

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

博腾股份(300363)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## 小分子原料药优势明显，新兴业务有望逐步扭亏

2025年08月24日

**事件:** 2025年8月22日, 公司发布《2025年半年度报告》。2025H1 公司实现营业收入 16.21 亿元, 同比增长 19.88%; 实现归母净利润 2,706 万元, 同比增长 115.91%; 实现扣非净利润 642 亿元, 同比增长 103.69%; 实现经营活动现金流 2.50 亿元, 同比增长 40.83%。单季度来看, 2025Q2 公司实现营业收入 8.20 亿, 同比增长 21.56%; 实现归母净利润 0.31 亿元, 同比增长 141.70%; 实现扣非净利润 0.17 亿元, 同比增长 120.48%。

**点评:**

➢ **收入端恢复高速增长，利润端实现扭亏为盈。**

**分业务类型来看:** 2025H1 小分子原料药业务实现营业收入 15.00 亿元, 同比增长约 20%; 其中临床早期业务收入 4.17 亿元, 同比增长约 35%, 临床后期及商业化业务收入 10.82 亿元, 同比增长约 15%; 2025H1 新兴业务实现营业收入 1.15 亿元, 同比增长约 22%, 其中小分子制剂业务收入 0.61 亿元, 同比下滑约 7% (主要是国内集采政策带来的市场需求波动); 基因细胞治疗业务收入 0.33 亿元, 同比增长约 71%; 新分子业务收入 0.22 亿元, 同比增长约 128%。

**分区域市场来看:** 2025H1 中国市场实现营业收入 4.68 亿元, 同比增长约 12%, 占比约 29%。2025H1 海外市场实现营业收入 11.53 亿元, 同比增长约 23%, 占比约 71%; 其中北美市场收入 5.62 亿元, 同比增长约 33%; 欧洲市场收入 5.09 亿元, 同比增长约 35%; 其他市场收入 0.82 亿元, 同比下滑约 40% (主要是项目交付周期影响)。

**从盈利能力来看:** 2025H1 公司整体毛利率约 28%, 同比提升约 9 个百分点, 其中第二季度毛利率约 29%, 环比第一季度提升近 3 个百分点, 按市场区域来看, 海外市场毛利率约 40%, 国内市场毛利率约为 -3% (主要是由于新业务亏损影响)。剔除新业务影响后, 国内市场毛利率约为 14%, 公司整体毛利率约 37%。

**总结:** 2025H1 公司小分子原料药和新兴业务均实现增长, 欧美市场增速超过 30%, 国内市场也明显回暖, 随着营业收入的快速增长, 各项固定成本被快速摊薄, 2025H1 公司已经实现扭亏为盈, 我们预计 2025 年下半年盈利能力有望进一步改善。

➢ **小分子原料药优势明显，盈利能力突出。**

2025H1 公司为全球 320 余家客户提供小分子原料药服务, 引进新客户 40 家 (美国区 24 家、中国区 9 家、欧洲区 4 家、日韩等其他亚太区 3 家)。从项目管线来看, 2025H1 公司小分子原料药业务收到客户询盘总数 997 个, 已签订项目数 (不含 J-STAR) 532 个, 其中新项目 82 个。公司实现交付项目数 409 个, 其中 170 个项目处于临床前及临床一期, 55 个项目处于临床二期, 42 个项目处于临床三期, 16 个项目处

于新药上市申请阶段，126个项目处于已上市阶段。和2024年同期相比，虽然项目总数变化不大，但是临床后期和商业化项目大幅增加，充分展现出公司项目管线的漏斗效应。2025H1公司小分子原料药业务毛利率为36.78%，同比提升约9个百分点。

总结：小分子原料药是公司传统优势业务，目前项目储备丰富，盈利能力突出，有望成为公司持续稳定增长的压舱石。

➤ **新兴业务阶段性拖累公司利润，有望逐步实现扭亏。**

公司新兴业务包括小分子制剂业务、基因细胞治疗业务、新分子业务。2025H1公司新兴业务亏损对归母净利润的影响约为-1.11亿元，同比减亏约1,260万元。

1) 小分子制剂业务：2025H1小分子制剂业务阶段性承压，主要受到国内集采政策的影响，服务订单客户数106家，服务订单项目数145个，引入新客户13家，新签订单6,398万元。2025H1小分子制剂业务亏损4,396万元，同比减亏1,459万元。

2) 基因细胞治疗业务：2025H1基因细胞治疗业务落实降本增效举措，阶段性达成减亏目标，服务订单客户51家，服务订单项目89个，引入新客户19家，新项目34个，新签订单5,255万元。2025H1基因细胞治疗业务（报表）亏损2,432万元，同比减亏1,036万元。

3) 新分子业务：2025H1新分子业务新签订单4,186万元，为38家客户的67个项目提供服务，涵盖临床早期、IND、临床三期和NDA等不同阶段，实现40个项目的阶段性交付。2025H1新分子业务亏损4,223万元，同比增加亏损1,235万元。

总结：由于新业务处于培育期，固定成本折旧摊销相对较多，阶段性亏损拖累公司利润，随着业务体量的增加，有望逐步实现扭亏。

➤ **盈利预测：**我们预计公司2025-2027年营业收入分别为36.29亿元、42.85亿元、49.91亿元，归母净利润分别为0.69亿元、2.08亿元、3.63亿元，EPS（摊薄）分别为0.13元、0.38元、0.67元，对应PE估值分别为186.17倍、61.54倍、35.19倍。

➤ **风险因素：**地缘政治和关税不确定的风险；生物医药行业投融资不及预期的风险；新兴业务扭亏不及预期的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,667	3,012	3,629	4,285	4,991
增长率 YoY %	-47.9%	-17.9%	20.5%	18.1%	16.5%
归属母公司净利润 (百万元)	267	-288	69	208	363
增长率 YoY%	-86.7%	-207.8%	123.9%	202.5%	74.9%
毛利率%	40.7%	24.6%	29.3%	32.3%	35.2%
净资产收益率ROE%	4.6%	-5.5%	1.3%	3.8%	6.4%
EPS(摊薄)(元)	0.49	-0.53	0.13	0.38	0.67
市盈率 P/E(倍)	47.91	—	186.17	61.54	35.19
市净率 P/B(倍)	2.20	2.46	2.40	2.34	2.24

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2025年8月22日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	3,654	3,241	3,844	4,294	4,918	
货币资金	1,967	1,475	1,831	2,011	2,349	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	676	796	944	1,103	1,274	
预付账款	47	27	31	35	39	
存货	717	771	852	945	1,038	
其他	248	172	186	201	218	
<b>非流动资产</b>	5,730	5,575	5,433	5,268	5,060	
长期股权投资	363	309	309	309	309	
固定资产(合计)	2,875	3,073	3,113	3,083	2,996	
无形资产	275	259	259	258	256	
其他	2,217	1,934	1,753	1,617	1,499	
<b>资产总计</b>	9,384	8,816	9,277	9,562	9,978	
<b>流动负债</b>	1,391	1,705	2,100	2,289	2,481	
短期借款	20	66	66	66	66	
应付票据	224	375	424	479	534	
应付账款	572	524	593	669	746	
其他	575	740	1,018	1,075	1,135	
<b>非流动负债</b>	1,893	1,700	1,713	1,713	1,713	
长期借款	1,070	909	909	909	909	
其他	822	791	804	804	804	
<b>负债合计</b>	3,284	3,405	3,814	4,003	4,194	
少数股东权益	299	213	143	93	63	
归属母公司股东权益	5,801	5,198	5,320	5,466	5,720	
<b>负债和股东权益</b>	9,384	8,816	9,277	9,562	9,978	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	3,667	3,012	3,629	4,285	4,991	
同比(%)	-47.9%	-17.9%	20.5%	18.1%	16.5%	
归属母公司净利润	267	-288	69	208	363	
同比(%)	-86.7%	-207.8%	123.9%	202.5%	74.9%	
毛利率(%)	40.7%	24.6%	29.3%	32.3%	35.2%	
ROE%	4.6%	-5.5%	1.3%	3.8%	6.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.49	-0.53	0.13	0.38	0.67	
P/E	47.91	—	186.17	61.54	35.19	
P/B	2.20	2.46	2.40	2.34	2.24	
EV/EBITDA	19.68	37.16	22.94	16.37	12.01	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业总收入</b>	3,667	3,012	3,629	4,285	4,991	
营业成本	2,175	2,271	2,567	2,900	3,233	
营业税金及附加	44	23	28	33	38	
销售费用	145	160	181	214	250	
管理费用	548	398	417	471	524	
研发费用	452	338	345	407	474	
财务费用	9	29	47	43	42	
减值损失合计	-95	-133	-20	-20	-20	
<b>投资净收益</b>	-13	-14	-11	-13	-15	
其他	83	13	26	34	42	
<b>营业利润</b>	269	-342	39	217	437	
营业外收支	-22	-32	-20	-20	-20	
<b>利润总额</b>	247	-374	19	197	417	
所得税	71	-8	20	39	83	
<b>净利润</b>	176	-366	-1	158	333	
少数股东损益	-91	-78	-70	-50	-30	
<b>归属母公司净利润</b>	267	-288	69	208	363	
EBITDA	698	244	573	791	1,051	
EPS(当年)(元)	0.49	-0.53	0.13	0.38	0.67	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	629	406	529	708	915	
净利润	176	-366	-1	158	333	
折旧摊销	379	446	507	551	592	
财务费用	66	52	47	47	47	
投资损失	13	14	11	13	15	
营运资金变动	-89	103	-112	-116	-128	
其它	84	157	77	56	56	
<b>投资活动现金流</b>	-1,115	-500	-414	-419	-421	
资本支出	-1,128	-488	-406	-406	-406	
长期投资	-20	-15	0	0	0	
其他	33	3	-8	-13	-15	
<b>筹资活动现金流</b>	-129	-414	235	-109	-156	
吸收投资	2	0	0	0	0	
借款	474	-115	0	0	0	
支付利息或股息	-627	-301	-67	-109	-156	
<b>现金流净增加额</b>	-559	-504	356	180	338	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**贺鑫**，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。