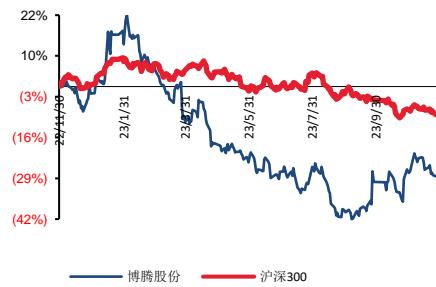




医药生物 医疗服务

## 积极拓展优质客户市场，与璎黎药业达成战略合作

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 546/500       |
| 总市值/流通(百万元)  | 15,734/14,417 |
| 12个月最高/最低(元) | 51.12/23.58   |

### 相关研究报告:

《ADC 龈战，引领精准化疗新时代》  
--2023/11/2

证券分析师: 谭紫媚

电话: 0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520090001

**事件:** 2023 年 11 月 23 日，博腾股份与上海璎黎药业共同宣布达成战略合作伙伴关系，双方将围绕小分子创新药的原料药（含医药中间体）及药物制剂产品开展相关的业务合作。

这标志着双方 2020 年以来的合作关系深化到新的发展阶段，也是双方友好共赢合作中的重要里程碑。

### 三季度增速放缓，CRO 公司与医药公司深度绑定实为良策

公司前三季度营业收入 30.37 亿元，同比减少 41.79%，公司前三季度归母净利润 4.52 亿元，同比下降 71%。盈利指标下降的主要原因是公司的重大订单交付完成，导致收入同比下降。此外，公司布局的新业务和新能力还未产生正向利润贡献，公司战略布局的参股公司仍处于亏损阶段。

当前的投融资寒冬，医药公司对于研发投入采取更加审慎的态度，因此 CXO 业绩受到较大影响，整个 CXO 赛道的增速放缓。在此背景下，**CXO 与医药公司达成战略合作，深度绑定，不失为走出低速增长的良策。**

### 大分子平台和海外布局是公司潜在的业绩增长点：

#### 1. 传统业务小分子原料药 CDMO 业务保持增长

2023 年前三季度，公司为全球约 300 家客户提供小分子原料药 CDMO 服务，引入国内外新客户 77 家（北美区 28 家，中国区 40 家，欧洲区 5 家，其他亚太区 4 家）。2023 年前三季度，公司已签订单项目数（不含 J-STAR）592 个，同比增长约 32%；实现交付项目数 448 个，同比增长约 35%。

2023 年前三季度，公司服务 API 产品数 144 个，同比增加 17 个；API 产品实现收入 3.39 亿元，同比增长约 31%。与此同时，公司持续引入工艺验证项目（Process Validation，简称 PV 项目），前三季度完成 11 个 PV 项目的交付，执行中的 PV 项目 13 个。

#### 2. 制剂 CDMO、合成大分子、临床 CGT 业务是增长重要驱动

2023 年前三季度，公司制剂团队为 80 家客户提供**制剂 CDMO 服务**，服务项目达 119 个，新签制剂订单金额约 1.44 亿元，同比增长约 211%。

随着合成大分子能力的建设落地，2023 年前三季度，公司已承接 9 个客户的**合成大分子服务**，实现收入 196 万元。

受到医药行业融资寒冬的影响，公司的基因细胞治疗 CDMO 业务在新签订单方面表现不佳，未达年初预期。前三季度，博腾生物引入新

客户 44 家，新项目 64 个，新签订单约 0.58 亿元，同比下降 46%。然而，公司签订首个细胞治疗临床项目订单，帮助客户推进细胞治疗产品的临床试验及未来的商业化生产，实现了博腾生物在基因细胞治疗临床项目的零突破。

### 3. 公司加快 ADC 赛道和海外布局的步伐

ADC 正引领肿瘤治疗的新时达，是医药公司布局的重点。公司跟随这个趋势，在上海外高桥建立生物大分子中心，为客户提供抗体和抗体偶联药物（ADC）提供成药性研究、上下游工艺开发、ADC 偶联工艺开发、制剂处方开发、分析方法开发和验证等 CMC 服务。ADC 药物的研发刚刚步入黄金时代，博腾的一体化布局会必然帮助公司在此赛道立足。

此外，公司位于美国新泽西州的结晶和制剂研发新场地投用，该场地建筑面积近 4000 平方米，拥有三间灵活的、模块化的制剂 GMP 设施，还配有专用的 GMP 喷雾干燥车间和 GMP 药物中间体车间。新场地投用后，将进一步提升公司原料药和制剂一体化服务能力。在海外建设工厂，更接近客户，有利于博腾获得海外大订单。

**盈利预测与投资评级：**基于公司核心业务板块分析，我们预计 2023-2025 营业收入分别为 38.9 亿 / 39.3 亿 / 45.7 亿，同比增速分别为 -44.7% / 1% / 16.3%；归母净利润分别为 5.7 亿 / 5.8 亿 / 7.9 亿元。随着海外及新兴 ADC、大分子业务的布局完成，看好长期发展潜力。给予“买入”评级。

**风险提示：**大订单数量减少的风险，CDMO 竞争激烈程度加剧风险，行业监管及政策风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2022A  | 2023E   | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|---------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 7035   | 3893    | 3932  | 4571  |
| (+/-%)    | 126.57 | (44.66) | 1.00  | 16.25 |
| 归母净利(百万元) | 2005   | 572     | 579   | 790   |
| (+/-%)    | 282.80 | (71.50) | 1.30  | 36.40 |
| 摊薄每股收益(元) | 3.70   | 1.00    | 1.10  | 1.40  |
| 市盈率(PE)   | 11.00  | 27.90   | 27.50 | 20.20 |

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表 (百万) |       |         |         |        | 利润表 (百万) |               |       |        |         |       |       |
|------------|-------|---------|---------|--------|----------|---------------|-------|--------|---------|-------|-------|
|            | 2021A | 2022A   | 2023E   | 2024E  | 2025E    |               | 2021A | 2022A  | 2023E   | 2024E | 2025E |
| 货币资金       | 1,217 | 2,850   | 2,612   | 2,981  | 3,528    | 营业收入          | 3,105 | 7,035  | 3,893   | 3,932 | 4,571 |
| 应收和预付款项    | 1,068 | 1,519   | 992     | 1,007  | 1,135    | 营业成本          | 1,821 | 3,380  | 2,246   | 2,355 | 2,627 |
| 存货         | 757   | 902     | 744     | 763    | 833      | 营业税金及附加       | 14    | 63     | 17      | 18    | 20    |
| 其他流动资产     | 169   | 191     | 210     | 253    | 284      | 销售费用          | 97    | 203    | 123     | 125   | 163   |
| 流动资产合计     | 3,211 | 5,463   | 4,558   | 5,004  | 5,780    | 管理费用          | 290   | 604    | 502     | 467   | 532   |
| 长期股权投资     | 377   | 373     | 393     | 413    | 433      | 财务费用          | (2)   | (39)   | (47)    | (34)  | (44)  |
| 投资性房地产     | 5     | 5       | 5       | 5      | 5        | 资产减值损失        | (23)  | (18)   | 0       | 0     | 0     |
| 固定资产       | 1,748 | 2,120   | 2,270   | 2,356  | 2,384    | 投资收益          | (12)  | (30)   | (10)    | (13)  | (15)  |
| 在建工程       | 342   | 1,029   | 949     | 869    | 789      | 公允价值变动        | 6     | 22     | 0       | 0     | 0     |
| 无形资产开发支出   | 131   | 267     | 277     | 297    | 307      | 营业利润          | 566   | 2,265  | 570     | 612   | 824   |
| 长期待摊费用     | 64    | 160     | 500     | 500    | 500      | 其他非经营损益       | (17)  | (19)   | (17)    | (17)  | (18)  |
| 其他非流动资产    | 3,896 | 6,191   | 5,476   | 6,058  | 6,970    | 利润总额          | 549   | 2,246  | 553     | 595   | 806   |
| 资产总计       | 6,562 | 10,144  | 9,870   | 10,497 | 11,387   | 所得税           | 73    | 309    | 73      | 80    | 108   |
| 短期借款       | 390   | 303     | 13      | 13     | 13       | 净利润           | 476   | 1,936  | 480     | 515   | 698   |
| 应付和预收款项    | 1,111 | 1,788   | 1,210   | 1,289  | 1,422    | 少数股东损益        | (48)  | (69)   | (91)    | (64)  | (92)  |
| 长期借款       | 24    | 313     | 845     | 845    | 845      | 归母股东净利润       | 524   | 2,005  | 572     | 579   | 790   |
| 其他负债       | 851   | 1,268   | 1,347   | 1,380  | 1,438    |               |       |        |         |       |       |
| 负债合计       | 2,376 | 3,672   | 3,415   | 3,527  | 3,719    |               |       |        |         |       |       |
| 股本         | 544   | 546     | 546     | 546    | 546      | 预测指标          |       |        |         |       |       |
| 资本公积       | 1,799 | 1,958   | 2,054   | 2,054  | 2,054    | 2021A         | 2022A | 2023E  | 2024E   | 2025E |       |
| 留存收益       | 1,728 | 3,628   | 3,617   | 4,196  | 4,986    | 毛利率           | 41.4% | 52.0%  | 41.8%   | 39.5% | 41.9% |
| 归母公司股东权益   | 3,982 | 6,003   | 6,077   | 6,656  | 7,446    | 销售净利率         | 16.9% | 28.5%  | 14.8%   | 14.9% | 17.5% |
| 少数股东权益     | 205   | 469     | 378     | 314    | 223      | 销售收入增长率       | 49.9% | 126.6% | (44.7%) | 1.0%  | 16.3% |
| 股东权益合计     | 4,186 | 6,472   | 6,455   | 6,970  | 7,668    | EBIT 增长率      | 51.4% | 288.0% | (77.4%) | 11.0% | 35.7% |
| 负债和股东权益    | 6,562 | 10,144  | 9,870   | 10,497 | 11,387   | 净利润增长率        | 61.5% | 282.8% | (71.5%) | 1.3%  | 36.4% |
| 现金流量表 (百万) |       |         |         |        | ROE      | 13.2%         | 33.4% | 9.4%   | 8.7%    | 10.6% |       |
|            | 2021A | 2022A   | 2023E   | 2024E  | 2025E    | ROA           | 8.0%  | 19.8%  | 5.8%    | 5.5%  | 6.9%  |
| 经营性现金流     | 480   | 2,564   | 715     | 1,037  | 1,206    | ROIC          | 10.1% | 26.0%  | 5.5%    | 5.7%  | 7.2%  |
| 投资性现金流     | (916) | (1,436) | (1,007) | (626)  | (618)    | EPS (X)       | 1.0   | 3.7    | 1.0     | 1.1   | 1.4   |
| 融资性现金流     | 350   | 261     | 34      | (42)   | (42)     | PE (X)        | 92.2  | 11.0   | 27.9    | 27.5  | 20.2  |
| 现金增加额      | (95)  | 1,438   | (238)   | 369    | 547      | PB (X)        | 12.2  | 3.7    | 2.6     | 2.4   | 2.1   |
|            |       |         |         |        |          | PS (X)        | 15.7  | 3.2    | 4.1     | 4.1   | 3.5   |
|            |       |         |         |        |          | EV/EBITDA (X) | 62.4  | 8.1    | 17.3    | 14.8  | 11.3  |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

## 销售团队

| 职务      | 姓名  | 手机           | 邮箱                 |
|---------|-----|--------------|--------------------|
| 全国销售总监  | 王均丽 | 13910596682  | wangjl@tpyzq.com   |
| 华北销售总监  | 成小勇 | 18519233712  | chengxy@tpyzq.com  |
| 华北销售    | 常新宇 | 13269957563  | changxy@tpyzq.com  |
| 华北销售    | 佟宇婷 | 13522888135  | tongyt@tpyzq.com   |
| 华北销售    | 王辉  | 18811735399  | wanghui@tpyzq.com  |
| 华北销售    | 巩贊阳 | 18641840513  | gongzy@tpyzq.com   |
| 华东销售    | 徐丽闵 | 17305260759  | xulm@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 李昕蔚 | 18846036786  | lixw@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 张国锋 | 18616165006  | zhanggf@tpyzq.com  |
| 华东销售    | 胡平  | 13122990430  | huping@tpyzq.com   |
| 华东销售    | 周许奕 | 021-58502206 | zhouxuyi@tpyzq.com |
| 华东销售    | 丁锟  | 13524364874  | dingkun@tpyzq.com  |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133  | zhafzl@tpyzq.com   |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912  | zhangzy@tpyzq.com  |
| 华南销售    | 何艺雯 | 13527560506  | heyw@tpyzq.com     |
| 华南销售    | 郑丹璇 | 15099958914  | zhengdx@tpyzq.com  |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：  
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。