

评级：买入（首次）

市场价格：20.01 元

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：崔少煜

执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisy@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3105.15 | 7034.80 | 3723.36 | 4010.39 | 5010.95 |
| 增长率 yoy% | 49.87% | 126.55% | -47.07% | 7.71% | 24.95% |
| 净利润(百万元) | 523.92 | 2005.44 | 286.21 | 301.89 | 416.30 |
| 增长率 yoy% | 61.49% | 282.78% | -85.73% | 5.48% | 37.90% |
| 每股收益(元) | 0.96 | 3.67 | 0.52 | 0.55 | 0.76 |
| 每股现金流量 | 0.88 | 4.70 | -1.25 | 1.18 | 0.45 |
| 净资产收益率 | 13.16% | 33.41% | 4.93% | 4.94% | 6.38% |
| P/E | 20.85 | 5.45 | 38.18 | 36.19 | 26.25 |
| PEG | 0.34 | 0.02 | -0.45 | 6.60 | 0.69 |
| P/B | 2.74 | 1.82 | 1.88 | 1.79 | 1.67 |

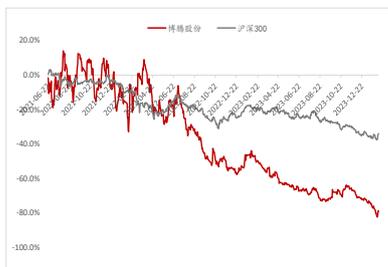
备注：截止 2024 年 3 月 12 日

报告摘要

- 小分子 CDMO 板块收益、估值均处历史低位，需求端持续稳健，供给端呈逐步出清态势，行业有望逐步迎来拐点。**
 - 回顾历史：**小分子 CDMO 板块收益目前已回到 2019 年水平，而板块平均 PE (TTM) 估值已从最高点 118X 回落至历史低位 21X；
 - 行业分析：**需求端项目转移持续、供给端逐步出清，行业有望逐步恢复：①据 Citeline 的数据，2023H1 国内 CDMO 核心标的项目总数占全球研发管线比例提升至 27.4% (+4.3pp)，全球项目转移至国内趋势持续；②2023 年前三季度 CDMO 核心标的板块在建工程增长放缓，约 158.6 亿元 (+4.5%)，行业供给端增长呈逐步放缓态势；③规模、格局：全球小分子 CDMO 市场空间广阔，整体格局较为分散，公司未来发展空间较大：根据沙利文数据，预计 2024 年全球小分子 CDMO 市场规模约为 734 亿美元，2022-2027 年 CAGR 约 17.9%。格局上看，全球小分子 CDMO 参与者众多，整体较为分散，2022 年市占率第一的合全药业仅占 6.0%。
- 端到端一体化 CDMO 服务平台，多领域多方位布局，破晓有望将至。**
 - 公司当下形势类比 2017、2018 年，破晓有望将至：**2017 年公司产品及客户集中度高，原料药 CMO 业务因两款大产品需求下滑，公司启动 CDMO 转型迎来腾飞式发展。当下类比当年，公司正通过拓展海外产能，紧密跟随客户等战略实施，有望逐步熬过寒冬；
 - 小分子 CDMO 业务先发优势显著、横向+纵向开拓全产业链服务：**公司深耕小分子 CDMO 领域 19 年，采取坚持打造“保持敏捷、跟随客户”的方针，通过上下游及横向产业链整合，已建立覆盖小分子药物、大分子药物及细胞基因治疗的服务能力，实现为不同药物和疗法提供从临床前到上市全生命周期的全类别服务；
 - 全球化、多场地布局，为全球客户提供一体化服务：**公司在重庆、上海、成都、苏州、美国新泽西拥有 9 个研发中心（生产基地），同时，公司正在建设的斯洛文尼亚研发生产基地，落地后有望提升公司的海外市场竞争力，扩增海外需求。
- 公司核心框架已经搭建完毕，三大板块多轮驱动，长期发展可期：**
 - 原料药 CDMO：**基本盘业务，技术、规模优势显著，伴随 2024 年大订单影响逐步消退，公司前端项目向后端延伸及持续向 API 转型升级，公司原料药 CDMO 业务有望逐步恢复稳健增长态势；
 - 制剂 CDMO：**产业链下游延伸，公司制剂 CDMO 服务全面，原料药-制剂相互协同，制剂 CDMO 业务订单实现高速增长，有望逐步贡献新增量；
 - 细胞基因治疗 CDMO：**CGT CDMO 赛道景气强劲，公司技术平台差异化显著，客群基础优质，我们预计后续国内投融资迎来恢复后，CGT CDMO 业务有望逐步回归高速增长轨道。
- 盈利预测与估值：**结合公司业务布局规划及产能落地情况，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 37.23 亿元、40.10 亿元、50.11 亿元，增速分别为-47.07%、7.71%、24.95%；归母净利润分别为 2.86 亿元、3.02 亿元、4.16 亿元，增速分别为-85.73%、5.48%、37.90%。考虑到公司为全球为数不多的端到端一体化 CDMO 服务平台，技术、规模优势显著，待供给端出清后有望恢复快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示事件：**医药行业景气度下降的风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、核心技术人员流失的风险

基本状况

| | |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股) | 546.04 |
| 流通股本(百万股) | 500.42 |
| 市价(元) | 20.01 |
| 市值(百万元) | 10926.26 |
| 流通市值(百万元) | 10013.40 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

投资主题

报告亮点

报告的创新之处:

- 1) 深度解析公司各项基本面: 从历史、管理层、业务、订单等角度剖析公司。
- 2) 深度分析小分子 CDMO 行业: 从行业驱动、规模、格局分析小分子 CDMO 行业发展趋势。
- 3) 深度剖析公司各项业务及发展趋势: 对公司原料药 CDMO、制剂 CDMO 服务、细胞基因治疗 CDMO 进行较为深度的分析。
- 4) 拆分细致: 报告对公司各块业务进行较为深入的细致拆分, 以求更好预测公司未来发展。

投资逻辑

- 1) 行业有望逐步迎来拐点: CDMO 板块收益、估值均处历史低位, 行业需求端全球项目转移趋势、供给端呈逐步出清态势;
- 2) 当下公司形势类比 2017、2018 年, 破晓有望将至: 2017 年公司产品及客户集中度高, 原料药 CMO 业务因两款大产品需求下滑, 公司启动 CDMO 转型迎来腾飞式发展。当下形势类比当年, 公司通过拓展海外产能, 紧密跟随客户等战略实施, 有望逐步熬过寒冬;
- 3) 原料药 CDMO 基本盘业务有望迎来拐点: 公司原料药 CDMO 业务技术、规模优势显著, 伴随 2024 年大订单影响逐步消退, 公司前端项目向后端延伸及持续向 API 转型升级, 公司原料药 CDMO 业务有望逐步恢复稳健增长态势;
- 4) 制剂 CDMO 服务下游延伸有望贡献新增量: 公司制剂 CDMO 服务全面, 原料药-制剂相互协同, 制剂 CDMO 业务订单实现高速增长, 有望逐步贡献新增量;
- 5) 细胞基因治疗 CDMO 先发布局有望带来长期增长: CGT CDMO 赛道景气强劲, 公司技术平台差异化显著, 客群基础优质, 我们预计后续国内投融资迎来恢复后, CGT CDMO 业务有望逐步回归高速增长轨道。

关键假设、估值与盈利预测

关键假设:

假设一: 公司近年各项费用基本稳定, 假设未来三年持续;

假设二: 23 年大订单减少带来整体收入波动, 但据 2023 年中报数据, 2023 年上半年剔除新冠增长约 29%, 我们预计 2024 年公司整体业务有望逐步恢复;

假设三: 源于 2024 年海外斯洛文尼亚产能逐步落地, 海外人力、固定资产投入成本相比国内有所提高, 因此我们预计毛利率短中期有一定的下降趋势;

假设四: 源于公司制剂 CDMO 与细胞基因治疗 CDMO 处快速成长期, 我们预计随着两块业务收入规模逐步提升, 有望逐步迎来扭亏。

估值方法: PE 估值法

采用相对估值法进行估值, 选取小分子及细胞基因治疗 CDMO 服务公司药明康德、凯莱英、诺泰生物、金斯瑞生物科技作为可比公司, 2025 年平均估值为 115.0 倍。

盈利预测结果:

结合公司业务布局规划及产能落地情况, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 37.23 亿元、40.10 亿元、50.11 亿元, 增速分别为-47.07%、7.71%、24.95%; 归母净利润分别为 2.86 亿元、3.02 亿元、4.16 亿元, 增速分别为-85.73%、5.48%、37.90%。

内容目录

| | |
|---|---------------|
| 板块收益估值均处历史低位，静待供给端出清后迎来拐点 | - 6 - |
| 回顾历史：多重因素扰动、CDMO 板块收益已回到 2019 年水平 | - 6 - |
| 行业分析：需求端项目转移持续、供给端逐步出清，行业有望逐步恢复.... | - 7 - |
| 规模、格局：734 亿美元全球市场规模，整体较为分散 | - 9 - |
| 端到端一体化 CDMO 服务平台，寒冬过尽，破晓将至 | - 11 - |
| “全流程一体化”CDMO，多领域多方位协同布局 | - 11 - |
| 全球化布局，多场地布局，为全球客户提供一体化解决方案 | - 13 - |
| 多轮业务驱动，长期发展可期 | - 15 - |
| 原料药 CDMO：基本盘业务，技术、产能优势显著 | - 16 - |
| 制剂 CDMO：产业链下游延伸，战略布局制剂 CDMO 业务 | - 19 - |
| CGT CDMO：景气强劲已成为共识，先发布局有望逐步贡献新增量 | - 21 - |
| 盈利预测与估值 | - 26 - |
| 盈利预测 | - 26 - |
| 投资建议 | - 27 - |
| 附录 | - 29 - |
| 风险提示 | - 31 - |
| 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险 | - 31 - |
| 产能提升不及预期风险 | - 31 - |
| 创新药研发项目转让不确定性风险 | - 31 - |
| 毛利率下降的风险 | - 31 - |
| 原材料供应及其价格上涨的风险 | - 31 - |
| 环保和安全生产风险 | - 31 - |

图表目录

| | |
|---|--------|
| 图表 1: 2017 年至今 CDMO 核心标的涨跌幅及估值概况..... | - 7 - |
| 图表 2: 国内 CRO、CDMO 核心标的项目总数占全球研发管线比重持续提升.. | - 7 - |
| 图表 3: 2023Q1-Q3 CDMO 板块固定资产及在建工程概况 (亿元) | - 8 - |
| 图表 4: 2021-2022 年度 CDMO 板块大订单汇总 | - 8 - |
| 图表 5: 全球小分子 CDMO 市场规模概况 (亿美元) | - 9 - |
| 图表 6: 一图纵览海内外小分子服务外包公司覆盖业务对比..... | - 9 - |
| 图表 7: 2022 年全球小分子 CDMO 行业格局 (亿元) | - 10 - |
| 图表 8: 2022 年国内小分子 CDMO 行业格局 (亿元) | - 10 - |
| 图表 9: 公司发展历程..... | - 11 - |
| 图表 10: 博腾股份核心管理层介绍..... | - 12 - |
| 图表 11: 博腾股份三大业务板块..... | - 13 - |
| 图表 12: 公司收入结构 (百万元) | - 13 - |
| 图表 13: 博腾股份全球研发中心概况..... | - 14 - |
| 图表 14: 博腾股份三大核心业务概况..... | - 15 - |
| 图表 15: 公司原料药 CDMO 业务概况..... | - 16 - |
| 图表 16: 公司原料药 CDMO 业务增长概况 (亿元) | - 16 - |
| 图表 17: 公司原料药 CDMO 项目更新情况..... | - 16 - |
| 图表 18: 公司大订单概况..... | - 17 - |
| 图表 19: 公司原料药 CDMO 部分技术平台概况..... | - 18 - |
| 图表 20: 公司全球原料药 CDMO 产能概况..... | - 19 - |
| 图表 21: 公司制剂 CDMO 概况..... | - 19 - |
| 图表 22: 公司制剂 CDMO 可提供端到端一体化服务..... | - 20 - |
| 图表 23: 公司制剂 CDMO 业务增长情况 (万元) | - 20 - |
| 图表 24: 公司制剂 CDMO 订单增长情况 (万元) | - 20 - |
| 图表 25: 部分全球已上市细胞治疗产品概况..... | - 21 - |
| 图表 26: 全球细胞与基因治疗药物市场规模概况 (亿美元) | - 21 - |
| 图表 27: 国内细胞与基因治疗药物市场规模概况 (亿元) | - 21 - |
| 图表 28: 细胞基因治疗生产流程 (上图为自体治疗、下图为异体治疗) | - 22 - |
| 图表 29: 细胞基因治疗研发生产壁垒较高..... | - 22 - |
| 图表 30: 全球细胞与基因治疗外包市场规模概况 (单位: 亿美元, %) | - 23 - |
| 图表 31: 国内细胞与基因治疗外包市场规模概况 (单位: 亿美元, %) | - 23 - |
| 图表 32: 公司细胞基因治疗 CDMO 业务概况..... | - 24 - |
| 图表 33: 公司 CGT CDMO 技术概况..... | - 25 - |

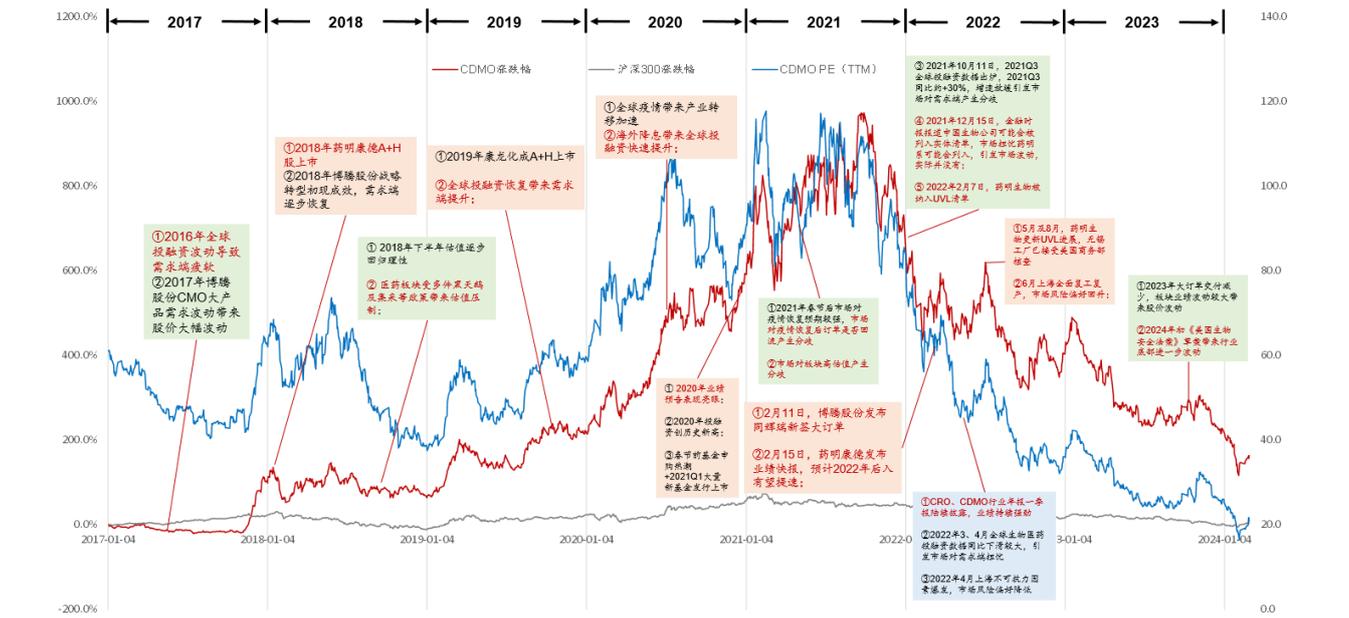
| | |
|--------------------------------------|--------|
| 图表 34: 公司 CGT CDMO 业务增长情况 (万元) | - 25 - |
| 图表 35: 各业务收入预测(百万元) | - 27 - |
| 图表 36: 可比公司估值 (百万元) | - 27 - |
| 图表 37: 博腾股份财务报表预测 (单位: 百万元) | - 28 - |
| 图表 38: 公司营收 (百万元) 及增速..... | - 29 - |
| 图表 39: 公司净利润 (百万元) 及增速..... | - 29 - |
| 图表 40: 公司研发费用 (百万元) | - 29 - |
| 图表 41: 公司毛利率、净利率概况..... | - 29 - |
| 图表 42: 公司期间费用率概况 | - 30 - |
| 图表 43: 公司员工概况 | - 30 - |

板块收益估值均处历史低位，静待供给端出清后迎来拐点

回顾历史：多重因素扰动、CDMO 板块收益已回到 2019 年水平

- 我们选取药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成、药石科技、皓元医药、九洲药业、普洛药业 8 只以 CRO、CDMO 业务为主业的核心标的进行组合回顾分析。
- 板块收益目前已回到 2019 年水平，而板块平均 PE（TTM）估值已从最高点 118X 回落至历史低位 21X。
- 回顾 2017-至今板块走势，主要有 5 个波动较大的阶段：
 - 2017.01.04-2017.11.03（快速下行）：①2016 年全球投融资波动导致需求端疲软；②2017 年博腾股份 CMO 大产品需求波动带来股价大幅波动；
 - 2017.11.04-2018.05.29（快速上行）：①2018 年药明康德 A+H 股上市；②2018 年博腾股份战略转型初现成效，需求端逐步恢复；
 - 2018.05.30-2019.01.14（快速回落）：①2018 年下半年估值逐步回归理性；②医药板块受多件黑天鹅及集采等政策带来估值压制；
 - 2019.01.15-2021.07.01（持续上行）：①2020 年全球疫情带来产业转移加速；②海外降息带来全球投融资快速提升；③2020 年业绩预告表现亮眼；④2020 年投融资创历史新高；⑤春节前基金申购热潮+2021Q1 大量新基金发行上市，市场流动性足够宽裕；⑥2021 年 6 月，CDMO 公司中报业绩预告发布，订单、业绩持续强劲；
 - 2021.07.01-至今（持续回落）：①2021 年 7 月 2 日 CDE 指导文件发布，引发市场对国内 CRO 景气度的思考；②2021 年 10 月 11 日，动脉网发布《2021 年 9 月全球投融资月报》，通过计算推演出 2021Q3 投融资同比约+30%，增速较 Q1、Q2 放缓，引发市场对需求端产生分歧；③2021 年 11 月 3 日，查尔斯河发布 2021 年三季报，整体不及市场预期，下调全年指引引发市场对国内 CRO 增速下滑的担忧；④2021 年 12 月 15 日，金融时报报道中国生物公司可能会被列入实体清单，市场担忧药明系可能会被列入，引发市场波动，后续经证实实际并没有纳入；⑤2022 年 2 月 7 日，药明生物被纳入“未经证实名单（UVL）”，引发市场波动；⑥2022 年 4 月上海不可抗力因素爆发，市场风险偏好降低；⑦2023 年大订单交付减少，板块业绩波动较大带来股价波动；⑧2024 年初《美国生物安全法案》草案带来行业底部进一步波动。

图表 1: 2017 年至今 CDMO 核心标的涨跌幅及估值概况



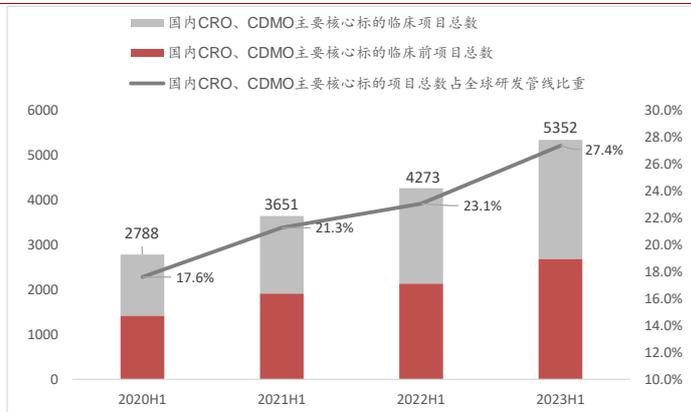
来源: WIND, 各公司公告, 公司官网, 中泰证券研究所 注: CRO/CDMO 涨跌幅是按 8 只标的当期股价相较 2017 年 12 月 31 日股价计算后取均值得到 (未上市的按照上市股价为基准), CRO/CDMO PE (TTM) 为 8 家当期 PE (TTM) 取均值得到, 截止 2024 年 2 月 29 日

■ 整体看, 市场对板块驱动及分歧主要集中在转移趋势、供需平衡及大订单交付上, 下面我们就转移趋势及供给端进行分析, 探讨 CDMO 行业能否有望重归往日荣光。

行业分析: 需求端项目转移持续、供给端逐步出清, 行业有望逐步恢复

■ 1) 需求端: 项目转移趋势持续: 据 Citeline 的数据, 2023H1 国内 CDMO 核心标的项目总数占全球研发管线比例提升至 27.4% (+4.3pp), 其中临床前 22.7% (+4.0pp), 临床 34.6% (+4.6pp)。我们预计凭借国内工程师红利、全球领先的运营效率, 一体化平台服务等各项优势不断扩大, 未来 3-5 年全球创新药外包转移至国内有望持续。

图表 2: 国内 CRO、CDMO 核心标的项目总数占全球研发管线比重持续提升

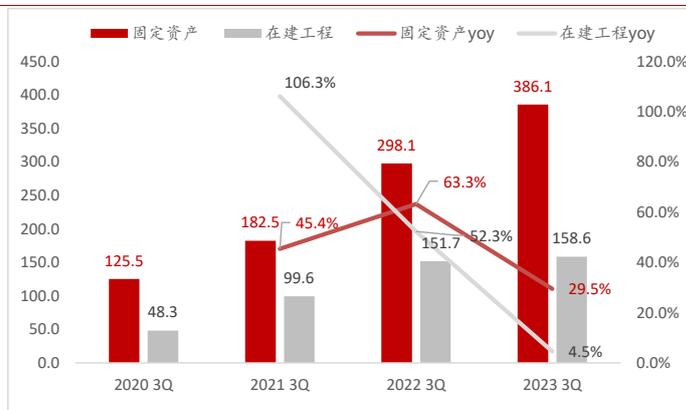


来源: 公司公告, 中泰证券研究所 注: 核心标的为药明康德、药明生物、康龙化成、凯莱英、泰格医药 (方达控股)、博腾股份、九洲药业、金斯瑞生物科技、维亚生物、昭衍新药、美迪西、药石科技、皓元医药、睿智医药、阳光诺和、诺泰生物、诺思格、百诚医药、普蕊斯、泓博医药、圣诺生物、成都先导及和元生物

■ 2) 供给端: 新增产能增长放缓, 供给端有望逐步出清。2023 年前三

季度 CDMO 核心标的板块固定资产快速增长，在建工程增长放缓，分别增长至 386.1 亿元 (+29.5%)、158.6 亿元 (+4.5%)。我们预计主要由于全球投融资扰动带来行业需求出现波动，各家企业产能投放逐步放缓所致。

图表 3: 2023Q1-Q3 CDMO 板块固定资产及在建工程概况 (亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所 注：核心标的为药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药（方达控股）、博腾股份、九洲药业、金斯瑞生物科技、维亚生物、昭衍新药、美迪西、药石科技、皓元医药、睿智医药、阳光诺和、诺泰生物、诺思格、百诚医药、普蕊斯、泓博医药、圣诺生物、成都先导及和元生物

- 大订单交付完毕，2024 年下半年表观业绩有望逐步恢复。自 2021 年 11 月以来，凯莱英、博腾股份分别签订合计高达近 150 亿元的大订单，一方面体现国内 CDMO 能力得到全球客户的认可，另一方面也为 2022 年行业高增奠定基础。

图表 4: 2021-2022 年度 CDMO 板块大订单汇总

| CDMO 公司 | 披露日期 | 订单概况 | 订单金额 | 合计 |
|---------|------------------|--|----------|----------|
| 凯莱英 | 2021 年 11 月 17 日 | 全资子公司 Asymchem, Inc. 和吉林凯莱英同客户签订了 4.8 亿美元供货合同，合同供货时间为 2021 年至 2022 年 | 30.3 亿元 | 92.9 亿元 |
| | 2021 年 11 月 29 日 | 吉林凯莱英同客户签订了 27.20 亿元供货合同，合同供货时间为 2022 年 | 27.2 亿元 | |
| | 2022 年 2 月 20 日 | 吉林凯莱英同客户签订了 35.42 亿元供货合同，合同供货时间为 2023 年 | 35.4 亿元 | |
| 博腾股份 | 2021 年 11 月 30 日 | 公司同客户签订了 2.17 亿美元供货合同，合同供货时间为 2021 年至 2022 年 | 13.7 亿元 | 56.6 亿元 |
| | 2022 年 2 月 11 日 | 公司同辉瑞签订了 6.81 亿美元供货合同，合同供货时间为 2022 年 | 42.9 亿元 | |
| 药明康德 | 暂无披露 | 暂无披露 | 暂无披露 | 暂无披露 |
| 合计 | | | 149.5 亿元 | 149.5 亿元 |

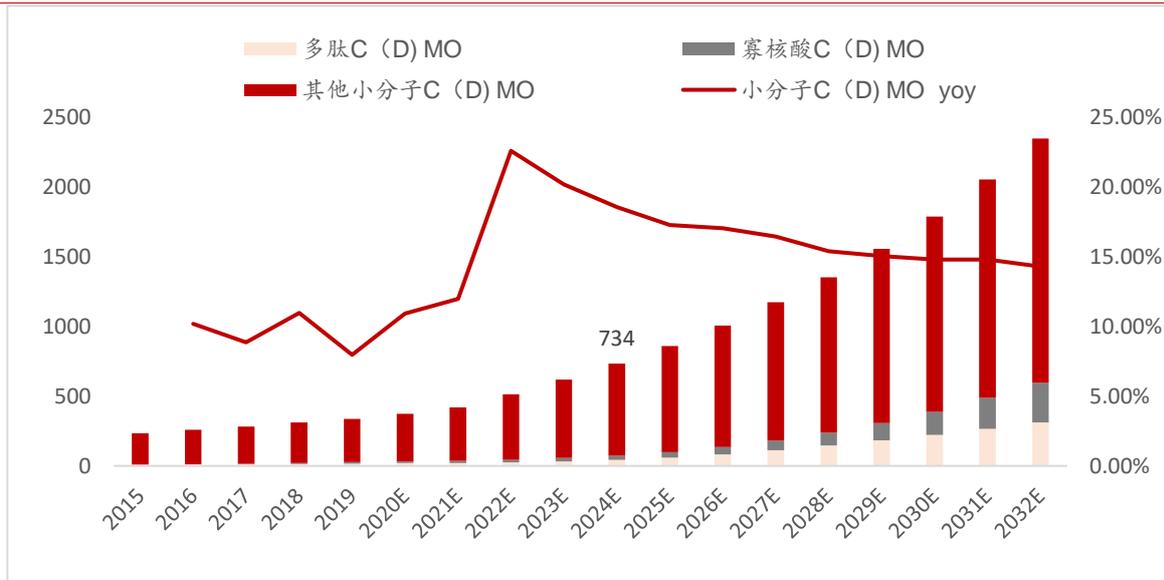
来源：WIND，公司公告，中泰证券研究所 注：截止 2022 年 9 月 18 日

- 因此，我们认为伴随行业大订单在 2023 年逐步交付完毕，项目转移持续带来需求端稳步增长及供给端增长放缓，国内小分子 CDMO 行业有望逐步恢复。

规模、格局：734 亿美元全球市场规模，整体较为分散

- 全球小分子 CDMO 行业快速增长，预计 2024 年全球市场规模约 734 亿美元。源于小分子 CDMO 助力药企及 Biotech 降本增效显著，行业渗透率呈逐步提升趋势，全球小分子 CDMO 行业呈快速增长态势，据沙利文数据，预计 2024 年全球小分子 CDMO 市场规模约为 734 亿美元，2022-2027 年 CAGR 约 17.9%。

图表 5：全球小分子 CDMO 市场规模概况（亿美元）



来源：沙利文、药明康德 2023 年投资者开放日等，中泰证券研究所

- 博腾股份聚焦临床前至商业化一体化小分子服务平台。相较全球小分子外包头部公司，博腾股份更加聚焦临床前至商业化阶段，有望在项目获取及客户体验度上具备领先优势。

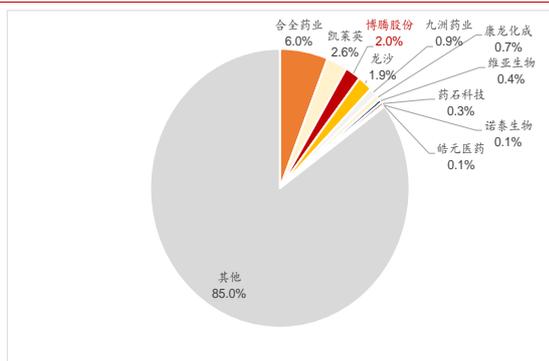
图表 6：一图纵览海内外小分子服务外包公司覆盖业务对比

| 项目 | 公司 | IND前 | | | | IND后 | | | |
|--------------|------------------|------|---------|------|-----------|----------|---------------------------------|--------------------------|-----------------------|
| | | 药物发现 | | | 临床前开发 | | 临床开发 | | 商业化上市 |
| | | 靶点解析 | 苗头化合物发现 | 化学服务 | API工艺优化放大 | 制剂工艺优化放大 | 早期 (临床I/II期) 样品 (中间体/API/制剂) 生产 | 临床III期样品 (中间体/API/制剂) 生产 | 商业化产品 (中间体/API/制剂) 生产 |
| 小分子研发生产服务 | 药明康德 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | Labcorp/Covance | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | 康龙化成 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | Charles river | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | 维亚生物 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | 美迪西 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | 成都先导 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | 药石科技 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | 睿智医药 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | Parexel | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | Inventive Health | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | 方达控股 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | 凯莱英 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | 博腾股份 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | 九洲药业 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | Catalent | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| Recipharm | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | |
| ICON | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | |
| Lonza | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | |
| Chiltern | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | |
| INC Research | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | |

来源：各公司官网及公告，中泰证券研究所

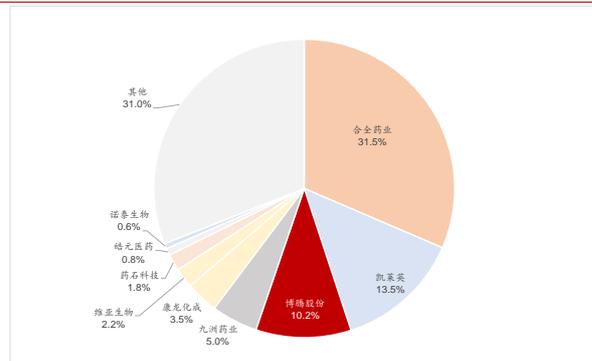
- **全球小分子 CDMO 较为分散，国内较为集中。**据沙利文数据，2022 年合全药业以 6.0% 的市占率位列全球第一，但整体看全球市场依然较为分散。而国内方面，2022 年国内小分子 CDMO 行业头部公司合全药业/药明康德、凯莱英、博腾股份占据 50% 以上市场份额，头部效应显著。

图表 7：2022 年全球小分子 CDMO 行业格局（亿元）



来源：Frost & Sullivan，智研咨询，WIND，中泰证券研究所

图表 8：2022 年国内小分子 CDMO 行业格局（亿元）



来源：Frost & Sullivan，智研咨询，WIND，中泰证券研究所

端到端一体化 CDMO 服务平台，寒冬过尽，破晓将至

“全流程一体化” CDMO，多领域多方位协同布局

- **深耕小分子 CDMO（生产外包）领域 19 年，提供全流程一体化研发生产服务。**公司成立于 2005 年，是国内领先的医药合同定制研发及生产企业，公司主要为全球药企、新药研发机构等提供从临床早期研究直至药品上市全生命周期所需的原料药、制剂和生物药的定制研发和生产服务。
- **公司发展历程主要分四个阶段：**1) **2005-2016 年：**公司创立，以原料药 CMO 为主，业务规模逐步扩大；2) **2016-2018 年：**产品及客户集中度高，原料药 CMO 业务因两款大产品需求下滑，公司启动 CDMO 转型，收购 J-Star 引流前端项目；3) **2019-2022 年：**原料药 CRO 快速增长，CMO 业务回归增长曲线，期间承接新冠相关中间体大订单，逐步开拓 GCT&DP 两大新业务，开拓智能化制剂时代；4) **2022-至今：**源于 21 年行业产能扩建旺盛，22 年新冠交付后逐步面临产能出清阵痛，公司逐步瘦身聚焦，优化 GCT 及 DP 业务，聚焦小分子 CDMO 业务同时开拓化学大分子（多肽、寡核酸）及生物大分子（ADC）业务。

图表 9：公司发展历程



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- **董事长管理经验丰富，研发、技术管理团队实力雄厚。**公司董事长居年丰领军的管理层团队能力出众，具备高水平的学科专业知识素养及丰富的 CDMO 行业和企业管理经验。公司内部管理制度同欧美高水平公司接轨，培训体系完善。此外，在为公司员工提供广阔发展平台的同时，公司还对各级管理人员，各级技术骨干实施股权激励计划，最大限度地调动内部员工工作积极性。截止 2023 年 6 月 30 日，公司在中美两地拥有研发技术人员 1,579 人，其中美国团队 128 人，中国团队 1,451 人。

公司研发技术平台正通过“更快创新、集中资源、提高效率、紧跟技术前沿”等方式来持续保持公司的竞争力。

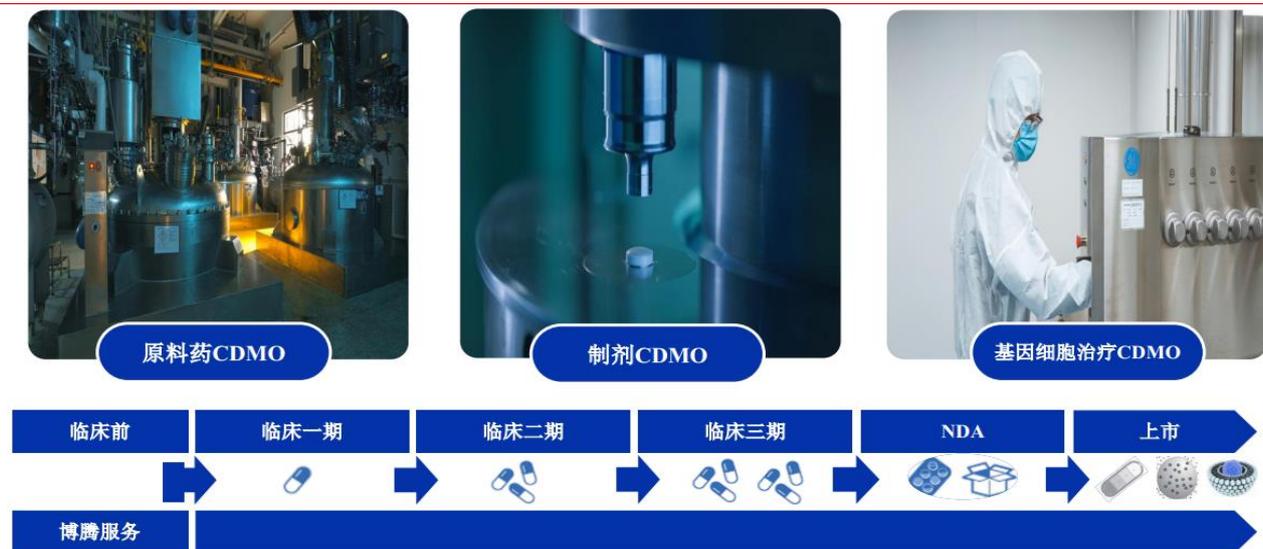
图表 10: 博腾股份核心管理层介绍

| 姓名 | 职务 | 背景介绍 |
|-----|------------|---|
| 居年丰 | 董事长、总经理 | 长江商学院EMBA。曾担任阿克苏诺贝尔中国有限公司重庆代表处项目经理、代表处经理。现任重庆博腾制药科技股份有限公司董事长兼总经理,博腾欧洲股份有限公司董事长,江西东邦药业有限公司、成都博腾药业有限公司执行董事,上海飞腾化工科技有限公司、重庆海腾化工进出口有限公司执行董事兼总经理,海凯技术有限责任公司、博腾美国有限公司、J-STARResearch,Inc.董事,博腾美研有限公司总裁兼经理,重庆聚心投资有限公司、润生药业有限公司董事等。居年丰,博腾生物制药董事长。 |
| 白银春 | 副总经理、首席运营官 | 硕士。曾担任江苏东台化肥厂生产调度,上海子能高科股份有限公司技术厂长,生产厂长,上海展显化工科技有限公司项目经理。现任江西博腾药业有限公司总经理,湖北宇阳药业有限公司执行董事,负责公司江西宜春工厂和湖北应城工厂运营管理工作。 |
| 陈晖 | 副总经理,财务负责人 | 硕士。曾就职于国网江苏省电力公司泰州供电公司,英特尔产品(上海)有限公司,上海药明康德新药开发有限公司,上海合全药业股份有限公司以及瑞石生物医药有限公司,历任电气工程师,财务分析师,财务分析副总监,财务总监,首席财务官等职务 |
| 皮薇 | 副总经理,董事会秘书 | 本科。曾任职于宝姿时装有限公司、网龙网络有限公司,2013年6月起在公司董事会办公室工作。现任公司董事会办公室主任兼证券事务代表。 |
| 王丰平 | 副总经理 | 学士。曾就职于陶氏化学,杜邦公司,拜耳公司等公司,先后担任工程师,生产主管,生产经理,厂长,亚太区制造总监及副总裁等职务。现任公司重庆长寿工厂总经理,负责公司重庆长寿工厂运营管理工作。 |
| 王忠能 | 副总经理 | 学士。曾就职于成都超人药业有限公司,有康医疗管理有限公司。现任公司制剂事业部总经理,负责制剂CDMO业务运营管理工作。 |
| 朱坡 | 副总经理 | 本科,高级工程师,执业药师。曾任西南制药二厂五车间及研究所工程师。现任公司副总经理。 |
| 陈琪 | 副总经理 | 硕士。曾任职于箕星药业科技(上海)有限公司,杨森制药有限公司,凯默斯医药科技(上海)有限公司,上海医药集团股份有限公司和生工生物工程(上海)股份有限公司,有着近20年制药领域的工作经验。现任公司副总经理,负责公司质量管理工作。 |
| 黄渊明 | 副总经理 | 硕士。曾就职于华为技术有限公司,顺丰控股有限公司,天音通信控股股份有限公司,盈佳信联科技集团有限公司,上海云砺信息科技有限公司等企业,拥有20年人力资源管理经验。现任公司副总经理,负责公司人力资源管理工作。 |
| 马雄斌 | 副总经理 | 硕士,高级工程师。曾就职于广州奥桑味精食品有限公司,广州龙沙制药有限公司,亨斯迈先进化工材料(广东)有限公司,阿克苏诺贝尔化学品(宁波)有限公司以及常州合全药业有限公司。现任公司副总经理,负责集团工程中心和EHS(环境,健康,安全)相关管理工作。 |

来源: Wind, 天眼查, 中泰证券研究所

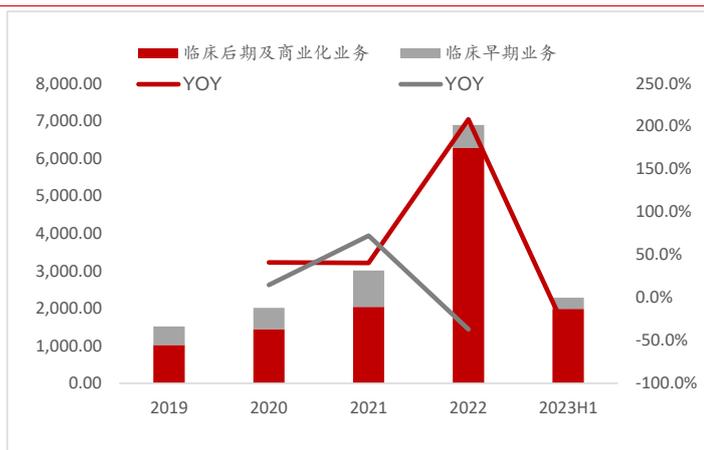
- 公司业务覆盖五大方向, 而主要收入来源于小分子原料药 CDMO、小分子制剂 CDMO 及细胞基因治疗 CDMO。公司为制药企业、生物科技公司、科研机构等提供全类别、端到端服务的医药研发生产外包机构 (CDMO), 能够为小分子药物、大分子药物及细胞基因治疗等不同类型的药物及疗法提供 CDMO 服务: 1) 小分子原料药 CDMO 业务, 主要为客户提供化学药开发及上市过程所需的起始物料、中间体及原料药的工艺路线设计、工艺开发、工艺优化、分析方法开发、中试级生产、CMC 注册支持、质量研究和分析研发、商业化生产等一系列定制研发及生产服务; 2) 小分子制剂 CDMO 业务, 主要为客户提供小分子药物开发所需制剂处方工艺开发及优化、分析方法开发及验证、复杂制剂开发、改良剂型开发等定制研发与生产以及共同开发服务; 3) 细胞基因治疗 CDMO 业务, 主要以子公司苏州博腾为运营主体, 搭建了质粒、细胞治疗、基因治疗、溶瘤病毒、核酸治疗及活菌疗法等 CDMO 平台, 提供从建库、工艺方法及分析方法开发、cGMP 生产到制剂灌装的端到端服务; 4) 合成大分子 CDMO 业务, 主要为多肽、寡核苷酸、偶联药物 (linker、Payload) 以及药物递送聚合物等多个合成大分子药物领域提供定制研发及生产服务; 5) 生物大分子 CDMO 业务, 主要为抗体、抗体偶联药物 (ADC) 等生物制品提供从临床前开发至商业化上市所需的端到端一体化 CMC 解决方案。2023H1 小分子原料药 CDMO 业务实现营业收入 22.92 亿元, 同比下降 41%, 主要系大订单交付减少所致; 小分子制剂 CDMO 业务实现营业收入 2314.59 万元, 同比增长 158%; 细胞基因治疗 CDMO 业务实现营业收入 2329.10 万元, 同比增长 107%。

图表 11: 博腾股份三大业务板块



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 公司收入结构 (百万元)



来源: WIND, 公司公告, 中泰证券研究所

全球化布局, 多场地布局, 为全球客户提供一体化解决方案

- 公司为客户提供全球化全方位端到端一体化服务。公司于 2017 年收购 J-STAR, 在过去六年中, J-STAR 实现了业务价值链从原料药向制剂的延伸, 团队规模实现翻倍增长。截至 2023 年 6 月 30 日, 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, 同时扩建的药物结晶和制剂研发实验室也将于 2023 年投用, 将进一步提升公司在北美地区的服务能力。同时, 公司正在建设的斯洛文尼亚研发生产基地, 将能够为客户提供本地化供应的第二选择, 提升公司的海外市场竞争力。

图表 13: 博腾股份全球研发中心概况

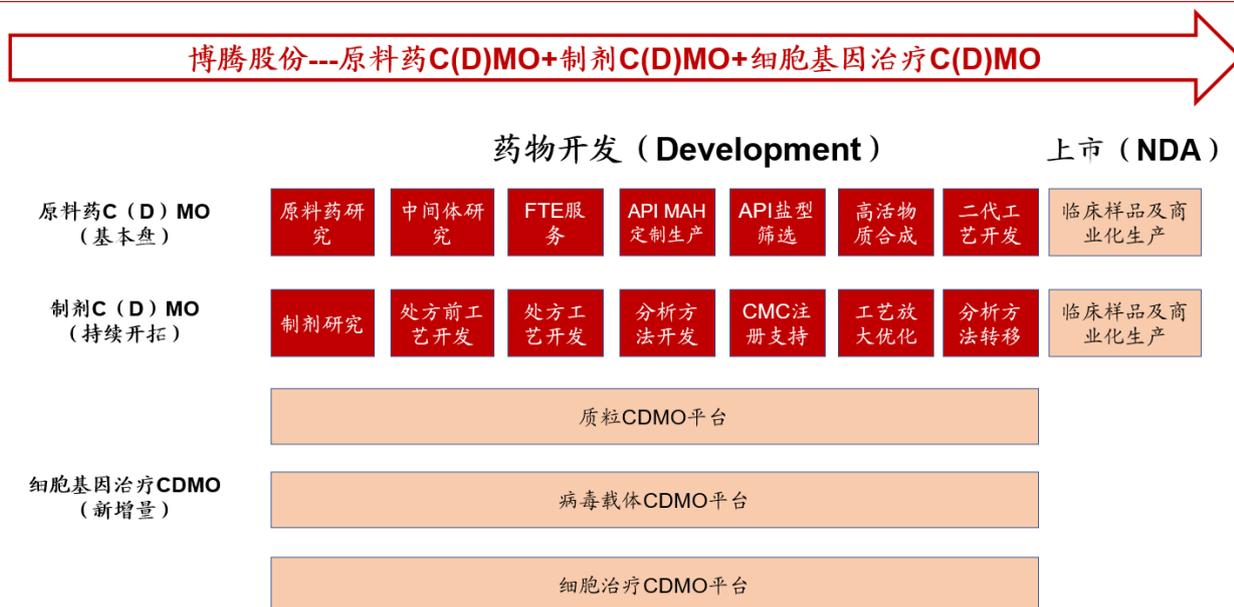


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

多轮业务驱动，长期发展可期

- 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”、“细胞基因治疗 CDMO”三大板块，能够为客户的小分子药物及细胞基因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。我们认为短期公司原料药 CDMO 业务仍将是主要的基本盘业务，并有望凭借不断积累的经验，持续实现稳健增长；中期来看，原料药与制剂 CDMO 的协同效应将不断显现，并有望带动制剂 CDMO 业务的快速增长；长期公司有望凭借细胞基因治疗 CDMO 平台，抓住赛道机遇，不断打开成长空间。

图表 14：博腾股份三大核心业务概况



来源：公司官网、公司公告，中泰证券研究所

原料药 CDMO：基本盘业务，技术、产能优势显著

- 公司深耕小分子 CDMO 业务 19 载，积累了大量工艺开发技术经验。据公司官网数据，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。

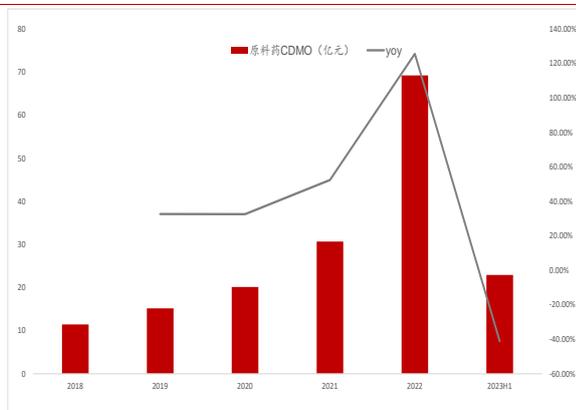
图表 15：公司原料药 CDMO 业务概况

| 化学原料药 CDMO 服务 | |
|--|---|
| CRO 服务 | CMO 服务 |
| <ul style="list-style-type: none"> □ API及中间体工艺路线设计、开发及优化 □ API及中间体non-GMP、GLP和GMP中试级生产 □ API的全面的质量研究（基于QbD的原则）和工艺验证 □ 分析方法开发、确认及验证 □ 药物晶型研究/结晶工艺开发 □ 系统的工艺安全性评估和生产操作安全的控制（密闭能力达到OEB5的标准） □ FTE 服务 | <ul style="list-style-type: none"> □ API及中间体GMP商业化生产 □ API的MAH定制生产 □ 产品生命周期管理 □ 二代工艺开发或持续优化 □ 生物催化技术研发及应用 □ 连续流反应的开发和放大生产 □ 高活性物质合成 □ CMC注册支持 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司原料药 CDMO 业务 2022 年收入约 69.24 亿元 (+126%)，2023H1 收入约 22.92 亿元 (-41%)。随着公司坚定执行新的战略，原料药 CDMO 业务 2018 年后实现快速增长：2022 年公司原料药 CDMO 业务营收 69.24 亿元 (+126%)，收入规模创历史新高。但源于公司 2022 年收到的重大订单同期交付较多，导致 2023H1 收入同比下降，2023H1 公司原料药 CDMO 收入约 22.92 亿元 (-41%)。但 2023H1 公司客户询盘数及项目数依然实现较快的增长，2023H1 公司原料药 CDMO 业务收到客户询盘总数突破 1200 个 (+31%)，客户需求稳定增长。2023H1 公司已签订单项目数（不含 J-STAR）469 个 (+18%)。2023H1 公司实现交付项目数 323 个 (+30%)，我们预计随着公司前端项目向后端延伸及持续向 API 转型升级，公司原料药 CDMO 业务有望恢复稳健增长态势。

图表 16：公司原料药 CDMO 业务增长概况（亿元）



来源：公司公告，WIND，中泰证券研究所

图表 17：公司原料药 CDMO 项目更新情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 大订单是全球客户对公司服务能力的较好认证:**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, 显著增厚 2022 年业绩。我们认为相关大单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集中释放, 是对整个药物制造产业链的一次良好的压力测试。公司顺利承接相关订单, 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 CDMO 能力的充分认可。

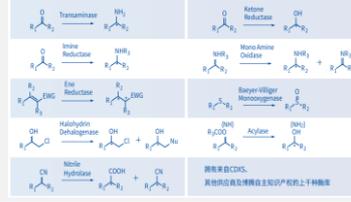
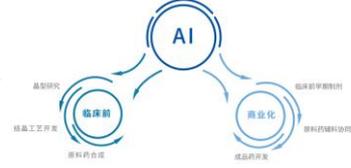
图表 18: 公司大订单概况

| CDMO 公司 | 披露日期 | 订单概况 | 订单金额 | 合计 |
|---------|------------------|---|---------|---------|
| 博腾股份 | 2021 年 11 月 30 日 | 公司同客户签订了 2.17 亿美元供货合同, 合同供货时间为 2021 年至 2022 年 | 13.7 亿元 | 56.6 亿元 |
| | 2022 年 2 月 11 日 | 公司同辉瑞签订了 6.81 亿美元供货合同, 合同供货时间为 2022 年 | 42.9 亿元 | |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 坚持技术驱动战略, 构建核心竞争壁垒。**小分子 CDMO 企业的核心价值便是助力客户在生产阶段的降本增效, 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。公司不断持续以结晶、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有望缩短客户新药研发周期, 助力客户产品尽快上市, 同时降低商业化阶段的生产成本, 丰厚公司盈利。

图表 19: 公司原料药 CDMO 部分技术平台概况

| 序号 | 技术名称 | 技术概况 | 技术优势 |
|----|------|--|---|
| 1 | 生物催化 | 借助和Codexis的合作, 博腾着力打造完整的技术平台和完善的技术能力, 为客户提供包括生物催化技术开发, 酶制备和酶催化生产的“一站式”CDMO解决方案。 涵盖: 1) 酶筛选; 2) 新酶开发; 3) 蛋白质改造和进化; 4) 工艺开发 |  <p>对环境更友好、更好地选择性、更温和的反应条件、更高效的反应路线</p> |
| 2 | 药物结晶 | 药物结晶中心由世界一流的科学家领导, 是在晶型研究, 结晶工艺开发, 临床前制剂开发, 颗粒工程和原料药辅料协同精制领域公认的行业领导者。凭借在全球顶级制药公司超过160年的累积经验, 我们的结晶领域专家和具有丰富专业知识的科研人员为CDMO中出现的和晶型和结晶工艺相关的挑战提供有效解决方案, 并致力于对基本原理和机理的理解, 我们利用我们的知识和经验来提供适合药物各个开发阶段的量身定制的解决方案。 |  <p>提供药品全生命周期解决方案, 支持CDMO申报及cGMP批量API交付/制造</p> |
| 3 | 金属催化 | 博腾上海研发中心拥有基于 24 - / 96 - 孔板的微量金属催化条件筛选平台, 提供Pd, Cu催化的 Suzuki、Buchwald、Ullman等典型C-C, C-N等偶联反应的条件筛选和优化工作。该平台具备样品消耗少、通量高、速度快的特征, 可对接现有的实验室业务和放大业务, 为客户提供附加值更高的服务。博腾上海研发中心还可根据客户需求, 对接博腾的美国分公司J-Star, 为客户进一步提供更高端的金属催化DoE服务。该平台现已投入使用, 并成功为国内外客户提供多次金属催化DoE服务。 |  <p>反应类型丰富: Suzuki、环氧化、插藏反应等</p> |

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 小分子 CDMO 按需扩产, 构建核心竞争壁垒。**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: 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。据公司官网数据, 截止 2024 年 2 月 18 日, 公司原料药 CDMO 产能整体约 2192m³, 预计 2024 年 5 月欧洲斯洛文尼亚生产基地有望开业, 届时海外需求有望迎来新一轮增长。

图表 20: 公司全球原料药 CDMO 产能概况

| 基地名称 | 图片 | 占地面积 (平方米) | 业务 | 概况 |
|-------------|----|--------------------|------------------|---|
| 重庆长寿原料药生产基地 | | 295亩 | GMP原料药生产基地 | 能力: FDA、PMDA、NMPA、EMA和WHO官方审计国际标准生产基地 产能: 11个车间, 产能约1000m ³ |
| 江西博腾原料药生产基地 | | 11.4万平方米 (172.08亩) | 中间体生产基地 | 概况: 成立于2007年, 科技创新示范企业, 2015年全资收购 产能: 6个车间, 产能约520m ³ |
| 湖北宇阳原料药生产基地 | | / | 注册起始物料(RSM)生产基地 | 概况: 2021年8月收购 产能: 产能约600m ³ |
| 上海原料药生产基地 | | / | 临床早期原料药研发及中试生产基地 | 概况: 2022年4月全资收购 产能: 产能约72m ³ , 配备近百个50L到5000L反应釜 |
| 斯洛文尼亚生产基地 | | 约7000平方米 | 原料药工艺开发及生产基地 | 概况: 预计2024年5月开业 |

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

制剂 CDMO: 产业链下游延伸, 战略布局制剂 CDMO 业务

- 产业链延伸战略布局小分子制剂 CDMO 业务**, 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。

图表 21: 公司制剂 CDMO 概况

| 化学制剂 CDMO 服务 | | |
|---|---|---|
| CRO 服务 | CMO 服务 | 合作开发 |
| <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> 处方前研究/药学研究 <input type="checkbox"/> 处方工艺开发及优化 (QbD) <input type="checkbox"/> 分析方法开发及验证 <input type="checkbox"/> GMP 临床样品供应方案 <input type="checkbox"/> 样品稳定性检测 <input type="checkbox"/> 复杂制剂开发 | <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> 工艺放大及验证 <input type="checkbox"/> GMP 制剂商业化定制生产 <input type="checkbox"/> 产品生命周期管理 <input type="checkbox"/> 改良剂型开发 <input type="checkbox"/> CMC 注册申报支持 | <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> 处方研究与工艺开发 <input type="checkbox"/> 工艺放大与转移 <input type="checkbox"/> 商业化生产与持续优化 |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 1) 公司制剂 CDMO 服务全面:** 公司目前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全方位的能力。

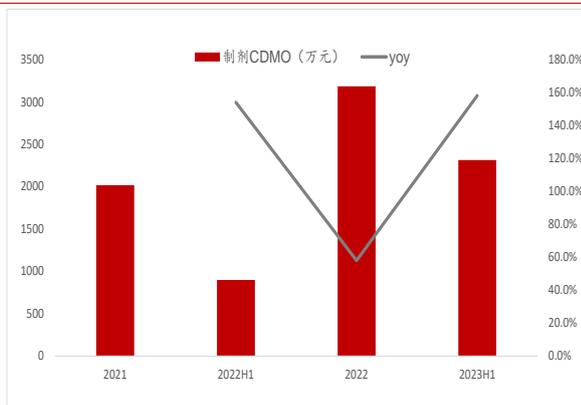
图表 22: 公司制剂 CDMO 可提供端到端一体化服务



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

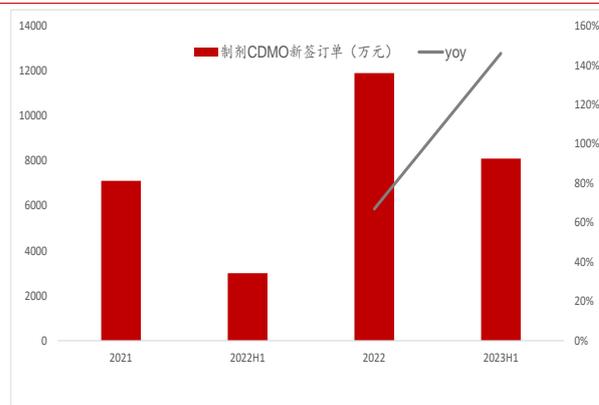
- **2) 原料药-制剂相互协同, 制剂 CDMO 业务订单实现高速增长: 2023H1 公司制剂 CDMO 收入 2315 万元 (+158%), 逐步贡献新增量。同时, 2023H1 公司引入公司制剂团队为 65 个客户的 98 个制剂项目提供服务, 引入新客户超过 20 家, 新签制剂订单金额约 0.81 亿元, 同比增长约 146%。我们预计随着公司“原料药 (DS) + 制剂 (DP)”协同服务, 小分子中间体-原料药-制剂全产业链共振发力, 公司制剂 CDMO 业务有望持续保持快速增长态势。**

图表 23: 公司制剂 CDMO 业务增长情况 (万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 24: 公司制剂 CDMO 订单增长情况 (万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

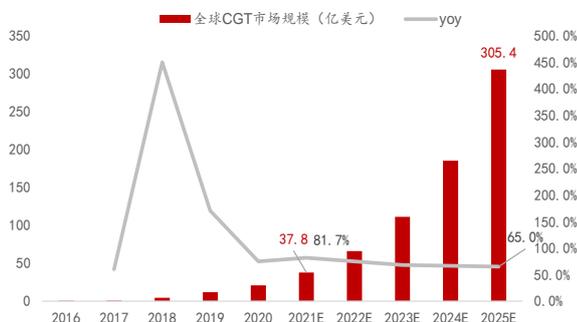
CGT CDMO: 景气强劲已成为共识, 先发布局有望逐步贡献新增量

- 1、细胞基因治疗行业有望迎来爆发期。**多个细胞治疗产品上市有望推动国内外市场加速扩容, 随着 2017 年首个 CAR-T 药物 Yescarta 上市, 全球细胞治疗迎来了高速成长期, 据沙利文数据, 预计 2023 年全球细胞基因治疗药物市场规模约 111.1 亿美元 (+68.1%)。源于细胞基因治疗涉及种群基因组的敏感性, 我们认为海外及国内市场属地化特性显著。随着 2021 年国内首个 CAR-T 治疗产品复星凯特的益基利仑赛获批上市, 不仅有望驱动国内市场快速扩容, 而且有望为其余细胞治疗临床项目的申报及审批提供有意义的指导, 后续临床管线有望加速推进。此外, 2024 年 2 月 16 日, 美国 FDA 加速批准 lovance Biotherapeutics 的 Amtagvi (lifileucel) 用于治疗晚期黑色素瘤, lifileucel 是首款获批的 TIL 疗法, 也是首款获批治疗实体瘤的 T 细胞疗法, 是细胞疗法的又一里程碑。我们预计随着细胞基因治疗新的技术路径不断突破, 细胞基因治疗行业有望迎来爆发期。据沙利文数据, 2024 年国内细胞基因治疗药物市场规模 85.2 亿元 (+160.0%)。

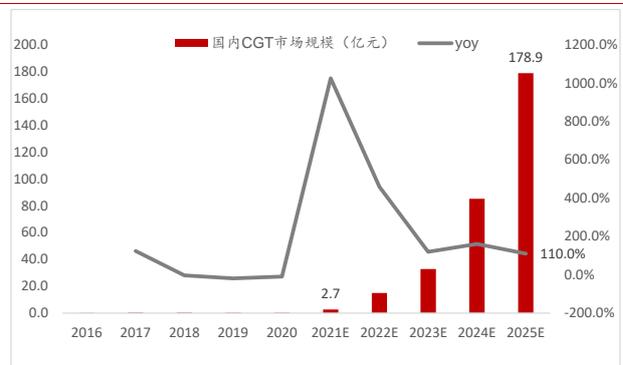
图表 25: 部分全球已上市细胞治疗产品概况

| 商品名 | 公司 | 上市地区/时间 | 靶点 | 适应症 |
|-----------------------|-------------------------|--------------------------------|------|-------------------------|
| Yescarta | 凯特生物/吉利德 | 美国 2017 欧盟 2018 | CD19 | 前体B淋巴细胞白血病; 大B细胞淋巴瘤 |
| Kymriah | 诺华 | 美国 2017 欧盟 2018 加拿大 2018 | CD19 | 大B细胞淋巴瘤 |
| Tecartus | 凯特生物/吉利德 | 日本 2019 | CD19 | 套细胞淋巴瘤 |
| Breyanzi | 巨诺生物/百时美施贵宝 | 美国 2021 | CD19 | 大B细胞淋巴瘤 |
| Abecma | 蓝鸟生物/百时美施贵宝 | 美国 2021 | BCMA | 多发性骨髓瘤 |
| 阿基仑赛/Yescarta | 复星凯特 | 中国 2021 | CD19 | 大B细胞淋巴瘤; 原发性纵隔B细胞淋巴瘤 |
| AMTAGVI™ (lifileucel) | lovance Biotherapeutics | 美国 2024 | TIL | 晚期黑色素瘤 |

来源: FDA, CDE, Frost & Sullivan, lovance, 中泰证券研究所

图表 26: 全球细胞与基因治疗药物市场规模概况 (亿美元)


来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

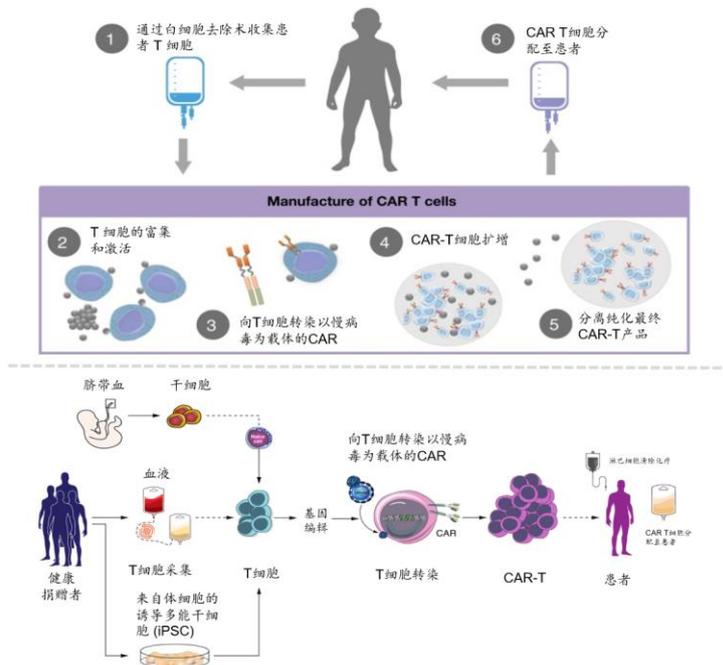
图表 27: 国内细胞与基因治疗药物市场规模概况 (亿元)


来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

- 细胞基因治疗开发生产壁垒较高, 外包市场有望持续获益。**与小分子药物相比, 细胞基因疗法的研发过程和周期更加复杂化、多样化、个体化。
 - 1) 质粒规模化生产难点较多:**质粒规模化生产存在中碱裂解如何保证质

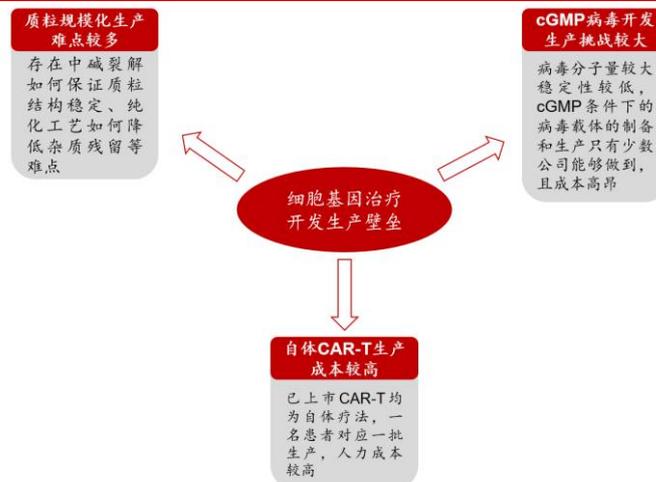
粒结构稳定、纯化工艺如何降低杂质残留等难点；2) cGMP 病毒开发生产挑战较大：病毒分子量较大，稳定性较低，cGMP 条件下的病毒载体的制备和生产只有少数公司能够做到，且成本高昂；3) 自体 CAR-T 生产成本较高：已上市 CAR-T 均为自体疗法，一名患者对应一批生产，人力成本较高。因此，相关药物的研发和生产十分依赖医药服务外包公司。因此，我们预计随着细胞基因治疗研发管线项目持续推进，国内细胞基因治疗 CDMO（合同测试开发生产组织，Contract Development and Manufacturing Organization）市场有望不断受益。

图表 28：细胞基因治疗生产流程（上图为自体治疗，下图为异体治疗）



来源：《Hucks and Rheingold Blood Cancer Journal》、《Frontiers in Immunology》，中泰证券研究所

图表 29：细胞基因治疗研发生产壁垒较高



来源：各公司官网，公司公告，中泰证券研究所

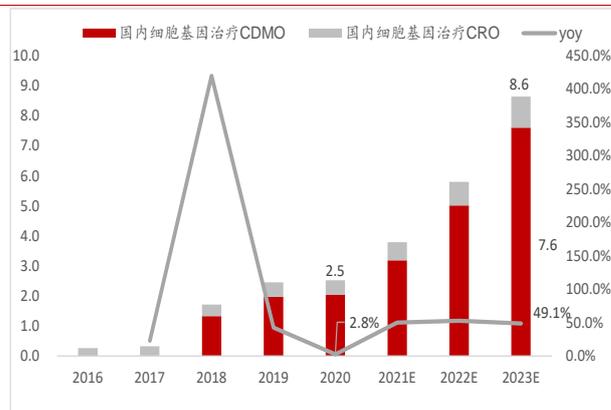
细胞基因治疗的 CDMO 有望呈井喷式增长。2023 年全球细胞基因疗法 CDMO 市场规模有望达 55.3 亿美元 (+37.9%)，2020-2023 年 CAGR 达 31.7%。源于起步晚、资本涌积极性强、研发管线高速增长，国内细胞基因疗法 CDMO 市场呈高速增长，预计 2023 年将达到 8.6 亿美元，2020-2023 年 CAGR 达 50.7%。

图表 30: 全球细胞与基因治疗外包市场规模概况 (单位: 亿美元, %)



来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

图表 31: 国内细胞与基因治疗外包市场规模概况 (单位: 亿美元, %)



来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

- 2、博腾生物成立于2018年12月，立足于苏州工业园区，已经搭建了质粒、细胞治疗、基因治疗、溶瘤病毒、核酸治疗及活菌疗法等 CDMO 平台，提供从建库，工艺方法及分析方法开发，cGMP 生产到制剂灌装的端到端服务，贯穿早期研究、研究者发起的临床、新药临床试验申请（IND）、注册临床试验到商业化生产等不同药物阶段，帮助客户加快药物研发与上市进程。

图表 32：公司细胞基因治疗 CDMO 业务概况



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 1) **CGT CDMO 技术差异化显著**：在创新技术方面，公司在质粒 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。

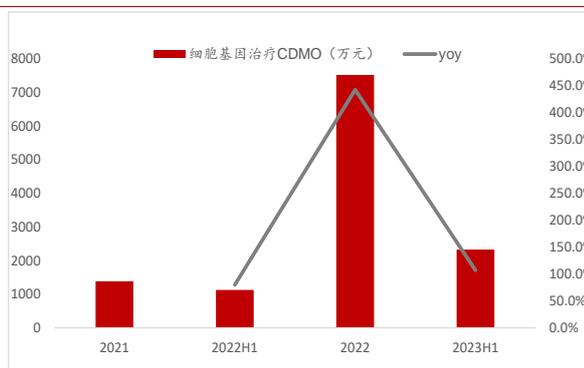
图表 33: 公司 CGT CDMO 技术概况

| 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 |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 2) 客群基础优厚, 同多家优质客户建立战略合作关系:** 2024 年 1 月 29 日, 博腾生物宣布与苏州依科赛生物达成战略合作, 双方就无血清培养基产品的开发和供应建立紧密合作, 共同加速基因与细胞治疗药物的研发及商业化。此外, 公司还与凯地生物、惟佑基因、恺佻生物、博生吉生物、恒馥生物、港药溶瘤都建立了战略合作。
- 3) 收入高速增长, 有望逐步成为新的增长点:** 2023H1 细胞基因治疗 CDMO 收入 2329.10 万元, 同比增速高达 107%, 低基数下实现高速增长。但源于 2023 年受下游客户融资的影响, 细胞基因治疗 CDMO 业务引入新客户 23 家, 新项目 32 个, 新签订单 0.22 亿元, 较同期略有波动。源于公司 CGT CDMO 业务技术具备一定的差异化优势, 客群基础优质, 我们预计后续国内投融资迎来恢复后, 公司细胞基因治疗 CDMO 业务有望逐步回归高速增长轨道。

图表 34: 公司 CGT CDMO 业务增长情况 (万元)



来源: 公司公告, WIND, 中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 结合公司业务布局规划及产能落地情况，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 37.23 亿元、40.10 亿元、50.11 亿元，增速分别为-47.07%、7.71%、24.95%；归母净利润分别为 2.86 亿元、3.02 亿元、4.16 亿元，增速分别为-85.73%、5.48%、37.90%。

- **核心假设：**

假设一：公司近年各项费用基本稳定，假设未来三年持续；

假设二：23 年大订单减少带来整体收入波动，但据 2023 年中报数据，2023 年上半年剔除新冠增长约 29%，我们预计 2024 年公司整体业务有望逐步恢复；

假设三：源于 2024 年海外斯洛文尼亚产能逐步落地，海外人力、固定资产投资成本相比国内有所提高，因此我们预计毛利率短中期有一定的下降趋势；

假设四：源于公司制剂 CDMO 与细胞基因治疗 CDMO 处快速成长期，我们预计随着两块业务收入规模逐步提升，有望逐步迎来扭亏。

图表 35: 各业务收入预测(百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业总收入 | 1,184.86 | 1,551.30 | 2,071.88 | 3,105.15 | 7,034.81 | 3,723.36 | 4,010.39 | 5,010.95 |
| YOY | 0.07% | 30.93% | 33.56% | 49.87% | 126.55% | -47.07% | 7.71% | 24.95% |
| 毛利 | 396.49 | 587.02 | 863.53 | 1324.31 | 3656.54 | 1589.41 | 1591.20 | 1856.53 |
| 毛利率 | 33.46% | 37.84% | 41.68% | 42.65% | 51.98% | 42.69% | 39.68% | 37.05% |
| CRO服务 | 296.21 | 491.29 | 564.47 | 972.88 | 613.30 | 682.62 | 887.40 | 1,109.25 |
| yoy | 55.39% | 65.86% | 14.90% | 72.35% | -36.96% | 11.30% | 30.00% | 25.00% |
| 毛利 | 94.81 | 178.90 | 250.22 | 467.63 | 271.25 | 315.56 | 423.54 | 507.24 |
| 毛利率 | 32.01% | 36.41% | 44.33% | 48.07% | 44.23% | 46.23% | 47.73% | 45.73% |
| CDMO服务 | 848.25 | 1,026.78 | 1,448.95 | 2,038.57 | 6,282.22 | 2,877.78 | 2,919.28 | 3,649.10 |
| yoy | -8.57% | 21.05% | 41.12% | 40.69% | 208.17% | -54.19% | 1.44% | 25.00% |
| 毛利 | 294.68 | 418.84 | 590.51 | 856.68 | 3,329.58 | 1,208.67 | 1,086.17 | 1,248.25 |
| 毛利率 | 34.74% | 40.79% | 40.75% | 42.02% | 53.00% | 42.00% | 37.21% | 34.21% |
| 其他 | 40.40 | 33.23 | 58.46 | 93.70 | 139.29 | 162.97 | 203.71 | 252.60 |
| yoy | -38.49% | -17.74% | 75.91% | | 15.00% | 17.00% | 25.00% | 24.00% |
| 毛利 | 7.00 | -10.71 | 22.80 | | 55.72 | 65.19 | 81.48 | 101.04 |
| 毛利率 | 17.33% | | 39.00% | | 40.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |

来源: 公司公告, WIND, 中泰证券研究所

投资建议

- **按上述条件和假设:** 参考前文假设预计公司 2023-2025 年收入复合增长 16.0%, 利润复合增速约为 20.6%, 预计 2025 年归母净利润约 4.16 亿元。采用相对估值法进行估值, 选取小分子及细胞基因治疗 CDMO 服务公司药明康德、凯莱英、诺泰生物、金斯瑞生物科技作为可比公司, 2025 年平均估值为 115.0 倍。

图表 36: 可比公司估值(百万元)

| 股票代码 | 公司名称 | 市值 (亿元) | 净利润 (2023E) | 净利润 (2024E) | 净利润 (2025E) | 营收 (2022) | 净利润 (2022) | 净利率 (2022) | PE (2023) | PE (2024) | PE (2025) |
|------------|---------|------------|----------------|----------------|----------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 603259.SH | 药明康德 | 1,577.7 | 10004.45 | 11795.46 | 14542.65 | 39354.78 | 8813.71 | 22.40% | 15.8 | 13.4 | 10.8 |
| 002821.SZ | 凯莱英 | 368.4 | 2458.65 | 2131.23 | 2694.88 | 10255.33 | 3301.64 | 32.19% | 15.0 | 17.3 | 13.7 |
| 688076.SH | 诺泰生物 | 113.3 | 145.85 | 198.24 | 266.63 | 651.29 | 129.11 | 19.82% | 77.7 | 57.2 | 42.5 |
| 1548.HK | 金斯瑞生物科技 | 329.5 | -227.41 | -145.86 | 83.89 | 625.70 | -226.85 | -36.26% | -144.9 | -225.9 | 392.8 |
| 平均值 | | | | | | | | | -9.1 | 29.3 | 115.0 |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 109.3 | 286.21 | 301.89 | 416.30 | 7034.80 | 2005.44 | 28.51% | 38.2 | 36.2 | 26.3 |

来源: WIND, 除博腾股份外均采用 wind 一致预期数据, 截止 2024 年 3 月 12 日, 中泰证券研究所

- 考虑到公司为全球为数不多的端到端一体化 CDMO 服务平台, 技术、规模优势显著, 待供给端出清后有望恢复快速增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 37: 博腾股份财务报表预测 (单位: 百万元)

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | | | | | 单位: 百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 5463 | 4201 | 4490 | 5189 | 营业收入 | 7035 | 3723 | 4010 | 5011 |
| 现金 | 2850 | 2306 | 2487 | 2630 | 营业成本 | 3380 | 2134 | 2441 | 3182 |
| 应收账款 | 1457 | 929 | 1018 | 1287 | 营业税金及附加 | 63 | 24 | 28 | 36 |
| 其他应收款 | 61 | 139 | 77 | 99 | 营业费用 | 203 | 115 | 128 | 158 |
| 预付账款 | 62 | 39 | 45 | 58 | 管理费用 | 604 | 355 | 342 | 412 |
| 存货 | 902 | 703 | 760 | 1010 | 财务费用 | -39 | -40 | -38 | -68 |
| 其他流动资产 | 130 | 85 | 102 | 105 | 资产减值损失 | -18 | 300 | 200 | 200 |
| 非流动资产 | 4682 | 4104 | 3826 | 3554 | 公允价值变动收益 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 373 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | -30 | -24 | -26 | -26 |
| 固定资产 | 2120 | 2413 | 2412 | 2265 | 营业利润 | 2265 | 312 | 332 | 457 |
| 无形资产 | 267 | 267 | 267 | 267 | 营业外收入 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1922 | 1424 | 1147 | 1021 | 营业外支出 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 10144 | 8305 | 8316 | 8742 | 利润总额 | 2246 | 312 | 332 | 457 |
| 流动负债 | 3016 | 1514 | 1179 | 1208 | 所得税 | 309 | 41 | 45 | 61 |
| 短期借款 | 303 | 617 | 150 | 0 | 净利润 | 1936 | 271 | 287 | 395 |
| 应付账款 | 638 | 521 | 613 | 805 | 少数股东损益 | -69 | -16 | -14 | -21 |
| 其他流动负债 | 2074 | 376 | 416 | 403 | 归属母公司净利润 | 2005 | 286 | 302 | 416 |
| 非流动负债 | 656 | 532 | 592 | 589 | EBITDA | 2468 | 494 | 552 | 665 |
| 长期借款 | 313 | 313 | 313 | 313 | EPS (元) | 3.67 | 0.52 | 0.55 | 0.76 |
| 其他非流动负债 | 343 | 219 | 279 | 276 | | | | | |
| 负债合计 | 3672 | 2046 | 1771 | 1797 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 469 | 454 | 439 | 418 | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 股本 | 546 | 546 | 546 | 546 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 1958 | 1958 | 1958 | 1958 | 营业收入 | 126.6% | -47.1% | 7.7% | 24.9% |
| 留存收益 | 3628 | 3310 | 3612 | 4029 | 营业利润 | 300.5% | -86.2% | 6.5% | 37.6% |
| 归属母公司股东权益 | 6003 | 5805 | 6105 | 6527 | 归属于母公司净利润 | 282.8% | -85.7% | 5.5% | 37.9% |
| 负债和股东权益 | 10144 | 8305 | 8316 | 8742 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 52.0% | 42.7% | 39.1% | 36.5% |
| | | | | | 净利率 (%) | 28.5% | 7.7% | 7.5% | 8.3% |
| | | | | | ROE (%) | 33.4% | 4.9% | 4.9% | 6.4% |
| | | | | | ROIC (%) | 47.2% | 4.9% | 5.6% | 7.2% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 36.2% | 24.6% | 21.3% | 20.6% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 19.51% | 45.46% | 26.16% | 17.41% |
| | | | | | 流动比率 | 1.81 | 2.77 | 3.81 | 4.29 |
| | | | | | 速动比率 | 1.50 | 2.31 | 3.16 | 3.46 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.84 | 0.40 | 0.48 | 0.59 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 5 | 3 | 4 | 4 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 5.47 | 3.68 | 4.30 | 4.49 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 (最新摊薄) | 3.67 | 0.52 | 0.55 | 0.76 |
| | | | | | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 4.70 | -1.25 | 1.18 | 0.45 |
| | | | | | 每股净资产 (最新摊薄) | 10.99 | 10.63 | 11.18 | 11.95 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 5.45 | 38.18 | 36.19 | 26.25 |
| | | | | | P/B | 1.82 | 1.88 | 1.79 | 1.67 |
| | | | | | EV/EBITDA | 4 | 18 | 16 | 13 |

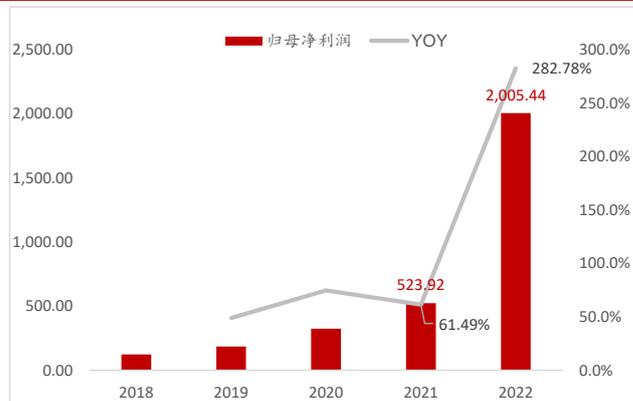
来源: 中泰证券研究所

附录

- 公司 2022 年收入利润维持快速增长。**源于大订单持续交付，公司产能利用率、营业效率持续提升，2022 年公司收入 70.35 亿元，同比增长 126.55%，2018-2022 复合增长率 56.10%；归母净利润 20.05 亿元，同比增长 282.78%，2018-2022 复合增长率 121.10%，均呈高速增长态势。

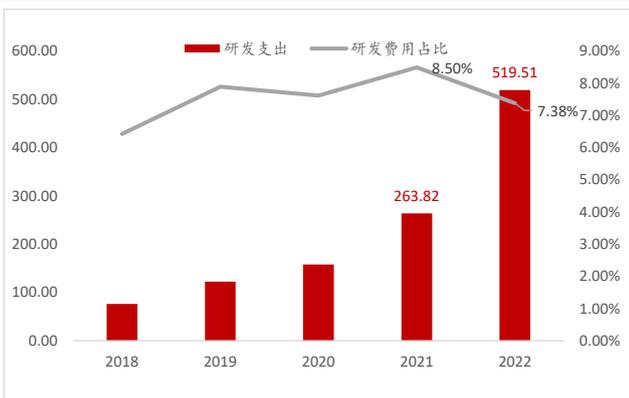
图表 38: 公司营收 (百万元) 及增速


来源: 公司公告, WIND, 中泰证券研究所

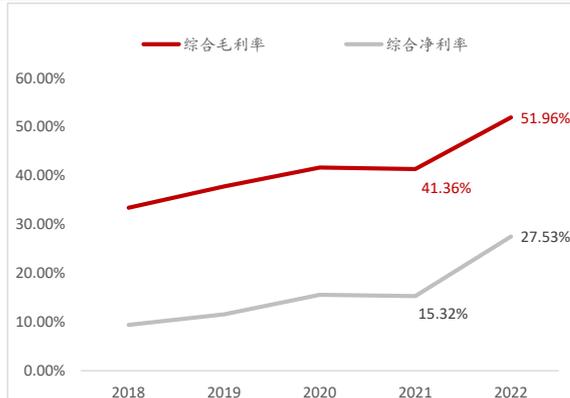
图表 39: 公司净利润 (百万元) 及增速


来源: 公司公告, WIND, 中泰证券研究所

- 研发投入持续加大, 毛利率维持较高水平, 期间费用率基本稳定。**公司持续加大研发投入, 2022 年研发支出 5.20 亿元, 同比增长 96.9%。此外, 源于公司 2022 年产能利用率快速提升, 规模效应逐步显现, 整体毛利率稳步提升。2022 年毛利率约为 51.96%, 同比提升 10.60pp。同时, 近年公司各项费用率基本稳定, 2022 年管理费用率 15.98%, 销售费用率 2.89%, 研发费用率约 7.38%。整体期间费用率约 18.32%。2022 年公司整体净利率约为 27.53%, 同比提升 12.21pp。

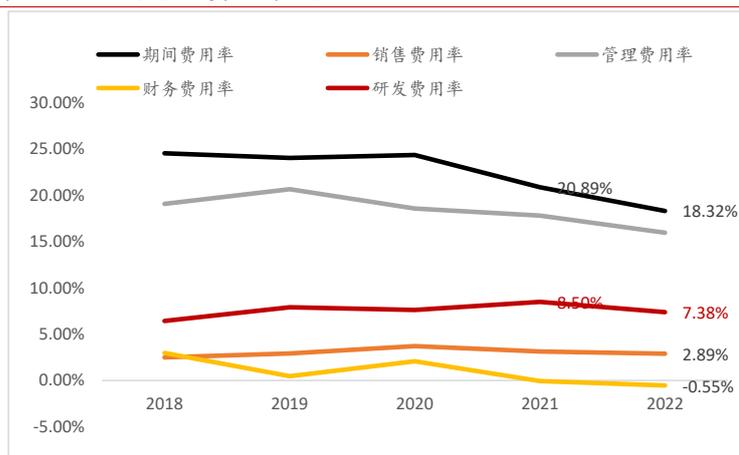
图表 40: 公司研发费用 (百万元)


来源: 公司公告, WIND, 中泰证券研究所

图表 41: 公司毛利率、净利率概况


来源: 公司公告, WIND, 中泰证券研究所

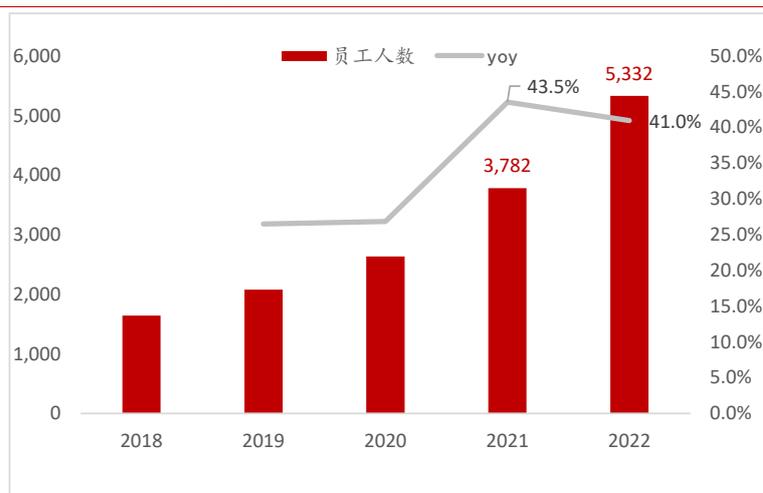
图表 42: 公司期间费用率概况



来源: 公司公告, WIND, 中泰证券研究所

- **员工数量快速增长, 人效基本稳定。**近年来公司员工数量不断增长, 2018-2022 年复合增长 34.24%。截止 2022 年底, 公司员工为 5332 人, 同比增长 41.0%。

图表 43: 公司员工概况



来源: 公司公告, WIND, 中泰证券研究所

风险提示

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

产能提升不及预期风险

- 公司近年大幅扩充产能，存在一定的产能投放不及预期的风险。

创新药研发项目转让不确定性风险

- 公司在研创新药项目全为自主研发项目，新药研发具有高投入、高风险、长周期等特点，公司新药研发进展存在不确定性风险。另外，公司在研新药项目多数都有竞争品种在研或已上市，同类竞争加剧或者项目进度不达预期可能会给公司新药研发项目转让带来不确定性风险。

毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着销售规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营。

环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|---|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。 | | |

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。