

博腾股份 (300363.SZ) 打造端到端 CDMO 服务平台，公司迈入发展新周期

2022 年 05 月 16 日

期

投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2022/5/16
当前股价(元)	71.45
一年最高最低(元)	109.77/55.95
总市值(亿元)	388.81
流通市值(亿元)	322.84
总股本(亿股)	5.44
流通股本(亿股)	4.52
近 3 个月换手率(%)	145.82

蔡明子（分析师）

余汝意（联系人）

caimingzi@kysec.cn

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070029

● 打造端到端 CDMO 服务平台，公司迈入发展新周期

凭借十七年的行业经验，博腾股份在小分子药物领域已打造“中间体-原料药-制剂”全产业链的服务平台，并着眼生物医药未来，横向拓展前景广阔的细胞基因治疗领域。短期内，原料药 CDMO 业务仍将是公司业绩最重要的增长点，并有望持续实现稳健增长；中长期维度看，制剂和基因细胞治疗两大新业务迎来快速发展期，进一步打开公司成长天花板。我们看好公司的长期发展，预计 2022-2024 公司的归母净利润为 15.02/15.11/17.61 亿元，EPS 为 2.76/2.78/3.24 元，当前股价对应 PE 为 25.9/25.7/22.1 倍，估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 原料药 CDMO：大订单贡献弹性，常规业务导流效应显现，稳健增长可期

公司先后与某大型跨国制药公司签订近 9 亿美元订单，预计将显著增厚 2022 年的业绩，相关药品的商业化不同于以往小分子创新药的放量趋势，全球新冠流行下，对新冠小分子药物的需求将集中释放，博腾股份顺利承接相关订单，充分印证公司在研发、生产及供应链管理等方面具有较强的能力，是对公司小分子药物 CDMO 能力的充分认可。剔除大订单，随着公司前端培育的项目向后端逐步导流及持续向 API 转型升级，公司原料药 CDMO 业务有望持续保持稳健增长。

● 筑巢引凤，制剂和基因细胞治疗两大新业务迎来快速发展期

制剂的剂型多样，每类剂型的技术要求也有较大的差异，为满足客户多样化的需求，需要服务商搭建多种技术平台。博腾股份已逐步建立起多种剂型的服务能力，在原料药-制剂协同下，制剂 CDMO 业务订单快速增长。CGT 行业处于快速发展期，公司也已搭建具有优势的全方位技术平台，我们预计，公司 CGT CDMO 业务有望保持快速增长，为公司的长期发展打开新的空间。

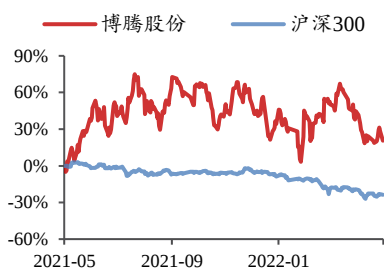
● **风险提示：**服务的创新药终端市场需求波动风险、固定资产投资风险、环保安全风险、汇率波动风险以及新业务投资风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,072	3,105	7,590	7,886	9,034
YOY(%)	33.6	49.9	144.4	3.9	14.6
归母净利润(百万元)	324	524	1,502	1,511	1,761
YOY(%)	74.8	61.5	186.7	0.6	16.5
毛利率(%)	41.7	41.4	42.4	41.7	41.5
净利率(%)	15.7	16.9	19.8	19.2	19.5
ROE(%)	9.5	11.4	25.7	20.9	19.7
EPS(摊薄/元)	0.60	0.96	2.76	2.78	3.24
P/E(倍)	119.8	74.2	25.9	25.7	22.1
P/B(倍)	11.5	9.8	7.2	5.7	4.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、国内领先+国际认可的卓越 CDMO 企业	4
1.1、公司股权结构清晰，各子公司协同发展	5
1.2、全球化布局，打造国际化的专业服务能力	6
1.3、战略调整及时，客户结构不断优化，业绩收入稳步提升	7
1.4、加大固定资产投资，并提升运营能力	9
2、CDMO 全球市场需求旺盛，国内公司快速发展	9
2.1、全球市场需求旺盛，CDMO 市场规模快速扩容	10
2.1.1、新药研发成本高、周期长、成功率低，制药公司外包意愿增强	10
2.1.2、Biotech 公司崛起，外包意愿更强烈	12
2.2、中国 CDMO 行业迎来高速发展的黄金时代	12
2.2.1、全球医药研发外包服务需求加速向中国转移	13
2.2.2、政策支持下，国内创新药行业蓬勃发展	13
3、打造端到端的 CDMO 服务平台，未来发展可期	15
3.1、原料药 CDMO：导流效应逐渐显现，稳健增长可期	16
3.1.1、做深产品链，推动 CDMO 业务由中间体向 API 升级	17
3.1.2、坚持技术驱动战略，构建核心竞争壁垒	18
3.2、进一步做深小分子药物产业链，战略布局制剂 CDMO 新业务，构建未来业绩增长点	20
3.3、聚焦于高景气度的细胞和基因治疗领域，有望跻身第一梯队	21
3.3.1、CGT 行业快速发展，有望引领第三次生物医药产业变革	22
3.3.2、CGT 行业外包率较高，CGT CDMO 行业快速发展	24
3.3.3、筑巢引凤，打造 CGT 全流程 CDMO 服务平台	25
3.4、全方位布局各业务线产能，满足快速发展需要	27
4、盈利预测与投资建议	28
4.1、盈利预测与估值	29
5、风险提示	29
附：财务预测摘要	30

图表目录

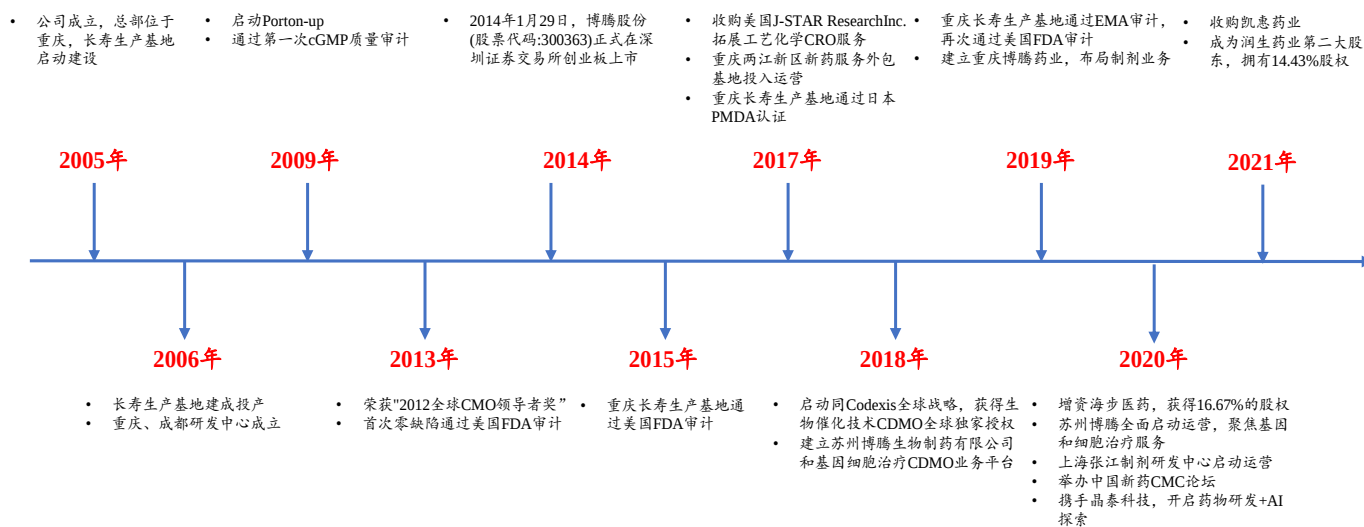
图 1：历时十七年发展，建设全面服务能力	4
图 2：业务布局满足客户一站式服务需求	4
图 3：公司股权结构清晰	5
图 4：全球医药热点区域的网络布局	7
图 5：客户结构不断优化，业绩收入稳步提升	8
图 6：临床二期及以前的 CRO 项目逐步增多	8
图 7：自转型以来，博腾股份盈利能力持续改善	9
图 8：持续加大固定资产投入（单位：亿元）	9
图 9：固定资产周转率逐步提升	9
图 10：预计全球 CDMO 行业呈现出稳健增长的趋势（单位：十亿美元）	10
图 11：新药研发成本高、周期长、成功率低	11
图 12：新药研发成本逐渐上升，成功率下降	11

图 13: Biotech 公司后期管线占比持续增高	12
图 14: 中国 CDMO 市场强劲增长 (单位: 十亿)	13
图 15: 2016-2026 年全球医药研发外包服务市场地域分布	13
图 16: 中国药企历年融资事件数及融资金额快速增长	14
图 17: 近年来国产创新药首次申报 IND 数量快速增长	14
图 18: 近年来国产创新药获批数量快速增长	15
图 19: 全流程、高质量服务小分子药物的研发与生产	16
图 20: CDMO 项目漏斗效应逐渐显现	17
图 21: CRO 业务占 CDMO 比例持续提升	17
图 22: CRO 业务快速增长, 有望推动 CMO 持续向上	17
图 23: API 产品数持续增长 (单位: 个)	18
图 24: API 业务收入实现高增长 (单位: 万)	18
图 25: 原料药 CDMO 业务加速增长	20
图 26: 自身建设加外延投资加速布局制剂 CDMO 业务	20
图 27: 打造原料药到制剂的一体化服务的能力	21
图 28: 全方位搭建制剂技术平台	21
图 29: 制剂 CDMO 业务承接订单同比增速高达 269% (单位: 万)	21
图 30: 基因治疗主要分为体内/体外两种形式	22
图 31: 细胞和基因治疗快速发展	22
图 32: CGT 产品引发融资热潮 (单位: 百万美元)	23
图 33: 全球多数 CGT 项目处于临床早期	23
图 34: 国内多数 CGT 项目处于临床早期	23
图 35: CGT 行业外包渗透率高达 77%	24
图 36: 预计全球 CGT CDMO 市场稳步增长 (单位: 亿美元)	25
图 37: 预计中国 CGT CDMO 市场高速增长 (单位: 亿元)	25
图 38: 持续深化细胞和基因治疗 CDMO 业务布局	25
图 39: 博腾生物与多家 CGT 公司签约合作	26
图 40: CGT CDMO 收入高速增长 (单位: 万元)	27
图 41: CGT CDMO 在手订单充裕 (单位: 亿元)	27
表 1: 各子公司协同发展	5
表 2: 连续四年实施股权激励, 凝聚公司力量	6
表 3: CDMO 公司可提供高附加值服务, 提高研发效率	12
表 4: MAH 制度入法, 推动国内创新药外包的快速发展	15
表 5: 重大订单规模接近 9 亿美元	16
表 6: 持续加强技术平台能力建设	19
表 7: 打造 CGT 全流程 CDMO 服务平台	26
表 8: 全方位布局各业务线产能	27
表 9: 与可比公司相比, 公司估值合理	29

1、国内领先+国际认可的卓越 CDMO 企业

重庆博腾制药科技股份有限公司成立于 2005 年，十七年来博腾股份不断加强产能、合规质量体系等基本业务能力建设，核心生产基地均通过美国 FDA 审计；在小分子药物 CDMO 上，博腾股份顺应客户需求，通过自建+并购，逐步打造“中间体-原料药-制剂”全产业链的服务能力；着眼生物医药未来发展，公司在 2018 年开始横向拓展前景广阔的细胞基因治疗领域。

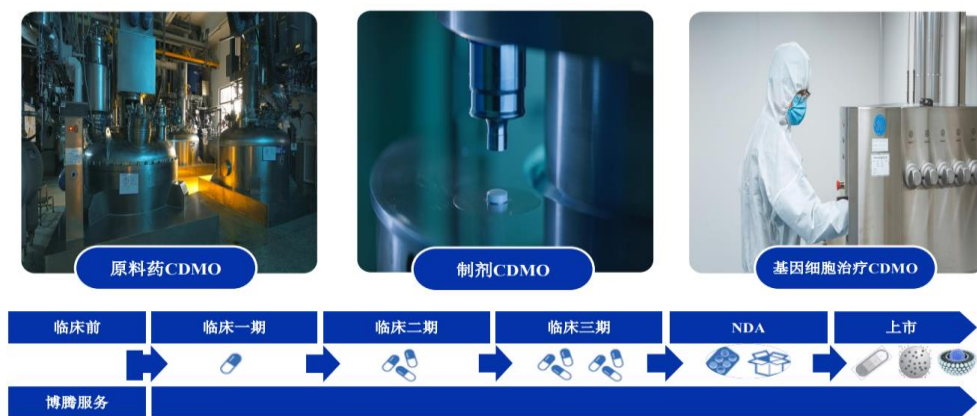
图1：历时十七年发展，建设全面服务能力



资料来源：公司年报、公司官网、开源证券研究所

经过十七年的积累，公司已成为针对全球客户提供化学药（包括中间体、原料药、制剂）和基因细胞治疗定制研发及生产的端到端综合制药服务平台，能够为药物开发从临床前到临床试验直至上市全生命周期提供所需服务。

图2：业务布局满足客户一站式服务需求

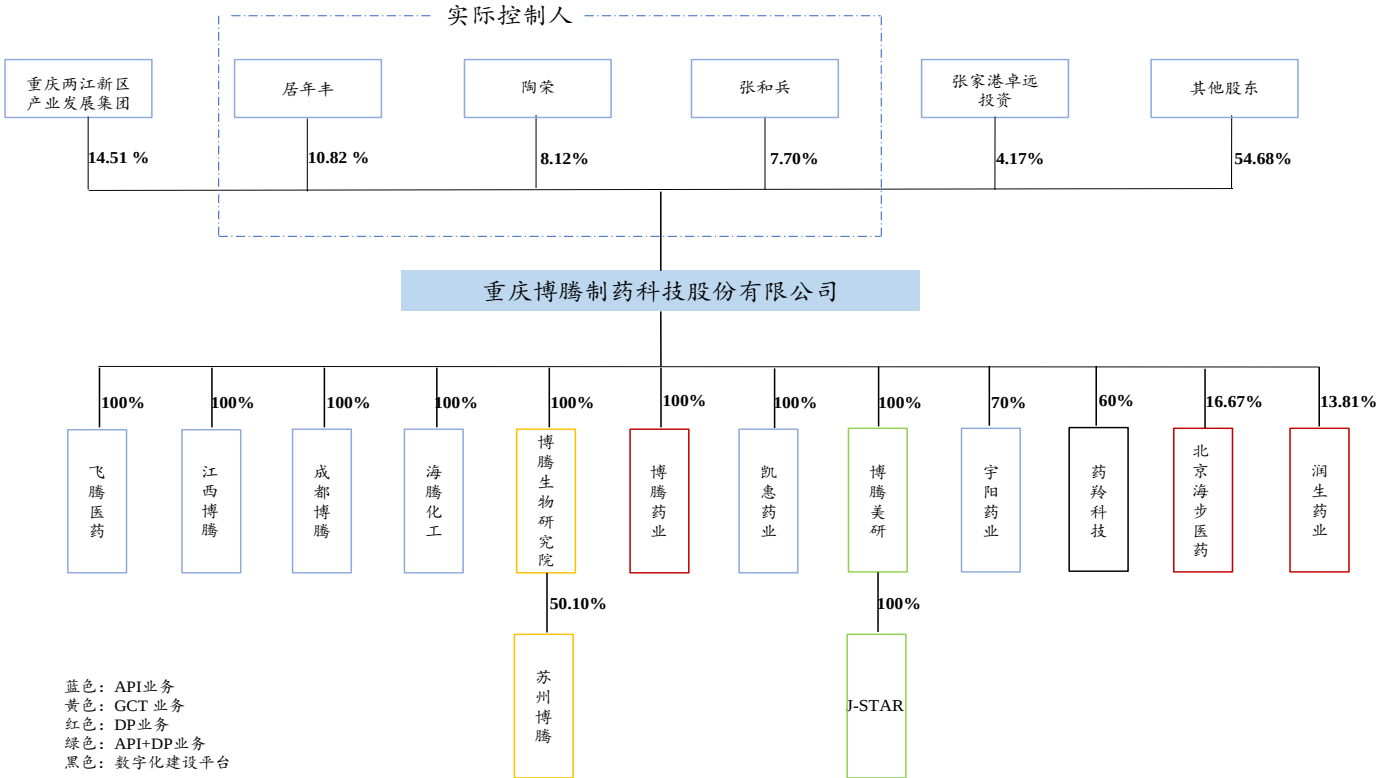


资料来源：博腾股份 2021 年度业绩说明会

1.1、公司股权结构清晰，各子公司协同发展

公司的第一大股东是重庆两江新区产业发展集团，实际控制人为居年丰、陶荣和张和兵，三人为一致行动人，合计持有公司 26.6%的股权。公司旗下子公司众多，各子公司协同发展，有助于公司整合资源。

图3：公司股权结构清晰



资料来源：公司年报、公司官网、Wind、开源证券研究所

表1：各子公司协同发展

子公司	持股比例	主营业务
飞腾医药	100%	公司全资子公司，API 研发中心
江西博腾	100%	公司全资子公司，API 生产基地
成都博腾	100%	公司全资子公司，API 研发中心
海腾化工	100%	公司全资子公司
博腾美研	100%	公司全资子公司，原料药和制剂研发中心，商务开发
博腾药业	100%	公司全资子公司，主要承接公司制剂 CDMO 业务
凯惠药业	100%	公司全资子公司，临床前和临床早期(CRO)业务
J-STAR	100%	公司全资二级子公司，原料药和制剂研发中心，商务开发
宇阳药业	70%	公司控股子公司，API 生产基地
苏州博腾	50.10%	公司控股二级子公司，主要承接公司生物药 CDMO 业务
药聆科技	60%	公司控股子公司，数字化建设平台
北京海步医药	16.67%	公司参股公司，制剂 CDMO 业务，API 产品的国内注册
润生药业	13.81%	公司参股公司，哮喘和慢阻肺疾病的干粉吸入制剂

资料来源：公司年报、开源证券研究所

连续四年实施股权激励计划，稳固公司核心管理和研发力量：CDMO 行业是一个知识密集型、技术密集型、人才密集型的高壁垒行业，公司的长期稳定发展离不开人才团队，常态化激励是公司人才战略下的重要机制。公司连续四年实施面向中高层管理人员及核心业务技术骨干推出的股权激励计划，有效的稳固公司核心研发力量，并进一步激发创新潜力，将人才与公司长期稳定发展深度绑定，为公司未来发展保驾护航。

表2：连续四年实施股权激励，凝聚公司力量

授予日	激励对象	股票类型	授予数量	授予人数	授予价格	三年解锁业绩指标
2019 年 8 月	中高层管理人员及核心骨干	股票期权	785.2 万份	67 人	8.86 元/份	2019/2020/2021 年营业收入不低于 14/17/20.5 亿元
		限制性股票	191 万股		4.43 元/股	
2020 年 6 月		限制性股票	103.3 万股	24 人	13.04 元/股	2020/2021/2022 年营业收入不低于 17/20.5/25 亿元
2021 年 11 月	董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心骨干	限制性股票	31.4 万股	13 人	45.04 元/股	2021/2022/2023 年营业收入不低于 24/29/35 亿元
2022 年 4 月		限制性股票	714.0 万股	212 人	41.50 元/股	以 2020 年净利润为基数，2022/2023/2024 年净利润增长率不低于 190%/220%/260%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、全球化布局，打造国际化的专业服务能力

博腾股份基本完成全球医药热点领域的全覆盖。公司在上海、重庆、成都和苏州等国内医药研发热点区域均设有多个涵盖原料药、制剂和生物的综合性研发中心，便于及时响应客户需求；在美国拥有 2 个研发基地，包括原料药和制剂的一体化定制服务；在欧洲的瑞士和比利时设立运营中心，做到立足中国，服务全球。

图4：全球医药热点区域的网络布局



资料来源：博腾股份 2021 年度业绩说明会

1.3、战略调整及时，客户结构不断优化，业绩收入稳步提升

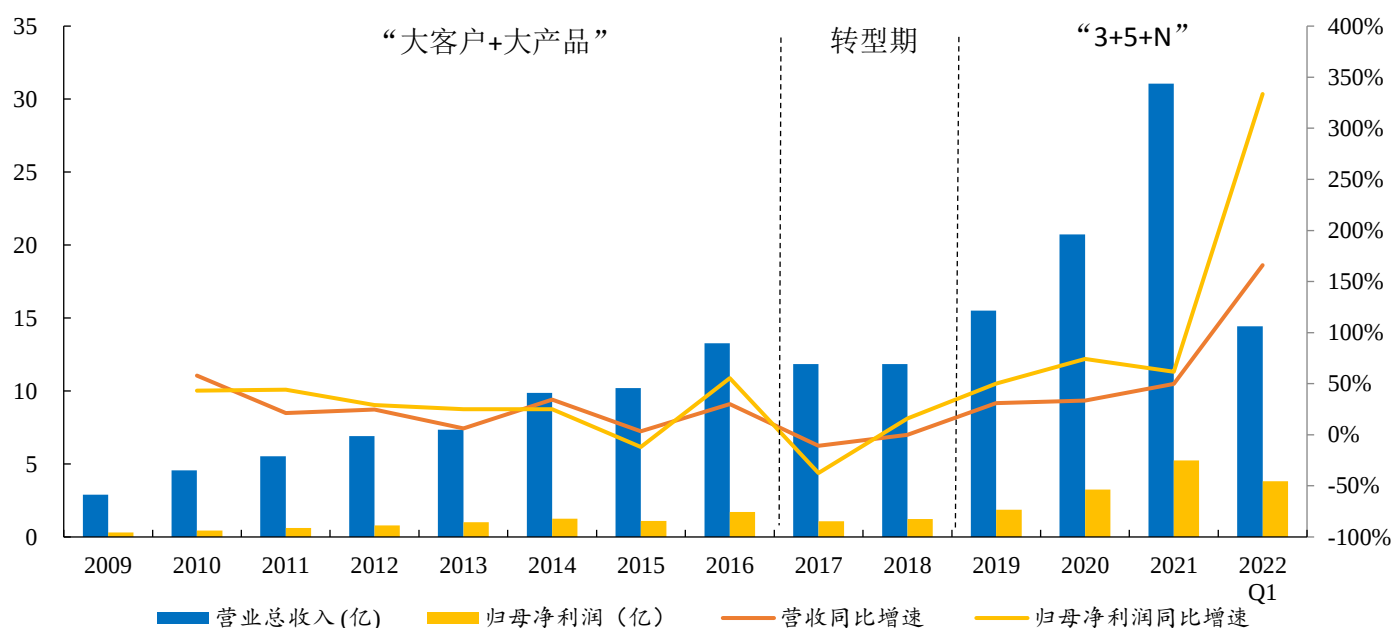
回归博腾股份十七年的发展历程，大体可以分为三个阶段：

2005-2016 年，持续推动“大客户+大产品”战略：公司在服务强生、吉利德等大型制药企业的过程中逐渐建立了符合国际标准的生产、EHS、质量管理（GMP）体系，也积累了丰富的项目管理经验。在此时期，公司主要服务大客户的商业化产品，伴随着全球产能转移，公司迅速成为国内领先的 CMO 公司。

2017-2018 年，迎来转型期：公司前两大客户强生和吉利德的两大产品终端需求下滑，严重影响公司业绩，2017 年公司的营业收入和归母净利润分别同比下滑 11% 和 37%。对此，公司积极进行战略转型。2017 年，公司收购美国公司 J-STAR，拓展北美中小企业客户，同时将业务向前端的早期业务拓展，开始了从 CMO 到 CDMO 的转型。

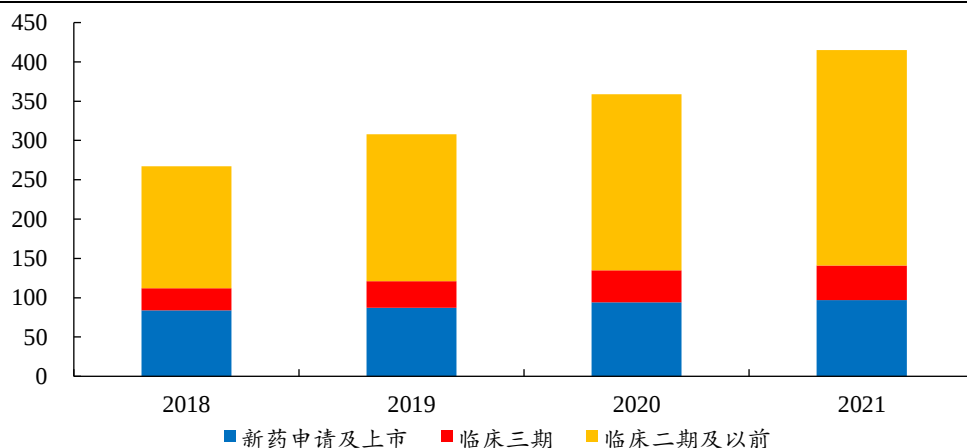
2019 年至今，采取“3+5+N”战略：“3”是公司的传统大客户，包括强生、吉利德、GSK；“5”是指辉瑞、诺华、罗氏、勃林格殷格翰、艾尔建，这 5 家虽然体量不及前三家，但公司已经开始为其提供商业化药品中间体；“N”是指众多中小长尾客户。公司意识到仅服务大客户带来的潜在弊端，开始着力培育中小客户。

大订单交付推动 2022 第一季度高速增长：2022Q1，公司实现营业收入 14.43 亿元，同比增长 166%。其中，大订单交付下，推动原料药 CDMO 业务实现收入 14.33 亿元，同比增长 173%，实现高速增长；制剂和基因细胞治疗两大新业务合计实现收入 943 万元，同比增长 955%，战略新型业务持续高速增长。2022 Q1 实现归母净利润 3.82 亿元，同比增长 333.53%；归母扣非净利润 3.81 亿元，同比增长 406.20%。

图5：客户结构不断优化，业绩收入稳步提升


数据来源：公司年报、Wind、开源证券研究所

随着博腾股份的逐步转型，公司中小客户数量和项目数量不断增加，客户集中度明显下降，在经营上应对波动风险的能力显著提升；同时，公司临床二期及以前的CRO项目逐步增多，业绩收入有望稳步提升。

图6：临床二期及以前的CRO项目逐步增多


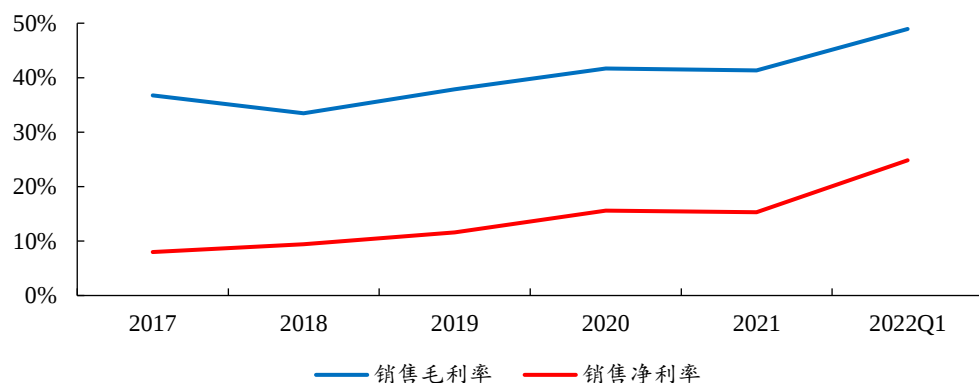
数据来源：公司公告、开源证券研究所

自2017年转型以来，公司盈利能力稳步提升：博腾股份整体销售毛利率由2017年的36.74%稳步提升到2021年的41.36%；净利率由2017年的7.98%提升到2021年的15.32%，盈利能力持续改善；我们预计，随着公司在经营管理上持续完善，盈利能力仍有提升空间。

CMO大订单交付，推动公司盈利能力再次提升：2022Q1公司毛利率为48.94%，同比提升8.6个pct，达到历史最高水平；净利率24.83%，同比提升8.7个百分点，

CMO 大订单交付，推动盈利能力再次提升。

图7：自转型以来，博腾股份盈利能力持续改善



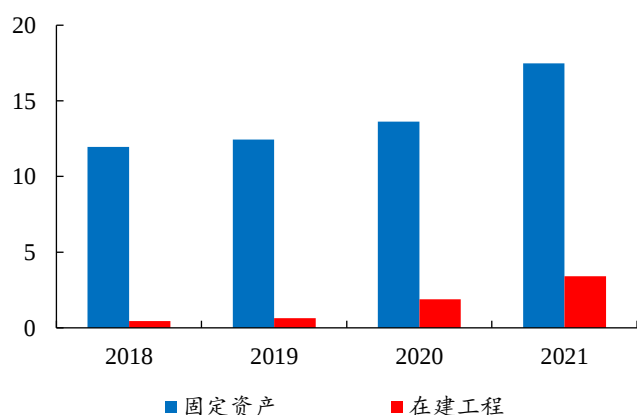
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、加大固定资产投资，并提升运营能力

为匹配未来业务增长的需要，近年来公司加快产能建设：截至 2021 年末，公司固定资产投入达到 17.48 亿元，同比增长 28%；在建工程达到 3.42 亿元，同比增长 81%。

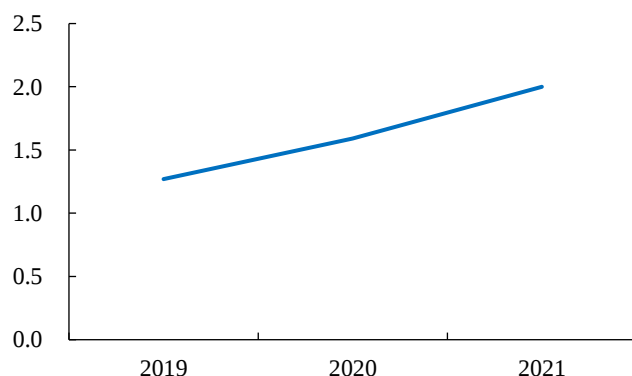
同时，博腾股份运营效率稳步提升：固定资产周转率由 2019 年的 1.27 提升到 2021 年的 2.0，整体稳步提升，运营能力明显提高。

图8：持续加大固定资产投入（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：固定资产周转率逐步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、CDMO 全球市场需求旺盛，国内公司快速发展

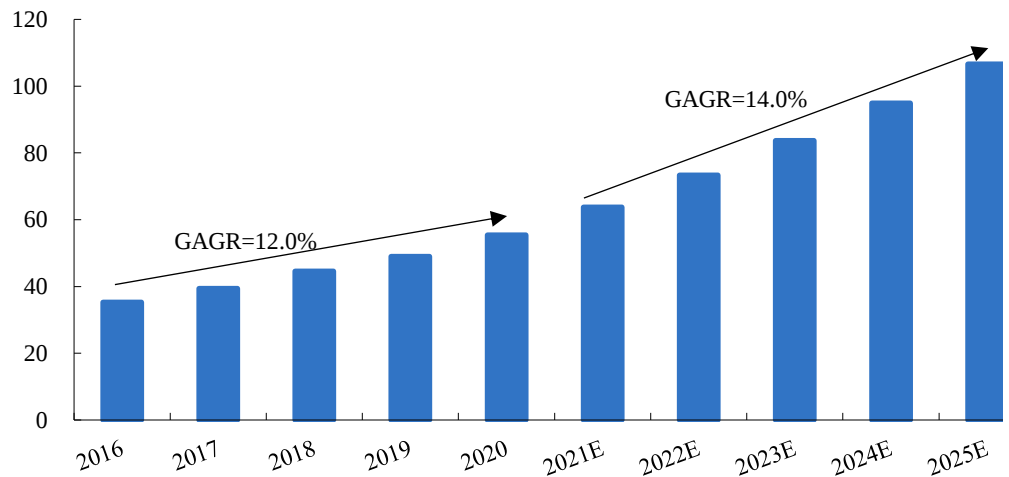
CDMO 行业是伴随着全球制药产业专业化分工逐步发展而来的。在全球范围内创新药研发成本持续上升、药品上市后销售竞争日趋激烈的背景下，无论是大型制

药公司还是中小创新药公司纷纷寻找研发生产合作伙伴,采用 CDMO 模式将部分研发和生产环节外包,一方面聚焦研发管线建设、提高资源配置效率、加快研发进程和降低研发成本,另一方面亦降低商业化生产成本、保障供应链稳定性。

2.1、全球市场需求旺盛, CDMO 市场规模快速扩容

全球市场需求旺盛, CDMO 市场规模快速扩容: 据 Frost & Sullivan 数据, 全球 CDMO 市场从 2016 年的 353 亿美元增至 2020 年的 554 亿美元, 复合年增长率为 12.0%; 到 2025 年预计全球 CDMO 市场规模将达到 1066 亿美元, 2020 年至 2025 年复合年增长率为 14.0%, 市场规模快速扩容。

图10: 预计全球 CDMO 行业呈现出稳健增长的趋势 (单位: 十亿美元)

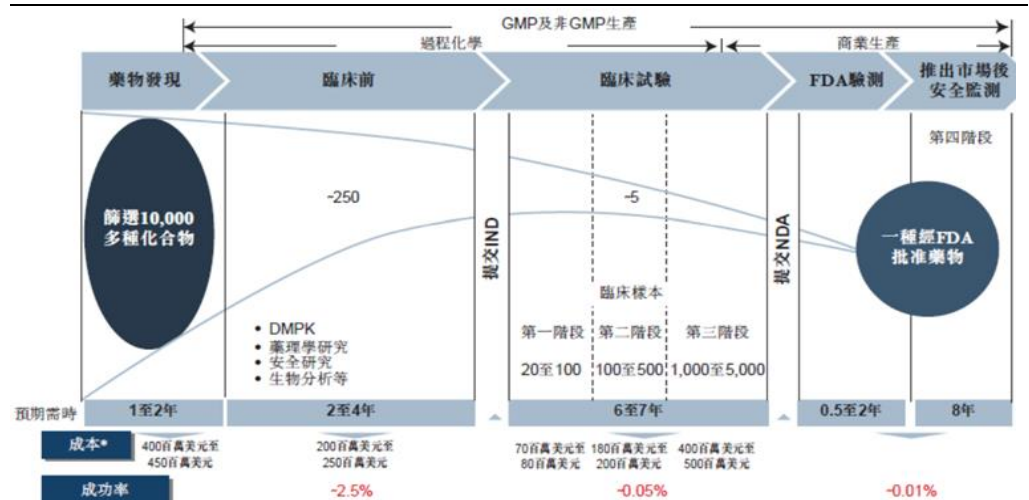


数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

2.1.1、新药研发成本高、周期长、成功率低, 制药公司外包意愿增强

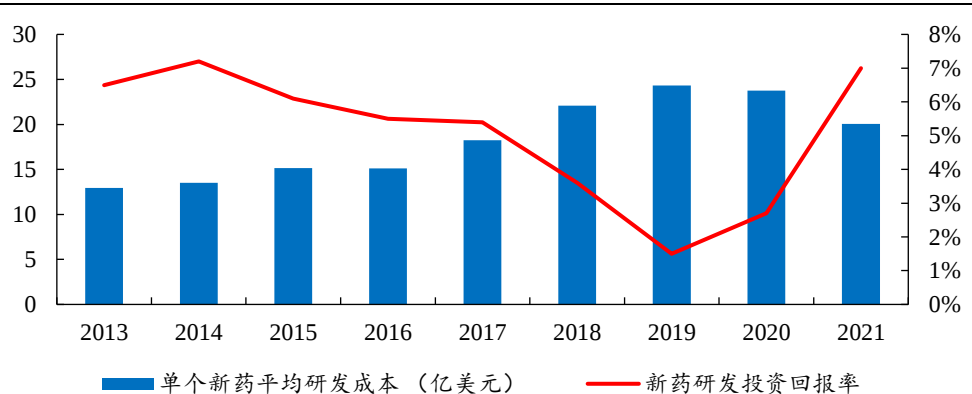
创新药研发具有难度大、周期长, 投入高等特点, 近年来创新药研发的成功率逐渐下降。据德勤数据显示, 新药研发的平均成本持续上升, 由 2013 年的 12.96 亿美元逐年增长至 2021 年的 20.06 亿美元; 同时, 新药研发投资回报率却不断走低, 2019 年降至 1.50%, 2020 至 2021 年才略有回升。

图11：新药研发成本高、周期长、成功率低



资料来源：药明康德招股书

图12：新药研发成本逐渐上升，成功率下降



数据来源：《Deloitte LLP, 2021》、开源证券研究所

合同研发生产组织（CDMO）为药物研发企业提供药品生产时所需要的工艺开发、配方开发、临床试验用药、化学或生物合成的原料药生产、中间体制造、制剂生产以及包装等服务，具有产研相结合的特性。在药物合成过程中，主要工作包括合成路线的开发与优化、分析方法的开发和验证，同时还需要满足各国的 GMP 规范并涉及复杂的法规申报，由药物研发公司从头到尾完成上述工作的难度较大、成本较高，因此通常采用 CDMO 服务模式。

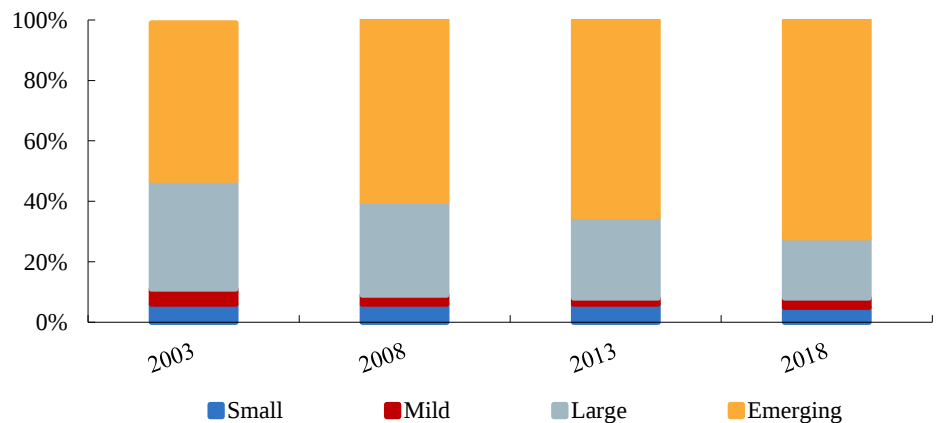
表3: CDMO 公司可提供高附加值服务, 提高研发效率

	低端 CMO	高端 CMO	CDMO
服务内容	低附加值服务, 包括非 GMP 化学药品的合同生产。	目标是按照客户开发的工艺完成 cGMP 生产, 而不是独立地进行工艺开发。	高附加值服务, 包括工艺开发、验证优化等持续的研发投资以提高工艺效率, 进一步降低生产成本及污染。
盈利能力			
技术创新			
开发失败的风险			
客户黏性			

资料来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

2.1.2、Biotech 公司崛起, 外包意愿更强烈

近年来, 在创新药行业内, 外包意愿更强的 Biotech 公司快速兴起: 据 IQVIA 数据显示, 全球 Biotech 公司后期管线占比从 2003 年的 52% 增加至 2018 年的 72%, Biotech 在创新药领域逐渐成为主角。Biotech 公司通常将大部分融资投入核心研发, 大多缺少生产厂房设备, 出于推进研发、资本配置和规模效应的考量, 研发和生产的外包服务的需求更加突出。

图13: Biotech 公司后期管线占比持续增高


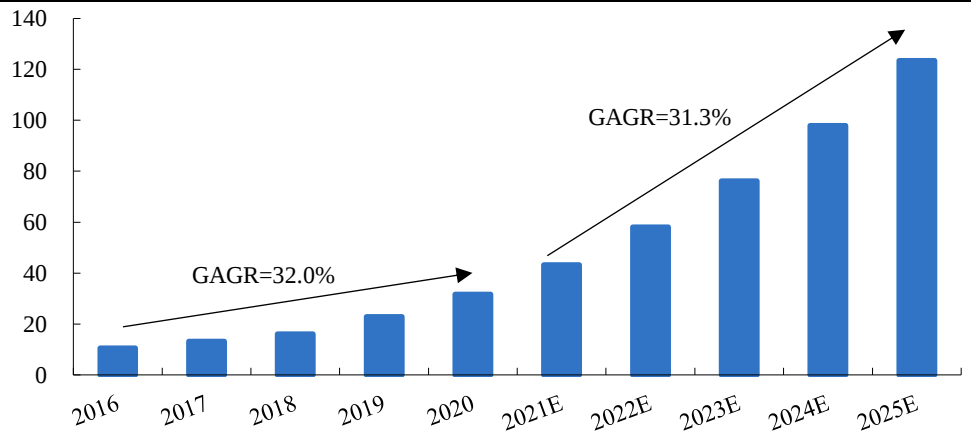
数据来源: 《IQVIA: The Changing Landscape of Research and Development》、开源证券研究所

2.2、中国 CDMO 行业迎来高速发展的黄金时代

全球制药产业链向中国等亚太地区转移, 叠加中国创新药行业的快速发展, 共同促进中国 CDMO 行业迎来黄金时代: 根据 Frost & Sullivan 数据, 自 2016 年至 2020 年, 中国 CDMO 市场规模从 105 亿元快速增长至 317 亿元, 5 年的复合增长率

高达 32.0%;同时,预计 2025 年市场规模将达到 1235 亿元,5 年复合增长率为 31.3%。

图14: 中国 CDMO 市场强劲增长 (单位: 十亿)

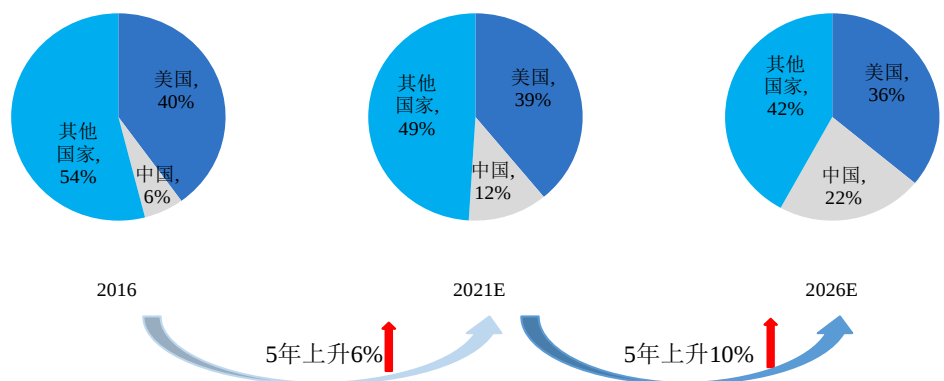


数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

2.2.1、全球医药研发外包服务需求加速向中国转移

中国作为医药新兴市场中主要构成,具有完善的基础工业体系,并且海外留学归国人才数量及国内专业人才数量不断增长,正充分享受显著的工程师、科学家红利。此外,我国已加入了大部分知识产权国际多边条约,为全球 CDMO 产业向我国转移创造了良好的条件,推动了我国 CDMO 产业的快速发展。根据 Frost & Sullivan 数据,中国在全球外包市场的市占率有 2016 年的 6%,逐渐提升到 2021 年的 12%,同时,预计未来 5 年市占率进一步提升,预计到 2026 年中国将占全球市场的 22%左右。

图15: 2016-2026 年全球医药研发外包服务市场地域分布



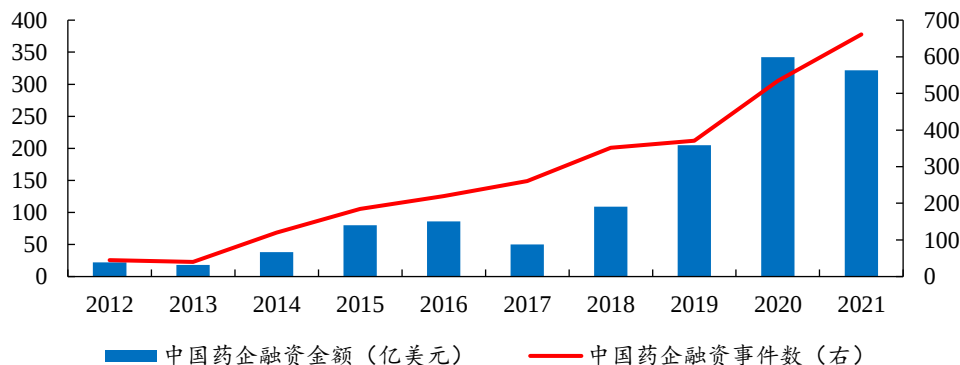
数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

2.2.2、政策支持下,国内创新药行业蓬勃发展

政策鼓励下,资本持续流入,助力中国创新药行业快速发展:自 2015 年开始,

国内药政法规改革促进了我国的新药研发，制药企业纷纷转型研发创新。近年来医药体制改革加速推进、药品监督管理法律制度和知识产权保护不断完善，大量资本也持续不断的流入医药行业，中国药企融资金额及融资事件数持续攀升。

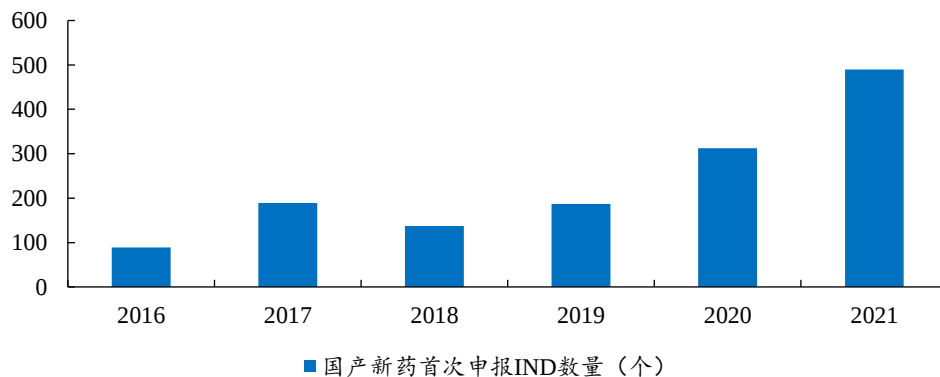
图16：中国药企历年融资事件数及融资金额快速增长



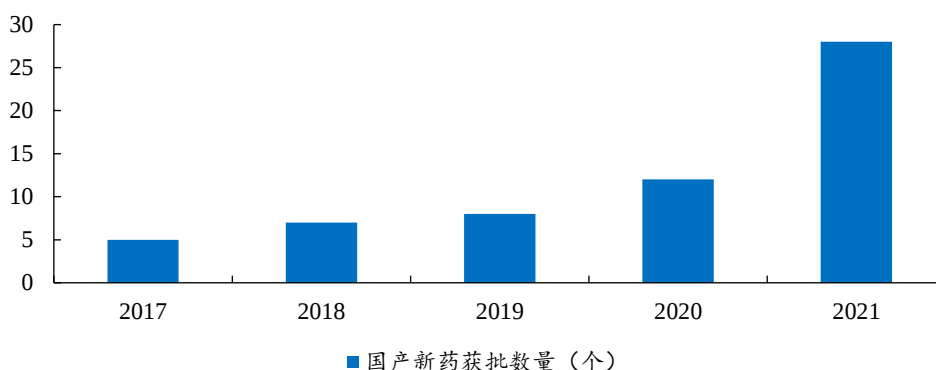
数据来源：医药魔方、开源证券研究所

伴随着政策鼓励及资金的支持，国内医药行业迎来创新药研发浪潮，国产创新药逐渐开花结果，国产新药首次申报IND的数量及获批的新药数快速增长，整个产业链也蓬勃发展。

图17：近年来国产创新药首次申报IND数量快速增长



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

图18：近年来国产创新药获批数量快速增长


数据来源：医药魔方、开源证券研究所

MAH 制度入法，国内医药外包行业快速崛起：从 2015 年开始，国务院相继出台一系列鼓励药品上市许可持有人制度的试点方案，并于 2019 年写入新的《药品管理法》，允许药品上市许可与生产许可分离。MAH 制度解决了缺少生产设施及能力的医药公司的痛点，有利小型研发企业专注于原始创新，也为 CDMO 企业全面打开中小型药企的市场提供了有利的政策环境。

表4：MAH 制度入法，推动国内创新药外包的快速发展

时间	事件
2015-08	《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》(国发[2015]44 号)，首次提出开展药品上市许可持有人制度试点。
2015-11	《关于授权国务院在部分地方开展药品上市许可持有人制度试点和有关问题的决定》，授权国务院开展药品上市许可持有人制度试点。
2016-06	国务院印发《药品上市许可持有人制度试点方案》，MAH 试点在北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、四川等 10 个省(市)正式启动。
2017-08	原 SFDA 印发《总局关于推进药品上市许可持有人制度试点工作有关事项的通知》，再次对 10 个试点省(市)的工作 10 项具体要求。
2017-10	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，提出推动上市许可持有人制度全面实施。
2018-10	《关于延长授权国务院在部分地方开展药品上市许可持有人制度试点期限的决定》，提出将原本三年的药品上市许可持有人制度试点期限再延长一年。
2019-08	新《药品管理法》发布，宣布于 12 月 1 日起在全国推广实施药品上市许可持有人制度。
2020-07	新《药品注册管理办法》正式实施，全面落实药品上市许可持有人制度。

资料来源：国务院、NMPA、开源证券研究所

3、打造端到端的 CDMO 服务平台，未来发展可期

自 2017 年开始战略转型升级以来，博腾股份的业务线已涵盖“原料药 CDMO”、“制剂 CDMO”、“基因细胞治疗 CDMO”三大板块，能够为客户的小分子药物及基因细胞药物提供从临床前开发到临床试验再到上市等药物开发全生命周期的 CDMO

服务。我们认为，短期内原料药 CDMO 业务仍将是公司业绩最重要的增长点，并有望凭借不断积累的经验，持续实现稳健增长；中期维度，API 与制剂 CDMO 的协同效应将不断显现，并有望加速制剂 CDMO 业务的增长；长期看，公司有望凭借基因细胞治疗 CDMO 平台，抓住下一代生物疗法的历史机遇，拓展业务能力，打开成长天花板。

3.1、原料药 CDMO：导流效应逐渐显现，稳健增长可期

自成立以来，博腾股份一直深耕小分子药物 CDMO 行业，在多年发展中积累了大量的工艺研究与开发的专业知识和经验，据公司官网显示，博腾股份已帮助客户开发了超过 1200 个的 API 及中间体，其中超过 200 个的小分子 NCEs 已经获批上市，行业经验丰富。

图19：全流程、高质量服务小分子药物的研发与生产



资料来源：公司公告

大订单不仅显著增厚业绩，更是对公司服务能力的最好背书：2021 年底及 2022 年初，公司先后公告与某大型跨国制药公司签订近 9 亿美元订单，预计将显著增厚 2022 年的业绩；同时，我们认为，相关药品的商业化不同于以往小分子创新药的放量趋势，全球新冠流行下，对新冠小分子药物的需求将集中释放，是对整个药品制造产业链的一次良好的压力测试。博腾股份顺利承接相关订单，充分印证公司在研发、生产及供应链等方面具有较强的服务和管理能力，是对公司小分子药物 CDMO 能力的充分认可。

表5：重大订单规模接近 9 亿美元

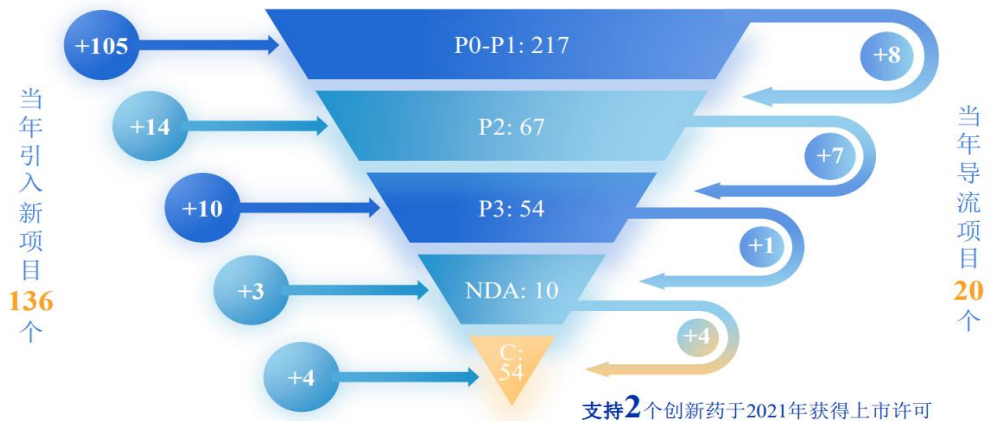
公告时间	订单金额	交付时间	交易公司
2021 年 11 月 30 日	2.17 亿美元	2021-2022 年	美国某大型制药公司
2022 年 2 月 11 日	6.81 亿美元	2022 年	爱尔兰辉瑞制药有限公司

资料来源：公司公告、开源证券研究所

CDMO 项目漏斗效应逐渐显现，常规业务有望持续稳健增长：自 2017 年战略

转型重点发展 CRO 业务以来，公司通过中国（重庆、上海）研发中心和美国 J-STAR 研发技术中心，从研发早期开始接触客户，介入客户项目的研发，至今已储备了大量客户和早期项目。据年报披露，2021 年向后端导流项目有 20 个，前后端导流效应逐渐显现，也奠定了公司原料药 CDMO 业务健康可持续发展的基础。

图20：CDMO 项目漏斗效应逐渐显现

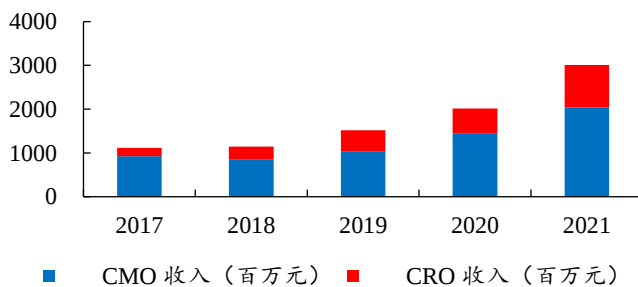


备注：原料药CDMO业务项目管线（统计口径：已签订单的创新药项目数）

资料来源：博腾股份 2021 年度业绩说明会

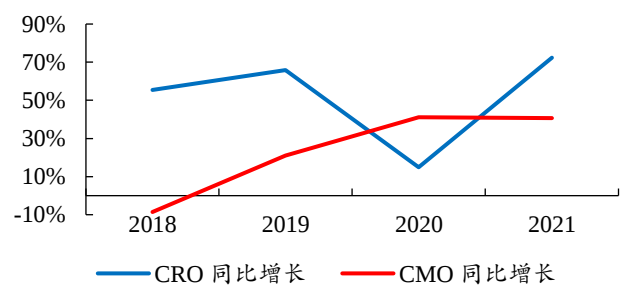
前端 CRO 业务快速增长，有望推动后端 CMO 持续向上：从收入端看，前端 CRO 收入快速增长，占 CDMO 业务比例持续提升，截止 2021 年底 CRO 业务占比达 32%。我们认为，CRO 业务的强劲发展是公司战略转型的持续兑现，随着前期的项目往后推进，前后端导流效应逐步显现，有望推动后端 CMO 持续向上。

图21：CRO 业务占 CDMO 比例持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

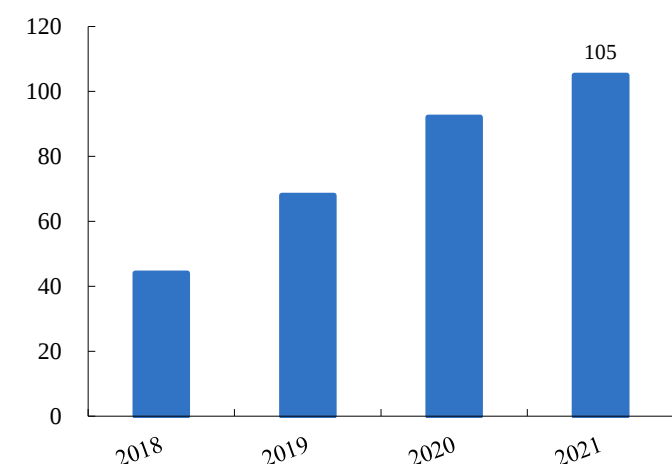
图22：CRO 业务快速增长，有望推动 CMO 持续向上



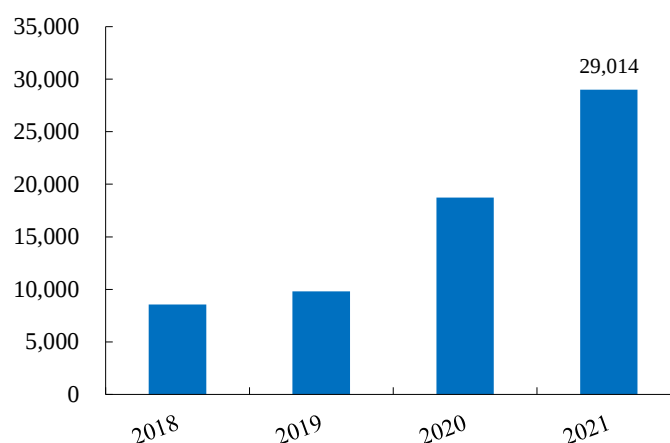
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.1、做深产品链，推动 CDMO 业务由中间体向 API 升级

随着与客户合作的逐步加深，公司顺应客户需求，凭借在中间体 CDMO 积累的服务经验，向附加值更高的 API CDMO 升级。2021 年服务的 API 项目数为 105 个，同比增长 14%，实现收入 2.9 亿元，同比增长 55%，由“中间体-原料药”的服务价值链快速升级。

图23：API 产品数持续增长（单位：个）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：API 业务收入实现高增长（单位：万元）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、坚持技术驱动战略，构建核心竞争壁垒

CDMO 企业的核心价值是以较低的成本为客户提供优质高效的服务，而先进的化学与工程技术是企业长期处于领先地位的关键因素。博腾股份不断持续以结晶、生物催化、金属催化、流体化学、制备色谱、光化学、氟化学、磨粉等为代表的技术平台，并根据行业发展方向和业务需求持续补充提升，为公司不断构建行业领先的竞争优势提供了有利保障。我们认为，新技术的应用将缩短客户新药研发周期，助力创新药公司尽快上市，同时，也会降低商业化产品的生产成本，使得公司的盈利能力更上一个台阶。

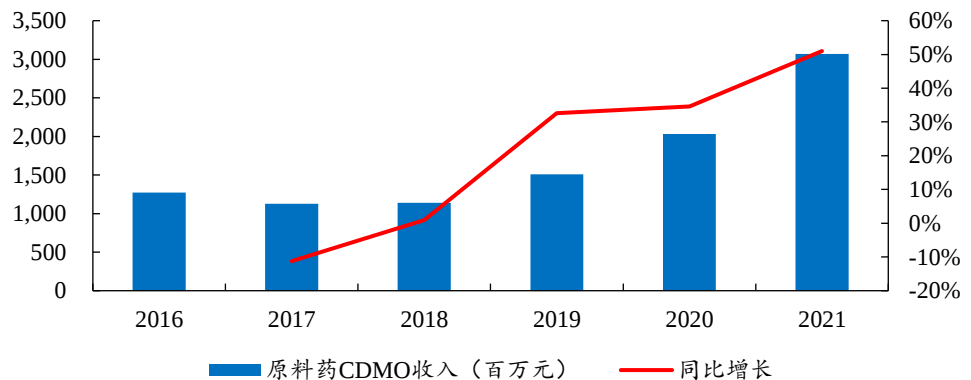
表6：持续加强技术平台建设

主要技术	技术概况	具体情况	对应投资
结晶技术	结晶是固体物质以晶体状态从蒸汽、液体或熔融物中析出的过程。• 结晶过程就是将需要的产品从一个复杂的混合体系中分离并提纯的过程。药物晶型直接影响药物的质量指标、体内吸收和临床疗效，结晶技术在制药行业中具有举足轻重的地位。	常用于有效分离难以分离的混合物系，如同分异构体混合物等 赋予固体产品特定的晶体结构和形态，操作温度低，对设备要求不高，更环保结晶产品方便包装、运输、贮存	结晶团队服务客户 30 家；利用人工智能辅助了 5 个固态项目的研发；被客户授予“杰出贡献合作伙伴”奖。
流体化学技术	流体化学是全球公认的颠覆传统药物研发和生产的绿色安全制药技术，为药物的合成路线设计提供了更多的灵活性和选择性。•	更好地控制反应 可以评估更多的反应变化因素 改进工艺安全性 化学反应快速分析和放大生产	公司流体化学团队完成工艺筛选项目 13 个，生产项目 5 个；其中百公斤规模生产项目 1 个。
生物酶催化技术	生物酶催化技术作为绿色化学的重要组成部分，已成为现代生物学和化学交叉领域里最活跃的研究领域之一，许多生物转化工艺已经广泛应用于重磅药物及药物关键中间体的生产中。•	避免使用有毒催化剂，使反应在温和条件下进行 产生较少的副产物和三废，可自然降解，对环境无毒 有效缩短合成路线，提供更高的催化效率和立体选择性，实现低成本、高质量生产	公司 2020 年自有酶库扩充 183 个酶；顺利完成手性胺化合物百公斤订单的生产交付；完成筛选项目 54 个，其中 8 个已进入工艺开发或产品交付阶段；完成酶进化改造项目 3 个；提交专利申请 1 件。
SFC 技术	超临界流体色谱（SFC）技术是最强大的技术，既可以用于分离，也可用于制备手性化合物；与 LC 主要区别在于用作流动相的是高压二氧化碳（CO ₂ ）与另一种溶剂（最常见的是甲醇和其它醇类）混合溶剂。•	采用超临界 CO ₂ 替代了大部分流动相，大大缩短了去除溶剂和产物分离所需的时间 节约成本、更安全环保 运行梯度分析，选择性范围广	公司 SFC 技术团队完成筛选项目 6 个，生产项目 6 个；实现首个高活化合物 prep-HPLC 分离及首个 GMP 条件 prep-SFC 分离。

资料来源：公司官网、公司年报、开源证券研究所

随着公司坚定执行新的战略，原料药 CDMO 业务稳步加速增长：2021 年公司原料药 CDMO 业务营收 30.69 亿元，收入规模创历史新高，同比增速达 51%。随着公司前端培育的项目向后端逐步导流及持续向 API 转型升级，公司原料药 CDMO 业务有望保持稳健增长。在大订单交付推动下，公司 2022 Q1 原料药 CDMO 业务实现强劲增长；随着公司“做深大客户、做广小客户”战略的坚定执行，公司 CRO 项目也实现快速增长。

图25：原料药 CDMO 业务加速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、进一步做深小分子药物产业链，战略布局制剂 CDMO 新业务，构建未来业绩增长点

顺应客户需求，进一步做深医药制造产业链，公司于2019年8月注册成立控股子公司博腾药业，正式启动制剂CDMO新业务板块建设。在业务能力建设上，公司注重自建药物制剂研发中心和生产基地，并通过外延投资加速制剂技术平台拓展，2020年增资海步医药进入仿制药市场，增加制剂CRO的业务和客户群；2021年继续承德心医药基金持有的润生药业14.43%的股权，快速进入高端吸入制剂领域，进一步提升制剂CDMO服务能力。

图26：自身建设加外延投资加速布局制剂 CDMO 业务



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司依托全球领先的 API CDMO 服务基础，快速搭建制剂技术平台，当前在制剂服务能力已覆盖口服固体、注射剂、冻干粉针、口溶膜、冻干口崩片、滴眼剂等通用技术平台和专用技术平台；同时也逐步搭建包括喷雾干燥、热熔挤出、乳化增溶、纳米研磨、反向工程等赋能技术。

制剂和原料药业务，处于同一产业链，但是在技术要求上差异较大，制剂对服务商的能力要求更高。同时，制剂的剂型多样，每类剂型的技术也有较大的差异，为满足客户多样化的需求，需要服务商搭建多种技术平台。目前，博腾股份已逐步建立起多种剂型的服务能力，为后续承接相关业务奠定了基础，具备为药物研发机构和持有人提供药品开发及上市各阶段原料药到制剂的一体化服务的能力。

图27：打造原料药到制剂的一体化服务的能力



资料来源：公司年报

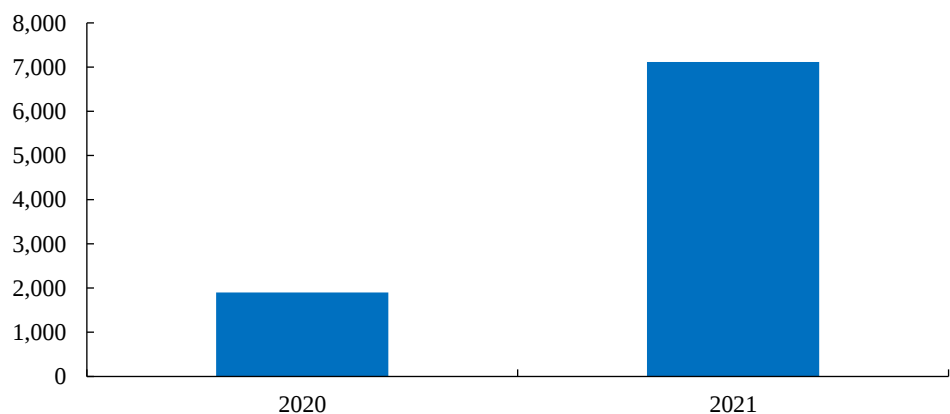
图28：全方位搭建制剂技术平台



资料来源：公司推介资料

原料药-制剂协同下，制剂 CDMO 业务订单快速增长：2021 年，公司制剂 CDMO 收入 2016 万元，实现“从 0 到 1”的收入破局，迎来新的业绩增长点。同时，2021 年公司引入 31 个新的制剂 CDMO 项目，新签订单 7,113 万元，同比增速达到 269%。正式开启“原料药（DS）+制剂（DP）”协同服务，DS 与 DP 协同项目 13 个，小分子中间体-原料药-制剂全产业链齐发力，打通小分子药物端到端服务链条。2022 第一季度制剂 CDMO 收入 157 万元，同比增长 969%，预计新签订单也保持快速增长。

图29：制剂 CDMO 业务承接订单同比增速高达 269%（单位：万）



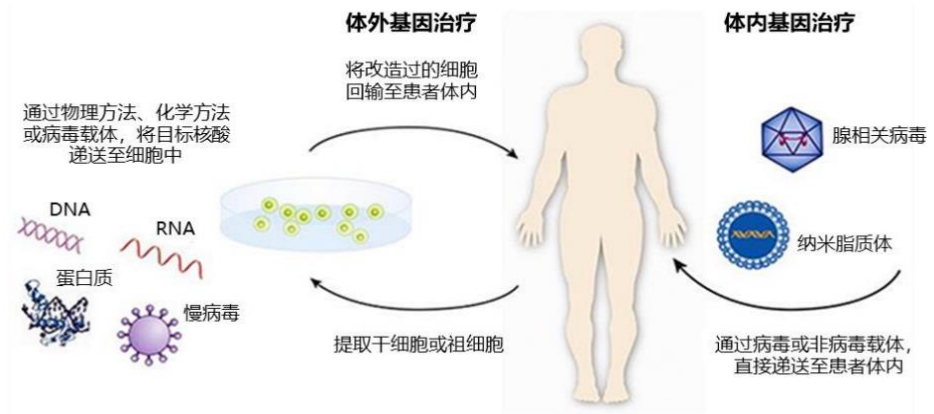
数据来源：公司年报、开源证券研究所

3.3、聚焦于高景气度的细胞和基因治疗领域，有望跻身第一梯队

细胞和基因治疗（Cell and Gene Therapy，简称 CGT），是一种利用基因治疗载体将外源的治疗性基因转导至细胞，再通过外源基因的转录和翻译，改变细胞原有

基因表达以治疗疾病的方法。

图30：基因治疗主要分为体内/体外两种形式



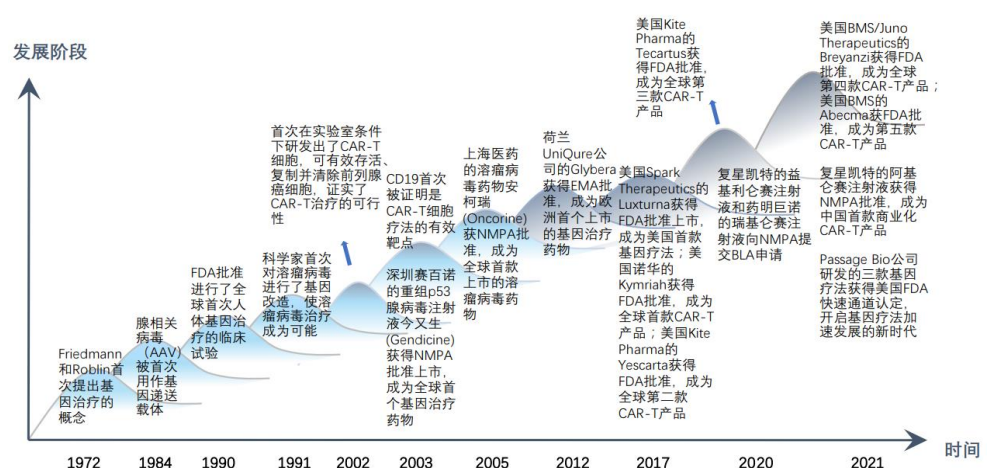
资料来源：和元生物招股说明书

3.3.1、CGT 行业快速发展，有望引领第三次生物医药产业变革

继小分子、抗体药物后，以基因疗法为代表的新一代精准医疗快速兴起，当前阶段基因治疗药物对以小分子和大分子药物为主的创新药市场起到了重要的补充作用，随着部分重要的基因治疗药物已纳入美国、英国、日本等多个发达国家的医保体系，基因治疗药物也在加速发展，有望引领生物医药的第三次产业变革。

全球细胞和基因治疗产品集中获批，行业快速发展：近年来 CGT 产品的集中获批掀起全球研发热潮，2012 年基于 AAV 病毒的 Glybera 通过 EMA 审批成为欧美真正意义的首个基因治疗产品；2017 年 FDA 批准 Spark Therapeutics 的 Luxturna，以及诺华的 Kymriah 和 Kite 的 Yescarta 两款 CAR-T 产品上市，极大提升了业界对于细胞基因治疗产品的信心。

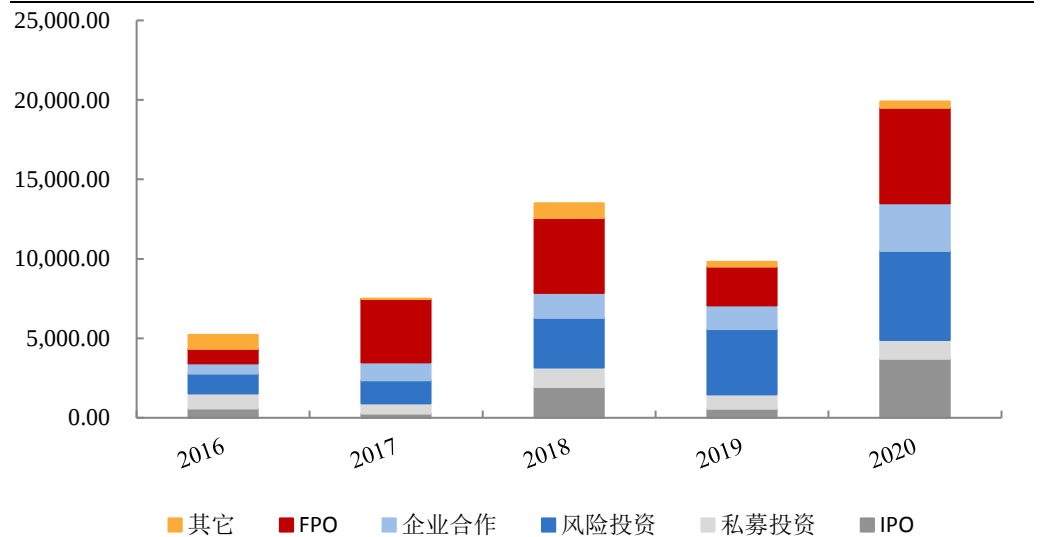
图31：细胞和基因治疗快速发展



资料来源：Frost & Sullivan

资本市场助力 CGT 行业快速发展：据再生医学联合会 2020 年年报显示，CGT 领域融资总额由 2017 年的约 75 亿美元快速增长至 2020 年的 199 亿美元，为 Biotech 公司研发提供充足的资本支持。

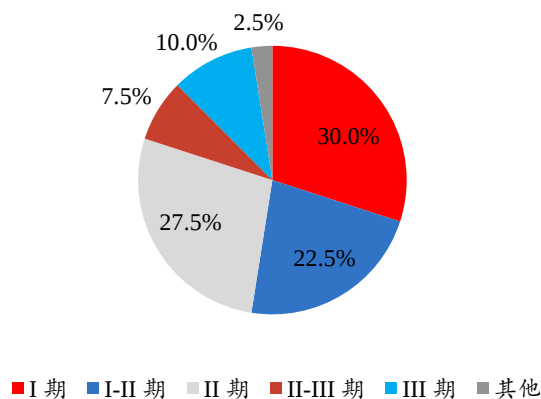
图32：CGT 产品引发融资热潮（单位：百万美元）



数据来源：《Alliance for Regenerative Medicine 2020 Annual Report》、开源证券研究所

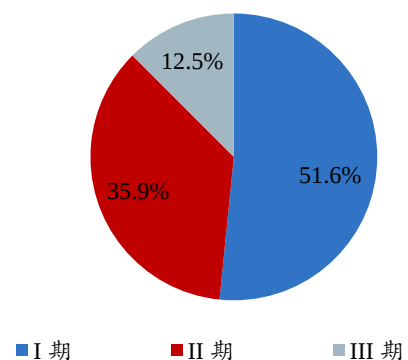
CGT 商业化刚刚开启，多数在研管线处于临床前期：基因疗法真正意义上的产业化系始于 2017 年首个 CAR-T 疗法 Kymriah 上市，多数管线处于临床早期阶段。根据 ASGCT《Gene, Cell, & RNA Therapy Landscape》的数据，全球 CGT 在研管线，仅有 10% 处于临床三期，多数管线处于早期研发阶段；同样，据 CDE 的数据，国内在研管线中，有 87.5% 的管线处于临床 I / II 期阶段。

图33：全球多数 CGT 项目处于临床早期



数据来源：Informa 2021、开源证券研究所

图34：国内多数 CGT 项目处于临床早期



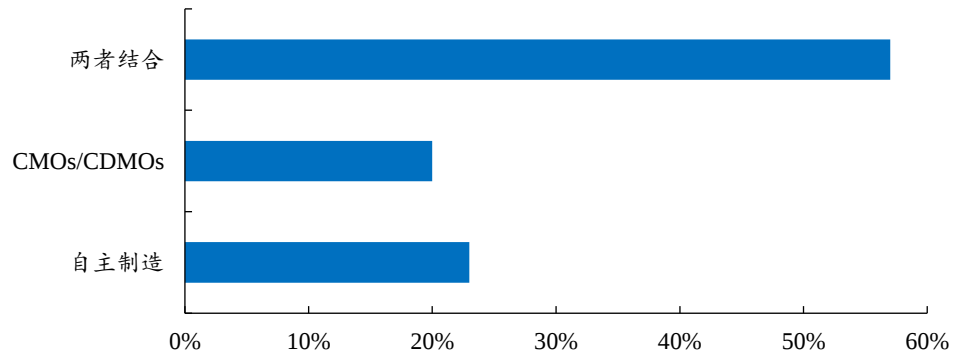
数据来源：CDE、开源证券研究所

3.3.2、CGT 行业外包率较高，CGT CDMO 行业快速发展

相比小分子和大分子制药，基因治疗由于复杂的技术机制、高门槛的工艺开发和大规模生产、严苛的法规监管要求、有限的产业化经验、差异化的适应症药物用量，更加依赖于研发外包服务。

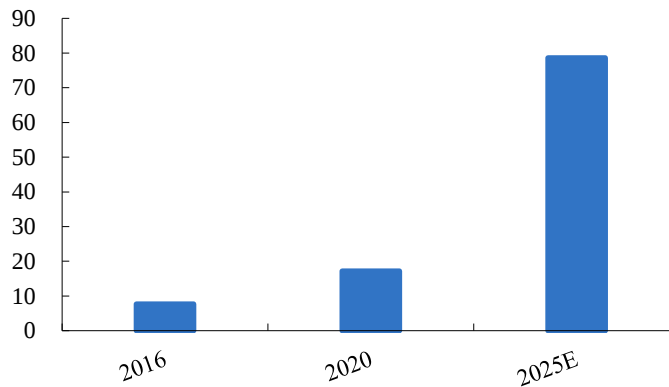
据 CRB 报告显示，77%的 CGT 企业与 CDMO 公司有合作，其中 20%选择将生产流程完全外包，57%选择兼有 CDMO 供应和自主制造，而仅有 23%的企业选择完全自主制造。我们认为，当前 CGT 领域技术迭代速度快，企业前期投入较大且风险较高，新药企业若自建后端生产线，将面临产能利用率低、设备灵活性不足等问题，且工艺的转移、验证将带来较高成本，而选择与 CDMO 公司合作，将有助于加速管线的推进，减少前期投入。

图35：CGT 行业外包渗透率高达 77%

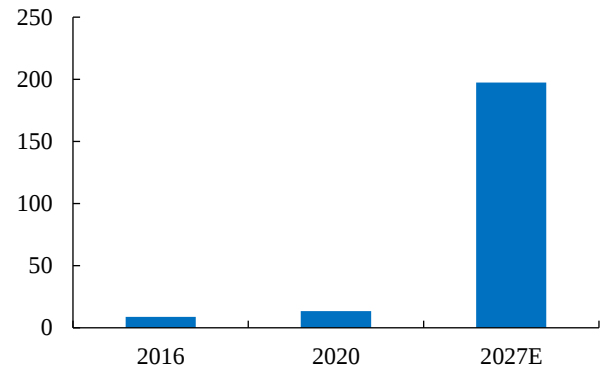


数据来源：《Cell & Gene Therapy》、开源证券研究所

伴随着 CGT 行业的快速发展,CGT CDMO 市场快速扩容:根据 Frost & Sullivan 数据，2020 年全球细胞基因治疗市场 CDMO 市场规模为 17.2 亿美元，预计 2025 年市场规模会达到 78.6 亿美元,CAGR 为 35.5%;2020 年中国细胞基因治疗市场 CDMO 市场规模为 13.3 亿元，预计 2027 年市场规模会达到 197.4 亿元，CAGR 为 47%，CGT CDMO 市场快速扩容，行业迎来黄金发展时期。

图36：预计全球 CGT CDMO 市场稳步增长（单位：亿美元）


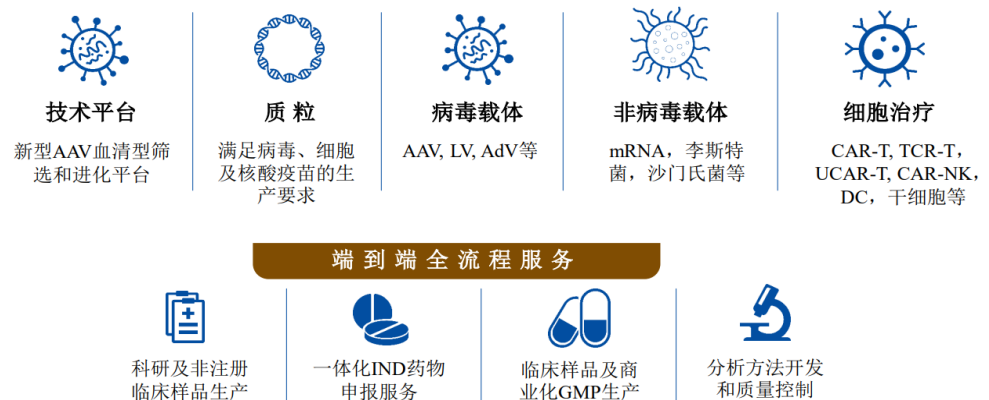
数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图37：预计中国 CGT CDMO 市场高速增长（单位：亿元）


数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

3.3.3、筑巢引凤，打造 CGT 全流程 CDMO 服务平台

博腾生物成立于 2018 年，立足于苏州工业园区，依托重庆博腾，现已搭建了质粒、病毒载体和细胞治疗产品为一体的 CDMO 平台，可提供从早期研究、研究者发起的临床试验、新药临床试验申请（IND）、注册临床试验样品和商业生产服务，全方位满足客户需求，加快药物研究转化进程。

图38：持续深化细胞和基因治疗 CDMO 业务布局


资料来源：博腾股份 2021 年度业绩说明会

技术创新赋能 CGT CDMO 业务：博腾生物在质粒 DNA、慢病毒载体的生产上拥有独特的工艺，已搭建满足不同客户需求的多种技术平台。同时，公司拥有独立知识产权的 293T 悬浮细胞系以及细胞扩增技术，技术能力领先。

表7：打造 CGT 全流程 CDMO 服务平台

技术平台	博腾生物优势
质粒生产	(1) 两步层析工艺：成本较低并减少对 DNA 的剪切；(2) 在线细菌裂解工艺：均一裂解保证 DNA 的产量并减少 DNA 剪切
mRNA	直接的 mRNA 商业化产品的 GMP 生产经验；酶法加帽和共转录加帽两项技术
慢病毒载体	无血清悬浮培养、温和的纯化工艺、拥有独立知识产权的 293T 悬浮细胞系
AAV 载体	提供 HEK 293 和昆虫细胞两种 AAV 包装系统，纯化后实收率>95%；并拥有 AAV 进化平台
细胞 GMP 生产	灵活的生产平台；全封闭和 B+A 环境；高效的 T 细胞扩增体系等

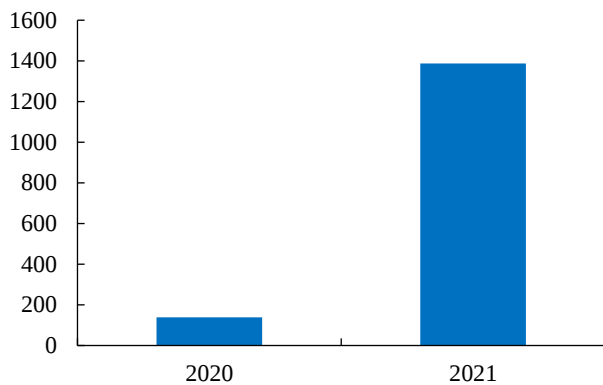
资料来源：公司公告、开源证券研究所

筑巢引凤，博腾生物凭借领先的技术平台与多家公司建立合作：2021 年 5 月，博腾生物与凯地生物达成战略合作，将作为独家 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，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。此外，公司还与惟佑基因、恺佻生物、博生吉生物、恒驭生物、港药溶瘤都建立了战略合作。

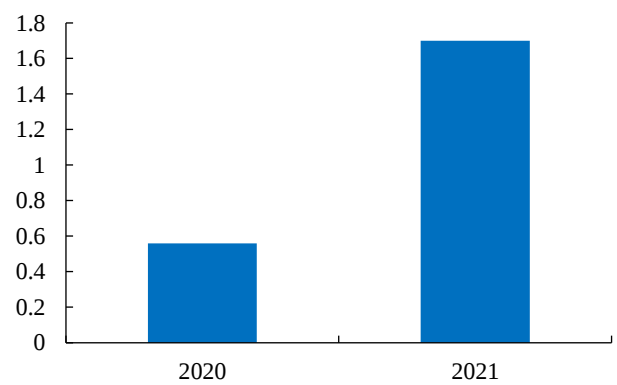
图39：博腾生物与多家 CGT 公司签约合作


资料来源：博腾股份 2021 年度业绩说明会

在手订单及收入快速增长，新的增长点呼之欲出：2021 年基因细胞治疗 CDMO 收入 1,387 万元，同比增速高达 897%，低基数下实现高速增长；截止 2021 年底，在手尚未执行的 CGT CDMO 订单为 1.7 亿元，同比增长 205%，在手订单充裕，后续高增长可期。CGT 行业处于快速发展期，公司已搭建具有优势的全方位技术平台，我们预计，公司 CGT CDMO 业务有望保持快速增长，为公司的长期发展打开新的空间。2022 Q1 博腾生物实现收入 785 万元，同比增长 953%，预计新签订单也保持快速增长，战略新型业务持续兑现高增长。

图40: CGT CDMO 收入高速增长 (单位: 万元)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图41: CGT CDMO 在手订单充裕 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.4、全方位布局各业务线产能, 满足快速发展需要

为匹配公司各项业务快速发展的需要, 公司全方位扩建各业务的产能: 在原料药 CDMO 板块, 公司先后收购宇阳药业、凯惠药业, 快速补充公司后端 CMO 及前端 CRO 产能需求, 为原料药 CDMO 稳健增长奠定基础; 制剂板块, 重庆制剂研发中心已于 2021 年投入使用, 首个制剂生产基地也在加快建设, 预计 2022 年底投入使用, 满足制剂 CDMO 快速增长的产能需求; CGT CDMO 板块, 二期项目已陆续投入使用, 预计 2022 年底全部投入使用, 并重点加强 AAV 工艺开发及 GMP 生产能力, 提高 GMP 质粒、病毒和细胞治疗等产品的产能, 可以满足客户临床 II-III 期试验样品制备和商业化生产的需求。

表8: 全方位布局各业务线产能

地区	业务方向	定位	职能概况	产能	建设/运营情况
重庆	API	研发	小分子原料药工艺开发中心	6000 m ²	2006 年成立, 已投入运营, 主要于化学原料药工艺开发;
		研发	小分子原料药工艺开发	4000+m ²	2017 年, 位于重庆两江新区水土高新园区的研发中心实验室投入使用; 2018 年 11 月, 当选重庆市工业和信息化重点实验室。
上海	API	研发	小分子原料药工艺开发	4600+m ²	2020 年, 公司扩大上海研发中心规模, 新增位于闵行区浦江镇的研发实验室, 建筑面积约 4,000 平方米; 2021 年 1 月启动运营, 新增 30 个研发分析、合成及特殊技术平台实验室。
		研发	小分子原料药工艺开发	4600+m ²	2008 年成立; 2018 年, 上海研发中心新增结晶技术实验室、酶催化实验室、流体化学技术实验室。
		研发	小分子原料药工艺开发	16233 m ²	投资 1.8 亿元, 预计 2022 年 Q4 建成, 建成后可容纳 1,000 人规模的研发团队。
上海	API	研发+生产	扩大 CRO 业务产能	-	2022 年 3 月公告拟以 2.66 亿元收购凯惠药业 100% 股权 凯惠药业现有综合实验室、公斤级实验室和中试车间, 进一步扩大 CRO 业务产能。
四川成都	API	研发	小分子原料药工艺开发	1400 m ²	2006 年成立, 已投入运营。

		生产	主要承接原料药、中间体、起始物料的定制生产业务	500+m ³	已投入运营，GMP 原料药生产基地。
江西宜春	API	生产	承接更多高附加值的中间体及原料药生产项目	300 m ³	建设中，本次扩建项目将新增 2 个生产车间及公用工程车间、综合仓库等配套厂房设施，建筑面积合计 31,270 m ² ，项目建设周期 22 个月，计划 2023 年底建成投产，预计新增产能 300 立方米。
湖北应城	API	生产	快速补充原料药 CDMO 产能	约 580 m ³	已建生产基地占地面积约 60 亩，拥有 4 个车间，产能合计约 580 m ³ 。
				-	宇阳二期，预计将于 2022-2023 年启动改造。
		生产	小分子原料药 CDMO 业务核心生产基地之一	约 900 m ³	2021 年 6 月长寿工厂 109 车间投入使用，新增原料药 CDMO 产能 186 立方米，109 车间定位于商业化多功能 GMP 生产车间，反应釜体积从 1000 L 至 10000 L 不等，可支持临床阶段至商业化阶段的生产需求。
重庆长寿	API	生产	定位为中等商业化规模的 GMP 中间体柔性产能；第二个智能化生产车间	142.6 m ³	本次扩建项目为长寿生产基地 301 车间，规划反应体积 142.6 m ³ ，项目预计于 2023 年 3 月投入运营，支持公司 2023 年及以后的业务发展。项目投产后，长寿生产基地的总产能将在现有 900 m ³ 产能的基础上提升 16%。
重庆	制剂	研发	制剂研发中心	3000+m ²	2021 年 8 月启用；与正在建设的制剂工厂在地域及服务上形成紧密协同。
		生产	具备小试、中试和小批量商业化制剂生产能力	21900 m ²	建设中，投资约 2.8 亿，计划建设 5 个车间，预计 2022 年第四季度投入运营。
上海	制剂	研发	配置了全球一线的制剂研发和分析设备，满足多种剂型制剂的研发需求	1400 m ²	2020 年 11 月投入运营。
美国新泽西	API+制剂	研发	致力于非 GMP 和 GMP 小分子中间体及 API 原料药的工艺开发及优化	2000+m ²	2016 年 10 月投入运营。
苏州	CGT	研发+生产	提供以“质粒、病毒载体与细胞治疗”为一体的 CDMO 服务	1200 平方米研发实验室及 4000 平方米的 GMP 生产车间	已完成一期项目建设并全部投入使用；二期总面积约 16000 平方米，工艺开发平台已投入使用，预计 2022 年 Q4 全部投入运营。

资料来源：公司公告、公司官网、公司官方微信号、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

(1) 临床早期业务: 随着战略转型的持续推进，临床早期业务将保持快速增长，我们预计 2022-2024 年收入增速分别为 35.00%、35.00%、30.00%，毛利率保持稳定分别为 44%、44%、44%；

(2) 临床后期及商业化业务：当前阶段，公司项目漏斗效应逐渐显现，随着临床早期项目逐步推进到临床后期及大订单的交付，我们预计 2022-2024 年收入增速分别为 200.52%、-4.13%、8.04%，毛利率稳定在高水平，分别为 45%、44%、44%；

(3) 期间费用率：随着收入体量增加，销售费用率稳步下降；研发投入持续增加，预计随着收入体量增加，研发费用率、管理费用率和财务费用率均有望持续下降。

4.1、盈利预测与估值

凭借十七年的行业经验，博腾股份在小分子药物领域已打造“中间体-原料药-制剂”全产业链的服务平台，并着眼生物医药未来，横向拓展前景广阔的细胞基因治疗领域。短期内，原料药 CDMO 业务仍将是公司业绩最重要的增长点，并有望持续实现稳健增长；中长期维度看，制剂和基因细胞治疗两大新业务迎来快速发展期，进一步打开公司成长天花板。我们看好公司的长期发展，预计 2022-2024 公司的归母净利润为 15.02/15.11/17.61 亿元，EPS 为 2.76/2.78/3.24 元，当前股价对应 PE 为 25.9/25.7/22.1 倍，估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：与可比公司相比，公司估值合理

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002821	凯莱英	272.34	48.08	147.22	6.42	15.68	107.02	27.23	25.59	22.12
603259	药明康德	98.81	72.19	62.98	20.31	27.55	68.76	35.16	29.22	22.91
300725	药石科技	85.36	164.14	-23.67	45.36	36.98	35.03	45.90	31.58	23.05
603456	九洲药业	49.79	66.56	41.27	35.45	31.51	73.89	46.39	34.25	26.04
可比公司平均			87.74	56.95	26.88	27.93	71.18	38.67	30.16	23.53
300363	博腾股份	71.45	61.49	186.75	0.57	16.54	74.21	25.88	25.73	22.08

数据来源：开源证券研究所 注：除药石科技外，其余均来自 Wind 一致预期，数据截止 2022 年 5 月 16 日

5、风险提示

服务的创新药终端市场需求波动风险、固定资产投资风险、环保安全风险、汇率波动风险以及新业务投资风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2182	3211	6578	4022	7927
现金	1262	1217	1665	1731	1982
应收票据及应收账款	401	1035	2475	1172	3006
其他应收款	23	67	152	75	186
预付账款	17	33	88	37	107
存货	430	757	2094	904	2544
其他流动资产	50	102	102	102	102
非流动资产	2315	3351	7531	7669	8435
长期投资	25	377	729	1081	1434
固定资产	1363	1748	5413	5280	5702
无形资产	89	131	126	118	117
其他非流动资产	837	1095	1263	1190	1183
资产总计	4497	6562	14109	11691	16362
流动负债	984	2119	8020	4338	7477
短期借款	144	390	4484	2419	3264
应付票据及应付账款	513	1111	2790	1312	3405
其他流动负债	327	618	746	607	808
非流动负债	120	257	595	486	420
长期借款	107	24	362	252	187
其他非流动负债	13	233	233	233	233
负债合计	1104	2376	8616	4823	7897
少数股东权益	2	205	114	42	-50
股本	543	544	544	544	544
资本公积	1635	1799	1799	1799	1799
留存收益	1262	1728	2818	3920	5228
归属母公司股东权益	3391	3982	5379	6826	8514
负债和股东权益	4497	6562	14109	11691	16362

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	504	480	759	3102	975
净利润	323	476	1412	1438	1669
折旧摊销	132	13	318	492	546
财务费用	43	-2	111	168	124
投资损失	-11	12	0	0	0
营运资金变动	-30	-296	-1082	1004	-1364
其他经营现金流	47	276	0	0	0
投资活动现金流	-429	-916	-4498	-630	-1312
资本支出	394	777	3828	-214	414
长期投资	-24	16	-352	-352	-352
其他投资现金流	-59	-124	-1022	-1196	-1251
筹资活动现金流	52	350	93	-341	-256
短期借款	144	245	0	0	0
长期借款	-135	-83	338	-110	-65
普通股增加	0	2	0	0	0
资本公积增加	46	164	0	0	0
其他筹资现金流	-3	23	-245	-232	-190
现金净增加额	100	-95	-3646	2131	-593

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2072	3105	7590	7886	9034
营业成本	1208	1821	4374	4600	5289
营业税金及附加	6	14	28	32	35
营业费用	77	97	259	258	302
管理费用	227	290	607	599	687
研发费用	158	264	607	615	705
财务费用	43	-2	111	168	124
资产减值损失	-26	-23	0	0	0
其他收益	14	18	0	0	0
公允价值变动收益	4	6	0	0	0
投资净收益	11	-12	0	0	0
资产处置收益	0	-3	0	0	0
营业利润	352	566	1604	1614	1893
营业外收入	22	2	0	0	0
营业外支出	10	19	0	0	0
利润总额	364	549	1604	1614	1893
所得税	41	73	191	176	224
净利润	323	476	1412	1438	1669
少数股东损益	-1	-48	-90	-73	-92
归母净利润	324	524	1502	1511	1761
EBITDA	473	551	2032	2274	2563
EPS(元)	0.60	0.96	2.76	2.78	3.24

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	33.6	49.9	144.4	3.9	14.6
营业利润(%)	80.9	60.6	183.5	0.6	17.3
归属于母公司净利润(%)	74.8	61.5	186.7	0.6	16.5
获利能力					
毛利率(%)	41.7	41.4	42.4	41.7	41.5
净利率(%)	15.7	16.9	19.8	19.2	19.5
ROE(%)	9.5	11.4	25.7	20.9	19.7
ROIC(%)	8.0	9.8	14.3	16.2	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	24.5	36.2	61.1	41.3	48.3
净负债比率(%)	-24.8	-10.9	63.7	18.3	21.2
流动比率	2.2	1.5	0.8	0.9	1.1
速动比率	1.7	1.1	0.5	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	5.5	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	2.6	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.96	2.76	2.78	3.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.88	1.39	5.70	1.79
每股净资产(最新摊薄)	6.23	7.32	9.88	12.54	15.65
估值比率					
P/E	119.8	74.2	25.9	25.7	22.1
P/B	11.5	9.8	7.2	5.7	4.6
EV/EBITDA	80.4	70.2	20.9	17.7	15.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn