

奥浦迈 (688293. SH)

业绩短期承压，服务管线数量快速增长

增持

核心观点

业绩短期承压，研发加大投入。公司2023Q1-3实现营收1.72亿元（同比-23.0%），剔除2022年同期主要IVD企业客户以及海外某重大客户因特殊原因采购培养基收入影响，2023年前三季度收入较上年同期稳中有升，其中培养基收入上升超过20%；归母净利润4318万元（同比-48.0%），扣非归母净利润3170万元（同比-56.9%），业绩短期承压预计主要由于上年同期高基数及公司研发投入大幅增长等原因。2023年前三季度，公司研发投入合计3275万元（同比+34.5%），占营收比例达19.1%。

分季度看，2023Q1/Q2/Q3单季度分别实现营收0.68/0.53/0.50亿元，分别同比-6.5%/-28.0%/-34.0%；分别实现归母净利润2419/1369/530万元，分别同比-4.3%/-51.2%/-82.2%，Q3单季度剔除2022年同期主要IVD企业客户以及海外某重大客户因特殊原因采购培养基收入后较上年同期稳步上升，其中CDMO业务实现收入1450万元，较上年同期实现双位数增长。

服务客户管线数量持续增长。截至2023Q3，共有162个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中处于临床前阶段94个、Ph1临床阶段36个、Ph2临床阶段10个、Ph3临床阶段19个、商业化生产阶段3个，整体相较2022年底增加51个。

投资建议：奥浦迈是国内培养基行业领军企业，深耕蛋白抗体药物高端培养基，将细胞培养产品与CDMO服务相整合，形成“产品+服务”双向引流、协同发展的商业模式。公司培养基业务服务客户管线数量快速增长，其中多个管线处于工艺变更及申报上市阶段，未来上市后有望持续贡献业绩增量；公司CDMO募投项目有望于2023年底前完成验证，未来公司项目服务能力将进一步扩大至Ph3临床~商业化生产阶段，CDMO业务竞争力有望提升。预计公司2023-2025年收入分别为2.43/3.32/4.59亿元，净利润分别为0.68/1.03/1.78亿元，目前股价对应PE分别为100/66/34x。结合绝对估值和相对估值，我们认为公司的合理股价区间为63.76~67.80元，相对目前股价有7%~14%的上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、产品研发不达预期的风险、下游客户产品推进不达预期的风险等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	213	294	243	332	459
(+/-%)	70.2%	38.4%	-17.5%	36.5%	38.5%
净利润(百万元)	60	105	68	103	178
(+/-%)	416.9%	74.5%	-35.1%	51.1%	72.5%
每股收益(元)	0.98	1.29	0.60	0.90	1.55
EBIT Margin	26.3%	31.9%	21.6%	27.2%	38.1%
净资产收益率(ROE)	10.7%	4.8%	3.0%	4.4%	7.1%
市盈率(PE)	60.8	46.5	100.3	66.4	38.5
EV/EBITDA	51.6	42.8	98.2	59.0	33.1
市净率(PB)	6.53	2.24	3.04	2.91	2.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·生物制品

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
证券分析师：陈益凌 021-60933167 S0980523050001

证券分析师：马千里

010-88005445 maqianli@guosen.com.cn
S0980521070001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	63.76~67.80元
收盘价	59.71元
总市值/流通市值	6853/4508百万元
52周最高价/最低价	131.40/42.93元
近3个月日均成交额	42.04百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

业绩短期承压,研发加大投入。公司 2023Q1-3 实现营收 1.72 亿元(同比-23.0%),剔除 2022 年同期主要 IVD 企业客户以及海外某重大客户因特殊原因采购培养基收入影响,2023 年前三季度收入较上年同期稳中有升,其中培养基收入上升超过 20%;归母净利润 4318 万元(同比-48.0%),扣非归母净利润 3170 万元(同比-56.9%),业绩短期承压预计主要由于上年同期高基数及公司研发投入大幅增长等原因。

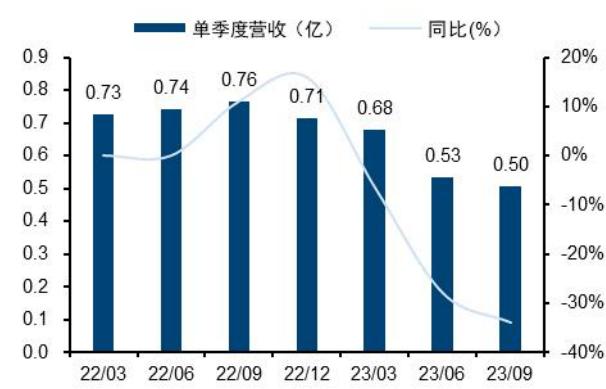
分季度看,2023Q1/Q2/Q3 单季度分别实现营收 0.68/0.53/0.50 亿元,分别同比-6.5%/-28.0%/-34.0%;分别实现归母净利润 2419/1369/530 万元,分别同比-4.3%/-51.2%/-82.2%,Q3 单季度剔除 2022 年同期主要 IVD 企业客户以及海外某重大客户因特殊原因采购培养基收入后较上年同期稳步上升,其中 CDMO 业务实现收入 1450 万元,较上年同期实现双位数增长。

图1: 奥浦迈营业收入及增速(单位:亿元、%)



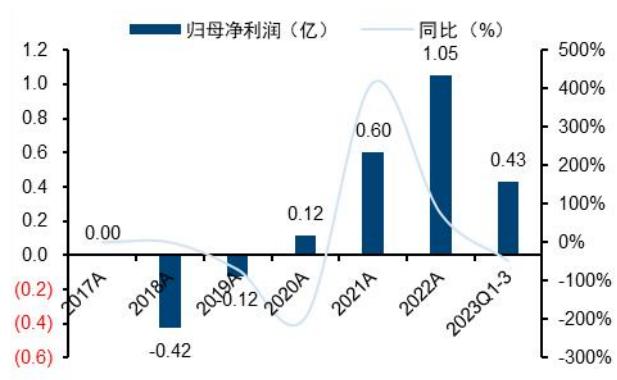
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 奥浦迈单季营业收入及增速(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 奥浦迈归母净利润及增速(单位:亿元、%)



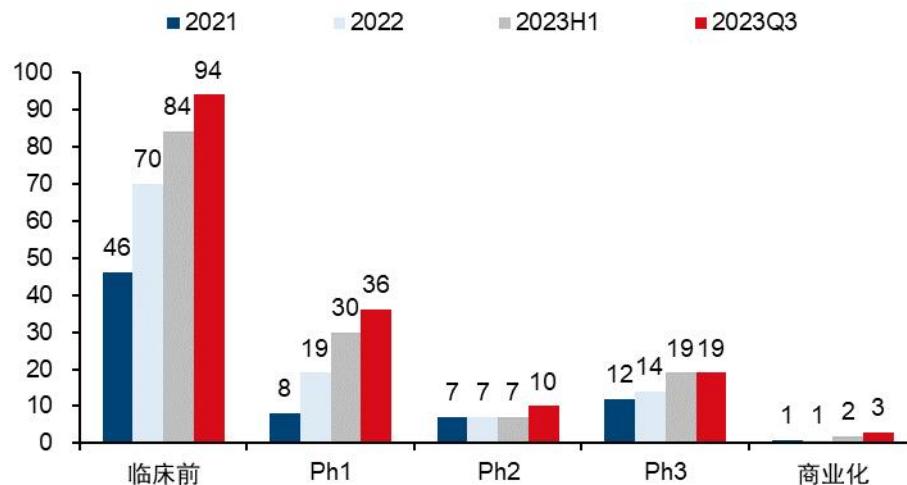
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 奥浦迈单季归母净利润及增速(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

服务客户管线方面,截至 2023Q3,共有 162 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品,其中处于临床前阶段 94 个、Ph1 临床阶段 36 个、Ph2 临床阶段 10 个、Ph3 临床阶段 19 个、商业化生产阶段 3 个,整体相较 2022 年底增加 51 个。

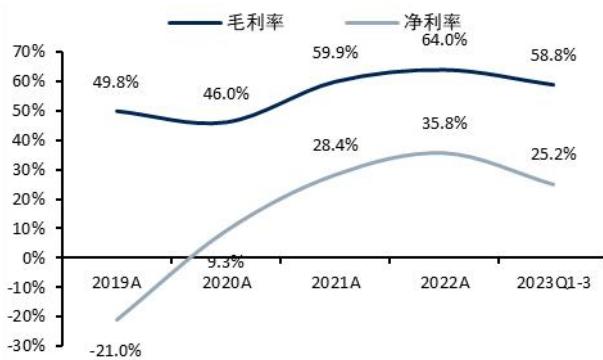
图5: 公司培养基业务服务客户管线数量


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

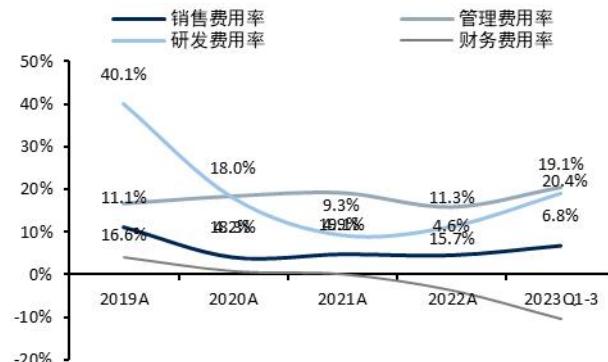
2023 年前三季度，公司研发投入合计 3275 万元（同比+34.5%），占营收比例达 19.1%。2022 年 11 月，公司与华东理工大学签署科研战略合作协议，共同设立奥华院，围绕生物医药与细胞工程技术及产品进行创新开发，具体内容包括基因治疗用腺病毒新生产系统开发、生产用细胞株开发、细胞治疗培养基、细胞三维培养技术与类器官模型开发等国际先进创新技术。

2023 年，公司成立了创新中心（Center of Excellence, COE），在转染试剂、琼脂糖、组织/细胞冻存液、干细胞培养等领域积极探索，已经有了多款突破性产品问世，突破了进口产品长期占领高端市场的技术壁垒；加强对疫苗培养基的产品类型开发（针对 VERO、MDCK、SF9、PK15 等细胞的无血清培养基），持续优化现有的 CHO 细胞培养基、293 细胞培养基，拓宽细胞培养服务类型，包括灌流培养基和灌流细胞培养技术的开发以及偶联药物的开发和生产能力。

毛利率下降，费用率提升。2023Q1-3 公司实现毛利率 58.8%（同比-7.93pp）、净利率 25.2%（同比-12.09pp）；销售费用率 6.8%（+2.40pp）、管理费用率 20.4%（+6.47pp）、研发费用率 19.1%（+8.16pp）、财务费用率-10.5%（-7.80pp），期间费用率合计 35.8%（+9.23pp），研发投入强度进一步提升。

图6: 奥浦迈毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

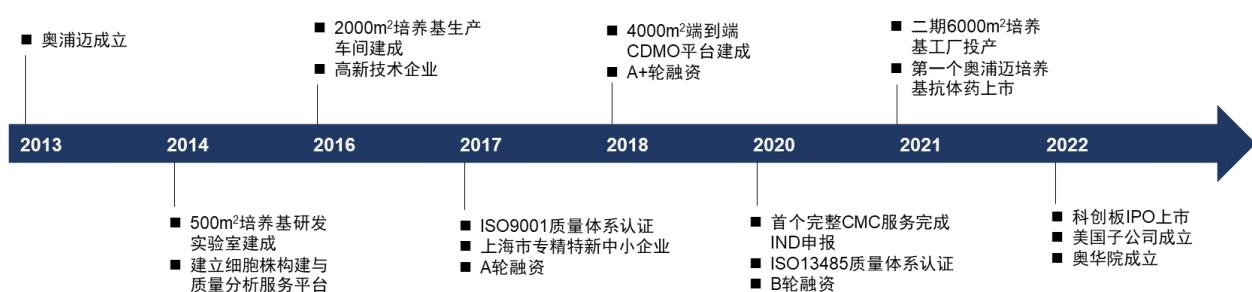
图7: 奥浦迈期间费用率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司概况

奥浦迈 2013 年成立于上海张江，2022 年于科创板挂牌上市，成立至今专注于提供细胞培养解决方案和端到端 CDMO 服务。基于动物细胞培养理念和无血清/化学成分限定的培养基工艺开发经验，开发了多种经客户确认能够替代进口品牌的培养基产品，并已实现商业化销售；公司基于良好的细胞培养技术、生产工艺和发展理念，将细胞培养产品与 CDMO 服务有机整合，加速创新药研发进行并优化细胞培养产品和工艺降低生物制药生产成本，目前公司已为全球范围内超过 200 个生物药开发及生产项目提供服务。

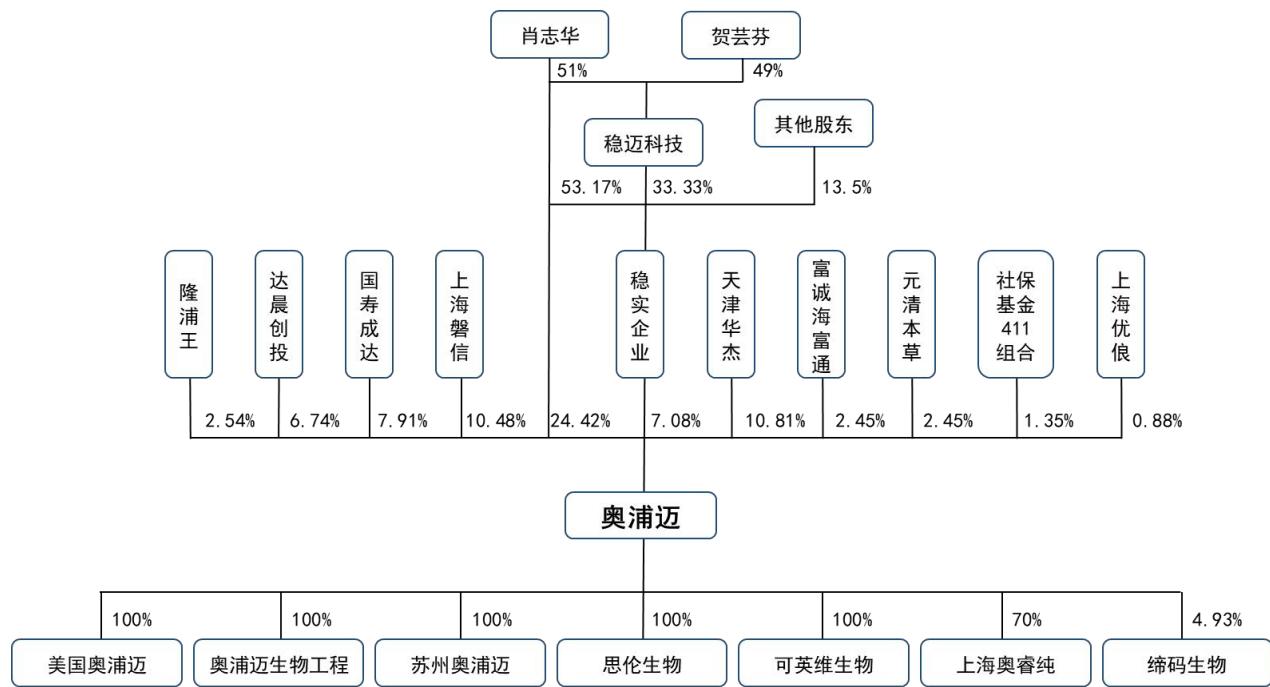
图8: 奥浦迈发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司实控人为肖志华及贺芸芬夫妇。实控人/一致行动人肖志华及贺芸芬夫妇通过直接持股方式拥有公司 24.42% 股份，间接持股 7.08%，合计持股 31.50%，股权结构稳定。

图9: 奥浦迈股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

管理层产业经验丰富。公司创始人、董事长肖志华博士先后任职于英淮捷基生物技术有限公司、生命技术公司以及上海睿智化学研究有限公司的研发与管理岗位，为多个跨国制药公司开发细胞培养工艺，也作为技术负责人推动了国内第一批培养基项目，拥有深厚的细胞培养技术开发与技术推广经验。公司副总经理贺芸芬博士曾担任美国东北结构基因组联盟研究员和上海睿智化学研究有限公司首席研究科学家职务，在 CDMO 工艺开发方面有着丰富的从业经验。

表1：奥浦迈管理层履历

姓名	职务	个人经历
肖志华	董事长、总经理	毕业于纽约州立大学，化学工程专业博士研究生学历。曾任天津化学工业研究院助理工程师，英淮捷基生物技术公司（Invitrogen）资深研发经理，生命技术公司（Life Technologies）资深经理兼工艺科学总监，上海睿智化学研究有限公司资深总监
贺芸芬	董事、副总经理	毕业于纽约州立大学，生物物理学专业博士研究生学历。曾任 NESG（NorthEast Structural Genomics consortium）博士后研究员，上海睿智化学研究有限公司历任资深科学家、首席研究科学家。
梁欠欠	监事会主席、CDMO-细胞株副总监	扬州大学学士，中国农业科学院硕士研究生学历。曾任上海睿智化学研究有限公司研究员，奥浦迈高级研究员、高级经理。
王立峰	CDMO-质量保证总监	延边大学学士，吉林大学硕士研究生学历。曾任长春金赛药业有限责任公司副经理，信达生物制药（苏州）有限公司质量保证副总监，辽宁依生生物制药有限公司质量副总经理，上海药明巨诺生物科技有限公司高级质量保证总监，苏州吉美瑞生医学科技有限公司副总裁。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

培养基行业快速发展

细胞培养基是疫苗、抗体和蛋白类生物药以及细胞和基因治疗产品等多种生物制剂生产过程中细胞培养环节必不可少的原材料。根据 Frost & Sullivan 数据，全球细胞培养基市场规模从 2017 年的 13 亿美元增长到 2021 年的 21 亿美元，CAGR 为 12.7%；中国细胞培养基市场规模从 2017 年的 6 亿元增长到 2021 年的 26 亿元，CAGR 为 44.1%，增速高于全球市场，预计 2026 年国内市场将达到 71 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 22.0%。

图10：全球细胞培养基市场规模（单位：亿美元、%）



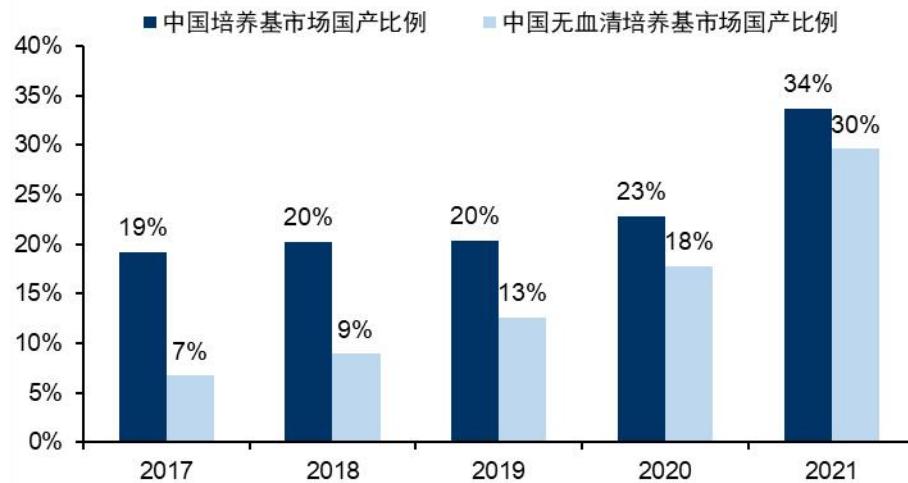
资料来源：奥浦迈招股说明书、国信证券经济研究所整理

图11：中国细胞培养基市场规模（单位：亿元、%）



资料来源：奥浦迈招股说明书、国信证券经济研究所整理

根据 Frost & Sullivan 数据，2017-2020 年中国培养基以及无血清培养基市场中国产占比稳步提升；培养基市场中国产占比从 2017 年的 19.2% 增长至 2021 年的 33.7%，无血清培养基市场中国产占比从 2017 年的 6.7% 增长至 2021 年的 29.6%。得益于国产培养基质量的不断提升与改进，国产替代路径清晰。

图12: 中国培养基/无血清培养基市场国产占比 (单位: %)


资料来源: 奥浦迈招股说明书、国信证券经济研究所整理

主营业务

公司通过将细胞培养产品与 CDMO 服务的有机整合, 为客户提供整体解决方案, 加速新药从基因 (DNA) 到临床申报 (IND) 及上市申请 (BLA) 的进程, 通过优化培养产品和工艺降低生物制药的生产成本。公司主营业务涉及细胞培养基和生物药 CDMO 两大应用领域。

细胞培养基产品以 CHO 和 HEK293 细胞培养基为主。CHO 细胞是抗体和重组蛋白表达的重要平台, HEK293 细胞适应于抗体药、疫苗、细胞/基因治疗领域。

表2: 奥浦迈培养基产品

领域	细胞类型	代表产品	应用范围
重组蛋白/抗体	CHO	AltairCHO	
		StarCHO	CHO 细胞是抗体和重组蛋白表达的重要平台, 目前大多数治疗性抗体药物的生产都是通过 CHO 细胞大规模培养来实现的。
		SagiCHO	
抗体/疫苗/CGT	HEK293	OPM-293 CD03	
		OPM-CD Trans293	支持 HEK293 细胞株的高效率瞬时转染和蛋白表达, 亦可应用于腺相关病毒 (AAV)、慢病毒 (LV) 和腺病毒 (AdV) 的高效率增殖。
		OPM-293 ProFeed	
疫苗	VERO	StarVero	用于新型冠状病毒、脊髓灰质炎、天花、狂犬、乙型脑炎、轮状病毒、手足口、肾综合征出血热和溶瘤病毒等人用疫苗以及猪腹泻病毒、小反刍兽疫等兽用疫苗的生产。
		OPM-VERO SFM6C3	
	LMH	OPM-LMH SFM1I	用于禽腺病毒疫苗的生产。
	BHK-21	OPM-BHK SFM3	用于口蹄疫、新城疫、牛流行热及猪伪狂犬等疫苗的生产。
	PK-15	OPM-PK15 SFM1	用于猪圆环病毒、猪传染性胃肠炎、猪瘟、猪细小病毒、伪狂犬等疫苗的生产。
	ST	OPM-ST LSM03	用于猪瘟、猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻病毒、猪细小病毒和伪狂犬等疫苗的生产。
		OPM-ST SFM3	
其他	MDBK	OPM-MDBK SFM1	用于人流感、禽流感、猪流感等疫苗的生产。
	Insect Cells	StarInsect	用于新冠病毒疫苗、流感疫苗、狂犬病疫苗、疱疹病毒疫苗、肿瘤疫苗等疫苗生产。
其他	杂交瘤细胞	HybriSFM-P1B	无血清、含低浓度蛋白, 适用于不同杂交瘤细胞高密度悬浮培养和蛋白抗体表达。

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

提供生物药开发到生产的完整开发流程及申报服务。公司拥有约 10000m²的端到端 CDMO 服务平台，包括符合 GMP 标准和中美临床申报要求的生产车间。拥有两条 200L/500L 的 GMP 原料生产线，能够提供临床前至临床早期阶段的（Ph1 及 Ph2 临床阶段）的中试生产服务。

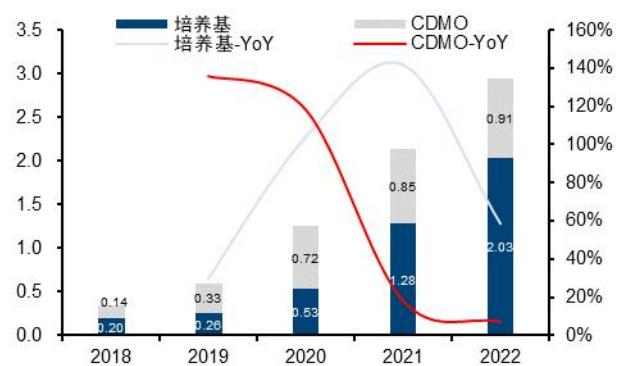
表3: 奥浦迈 CDMO 业务

服务平台	介绍	特点
细胞株构建平台	1、根据抗体序列或 cDNA 载体，提供从分子克隆至高表达稳定细胞株构建的完整服务；2、构建包含目的基从 DNA 到筛选出稳定的高表达克隆能够在 4-6 个月内完成；整合培养基的载体并选择合适的 CHO 表达宿主细胞进行转染；3、根据表达量和质量选择最优的稳定表达克隆	
上下游工艺开发	包括上游细胞培养工艺开发和下游纯化工艺开发等	拥有完整的细胞培养和蛋白纯化工艺设备；拥有多年无血清培养基开发及上下游工艺开发经验的技术团队，可以从培养基设计、工艺参数、培养过程，纯化工艺等多方面进行优化，提高产品产量、质量，简化生产工艺
制剂处方工艺开发	包括处方前研究，制剂处方开发及优化、制剂工艺开发及优化、包材选型等服务	较为完善的抗体的制剂平台处方；能够在 4-6 个月内完成制剂处方和工艺的开发及包材选型，缩短项目时间
中试生产	工艺开发完成后进行的生产环节	拥有两条 200L/500L GMP 原液生产线，能够提供临床前至临床早期阶段（临床 I 期和临床 II 期）的中试生产服务
质量分析平台	包含理化、结合活性和细胞活性分析的方法开发	一个全面覆盖药品全生命周期的质量管理体系，满足中国/欧盟/美国等国家 GMP 要求；经验丰富，已累积十余个 CMC 项目的质量分析经验，其中多个已顺利通过中美澳等地的 IND 申报
个性化培养基开发平台	针对不同细胞株特性和所表达抗体的不同，为客户量身定制培养基和对应补料，在保证质量的前提下，提高产物的表达量	有丰富的细胞培养优化及抗体质量分析经验；采用实验设计方法，提高产品质量，改善工艺流程

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

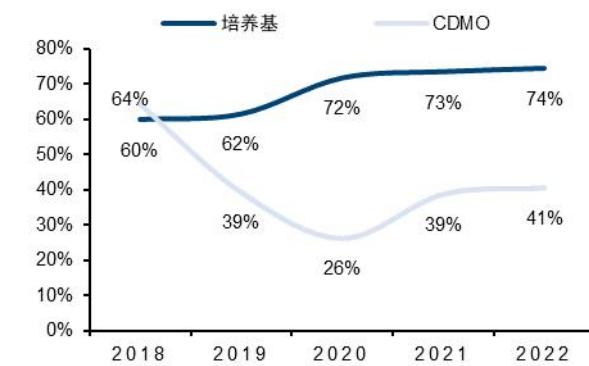
分具体业务板块看，2022 年公司培养基业务实现营收 2.03 亿元（同比+58.6%），2018-2022 年 CAGR 为 78%，培养基是公司核心业务，2022 年占营收比例接近 70%，2018 年至今毛利率稳中有升；CDMO 业务实现营收 0.91 亿元（同比+7.1%），2018-2022 年 CAGR 为 60%，2020 年公司 CDMO 中试产线落地，产能爬坡导致阶段性毛利率下降，2021 年开始公司 CDMO 产能逐步释放，毛利率逐步恢复至约 40% 水平。

图13: 公司各业务板块营收及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 公司各业务板块毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

关键假设：

- 培养基业务：**剔除 2022 年同期主要 IVD 企业客户以及海外某重大客户因特殊原因采购培养基收入影响，2023 年前三季度培养基收入增速超过 20%；服务客户管线数量快速增长，截至 2023Q3，共有 162 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中多个管线处于工艺变更及申报上市阶段，未来上市后有望持续贡献业绩增量；
- CDMO 业务：**公司 CDMO 募投项目有望于 2023 年底前完成验证，未来公司项目服务能力将进一步扩大至 Ph3 临床~商业化生产阶段，CDMO 业务竞争力有望提升；由于 CDMO 业务固定成本占比较高，预计短期毛利率将有所下降，中长期随着产能利用率提升逐步恢复；
- 费用率：**短期受到营收下降及加大费用投放影响，费用率水平较高，预计随着营收增速恢复及产能爬坡带来的规模效应，费用率有望恢复至往年正常水平。

表4：奥浦迈盈利预测

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	备注
总营收	125.0	212.7	294.3	242.8	331.5	459.0	
YOY	114%	70%	38%	-17%	36%	38%	
成本	67.5	85.3	106.0	92.1	130.0	157.8	
毛利率	46.0%	59.9%	64.0%	62.1%	60.8%	65.6%	
培养基业务							
营收	53.4	127.8	203.4	165.2	235.3	344.2	剔除 2022 年同期主要 IVD 企业客户以及海外某重大客户因特殊原因采购培养基收入影响，2023 年前三季度培养基收入增速超过 20%；服务客户管线数量快速增长，截至 2023Q3，共有 162 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中多个管线处于工艺变更及申报上市阶段，未来上市后有望持续贡献业绩增量
YOY	105%	139%	59%	-19%	42%	46%	
成本	15.1	33.6	52.4	42.1	60.0	87.8	
毛利率	71.8%	73.7%	74.2%	75%	75%	75%	
CDMO 业务							
营收	71.6	84.9	90.8	77.6	96.2	114.9	公司 CDMO 募投项目有望于 2023 年底前完成验证，未来公司项目服务能力将进一步扩大至 Ph3 临床~商业化生产阶段，CDMO 业务竞争力有望提升；由于 CDMO 业务固定成本占比较高，预计短期毛利率将有所下降，中长期随着产能利用率提升逐步恢复
YOY	120%	19%	7%	-15%	24%	19%	
成本	52.4	51.7	53.6	50.0	70.0	70.0	
毛利率	26.8%	39.0%	41.0%	35.6%	27.2%	39.1%	
销售费用率	4.2%	4.9%	4.6%	6.1%	5.1%	4.3%	
管理费用率	18.3%	19.1%	15.7%	18.8%	15.6%	12.8%	短期受到营收下降及加大费用投放影响，费用率水平较高，预计随着营收增速恢复及产能爬坡带来的规模效应，费用率有望恢复至往年正常水平
研发费用率	18.0%	9.3%	11.3%	14.7%	12.0%	9.8%	
财务费用率	0.8%	0.1%	-3.7%	-8.9%	-6.8%	-5.0%	
净利润	11.7	60.4	105.4	68.3	103.3	178.2	
YoY	195.3%	416.9%	74.5%	-35.1%	51.1%	72.5%	

资料来源：奥浦迈招股说明书，国信证券经济研究所整理、测算

绝对估值：63.76~67.80 元

表5: 绝对估值法假设条件

无杠杆 Beta	0.8	T	12.00%
无风险利率	2.65%	Ka	7.85%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.80
公司股价	59.71	Ke	7.86%
发行在外股数	115	E/(D+E)	99.72%
股票市值(E)	6853	D/(D+E)	0.28%
债务总额(D)	19	WACC	7.85%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 63.76~67.80 元，对应合理市值 73.2~77.8 亿元。

表6: FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	52.4	90.3	175.0	230.8	307.6	400.4	503.6	609.7	713.6	806.6	
所得税税率	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	46.1	79.5	154.0	203.1	270.7	352.4	443.2	536.5	628.0	709.8	
折旧与摊销	18.7	28.1	36.2	44.0	51.5	59.1	66.7	74.2	81.7	89.3	
营运资金的净变动	56.0	(15.0)	(43.7)	(40.4)	(55.3)	(73.0)	(76.8)	(83.3)	(83.9)	(74.8)	
资本性投资	(94.1)	(113.4)	(118.2)	(108.6)	(113.4)	(113.4)	(111.8)	(112.9)	(112.7)	(112.4)	
FCFF	26.6	(20.8)	28.4	98.1	153.5	225.1	321.3	414.6	513.2	611.9	10,663.4
PV(FCFF)	24.6	(17.9)	22.6	72.5	105.2	143.0	189.3	226.4	259.9	287.3	5,006.9
核心企业价值	6,319.9										
减：净债务	(1,221.8)										
股票价值	7,541.6										
每股价值	65.71										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表7: 绝对估值对折现率和永续增长率的敏感性分析 (横/纵轴: 折现率/永续增长率)

	7.7%	7.8%	7.85%	8.0%	8.1%
2.3%	70.98	69.57	68.20	66.89	65.62
2.2%	70.04	68.67	67.34	66.06	64.83
2.1%	69.14	67.80	66.51	65.27	64.07
2.0%	68.26	66.96	65.71	64.50	63.33
1.9%	67.42	66.15	64.93	63.76	62.62
1.8%	66.60	65.37	64.19	63.04	61.93
1.7%	65.82	64.62	63.46	62.34	61.26

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：65.35~71.88 元

可比公司选取上年同期业绩高基数及加大费用投入等原因导致短期业绩承压，中长期受益于下游客户产品放量及国产替代的生命科学上游企业——诺唯赞（主要产品为 IVD 核心酶原料等）、键凯科技（主要产品聚乙二醇主要用于药物长效化修饰）、纳微科技（主要产品纳米微球材料用于药品生产过程中的分离纯化步骤），采用 PEG 估值，给予奥浦迈 2024 年 1.00~1.1x PEG，对应 2024 年 PE 为 73~80x，对应股价区间为 65.35~71.88 元，对应市值区间为 75.0~82.5 亿元。

表8：可比公司估值

代码	公司	股价 231110	总市值 (亿元)	净利润				PE			ROE 22A	PEG 24E	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E			
688105.SH	诺唯赞	40.10	160	5.94	0.24	2.31	3.44	36	668	70	47	12.9	1.4
688356.SH	键凯科技	131.51	80	1.87	1.66	2.09	2.86	51	48	38	28	15.3	1.0
688690.SH	纳微科技	32.79	132	2.75	0.56	1.13	1.82	76	235	118	73	17.8	1.9
平均值												1.5	
688293.SH	奥浦迈	59.71	69	1.05	0.68	1.03	1.78	80	101	67	39	4.8	0.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算 注：诺唯赞、键凯科技、纳微科技盈利预测为 Wind 一致预期

投资建议：奥浦迈是国内培养基行业领军企业，深耕蛋白抗体药物高端培养基，将细胞培养产品与 CDMO 服务有机整合，形成“产品+服务”双向引流、协同发展的商业模式。公司培养基业务服务客户管线数量快速增长，其中多个管线处于工艺变更及申报上市阶段，未来上市后有望持续贡献业绩增量；公司 CDMO 募投项目有望于 2023 年底前完成验证，未来公司项目服务能力将进一步扩大至 Ph3 临床~商业化生产阶段，CDMO 业务竞争力有望提升。预计公司 2023-2025 年收入分别为 2.43/3.32/4.59 亿元，净利润分别为 0.68/1.03/1.78 亿元，目前股价对应 PE 分别为 100/66/34x。结合绝对估值和相对估值，我们认为公司的合理股价区间为 63.76~67.80 元，相对目前股价有 7%~14% 的上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值 FCFF 计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：1) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；2) 加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.65%（根据 10 年期国债收益率）、风险溢价 6.5%（参考沪深 300 指数过去 5 年的年化收益率与无风险利率差值），可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；3) 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。

盈利预测的风险

可能对公司未来收入和利润增长偏乐观，考虑到未来市场格局有不确定性，行业竞争可能加剧，产品价格的下滑如果超过预期，将对收入增长带来较大的不利变化。

产品研发不达预期的风险

为保证竞争优势，公司需要不断开发新技术并进行市场转化以丰富产品线，可能会出现技术开发失败或在研项目无法产业化的情形，从而对公司收入增长和盈利能力提高带来不利影响。

下游客户产品推进不达预期的风险

公司培养基主要用于下游客户研发及生产，若下游客户项目推进不达预期，亦会影响到公司业绩增长。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	310	1506	1571	1572	1621	营业收入	213	294	243	332	459
应收款项	45	85	68	86	126	营业成本	85	106	92	130	158
存货净额	34	44	32	50	59	营业税金及附加	1	1	1	1	2
其他流动资产	12	23	16	22	32	销售费用	10	14	15	17	20
流动资产合计	441	1869	1856	1900	2009	管理费用	41	46	47	53	60
固定资产	88	221	259	332	403	研发费用	20	33	36	40	45
无形资产及其他	42	40	39	37	35	财务费用	0	(11)	(22)	(23)	(23)
投资性房地产	176	218	218	218	218	投资收益	4	4	3	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	1	0	1	1
资产总计	747	2348	2372	2488	2666	其他收入	(15)	(28)	(39)	(43)	(48)
短期借款及交易性金融负债	47	31	8	9	11	营业利润	64	116	75	114	199
应付款项	14	21	17	24	29	营业外净收支	4	4	3	4	3
其他流动负债	35	37	30	45	50	利润总额	68	119	78	117	202
流动负债合计	96	89	55	78	90	所得税费用	8	14	9	14	24
长期借款及应付债券	18	11	11	11	11	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	71	63	55	47	39	归属于母公司净利润	60	105	68	103	178
长期负债合计	89	74	66	58	50	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	185	163	121	135	140	净利润	60	105	68	103	178
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	0	39	15	13
股东权益	562	2185	2251	2352	2526	折旧摊销	19	24	19	28	36
负债和股东权益总计	747	2348	2372	2488	2666	公允价值变动损失	0	(1)	(0)	(1)	(1)
						财务费用	0	(11)	(22)	(23)	(23)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(23)	(102)	56	(15)	(44)
每股收益	0.98	1.29	0.60	0.90	1.55	其它	0	(0)	(39)	(15)	(13)
每股红利	0.03	0.03	0.01	0.02	0.04	经营活动现金流	56	27	143	116	170
每股净资产	9.15	26.65	19.62	20.50	22.01	资本开支	0	(157)	(94)	(113)	(118)
ROIC	8.89%	7.26%	4%	9%	15%	其它投资现金流	(40)	(171)	41	0	0
ROE	10.74%	4.82%	3%	4%	7%	投资活动现金流	(40)	(327)	(53)	(113)	(118)
毛利率	60%	64%	62%	61%	66%	权益性融资	(0)	1523	0	0	0
EBIT Margin	26%	32%	22%	27%	38%	负债净变化	1	(7)	0	0	0
EBITDA Margin	35%	40%	29%	36%	46%	支付股利、利息	(2)	(2)	(2)	(2)	(4)
收入增长	70%	38%	-17%	36%	38%	其它融资现金流	(12)	(9)	(22)	1	1
净利润增长率	417%	74%	-35%	51%	73%	融资活动现金流	(15)	1496	(24)	(1)	(3)
资产负债率	25%	7%	5%	5%	5%	现金净变动	1	1196	65	1	49
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	货币资金的期初余额	309	310	1506	1571	1572
P/E	60.8	46.5	100.3	66.4	38.5	货币资金的期末余额	310	1506	1571	1572	1621
P/B	6.5	2.2	3.0	2.9	2.7	企业自由现金流	0	(151)	27	(21)	28
EV/EBITDA	51.6	42.8	98.2	59.0	33.1	权益自由现金流	0	(166)	23	0	50

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032