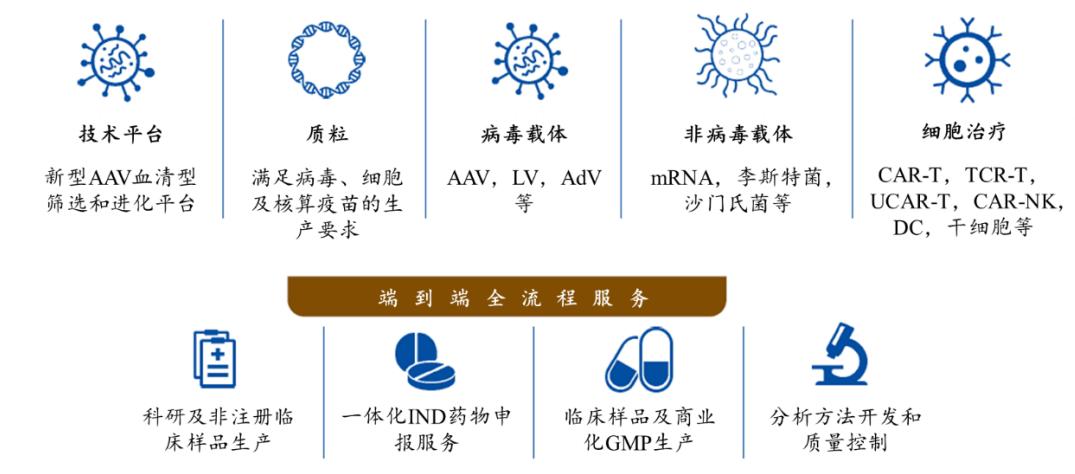
图 60: CGT CMO/CDMO 的全球市场规模 (2016-2025) (单位: 十亿美元)



数据来源: Frost &amp; Sullivan, 东吴证券研究所

**公司外延快速建设 CGT CDMO 平台, 建立专业化团队。**公司 2018 年成立苏州博腾生物制药有限公司, 打造基因/细胞治疗工艺开发和生产一体化 CDMO 服务平台, 博腾生物一期项目于 2020 年 11 月完成建设投产, 拥有 1,200 m<sup>2</sup> 研发实验室和 4,000 m<sup>2</sup> 的 GMP 生产车间; 同时二期项目 16,000 m<sup>2</sup> 产业化基地正在建设中, 计划 2022 年 Q4 投产。基于 CGT CDMO 平台, 公司可为合作客户提供质粒、慢病毒、细胞治疗三个领域的端到端的全流程服务。

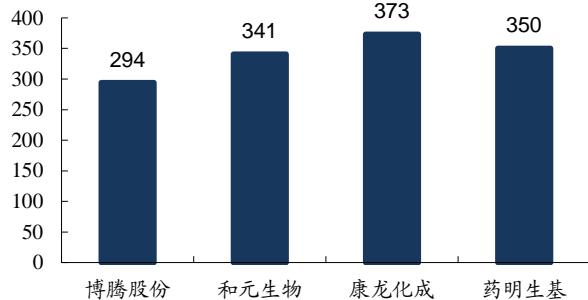
图 61：博腾 CGT CDMO 平台与服务



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

公司 CGT CDMO 业务部分，整个专业化团队也由 2020 年近 100 人增加至 2021 年的 294 人。2020 平台投产当年即实现订单“破局”，签订 5 个订单，金额约 5,600 万元，2021 年新签订单 27 个，金额约 1.3 亿元。随着平台进一步扩建，CGT CDMO 人员规模与新签订单金额都将有望进一步快速增长。

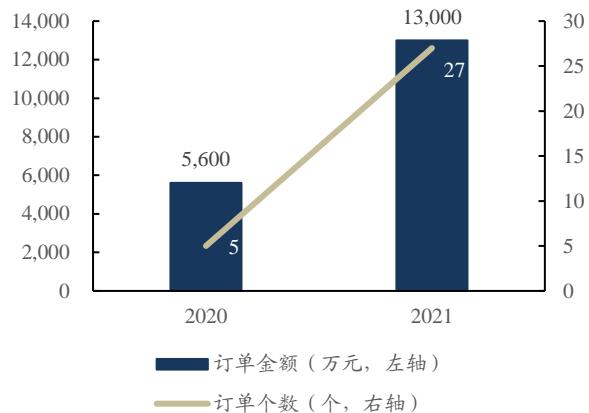
图 62：相关标的 CGT CDMO 人员规模（2021 年）



注：和元生物人员规模截至 2021 年 6 月 30 日，药明生基为国内部分员工，约为 300~400 人。

数据来源：公司推介材料，和元生物招股意向书，东吴证券研究所

图 63：博腾股份 CGT CDMO 新增订单情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为，随着国内、外细胞与基因治疗研发投入增加和更多商业化品种获批，CGT CDMO 业务有望实现放量。公司凭借搭建的一体化 CGT CDMO 平台、既往合作客户的经验、NMPA/FDA/EMA/PMDA 等国内外药监机构的审查经验以及端到端的合作模式，CGT CDMO 业务有望保持高速增长。

## 6. 盈利预测与投资评级

### 6.1. 关键假设和收入拆分

我们将公司业务拆分成原料药 CMO、原料药 CRO、制剂 CDMO、CGT CDMO 和其他业务来预测公司未来业绩，核心假设如下：

1. 2022 年 2 月 11 日公司收到辉瑞 6.81 亿美元（43.18 亿元人民币，汇率按公告中披露数据折算）采购订单，订单交付时间为 2022 年。公司与辉瑞合作情况：2019 年收入 5,846 万元，占当年营业收入比例 3.77%；2020 年收入 10,346 万元，占当年营业收入比例 4.99%；2021 年 1-9 月收入 15,133 万元，占当期营业收入比例 7.46%。根据公司产能，2021 年产能 1435 立方米，利用率 75%，2022 年公司投产产能为 2019 立方米。根据公司公告，公司营收同时受产能规模、实际产能利用率、产品价值、单位产能价值、技术能力等多方面因素的影响。公司已经根据本次新增订单和其他在手订单情况，经过充分论证分析，对相应产品进行了周密排产，公司现有产能满足该等订单的交付需求，且其他项目的交付计划不会因本次新增订单而受到重大不利影响。受益与该大合同订单，公司 2022 年原料药 CMO 业务将大幅增长，我们预计营收增长率为 180% 左右，而随着大订单的交付，公司产能、人员规模等将进一步匹配公司的订单，我们预计原料药 CMO 业务在 2023、2024 年营业收入增长率分别为 5%、12%；
2. 公司原料药 CRO 业务受益于创新药的研发、国内和国外（J-Star）的协同、引流机制，一直保持了较高的增长，我们预计该部分业务在 2022-2024 年维持高增长。
3. 2021 年制剂 CDMO 业务引入新项目 31 个，新签订单 7113 万元；CGT CDMO 引入新项目 27 个，新签订单约 1.3 亿元，新业务拓展早期，为了快速拿单匹配生产，毛利率较低，但增长较快。

表 4：公司收入拆分及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入（百万元）	2,071.88	3,105.15	7,314.76	8,407.11	10,349.89
<sup>yoY</sup>	33.56%	49.87%	135.57%	14.93%	23.11%
毛利率	41.68%	41.36%	42.33%	40.85%	40.45%
毛利（百万元）	897.67	1,354.07	3,146.16	3,483.86	4,236.47
<b>1. 原料药 CMO</b>					
营业收入（百万元）	1,448.95	2,038.57	5,707.99	5,993.39	6,712.59
<sup>yoY</sup>	41.12%	40.69%	180%	5%	12%
毛利率	40.75%	42%	44%	43.00%	43.00%
毛利（百万元）	590.45	856.61	2,511.51	2,577.16	2,886.41

## 2. 原料药 CRO

营业收入 (百万元)	564.47	972.88	1,391.22	1,989.45	2,844.91
yoY	14.90%	72.35%	43%	43%	43%
毛利率	44.33%	45%	45.00%	45.00%	45.00%
毛利 (百万元)	250.23	437.80	626.05	895.25	1,280.21
<b>3. 制剂 CDMO</b>					
营业收入 (百万元)	0.00	20.16	90.72	199.58	399.17
yoY	-	-	350%	120%	100%
毛利率	-	-	-18%	-8%	5%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	-16.33	-15.97	19.96
<b>4. CGT CDMO</b>					
营业收入 (百万元)	1.39	13.87	124.83	224.69	393.21
yoY	-	897.00%	800%	80%	75%
毛利率	-	-	-20%	-10%	0%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	-24.97	-22.47	0.00
<b>5. 其他业务</b>					
营业收入 (百万元)	57.00	59.67	49.89	49.89	49.89
yoY	-	-	-	-	-
毛利率	-	-	-	-	-
毛利 (百万元)	57.00	59.67	49.89	49.89	49.89

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

## 6.2. 盈利预测与估值

我们选取 A 股中同行业的康龙化成、凯莱英、药明康德和九洲药业作为可比公司，参考可比公司估值。2022 年行业可比公司平均估值为 43.3 倍，公司 2022 年估值为 34 倍，低于行业平均水平。

表 5: 可比公司估值对比 (数据截至 2022 年 4 月 18 日)

代码	公司	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			P/E (倍)			市值 (亿元)
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300759.SZ	康龙化成	123.5	16.61	22.17	30.55	59.1	44.3	32.1	923
002821.SZ	凯莱英	310.32	10.69	26.24	29.44	76.6	31.3	27.9	795
603259.SH	药明康德	107.1	68.76	86.33	104.06	107.1	62.3	36.7	3121
603456.SH	九洲药业	46.49	6.50	8.70	11.54	59.6	44.7	33.4	387
可比公司平均						78.0	43.3	32.3	
300636.SZ	博腾股份	84.12	5.24	13.45	14.52	87.4	34.0	31.5	458

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所 (东吴研究所推算估值, P/E 根据 4 月 18 日收盘价计算)

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 73.15 亿元, 84.07 亿元, 103.50 亿元; 归母净利润分别为 13.45 亿元, 14.52 亿元, 17.74 亿元; 当前股价对应估值分别为 34X, 32X, 26X, 公司为国内优秀 CDMO 标的, 所在行业具备高景气发展, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 7. 风险提示

**环保政策收紧:** 我国计划原料药生产高质量化、绿色化, 存在相关环保政策可能持续收紧的风险。

**成本向下游传导不及预期:** 上游原材料可能存在向下游传导不及预期的风险。

**新产品审批和放量不及预期:** 新产品 1) 存在审批速度、注册节奏等不及预期; 2) 放量规模不及预期的风险。

**CDMO 业务不及预期:** CDMO 业务主要为早期临床阶段项目, 存在研发失败风险, 和板块收入不及预期风险。

**新业务不及预期:** 制剂 CDMO 和 CGT CDMO 业务均处于早期阶段, 存在新业务拓展不及预期风险。

**汇兑损益风险:** 人民币存在升值的风险。

## 博腾股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3,211	4,913	6,240	8,148	<b>营业总收入</b>	3,105	7,315	8,407	10,350
货币资金及交易性金融资产	1,217	1,063	1,647	2,378	营业成本(含金融类)	1,821	4,218	4,973	6,163
经营性应收款项	1,081	2,022	2,407	3,041	税金及附加	14	34	36	46
存货	757	1,608	1,927	2,410	销售费用	97	240	277	338
合同资产	39	46	62	82	管理费用	290	764	854	1,047
其他流动资产	116	175	198	237	研发费用	264	593	686	848
<b>非流动资产</b>	3,351	3,945	4,604	5,267	财务费用	-2	0	0	0
长期股权投资	377	561	775	1,002	加:其他收益	18	49	54	66
固定资产及使用权资产	1,975	2,230	2,502	2,761	投资净收益	-12	4	-2	-6
在建工程	342	458	588	717	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	131	152	177	204	减值损失	-64	-61	-58	-55
商誉	280	298	318	341	资产处置收益	-3	-4	-5	-7
长期待摊费用	64	64	64	64	<b>营业利润</b>	566	1,455	1,571	1,907
其他非流动资产	182	181	180	179	营业外净收支	-17	-17	-17	-16
<b>资产总计</b>	6,562	8,858	10,844	13,416	<b>利润总额</b>	549	1,438	1,554	1,891
<b>流动负债</b>	2,119	3,152	3,781	4,701	减:所得税	73	166	188	229
短期借款及一年内到期的非流动负债	509	120	120	120	<b>净利润</b>	476	1,272	1,366	1,661
经营性应付款项	1,111	2,205	2,663	3,351	减:少数股东损益	-48	-73	-86	-113
合同负债	64	107	141	176	<b>归属母公司净利润</b>	524	1,345	1,452	1,774
其他流动负债	434	720	858	1,055	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.96	2.47	2.67	3.26
非流动负债	257	257	257	257	EBIT	576	1,466	1,581	1,908
长期借款	24	24	24	24	EBITDA	617	1,703	1,853	2,214
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.36	42.33	40.85	40.45
租赁负债	207	207	207	207	归母净利率(%)	16.87	18.38	17.28	17.14
其他非流动负债	26	26	26	26	收入增长率(%)	49.87	135.57	14.93	23.11
<b>负债合计</b>	2,376	3,409	4,039	4,958	归母净利润增长率(%)	61.49	156.67	8.00	22.14
归属母公司股东权益	3,982	5,317	6,761	8,525					
少数股东权益	205	131	45	-68					
<b>所有者权益合计</b>	4,186	5,449	6,805	8,458					
<b>负债和股东权益</b>	6,562	8,858	10,844	13,416					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	480	1,091	1,548	1,738	每股净资产(元)	7.31	9.77	12.42	15.66
投资活动现金流	-916	-847	-955	-998	最新发行在外股份 (百万股)	544	544	544	544
筹资活动现金流	350	-390	0	0	ROIC(%)	11.43	24.17	21.46	21.00
现金净增加额	-95	-154	584	731	ROE-摊薄(%)	13.16	25.29	21.48	20.81
折旧和摊销	196	237	272	305	资产负债率(%)	36.21	38.49	37.24	36.96
资本开支	-770	-667	-740	-765	P/E (现价&最新股本摊薄)	87.37	34.04	31.52	25.81
营运资本变动	-296	-721	-287	-470	P/B (现价)	11.50	8.61	6.77	5.37

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>