博腾股份（300363.SZ）

小分子主业持续修复，利润弹性有望释放

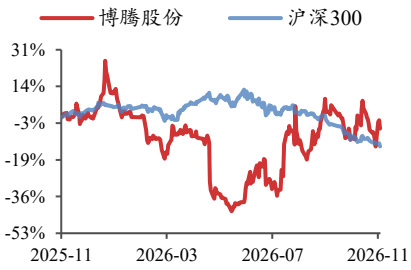
2026 年 11 月 25 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/11/25
当前股价(元)	22.10
一年最高最低(元)	30.40/13.24
总市值(亿元)	118.60
流通市值(亿元)	108.53
总股本(亿股)	5.37
流通股本(亿股)	4.91
近 3 个月换手率(%)	233.91

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

● 小分子 CDMO 主业盈利修复，CGT 持续减亏，利润弹性有望进一步释放

博腾股份以小分子原料药 CDMO 为基石，向小分子制剂、细胞与基因治疗及新分子业务延伸。2026 年前三季度，斯洛文尼亚项目减值影响表观利润；剔除影响后，公司持续经营净利润为 1.92 亿元，同比增长约 201%，经营端盈利修复开始体现。我们下调 2026 年并新增 2027-2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为-0.16/4.37/6.23 亿元，EPS 分别为-0.03/0.81/1.16 元，当前股价对应 2027-2028 年 PE 分别为 27.1/19.0 倍；短期看，随着公司后期及商业化项目交付增加，带动现有产能利用率和盈利水平回升；中长期看，随着新业务收入规模扩大、逐步减亏扭亏，有望进一步释放公司整体利润弹性，维持“买入”评级。

● 小分子原料药 CDMO：后期项目带动当期增长，早期导流补充商业化储备

小分子原料药业务贡献公司九成以上收入，仍是未来两三年最主要的增长来源。公司通过前端工艺开发切入客户管线，并在项目进入临床后期及上市后承接放大与商业化生产。2026 年上半年，临床后期及商业化业务收入同比增长 24.29%，毛利率提升至 45.28%，同比 2025H1 增长 4.18 个百分点。我们看好两方面的增量：一是更多在执行的工艺验证项目随客户管线推进，逐步转化为商业化订单；二是现有产线通过排产优化和成熟品种工艺降本，提高交付效率。随着后期项目占比提升，同等收入增长有望带来更大的利润增量。

● 新业务：订单转化有望带来进一步减亏，中长期待商业化项目兑现

公司小分子制剂正由仿制药服务转向创新药服务，2026 年前三季度创新药制剂 CDMO 收入同比增长约 20%，原料药与制剂协同有望为创新药项目提供新的订单来源。细胞与基因治疗业务的改善更为明确，前三季度收入同比增长约 107%，订单持续高增，首个细胞治疗项目已完成工艺验证，苏州博腾生物已取得受托生产相关资质。新分子业务仍处于培育期，双载荷 ADC 项目完成 GMP 临床样品交付，初步验证了公司承接复杂偶联项目的能力。我们预计随着 CGT 等新业务订单转化，规模化效应逐步显现，将为公司打开新的增长空间。

● 风险提示：订单交付不及预期，新业务减亏不及预期，汇率波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,012	3,420	3,882	4,536	5,359
YOY(%)	-17.9	13.5	13.5	16.9	18.1
归母净利润(百万元)	-288	96	-16	437	623
YOY(%)	-207.8	133.5	-116.6	2834.1	42.6
毛利率(%)	24.6	29.9	33.7	35.6	37.3
净利率(%)	-12.2	0.9	-1.9	8.9	11.5
ROE(%)	-6.8	0.6	-1.4	7.3	10.2
EPS(摊薄/元)	-0.54	0.18	-0.03	0.81	1.16
P/E(倍)	-41.2	123.1	-741.7	27.1	19.0
P/B(倍)	2.3	2.2	2.2	2.2	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 立足小分子原料药主业，拓展多元化 CDMO 服务领域 4
1.1、 以小分子原料药业务为基石，持续拓展新兴业务 4
1.2、 持续深耕“高价值客户、高价值项目”，营收持续修复 7
2、 政策与资金支持创新药发展，CDMO 需求有望逐步释放 10
2.1、 全链条政策支持持续完善，创新药研发与产业化需求有望释放 10
2.2、 国内外融资回暖、研发投入增长，支撑医药外包需求 11
2.3、 全球 CDMO 市场持续扩容，中国市场规模比重逐步增长 13
3、 小分子原料药主业持续修复，新业务减亏逐步推进 15
3.1、 小分子原料药：临床后期及商业化项目驱动增长，多基地布局覆盖研发至商业化生产 15
3.2、 小分子制剂：订单结构向创新药倾斜，中美制剂基地分工协同 18
3.3、 细胞与基因治疗：收入规模逐步扩大，新签订单增长提速 20
3.4、 新分子业务：新签订单回升，中美两地布局 22
4、 盈利预测与投资建议 24
5、 风险提示 25
附：财务预测摘要 26

图表目录

图 1： 博腾股份以小分子原料药 CDMO 为核心，覆盖多药物类型的研发生产服务 5
图 2： 公司股权结构相对稳定 5
图 3： 核心管理团队覆盖研发、生产、质量与商业化职能 6
图 4： 截至 2026 年 6 月末，公司员工达 4,400 余人 7
图 5： 收入高峰回落，近年逐步修复（单位：百万元） 7
图 6： 客户集中度逐渐改善（单位：百万元） 7
图 7： 2026H1 临床后期及商业化业务增长较快（单位：百万元） 8
图 8： 公司持续以国外市场为主（单位：百万元） 8
图 9： 国外市场维持高收入占比 8
图 10： 2026 前三季度斯洛文尼亚项目拖累表观利润 9
图 11： 公司持续经营净利润增长良好 9
图 12： 收入规模恢复带动毛利率回升，主业持续向好 9
图 13： 2024 年以来，公司费用率总体呈改善趋势 9
图 14： 2026H1 国内新药申报保持活跃，IND/NDA 数量分别为 1017/202 个 11
图 15： 全球创新药一级市场投融资呈良好增长态势 11
图 16： 国内医疗健康一级市场融资保持活跃，资金支持研发投入 11
图 17： 预计全球医药研发支出持续增长（单位：十亿美元） 12
图 18： 2025 年小型企业数量占比超 80% 12
图 19： 新兴 Biopharma 企业成为新药原创的重要来源 12
图 20： 2026Q1-3 全球医药交易总金额达 2281 亿美元 13
图 21： 2026Q1-3 中国医药交易数量、金额创历史新高 13
图 22： CDMO 服务于药品全生命周期 13
图 23： 预计全球 CRO 外包渗透率持续提升 14
图 24： 预计全球 CDMO 市场规模持续增长 14

图 25： 预计中国 CDMO 市场将持续扩容 14
图 26： 小分子原料药业务为公司核心基石业务 15
图 27： 小分子原料药业务单季度收入规模稳步修复 15
图 28： 公司客户基础持续拓宽 15
图 29： 小分子原料药业务多区域新客户开发持续推进 15
图 30： 公司项目储备保持稳定（单位：个） 16
图 31： 公司整体交付结构向后期优化（单位：个） 16
图 32： 公司 API 业务收入稳步增长，服务规模持续扩大 16
图 33： 公司 PV 项目为商业化服务积累基础（单位：个） 16
图 34： 小分子制剂业务 2026 前三季度实现营收 0.9 亿元 18
图 35： 2026 年公司小分子制剂业务收入呈逐季回升态势 18
图 36： 公司小分子制剂业务亏损有望逐步收窄 18
图 37： 公司小分子制剂业务客户及项目覆盖持续扩大 19
图 38： 26H1 公司小分子制剂业务新签订单约 6,725 万元 19
图 39： 公司搭建了质粒、细胞治疗、基因治疗等 CDMO 平台 20
图 40： 公司细胞与基因治疗业务收入加速增长 20
图 41： 细胞与基因治疗业务 2026 年前三季度同比减亏 20
图 42： 公司细胞与基因治疗业务新签订单增长提速 21
图 43： 细胞与基因治疗业务客户、项目数量不断增长 21
图 44： 2026Q1-3 公司新分子业务实现收入约 4120 万元 22
图 45： 2026Q1-3 公司新分子业务亏损 6404 万元 22
图 46： 2026H1 公司新分子业务新签订单快速增长 22
图 47： 公司新分子业务客户与项目规模继续扩大 22

表 1： 公司持续拓展 CDMO 服务领域，逐步完善全球研发生产布局 4
表 2： 公司股权激励大范围覆盖核心骨干，设置四年累计营收考核目标 6
表 3： 国家不断出台系列政策推动国内创新药行业发展 10
表 4： 公司持续加强技术平台能力建设 17
表 5： 公司原料药产能主要分布于重庆长寿、上海奉贤、江西宜春、湖北孝感及美国新泽西 17
表 6： 公司制剂研发生产布局覆盖多类剂型及不同项目阶段 19
表 7： 博腾生物五大 CGT 平台经多年发展，均有自建产能，项目交付经验丰富 21
表 8： 公司新分子业务能力不断拓展，双载荷 ADC 项目已完成从工艺开发到 GMP 临床样品生产的全流程交付 23
表 9： 公司新分子 CDMO 业务全球基地及产能布局 23
表 10： 与可比公司相比，公司远期利润弹性有望释放，2028 年估值基本持平于可比公司均值 24

1、 立足小分子原料药主业，拓展多元化 CDMO 服务领域

重庆博腾制药科技股份有限公司成立于 2005 年 7 月，主要为全球制药企业、生物科技公司、科研机构等提供从临床前研究直至药品上市全生命周期所需的小分子药物、多肽与寡核苷酸药物、蛋白与偶联药物以及基因细胞治疗的原料药到制剂全流程一站式定制研发和生产服务。截至 2026 年 6 月 30 日，公司全球员工达 4400 余人，已累计与全球 1500 余家客户建立了业务联系，拥有约 6000 个项目成功交付经验，服务终端药物包括抗病毒、抗肿瘤及免疫机能调节、抗感染、神经系统、心血管、消化道及代谢、罕见病等重大疾病治疗领域。

表1：公司持续拓展 CDMO 服务领域，逐步完善全球研发生产布局

时间	事件
2005 年	重庆博腾制药科技股份有限公司成立
2006 年	启用重庆长寿 API 生产基地以及重庆、成都研发中心 全面启动 CMO 业务
2008 年	成立博腾欧洲、博腾美国 设立上海研发中心
2013 年	零缺陷顺利通过 US FDA 第一次审计
2014 年	在深圳证券交易所创业板成功上市
2015 年	收购江西宜春工厂
2017 年	收购美国 J-STAR Research Inc.
2018 年	开启基因细胞治疗 CDMO 服务
2019 年	通过 EMA 检查 开启制剂 CDMO 服务
2021 年	收购湖北孝感工厂
2022 年	重庆制剂商业化工厂投产 收购上海奉贤工厂
2023 年	美国新泽西场地持续扩建 上海多肽与寡核苷酸、蛋白与偶联药物研发生产基地投入使用
2024 年	长寿工厂“零缺陷”通过 FDA 检查
2025	美国新泽西场地高活 API GMP 产线扩建
2026 年	苏州博腾生物取得《药品生产许可证》（C 证）， 细胞与基因治疗 CDMO 服务拓展至商业化阶段；

资料来源：公司官网、公司公众号、开源证券研究所

1.1、 以小分子原料药业务为基石，持续拓展新兴业务

公司以小分子原料药为核心业务，持续拓展开发新兴业务，包括小分子制剂业务、细胞与基因治疗业务、新分子业务。小分子原料药是公司的核心基石业务，主要提供起始物料、中间体及原料药的工艺开发、优化、分析方法开发、CMC 注册支持和商业化生产服务。小分子制剂业务提供制剂处方与工艺开发、分析方法开发及验证、复杂制剂和改良剂型开发等服务；细胞与基因治疗业务以控股子公司苏州博腾为主要运营主体，覆盖质粒、细胞治疗、基因治疗、溶瘤病毒、核酸治疗及活菌疗法，可提供从建库到 cGMP 生产和制剂灌装的服务；新分子业务主要面向多肽、寡核苷酸、蛋白及偶联药物提供定制研发与生产服务。

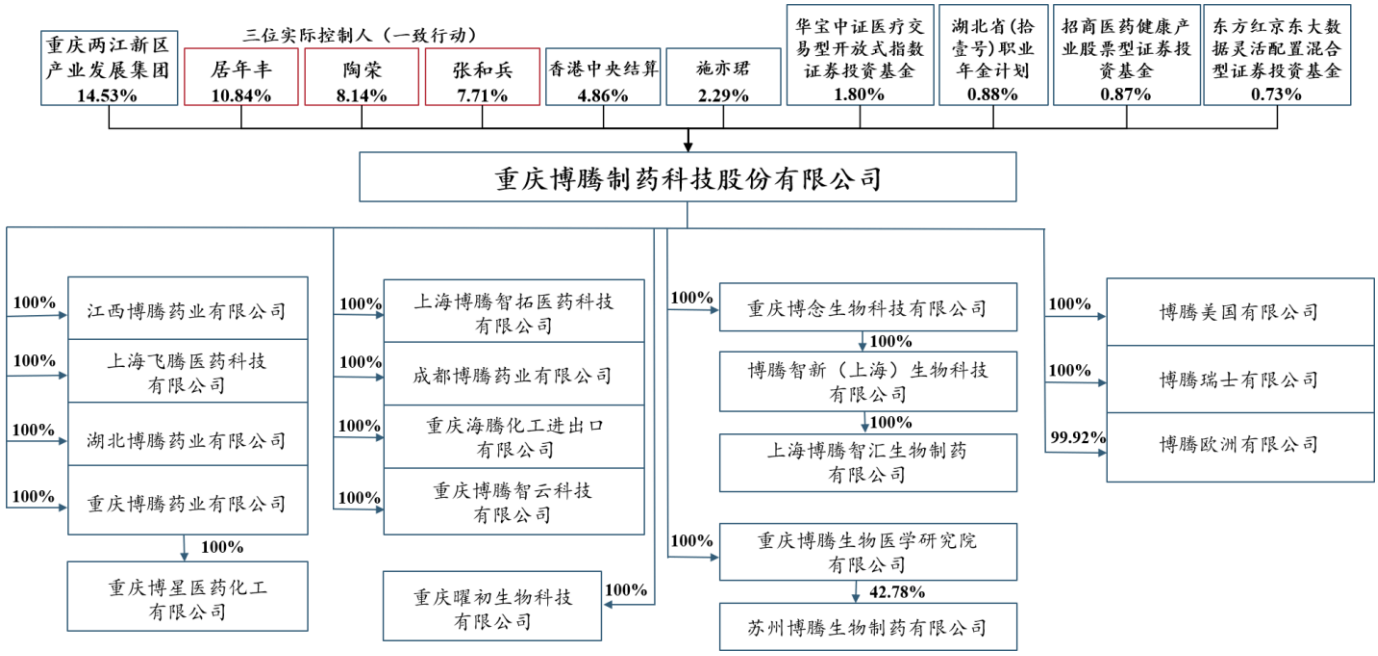
图1：博腾股份以小分子原料药 CDMO 为核心，覆盖多药物类型的研发生产服务



资料来源：公司公告

公司股权结构相对稳定。截至 2026Q3，居年丰、陶荣、张和兵分别持股 10.84%、8.14%和 7.71%，合计持股比例为 26.69%，重庆两江新区产业发展集团有限公司持股约 14.53%。业务布局方面，公司依托江西博腾、湖北博腾等全资子公司开展医药中间体开发、生产与销售业务，通过上海博腾智汇布局蛋白与偶联药物 CDMO，并通过全资子公司重庆博腾生物医学研究院持有苏州博腾 42.78%的股权，作为细胞与基因治疗 CDMO 业务的运营主体。境外方面，公司在瑞士、丹麦、美国等地均设有运营主体。

图2：公司股权结构相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：股东数据截至 2026Q3，子公司数据截至 2025 年

公司股权激励大范围覆盖核心骨干，设置四年累计营收考核目标。2026 年 9 月，公司向 359 名激励对象首次授予限制性股票 1,591 万股。本次激励计划首次授予部分的业绩考核覆盖 2026-2029 年，以营业收入为公司层面考核指标，其中 2026 年收入目标值为 37.6 亿元、触发值为 36.6 亿元，2026-2029 年累计收入目标值为 178.8 亿元。

表2：公司股权激励大范围覆盖核心骨干，设置四年累计营收考核目标

指标	2026	2027	2028	2029
累计营收目标（亿元）	**37.6**	**79.3**	**126.0**	**178.8**
隐含单年营收（亿元）	37.6	41.7	46.7	52.8
隐含单年同比	9.95%	10.90%	11.99%	13.06%
累计营收触发（亿元）	**36.6**	**75.8**	**117.7**	**162.5**
隐含单年营收（亿元）	36.6	39.2	41.9	44.8
隐含单年同比	7.02%	7.10%	6.89%	6.92%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司核心管理团队医药行业经验丰富，覆盖战略经营、技术研发、生产交付、质量管理及市场拓展等关键职能。公司董事长兼总经理居年丰先生拥有长江商学院 EMBA 学历，负责公司整体战略及经营管理；高级副总经理兼首席运营官白银春先生具有丰富的化工生产及工厂运营管理经验，负责生产交付、工程及 EHS 管理；副总经理尹云星先生曾任职于药明康德，拥有 20 余年制药行业经验，现负责小分子新药研发中心；副总经理陈琪先生拥有 20 余年制药行业经验，负责公司质量管理；副总经理孟凡女士曾任职于凯莱英、华海药业等企业，负责全球销售及市场拓展。

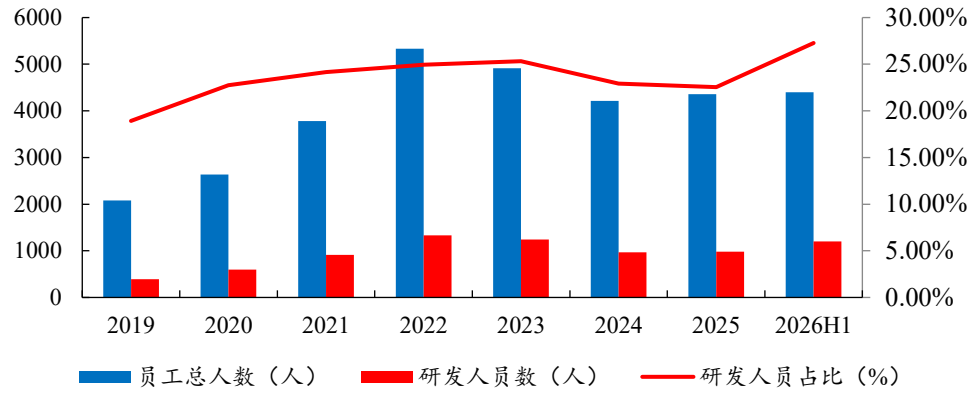
图3：核心管理团队覆盖研发、生产、质量与商业化职能



资料来源：公司官网、开源证券研究所

员工数量逐步回升，研发人员占比提高。截至 2026 年 6 月末，公司员工达 4,400 余人，其中研发技术团队 1,200 余人，占员工总数比例约 27%。

图4：截至 2026 年 6 月末，公司员工达 4,400 余人

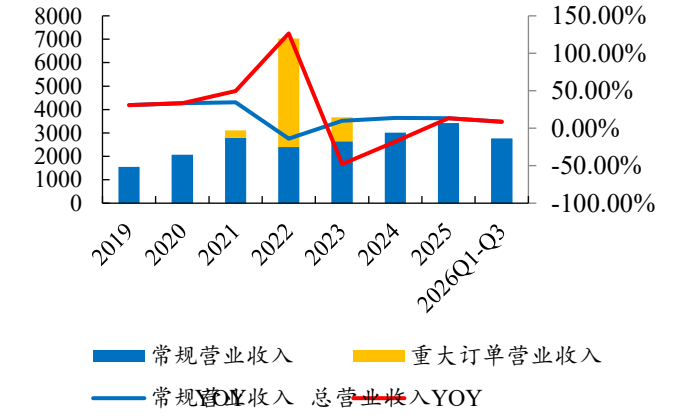


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

1.2、 持续深耕“高价值客户、高价值项目”，营收持续修复

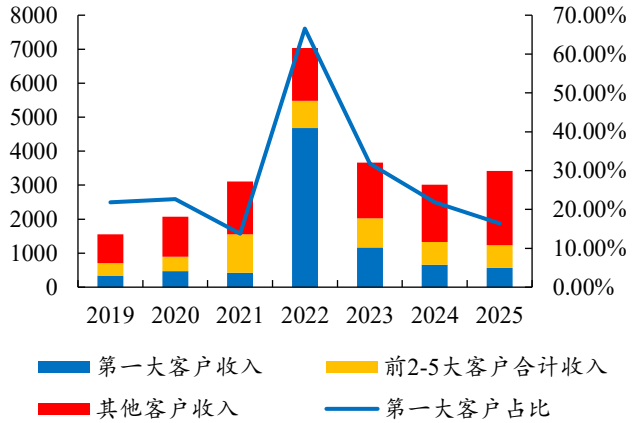
公司营业收入经历大订单交付高峰后回落，近年营收逐步修复，客户集中度得到改善。由于重大订单集中交付，公司 2022 年营业收入达到 70.35 亿元，此后收入规模回落，近年收入呈现修复状态。2025 年公司营业收入 34.20 亿元，同比增长 13.54%；2026 年前三季度持续增长，公司实现营业收入 27.65 亿元，同比增长 8.66%，恒定汇率下同比增长约 12%。根据在手订单情况，公司预计 2026Q4 收入同比增长 20%-30%。客户集中度较重大订单交付高峰明显改善，公司客户多元化发展。

图5：收入高峰回落，近年逐步修复（单位：百万元）



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

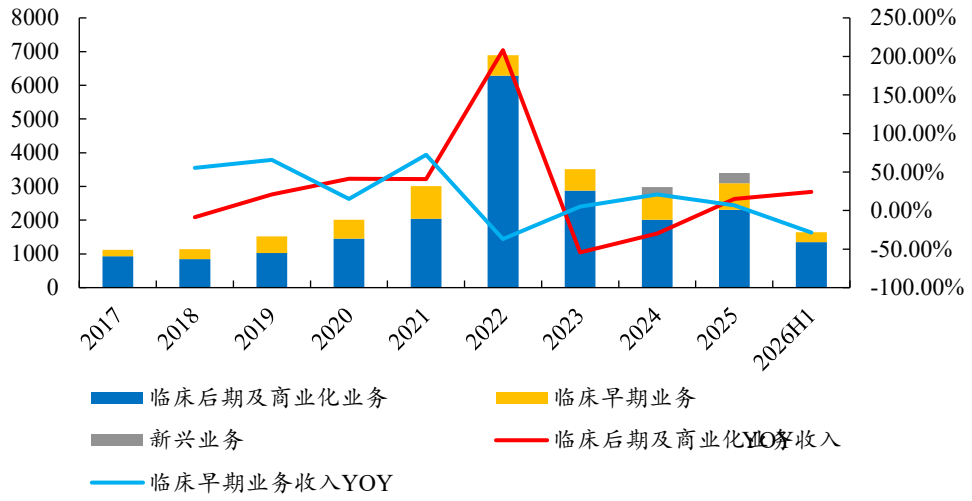
图6：客户集中度逐渐改善（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

临床后期及商业化业务增长提速，早期项目交付保持稳定。2026H1，公司临床后期及商业化业务实现收入 13.45 亿元，同比增长 24.29%，占总收入的比重约 75.17%，业务毛利率同比提升 4.18 个百分点至 45.28%；公司在 2026H1 完成了 3 个工艺验证项目，另有 25 个正在执行，为潜在商业化项目积累储备。早期业务方面，公司 2026 年上半年小分子原料药业务交付临床前及临床一期项目 164 个，临床二期项目 66 个，共计 230 个，同比 2025 年上半年增长 5 个。

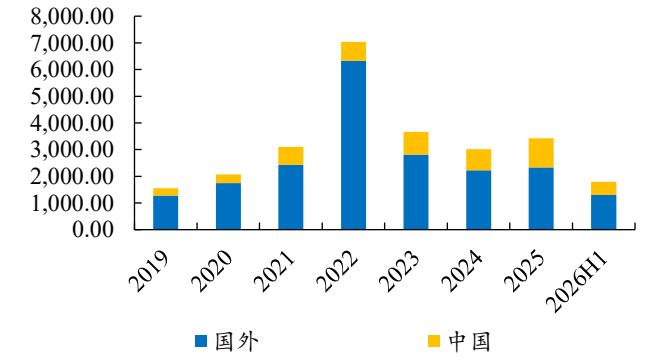
图7：2026H1 临床后期及商业化业务增长较快（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

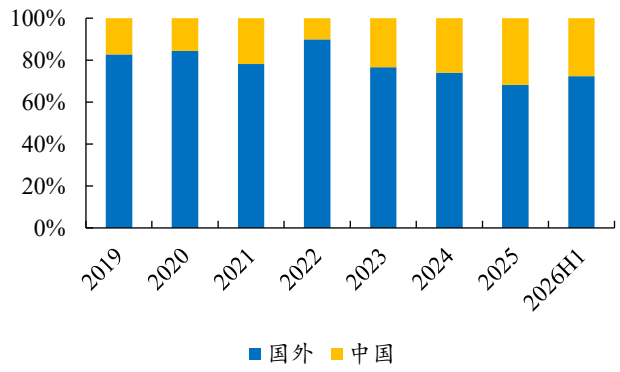
国外市场贡献主要收入，2026H1 国外收入增速高于国内。2025 年，公司国外收入 23.33 亿元，同比增长 4.70%，占总收入的 68.23%。2026H1，公司国内收入 4.95 亿元，同比增长 5.77%；国外收入 12.95 亿元，同比增长 12.31%，占总收入进一步提升为 72.34%，其中欧洲、北美市场分别实现收入 6.05 亿元、5.82 亿元，同比分别增长约 19%、4%，欧美仍构成公司国外收入的主要来源。

图8：公司持续以国外市场为主（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

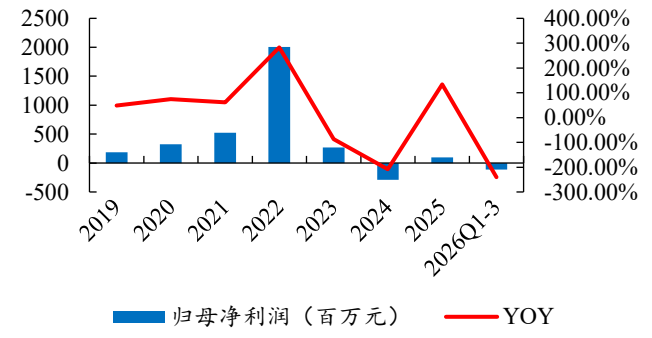
图9：国外市场维持高收入占比



数据来源：Wind、开源证券研究所

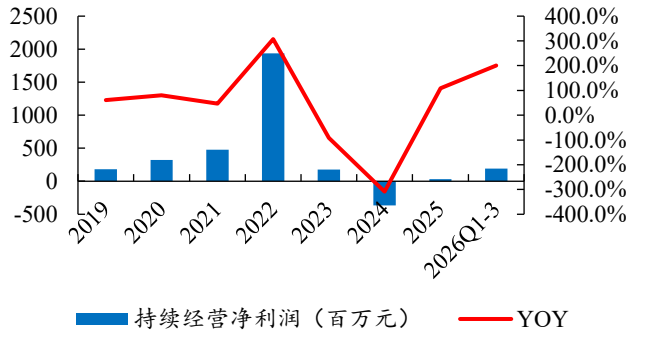
剔除斯洛文尼亚投资项目后，盈利修复已开始体现，新业务仍在投入阶段。2026 年前三季度，公司的归母净利润-1.12 亿元，主要受终止斯洛文尼亚研发生产基地项目计提 3.30 亿元人民币资产减值准备影响。剔除斯洛文尼亚投资项目影响后，2026 年前三季度公司持续经营净利润为 1.92 亿元，同比增长约 201%，盈利改善的主要原因是收入规模化效应显现以及高毛利产品的交付带动公司整体毛利率提升。2026Q1/Q2/Q3 公司的持续经营净利润分别为 0.06/0.86/1.00 亿元，体现主营业务的持续向好。公司新业务仍在投入阶段，其中细胞与基因治疗业务实现控亏减亏目标，新分子业务预计 2026 全年收入仍保持正向增长，同时公司将持续推进“原料药+制剂”一体化项目控制小分子制剂业务亏损。

图10：2026 前三季度斯洛文尼亚项目拖累表观利润



数据来源：Wind、开源证券研究所

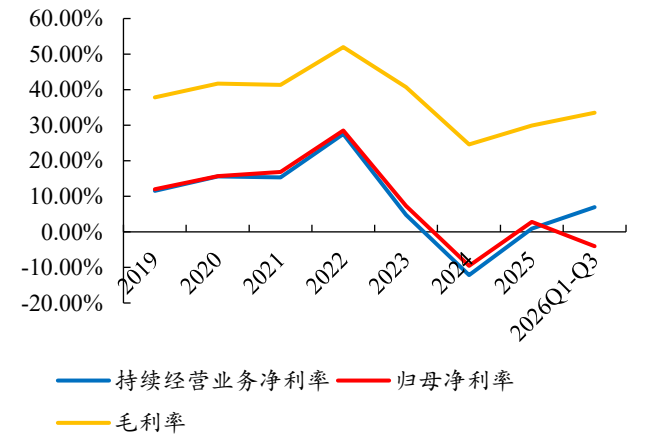
图11：公司持续经营净利润增长良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

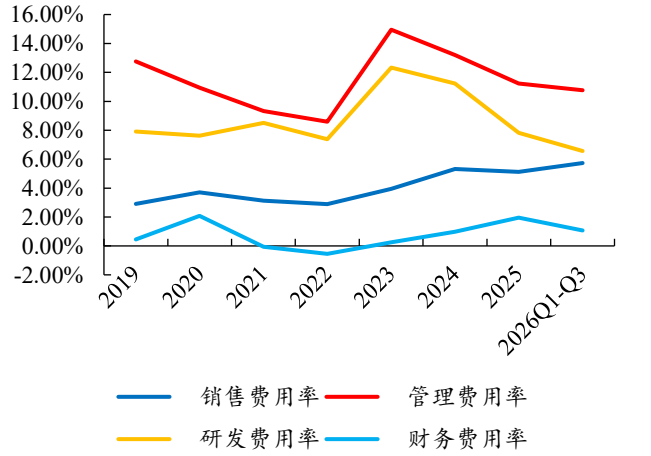
毛利率持续回升，规模效应与项目降本共同推动主业盈利修复。毛利率于 2025 年回升至约 30%，2026 年前三季度进一步提升至约 34%，同比提升近 5 个百分点，主要是由于收入和项目数量增加有助于提升产能利用率、降低固定费用摊销比例；公司表观净利率受项目减值影响承压，持续经营业务净利率已回升至 2026 年前三季度的 6.96%。公司持续开展降本增效工作，内部效率挖潜较多，开展针对关键项目本身的挖掘，从收益和工时方面进行更加精细化的管理。公司费用端持续改善，四项费用率之和从 2025 年的 26.15%，进一步减低到 2026 年前三季度的 24.13%。

图12：收入规模恢复带动毛利率回升，主业持续向好



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图13：2024 年以来，公司费用率总体呈改善趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 政策与资金支持创新药发展，CDMO 需求有望逐步释放

创新药研发及商业化投入是 CDMO 行业需求增长的重要驱动力。国内创新药支持政策持续完善，从研发支持、审评审批提速，到促进药品入院及完善医保和商业保险支付，多环节协同支持创新药研发与商业化。同时股权融资及对外授权取得的首付款、里程碑付款等，可帮助创新药企业回笼资金，支持管线持续推进，并有望带动工艺开发、临床试验用药生产等 CDMO 服务需求。随着项目由早期研发向后期临床及商业化推进，工艺开发、临床样品供应及规模化生产需求逐步释放，具备工艺技术、质量体系和交付能力的 CDMO 企业有望受益。

2.1、 全链条政策支持持续完善，创新药研发与产业化需求有望释放

政策持续加码，创新药全链条支持体系逐步完善。近年来，我国创新药政策围绕研发质量、审批效率和产业化发展持续推进。2020 年《药品注册管理办法》完善药品加快上市程序，2024 年《全链条支持创新药发展实施方案》统筹研发、审批、支付及投融资支持，2026 年修订的《药品管理法实施条例》进一步完善创新激励机制。政策持续引导资源向高临床价值项目集中，为创新药研发及成果转化提供制度支持。

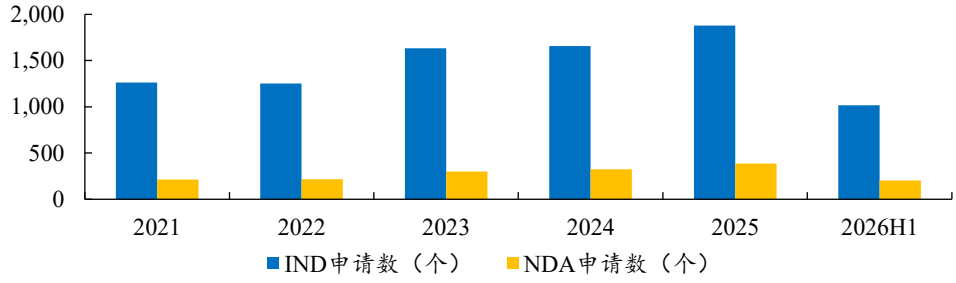
表3：国家不断出台系列政策推动国内创新药行业发展

发布日期	政策/法规名称	颁布部门	相关内容
2020.07	新版《药品注册管理办法》	国家市场监督管理总局	建立药品加快上市注册制度，支持以临床价值为导向的药物创新。对符合条件的药品注册申请，申请人可以申请适用突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批及特别审批程序。
2024.07	《全链条支持创新药发展实施方案》	国务院	全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
2025.07	《支持创新药高质量发展的若干措施》	国家医保局、国家卫生健康委	支持医保数据用于创新药研发；增设商业健康保险创新药品目录；加强药品目录准入政策指导；统筹推动创新药研发；完善“双通道”管理机制，加强创新药供应保障。
2025.12	首版《商业健康保险创新药品目录》	国家医保局	首版商保创新药目录清单共计纳入 18 家创新药企的 19 种新药；各地医保部门要会同有关部门推动多层次医疗保障体系建设，积极支持普惠型商业健康保险发展，商保创新药目录推荐商业健康保险、医疗互助等多层次医疗保障体系参考使用。
2026.01	《中华人民共和国药品管理法实施条例》（2026 年修订）	国务院	2026 年 5 月 15 日起施行。支持以临床价值为导向的药品创新，完善药品上市注册加快程序；对符合条件的儿童用药、罕见病治疗用药给予市场独占期，完善药品数据保护制度。
2026.04	《国务院办公厅关于健全药品价格形成机制的若干意见》	国务院办公厅	优化创新药首发价格机制，实行新上市药品企业自评；支持高水平创新药在上市初期制定与高投入、高风险相符的价格，并在一定时期内保持价格相对稳定。
2026.09	《医药工业发展“十五五”规划》	工信部等十部门	加强原始创新，培育创新药械产业，完善工程化放大与产业协同体系，深化国际合作；规划提出，到 2030 年，生物医药研发应用稳居世界前列，创新驱动效能充分释放，重点领域关键核心技术实现系统性突破；创新药产业规模年均增速达到 20%以上等预期性目标。

资料来源：政府网站、开源证券研究所

国内新药 IND/NDA 申报规模扩大，为 CDMO 行业积累研发及产业化需求。根据药智数据，2025 年受理新药临床试验申请（IND）1,878 个品种，同比增长 13.34%；新药上市申请（NDA）387 个品种，同比增长 19.44%。2026H1，IND、NDA 受理品种数保持较高水平，分别为 1,017 个、202 个，有望带动工艺开发、临床样品生产及后续工艺验证需求。

图14：2026H1 国内新药申报保持活跃，IND/NDA 数量分别为 1017/202 个

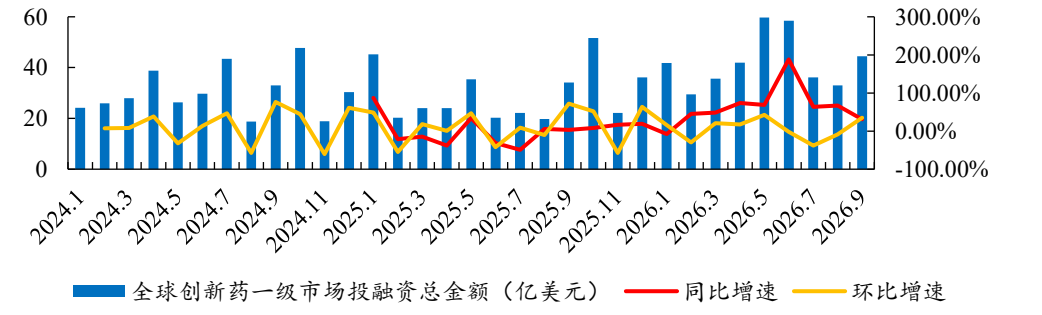


数据来源：药智数据、开源证券研究所

2.2、 国内外融资回暖、研发投入增长，支撑医药外包需求

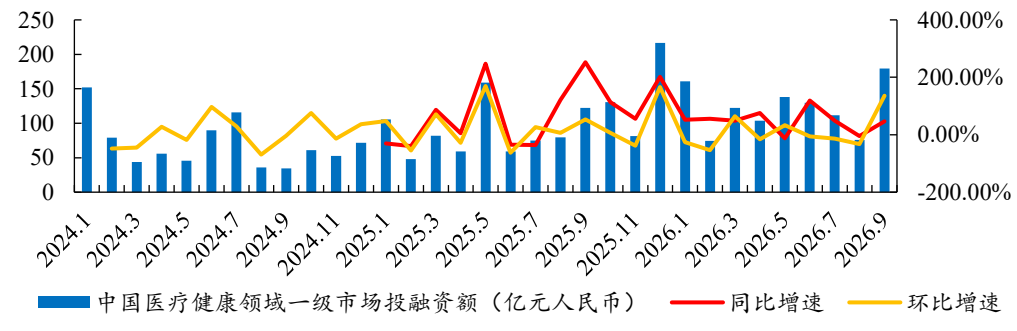
国内外医疗一级市场投融资稳步上升，为创新药研发提供资金支持。一级市场融资为创新药企业提供了重要资金来源，2026 年国内外投融资市场交易活跃，根据医药魔方数据，2026 年前三季度全球创新药一级市场投融资交易额高达 380.5 亿美元，同比增长 56.5%，其中国内投融资额达 79.1 亿美元，同比增长 43.9%。2026 年前三季度，国内医疗健康一级市场融资达 1096.4 亿人民币，同比增长 38.9%。

图15：全球创新药一级市场投融资呈良好增长态势



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

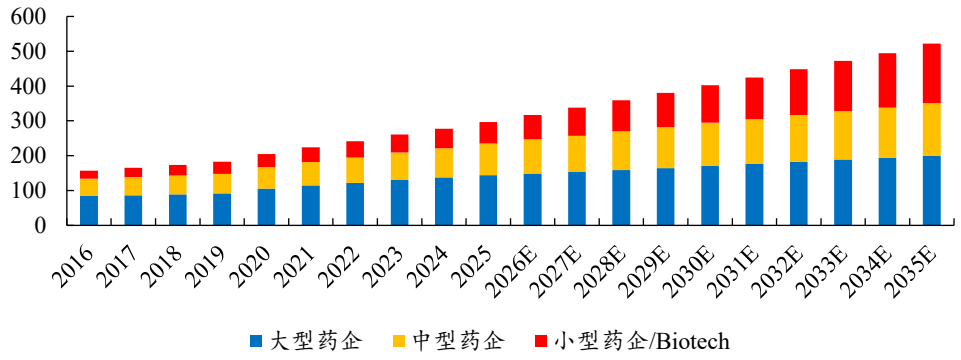
图16：国内医疗健康一级市场融资保持活跃，资金支持研发投入



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

全球医药研发支出持续增长，为外包服务需求提供长期支撑。根据 Frost & Sullivan 数据，全球医药研发支出由 2016 年的 1,569 亿美元增至 2025 年的 2,966 亿美元，预计 2030 年达到 4,024 亿美元，2025-2030 年复合增速为 6.3%。从结构看，大中型药企仍贡献主要研发投入，小型药企研发支出预计同期以 11.9%的复合增速高速增长。不同规模药企持续投入，有望共同扩大药物开发及配套外包服务的需求。

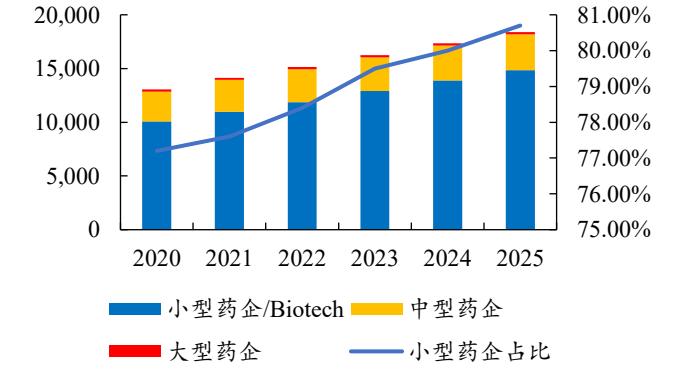
图17：预计全球医药研发支出持续增长（单位：十亿美元）



数据来源：Frost & Sullivan、药明康德演示材料、开源证券研究所

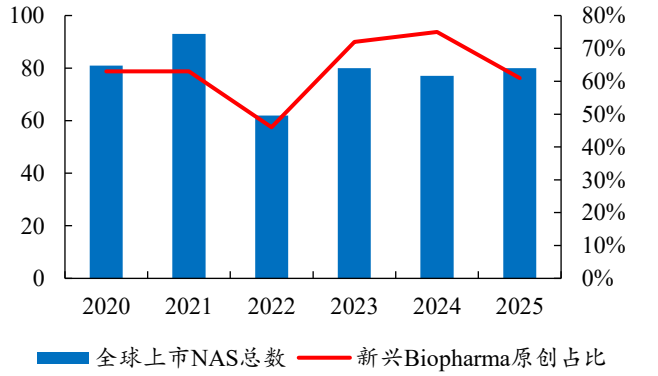
小型药企数量持续增加，新兴生物制药企业已成为重要创新来源。根据 Frost & Sullivan 数据，全球小型药企、Biotech 及虚拟药企数量由 2020 年的 10,075 家增至 2025 年的 14,852 家，占药企总数的比例由 77.2%升至 80.7%。此外，根据 IQVIA 数据，2025 年全球上市 NAS（Novel Active Substances）中，61%源自新兴生物制药企业。创新主体的扩展为外包服务商提供了更多潜在客户，相关项目推进有望带动工艺开发、临床样品供应及生产放大等服务需求。

图18：2025 年小型企业数量占比超 80%



数据来源：Frost & Sullivan、药明康德演示材料、开源证券研究所

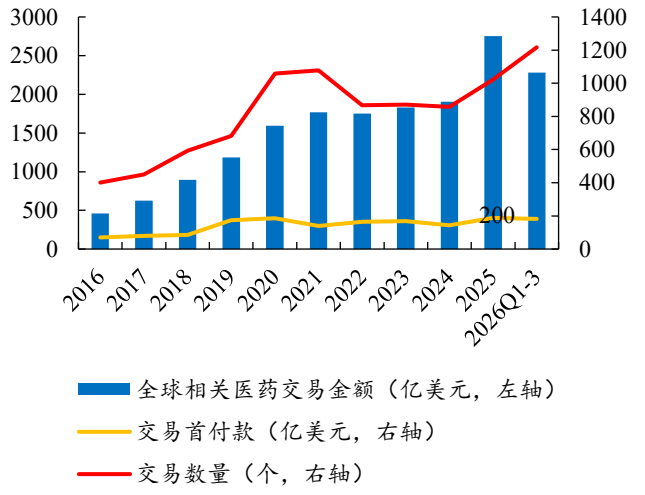
图19：新兴 Biopharma 企业成为新药原创的重要来源



数据来源：IQVIA、药明康德演示材料、开源证券研究所

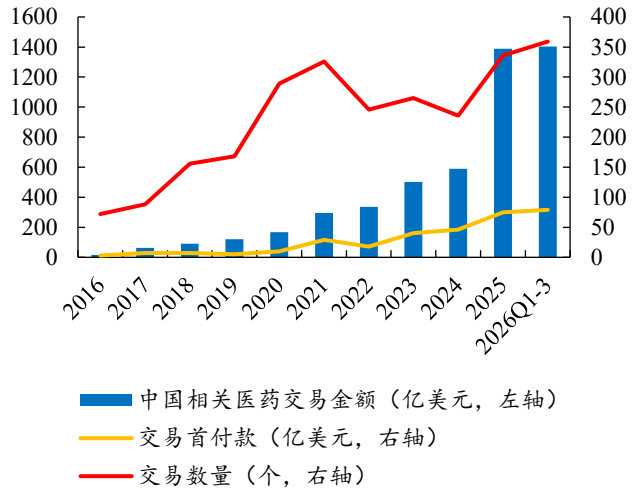
2026 年前三季度全球交易数量超越去年全年，中国交易总金额达到新高峰。根据医药魔方数据，2026 年前三季度全球医药交易达 1,217 笔，已超过 2025 年全年的 1,021 笔，交易总金额及首付款分别达 2,281 亿美元/181 亿美元，同比增长 19.4%/30.6%。2026 前三季度，中国相关的医药交易数量、金额达历史新高，数量为 359 笔，总金额及首付款分别为 1,403 亿美元/79 亿美元，交易总金额已超 2025 全年，同比增长 49.7%。中国医药在全球合作中的地位进一步提升，有望为企业补充资金、引入研发资源，支持管线持续推进，并带动工艺开发、临床供药及后续商业化生产需求。

图20：2026Q1-3 全球医药交易总金额达 2281 亿美元



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

图21：2026Q1-3 中国医药交易数量、金额创历史新高



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

2.3、 全球 CDMO 市场持续扩容，中国市场规模比重逐步增长

医药合同定制研发生产（CDMO）行业是为全球制药公司及生物技术公司提供临床前开发、临床试验直至上市等药物全生命周期所需的合同定制开发和生产服务，能够帮助客户更快、更高效地开发药物，且具备成本优势，行业内每一家公司的服务范围可能不尽相同。从药物价值链的角度，CDMO 服务涵盖化学药（包括起始物料、中间体、原料药、制剂等），生物药（包括抗体、基因治疗、细胞治疗等）等不同类型；从药物生命周期的角度，CDMO 服务涵盖药物从临床前开发到临床试验直至上市的全过程。因此，行业整体呈现集中度低、分散化的特点。

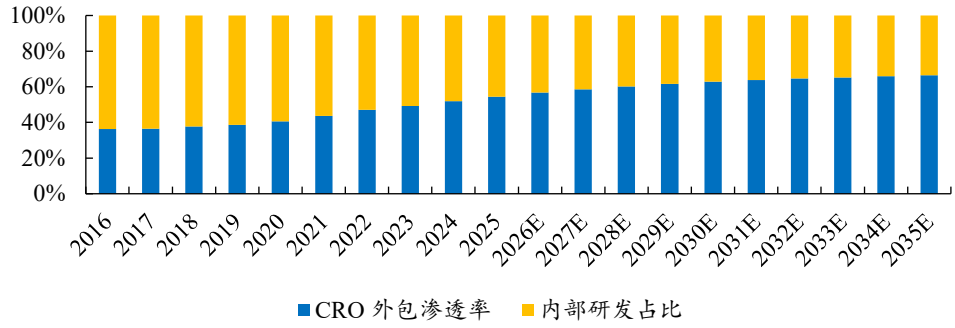
图22：CDMO 服务于药品全生命周期



资料来源：公司公告

研发投入增长与外包渗透率提升共同支撑医药研发外包市场扩容。根据 Frost & Sullivan 数据，全球 CRO 外包渗透率由 2020 年的 40.7%升至 2025 年的 54.5%，预计 2030 年、2035 年分别达到 62.8%、66.4%。在药企持续推进创新、研发需求日益多元的背景下，专业外包服务在药物开发中的参与程度不断提高。

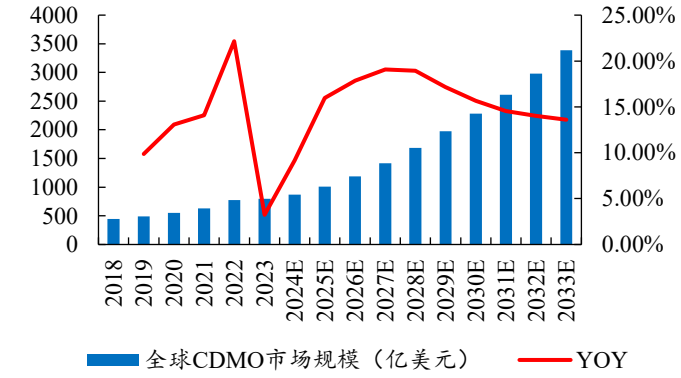
图23：预计全球 CRO 外包渗透率持续提升



数据来源：Frost & Sullivan、药明康德演示材料、开源证券研究所

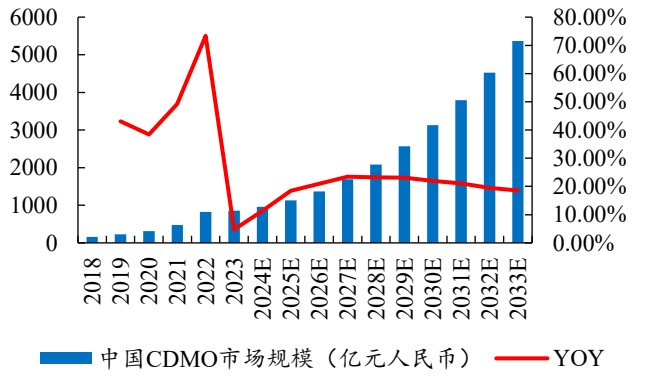
全球 CDMO 市场持续扩容，中国市场增速有望高于全球。根据 Frost & Sullivan 数据，2018-2023 年，全球 CDMO 市场规模由 446 亿美元增至 797 亿美元，年复合增长率为 12.3%；同期，中国市场规模由 160 亿元增至 859 亿元，年复合增长率为 39.9%。预计 2028 年全球及中国 CDMO 市场规模将分别达到 1,684 亿美元、2,084 亿元，随着中国医药 CDMO 行业显出高于全球水平的增速，中国 CDMO 市场占比全球比重逐年增长。

图24：预计全球 CDMO 市场规模持续增长



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图25：预计中国 CDMO 市场将持续扩容



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

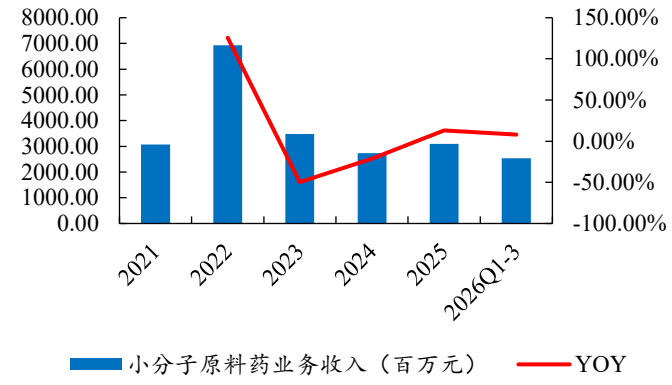
3、 小分子原料药主业持续修复，新业务减亏逐步推进

公司在全球范围内为制药企业、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服务。公司围绕小分子原料药、小分子制剂、细胞与基因治疗及新分子四大业务板块，逐步完善多类别、全流程的定制研发生产服务能力。

3.1、 小分子原料药：临床后期及商业化项目驱动增长，多基地布局覆盖研发至商业化生产

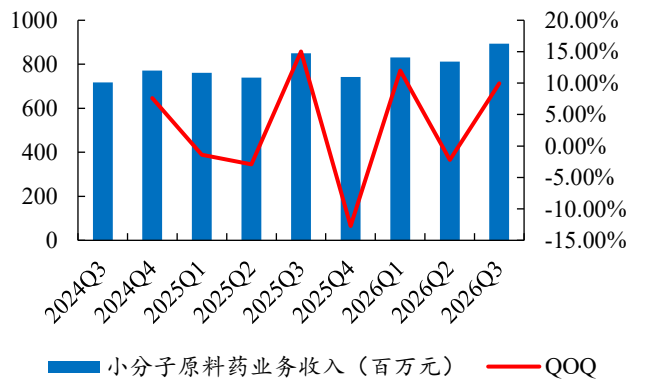
小分子原料药业务为公司核心基石业务，收入恢复增长，单季度规模稳步修复。公司小分子原料药业务主要围绕化学药开发及上市所需的起始物料、中间体及原料药，为客户提供工艺路线设计、工艺开发及优化、分析方法开发、质量研究、中试级生产、CMC 注册支持及商业化生产等定制研发生产服务。2025 年，小分子原料药业务实现收入 30.92 亿元，同比增长 12.86%，重回增长轨道；2026 年前三季度实现收入 25.37 亿元，同比增长 7.96%，占公司营业收入的 91.76%。其中，2026 年单 Q3 实现收入 8.93 亿元，同比增长 5.10%、环比增长 9.94%，主业收入延续修复态势。

图26：小分子原料药业务为公司核心基石业务



数据来源：公司公告、开源证券研究所

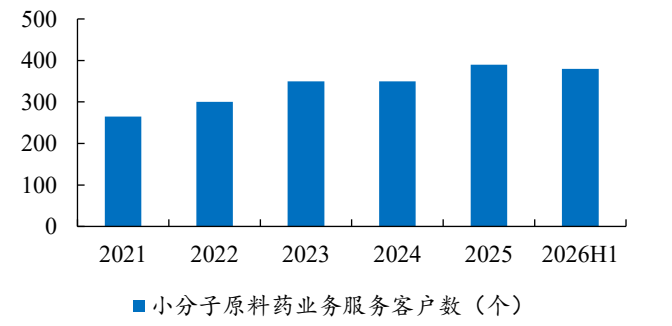
图27：小分子原料药业务单季度收入规模稳步修复



数据来源：公司公告、开源证券研究所

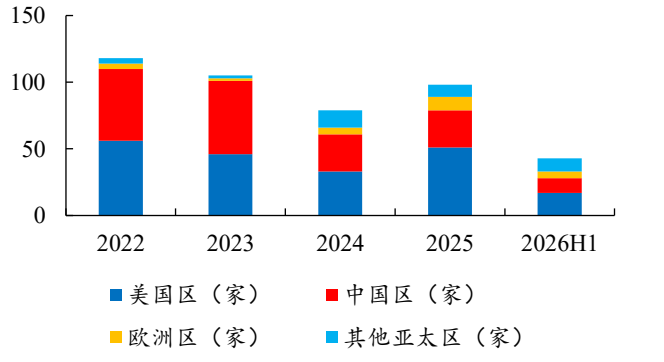
客户基础持续拓宽，国外客户开发为业务增长积蓄动能。公司小分子原料药业务服务客户数由 2021 年的约 265 家增至 2025 年的 390 余家，2026 年上半年已服务 380 余家客户，客户覆盖范围持续扩大。2026 年上半年，公司引入新客户 43 家，其中美国区/中国区/欧洲区/其他亚太区分别为 17/11/5/10 家，多区域客户开发持续推进，有望带来新增项目需求，并为后续订单转化及收入增长提供支撑。

图28：公司客户基础持续拓宽



数据来源：公司公告、开源证券研究所

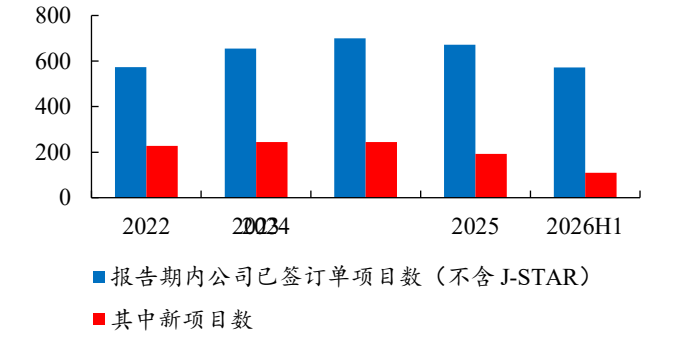
图29：小分子原料药业务多区域新客户开发持续推进



数据来源：公司公告、开源证券研究所

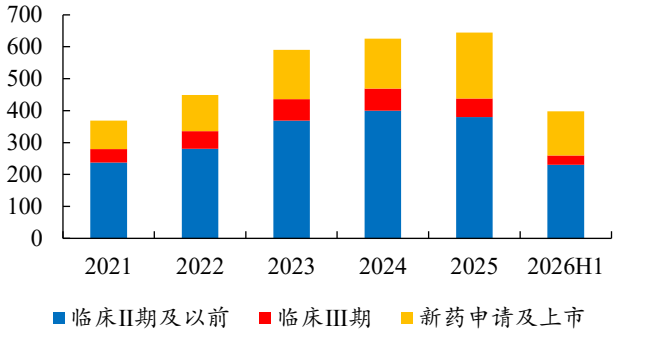
项目储备保持稳定，交付结构向后期优化。2022-2025 年，公司小分子原料药业务已签订单项目数（不含 J-STAR）分别为 573/655/700/671 个，其中新项目数分别为 227/245/244/193 个，持续为业务发展补充项目储备；2026 年上半年已签订单项目 572 个，其中新项目 110 个。从交付结构看，新药申请及上市阶段项目数由 2021 年的 89 个增至 2025 年的 207 个，占交付项目总数的比例由 24.1%提升至 32.1%，项目管线成熟度逐步提升。2026 年上半年，公司交付项目 398 个，其中新药申请及上市阶段项目 138 个，占比进一步提升至 34.7%，有望随客户项目推进及商业化需求释放，为后续收入增长提供支撑。

图30：公司项目储备保持稳定（单位：个）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

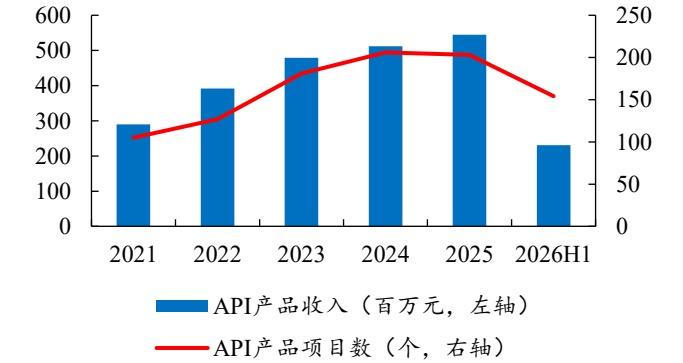
图31：公司整体交付结构向后期优化（单位：个）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

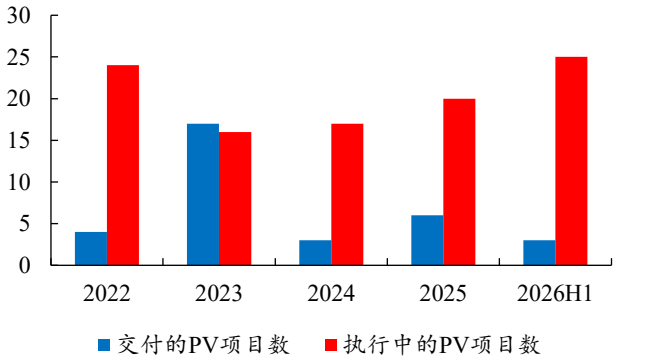
API 业务收入稳步增长，在执行 PV 项目为商业化服务积累基础。2021-2025 年，公司 API 产品收入由 2.90 亿元增至 5.45 亿元，年复合增长约 17.1%；同期 API 产品项目数由 105 个增至 203 个，服务规模持续扩大。2026 年上半年，API 产品实现收入 2.31 亿元，服务项目 154 个。从工艺验证项目（Process Validation，简称 PV 项目）看，2025 年公司交付 PV 项目 6 个、期末执行中项目 20 个；2026 年上半年交付 3 个，期末执行中项目增至 25 个，较 2025 年末增加 5 个。随着相关项目完成工艺验证并推进注册上市，公司有望进一步承接后续商业化生产需求，推动服务价值链向商业化阶段延伸。

图32：公司 API 业务收入稳步增长，服务规模持续扩大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：公司 PV 项目为商业化服务积累基础（单位：个）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

多元技术平台协同，强化小分子原料药工艺开发与规模化交付能力。公司围绕药物合成、分离纯化及固态性质控制，布局药物结晶、生物催化、金属催化、连续反应、超临界流体色谱及磨粉/微粉等技术，并通过全球化学工程与技术中心整合反应工程、工艺工程、材料科学及计算化学等能力。其中，生物催化与金属催化支持

合成路线优化及复杂结构构建，连续反应技术提升特定反应的安全性与生产效率，色谱、结晶及磨粉/微粉技术则支持纯度、晶型及粒径控制。上述平台协同覆盖从实验室工艺开发到生产放大的关键环节，有助于解决复杂项目的工艺瓶颈，并加强原料药与制剂开发衔接，为公司承接高技术要求项目及后续商业化生产提供支撑。

表4：公司持续加强技术平台能力建设

技术平台	核心能力	平台建设及应用
药物结晶技术	盐型、共晶及多晶型筛选；晶体结构解析；结晶工艺开发与放大；处方前研究；原料药与辅料协同精制	已为超过 800 种分子提供固态研究解决方案；应用覆盖小分子及 PROTAC、多肽等新分子，支持晶型、粒径分布、纯度及残留溶剂控制
生物催化技术	酶筛选与改造、酶制剂开发、生物催化路线设计及工艺优化；多酶级联及酶与化学合成耦联	拥有逾 2,000 种酶，覆盖 80 余种反应类型，年均开展 50 余项应用项目；运用 AI 辅助提升酶的活性、选择性及稳定性，部分生产项目达到百吨级规模
金属催化技术	金属催化条件筛选及优化，覆盖 Suzuki、Buchwald、Ullmann 等碳—碳、碳—氮偶联反应；催化剂用量优化及金属残留控制	建立 24/96 孔板微量反应筛选平台；上海团队具备钯、铜催化偶联能力，美国 J-STAR 具备铑、钌、铱、镍等金属催化筛选能力
连续反应技术	间歇工艺向连续工艺转化，连续反应参数开发及优化，以及连续萃取、淬灭、液液分离等后处理	配备微通道、光化学、连续催化氢化等反应设备；可承接公斤级研发生产、中试验证及商业化吨位生产，已应用于硝化、臭氧、叠氮及有机金属反应等项目
超临界流体色谱技术	制备型超临界流体色谱（prep-SFC）及制备型高效液相色谱的方法开发、优化与分离纯化；杂质制备	具备手性及非手性分离条件筛选能力，提供从方法开发、放大到非 GMP 及 GMP 生产的服务，并配套纳滤/超滤及冻干能力
磨粉/微粉技术	原料药粉末表征、研磨可行性研究、参数筛选、粒度控制及工艺验证	配备不同类型及规模的粉碎设备，提供非 GMP 及 GMP 生产服务，可制备不同粒度物料用于制剂研究
化学工程与技术	涵盖化学反应工程、化学工艺工程、化药制粒工程、化药材料科学、计算化学与数据科学	全球化学工程与技术中心（GCET）整合反应动力学、反应器设计、分离过程、工艺模拟、颗粒控制及固态分析能力，并运用机器学习与实验设计辅助工艺优化

资料来源：公司官网、开源证券研究所

多基地布局覆盖研发至商业化生产，存量产能提效与局部改扩建协同推进。公司原料药产能分布于重庆长寿、上海奉贤、江西宜春、湖北孝感及美国新泽西，反应总体积约 2,080m³，配备 735 台反应釜，覆盖 5-10,000L 多种规格，能够匹配不同阶段项目的研发及生产需求。随着业务增长，公司产能利用率逐步提升，叠加排产优化及精细化运营，固定成本摊薄将为盈利改善提供支撑。产能建设方面，截至 2026 年 10 月，公司湖北工厂 702 车间改造建设已启动，预计 2027 年下半年投用。同时，公司正结合新一轮三年战略规划测算产能需求缺口。

表5：公司原料药产能主要分布于重庆长寿、上海奉贤、江西宜春、湖北孝感及美国新泽西

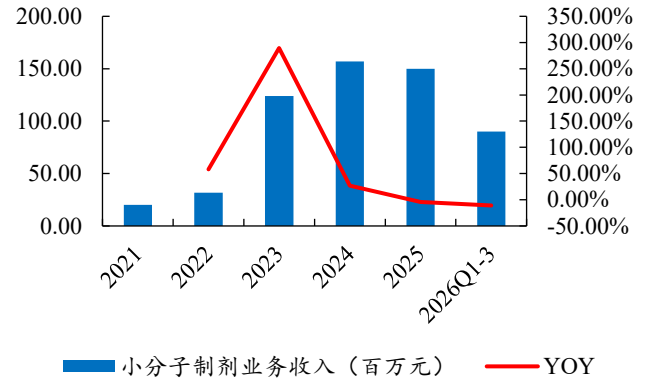
工厂	反应体积（m³）	反应釜（L）	反应釜数	反应温度（℃）	反应压力（MPa）	生产条件
重庆长寿	978	5～10,000	329	-85～200	-0.1～5	GMP
上海奉贤	68	10～6,300	67	-80～200	-0.1～2	GMP、高活
江西宜春	480	200～5,000	199	-70～140	-0.1～2.5	GMP
湖北孝感	552	500～6,300	122	-90～150	-0.1～0.2	Non-GMP
美国新泽西	1	5～150	18	-80～220	-0.1～0.095	GMP、高活
总计	约 2,080	5～10,000	735	-90～220	-0.1～5	-

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、 小分子制剂：订单结构向创新药倾斜，中美制剂基地分工协同

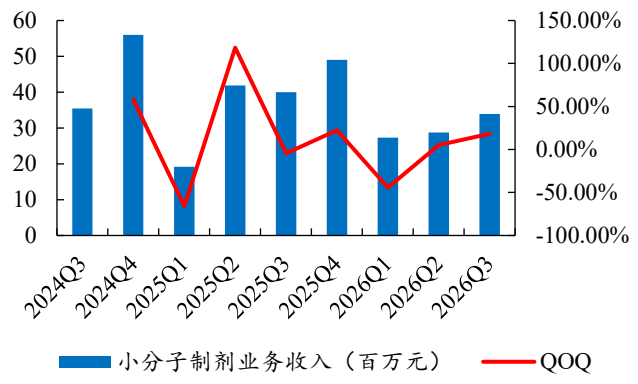
小分子制剂业务推进仿创结构调整，创新药服务保持增长。公司小分子制剂业务，主要为客户提供小分子药物开发所需制剂处方工艺开发及优化、分析方法开发及验证、复杂制剂开发、改良剂型开发等定制研发与生产以及共同开发服务。公司制剂业务经前期拓展，2025 年收入规模达 1.50 亿元。2026 年前三季度实现收入 0.90 亿元，同比下降约 11%，主要受仿创结构调整影响：仿制药制剂 CDMO 收入同比下降约 41%，创新药制剂 CDMO 收入同比增长约 20%，部分对冲仿制药业务下滑。从季度表现看，2026 年 Q1/Q2/Q3 收入分别为 2,727/2,873/3,395 万元，逐季回升，单 Q3 环比增长 18.17%。

图34：小分子制剂业务 2026 前三季度实现营收 0.9 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

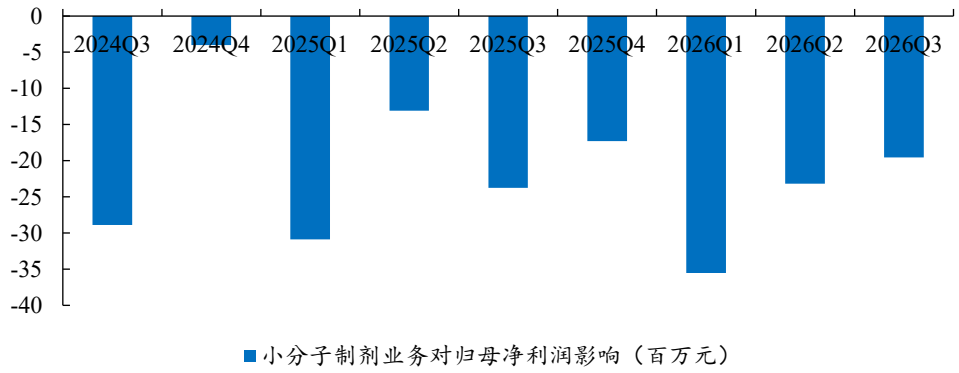
图35：2026 年公司小分子制剂业务收入呈逐季回升态势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

制剂业务亏损有望逐步收窄。2026 年 Q1/Q2/Q3，小分子制剂业务对归母净利润的影响分别为-3,553/-2,319/-1,955 万元，单 Q3 亏损环比收窄约 15.7%、同比收窄约 17.6%，与季度收入回升趋势相呼应。前三季度累计归母亏损贡献仍达 7,827 万元，同比增加 1,058 万元，仿创结构调整带来的经营压力尚未完全消化。后续随着创新药项目收入占比提升及订单转化，制剂业务有望进一步改善产能利用效率、收窄亏损。

图36：公司小分子制剂业务亏损有望逐步收窄

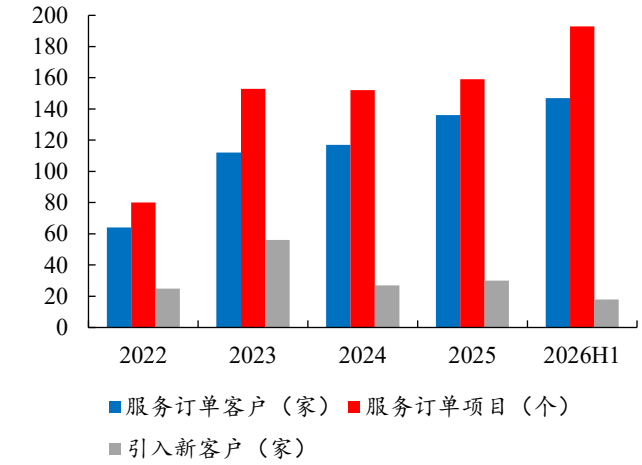


数据来源：公司公告、开源证券研究所

制剂业务客户及项目覆盖持续扩大，订单结构调整仍在推进。2026 年上半年，公司小分子制剂业务服务订单客户 147 家、服务订单项目 193 个，均超过 2025 年全年水平，并引入新客户 18 家，引入新项目 24 个，交付项目 108 个，客户及项目基础进一步拓宽，小分子制剂业务新签订单约 6,725 万元，同比增长约 5%。2026 年上

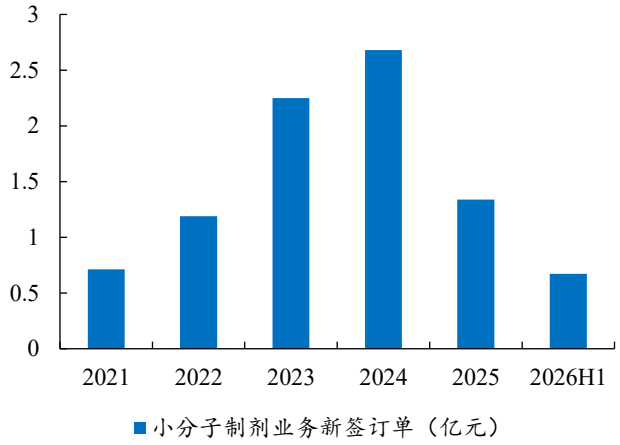
半年，创新药制剂服务项目占比提升，其中半数创新药制剂项目为“原料药+制剂”一体化项目，业务协同逐步深化。同时，公司还在热熔挤出、冻干口崩片、纳米胶束、纳米乳、喷雾干燥、外用制剂等多类型复杂制剂技术上实现项目突破。随着创新药项目持续导入，后续订单转化及商业化推进有望为业务修复提供支撑。

图37：公司小分子制剂业务客户及项目覆盖持续扩大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图38：26H1 公司小分子制剂业务新签订单约 6,725 万元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

中美制剂基地分工协同，支持从临床开发到商业化生产的服务需求。 重庆两江基地配备 6 条生产线，覆盖普通及高活口服固体制剂、注射剂和半固体制剂，其中普通片剂年产能达 10 亿片，可承接中试、临床样品及商业化生产；上海浦东基地聚焦蛋白与偶联药物，具备抗体制剂、ADC 灌装及冻干能力，衔接新分子原液与制剂生产；美国新泽西 Cranbury 基地以临床I-II期制剂开发和 GMP 临床样品生产为主，并提供增溶、粉体研究等服务。三地布局兼顾不同分子类型、剂型与开发阶段，共同开展“原料药+制剂”一体化服务。

表6：公司制剂研发生产布局覆盖多类剂型及不同项目阶段

生产基地	设施规模	主要剂型及产线	服务定位
重庆两江制剂生产基地	面积约 34,000m²，配备 6 条生产线。产能：普通片剂 10 亿片/年、高活片剂 6,000 万片/年；普通胶囊 2 亿粒/年、高活胶囊 6,000 万粒/年；注射剂 5,500 万支/年；乳膏/软膏/凝胶 1,600 万支/年；凝胶贴 3,500 万贴或支/年	普通及高活口服固体制剂、注射剂、半固体制剂；覆盖片剂、胶囊剂、水针、冻干粉针、乳膏、软膏、凝胶及凝胶贴等	覆盖中试、临床样品及商业化生产，支持“原料药+制剂”一体化服务。
上海浦东研发生产基地	工艺研发及分析实验室 2,000 余 m²，GMP 生产车间 3,000 余 m²	抗体制剂生产车间、ADC 灌装及冻干车间；具备非高活制剂西林瓶及预充针灌装、高活冻干制剂灌装能力	专注于蛋白与偶联药物 CDMO 服务，可提供偶联物、抗体、负载、连接子从原料药到制剂一站式研发生产服务。
美国新泽西 Cranbury 基地（J-STAR）	Cranbury 基地面积约 9,100m²；制剂服务板块约 500m²GMP	制剂开发实验室及 GMP 功能区；结合所附图片，覆盖口服胶囊、片剂及注射剂，提供增溶、粉体研究及原料药—制剂共加工服务	以临床I-II期制剂开发及 GMP 临床样品生产为主，提供美国本地研发生产服务。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.3、 细胞与基因治疗：收入规模逐步扩大，新签订单增长提速

公司的细胞与基因治疗业务主要以控股子公司苏州博腾生物制药有限公司为运营主体，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，为客户提供从建库、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。

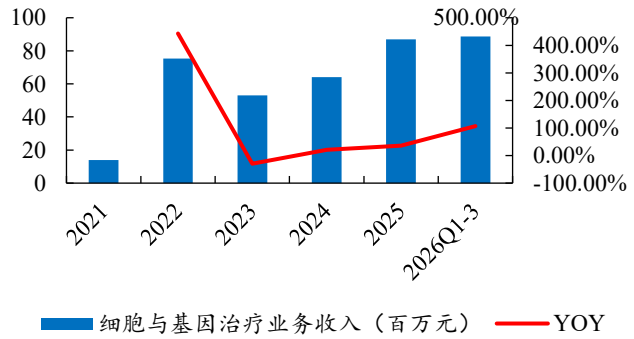
图39：公司搭建了质粒、细胞治疗、基因治疗等 CDMO 平台



资料来源：公司官网

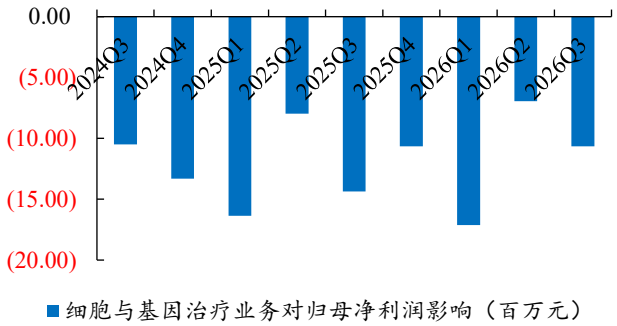
细胞与基因治疗业务收入加速增长，2026 年前三季度同比减亏。 公司细胞与基因治疗（CGT）CDMO 业务自 2024 年恢复增长，2026 年前三季度实现收入约 8873 万元，同比增长约 107%，已超过 2025 年全年水平。盈利方面，前三季度该业务对公司归母净利润的影响约为-3471 万元，同比减亏约 396 万元；单三季度亏损约 1065 万元，同比减亏约 370 万元。

图40：公司细胞与基因治疗业务收入加速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图41：细胞与基因治疗业务 2026 年前三季度同比减亏



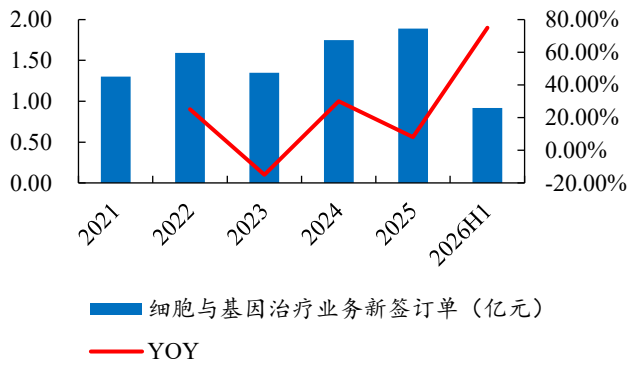
数据来源：公司公告、开源证券研究所

细胞与基因治疗业务新签订单增长提速，商业化受托生产取得资质进展。 继 2024-2025 年连续增长后，2026 年上半年公司细胞与基因治疗业务新签订单达 0.92 亿元，同比增长约 75%，其中国外客户订单占比达 38%。2026H1，公司服务 76 家客户、111 个项目，新引入 40 家客户、新增 67 个项目，并完成 73 个项目交付，新增项目数已超过 2025 年全年的一半。

项目进展方面，2026 年上半年苏州博腾完成首个细胞治疗工艺验证项目，并首次取得《药品生产许可证》（C 证），具备了承接细胞与基因治疗产品商业化受托生产的合规资质。同时，公司助力客户取得溶瘤细菌药物中美两地临床试验批件，

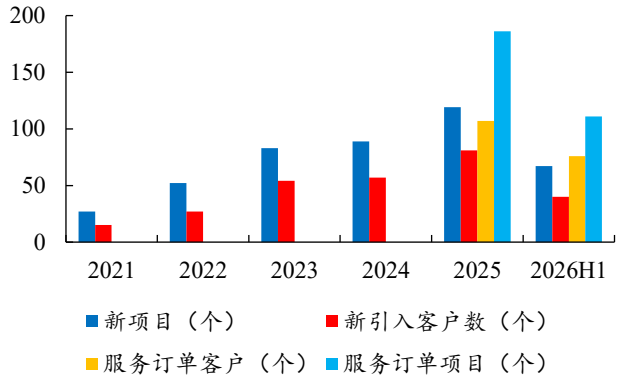
以及国内首个慢病毒体内 CAR-T 临床试验批件。随着早期项目持续导入、后期项目推进至工艺验证阶段，公司有望进一步拓展从临床开发到商业化生产的服务机会。

图42：公司细胞与基因治疗业务新签订单增长提速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图43：细胞与基因治疗业务客户、项目数量不断增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

CGT 平台贯通质粒、病毒载体与细胞产品生产，项目交付经验持续积累。

生物已建立细胞治疗、病毒载体、外泌体、mRNA 及质粒五大平台。其中，细胞治疗平台配置 12 条独立 cGMP 生产线，已助力 18 个 IND 申报项目获得临床默许；慢病毒和 AAV 平台最大单批规模分别达 200L 和 500L，年生产能力分别最高达 100 批次和 80 批次。配套质粒平台年产能达 80 批次，三个慢病毒辅助质粒已完成美国 DMF 备案，可支持客户在美国申报时引用相关资料。此外，公司已完成 250 个以上不同 CAR-T/TCR-T 序列的慢病毒制备，并将生产服务拓展至外泌体及 mRNA 等方向，为不同类型 CGT 项目的临床开发和后续放大生产提供支持。

表7：博腾生物五大 CGT 平台经多年发展，均有自建产能，项目交付经验丰富

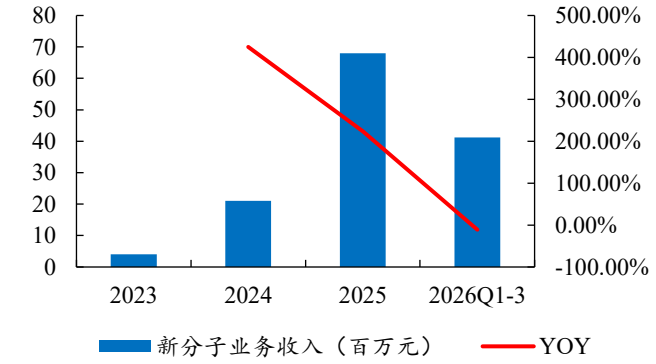
平台	产线及生产规模	生产经验
细胞治疗产品	12 条独立的封闭式系统 cGMP 生产线，配套自动化分离、培养及浓缩设备	已为 18 个 IND 申报项目成功获得临床默许批件，并正在为数十个细胞治疗项目提供非注册临床试验，IND 申报和临床 I/II 期的 CDMO 服务。
病毒载体	慢病毒载体（LVV）：4 条独立病毒载体产线和 3 条独立细胞建库产线，最大批次可达 200L，每年最多 100 批次。1 条全自动西林瓶灌装线，单批产能 12000 瓶。 腺相关病毒载体（AAV）：约 4,000 平米的实验室；3 条独立病毒载体产线，最大单批 500L（预留 2000L 生产空间）；3 条独立的细胞建库产线；年生产能力最高 80 批次。1 条全自动西林瓶灌装线，批产能 20000 瓶。	慢病毒工艺开发已完成 250 个以上不同 CAR-T/TCR-T 序列的慢病毒制备和多个 CMC 项目服务
外泌体	支持 2L/5L/25L/50L 生物反应器规模，实现从研发到商业化生产的无缝衔接	支持 HEK293、MSC、K562、iPSC 等细胞来源，覆盖细胞扩增、外泌体分离、纯化及 GMP 生产；可在 1 个月内交付 GMP 级外泌体。
mRNA	具备 mRNA 原液及制剂 GMP 生产能力	覆盖线性化质粒、体外转录、加帽、纯化及 LNP 制剂，支持 mRNA、saRNA 及 circRNA 等。
质粒	配备一次性及不锈钢质粒产线，产能达 80 批次/年	已完成数十个质粒的 GMP 生产；慢病毒包装用的三个辅助质粒已完成美国 DMF 备案；成功协助多个细胞治疗项目获得国内 IND 批件

资料来源：博腾生物官网、开源证券研究所

3.4、 新分子业务：新签订单回升，中美两地布局

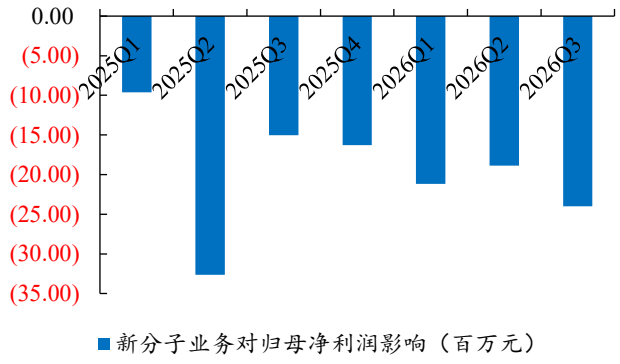
新分子业务收入受项目交付节奏影响，尚待规模效应形成。公司的新分子业务，主要为多肽与寡核苷酸、蛋白与偶联药物等药物提供定制研发及生产服务。2023-2025年，公司新分子业务收入由400万元增至约6800万元。2026年前三季度，受客户项目交付节奏影响，新分子业务实现收入约4120万元，同比下降约11%，主要是受客户项目交付节奏影响，预计全年收入仍将实现同比增长。盈利方面，前三季度该业务对公司归母净利润的影响为-6,404万元，同比增亏679万元。公司新分子业务目前服务管线主要以临床前及临床阶段服务为主，尚未形成规模效应以实现盈利。

图44：2026Q1-3公司新分子业务实现收入约4120万元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

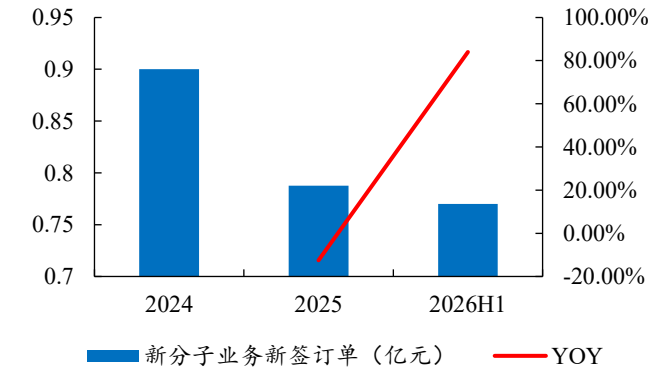
图45：2026Q1-3公司新分子业务亏损6404万元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

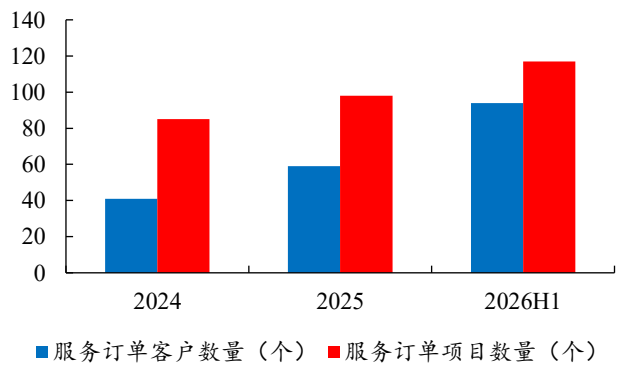
新分子业务新签订单回升，客户与项目规模继续扩大。2026年上半年，公司新分子业务新签订单约7,700万元，同比增长约84%，已接近2025年全年水平；服务订单客户达94家、服务订单项目达117个，均超过2025年全年。同期，公司新引入25家客户、64个项目，交付62个项目，其中一个双载荷ADC项目完成了从工艺开发到GMP临床样品生产的全流程交付。

图46：2026H1公司新分子业务新签订单快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图47：公司新分子业务客户与项目规模继续扩大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

多平台协同覆盖复杂分子的关键生产环节，双载荷ADC项目已完成临床样品交付。公司的新分子CDMO平台可为多肽项目提供非天然氨基酸定制服务，也可为偶联药物项目配套提供抗体、寡核苷酸或载荷–连接子，并衔接后续偶联、原液生产及制剂灌装。2026年上半年，公司完成一个双载荷ADC项目从工艺开发到GMP临床样品生产的全流程交付，为多平台协同提供了实际案例。同期，公司启动奉贤工厂高活产线扩建，预计于2027年一季度投用。

表8：公司新分子业务能力不断拓展，双载荷 ADC 项目已完成从工艺开发到 GMP 临床样品生产的全流程交付

种类	技术能力	项目进展及规划
偶联	覆盖抗体偶联药物（ADC）、抗体–寡核苷酸偶联药物（AOC）等，可提供偶联工艺开发、放大、纯化、分析及 GMP 生产服务。ADC 平台支持多种偶联方式及药物抗体比（DAR）控制，并可衔接载荷-连接子、抗体、偶联原液和制剂环节	2026 年上半年，完成一个双载荷 ADC 项目从工艺开发到 GMP 临床样品生产的全流程交付
蛋白/抗体	覆盖单抗、双抗、融合蛋白、纳米抗体及酶；从 DNA 到筛得前三个克隆约 14 周，优选克隆表达量最高达 9 克/升。 提供细胞株开发、GMP 细胞建库、上下游工艺开发及 GMP 生产服务，可为偶联项目配套提供抗体原液。	持续拓展抗体及 ADC 早期项目
载荷-连接子	覆盖工艺与分析开发及 cGMP 生产，具备隔离条件下的纯化、过滤干燥及冻干能力；支持 OEB 4 及 OEB 5 级高活化合物操作，单批可达千克级	第二条有效载荷–连接子产线在建；奉贤高活产线扩建预计于 2027 年一季度投用
非天然氨基酸	依托酶库和生物催化能力，支持非天然氨基酸定制开发及放大生产，生产规模最高可达数百公斤	—
多肽	支持固相、液相及固液混合合成，覆盖修饰肽及多肽偶联药物相关项目，放大生产规格为 100 克至 3 公斤	将重点投入液相多肽技术开发
寡核苷酸	覆盖 ASO、siRNA、适配体及其偶联物，支持 16-100 个核苷酸长度的分子及其衍生物，合成设备单批规模最高为 700 克	2026 年三季度以来寡核苷酸订单实现增长

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

新分子业务形成中美两地布局，规划扩产重点为抗体及偶联生产。 公司在上海形成了闵行研发、奉贤 GMP 生产、浦东蛋白与偶联药物研发及生产的分工。其中，闵行与奉贤覆盖寡核苷酸、多肽及有效载荷-连接子，可衔接早期研发与 GMP 生产；浦东已具备 200-500L 蛋白生产及 10-200L 偶联能力。美国新泽西 Cranbury 基地目前能力以 Non-GMP 研发为主。根据公司规划，浦东拟将抗体和偶联生产规模分别拓展至 500-2,000L 和 200-500L，Cranbury 亦规划建设 200-500L GMP 偶联产能。若规划落地，公司在中美两地承接更大规模偶联项目的能力将进一步增强。

表9：公司新分子 CDMO 业务全球基地及产能布局

基地	服务范围	基地定位	现有设备规模	现有能力	规划产能
上海浦东	DS、DP	蛋白与偶联药物研发及 GMP 生产基地	蛋白：200-500 L；偶联：10-200 L	GMP 及 Non-GMP；覆盖高活与非高活	抗体：500-2,000 L，GMP；偶联：200-500 L，GMP
上海闵行	DS、DP	寡核苷酸、多肽及有效载荷-连接子研发中心	50 L	Non-GMP；覆盖高活与非高活	—
上海奉贤	DS	寡核苷酸、多肽及有效载荷-连接子 GMP 生产基地	200 L	GMP；覆盖高活与非高活	—
美国新泽西 Cranbury	DS、DP	有效载荷-连接子研发及 GMP 生产基地	有效载荷-连接子：10-100 L；偶联：10 L	Non-GMP；覆盖高活与非高活	偶联：200-500 L，GMP

资料来源：公司官网、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

（1）**临床早期业务：**公司持续将服务向候选化合物确定及 IND 前阶段延伸，有望增加早期项目入口，但从项目导入到收入确认仍需时间。我们预计 2026-2028 年临床早期业务收入增速分别为-20.0%/-5.0%/10.0%，毛利率分别为 15.0%/16.0%/18.0%。随着新增项目逐步交付，业务规模恢复有望带动毛利率温和回升；

（2）**临床后期及商业化业务：**公司前期参与开发的项目逐步进入临床后期及商业化阶段，正在执行的工艺验证项目也为后续生产订单提供储备。随着高价值项目交付增加、现有产线排产优化及成熟品种工艺降本，我们预计 2026-2028 年公司临床后期及商业化业务收入增速分别为 26.0%/20.0%/18.0%，毛利率随着规模效应释放与产能利用率逐步提升，分别为 47.2%/48.0%/49.2%；

（3）**期间费用率：**随着收入体量增加，预计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、管理费用率均有望持续下降。

我们看好博腾股份以小分子原料药 CDMO 为基础，通过后期及商业化项目交付增长、产能利用率提升实现盈利修复。我们将对公司 2026 年归母净利润的预测值由原先的 1.52 亿元下调至-0.16 亿元，主要考虑公司终止斯洛文尼亚研发生产基地项目并计提约 3.30 亿元资产减值准备，同时新增 2027-2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为-0.16/4.37/6.23 亿元，EPS 分别为-0.03/0.81/1.16 元，因预计公司 2026 年亏损，当年 PE 不具备可比性，当前股价对应 2027-2028 年 PE 分别为 27.1/19.0 倍。

公司核心业务为小分子原料药 CDMO，选取凯莱英、九洲药业和药石科技作为可比公司。其中，凯莱英与博腾股份在小分子 CDMO 业务模式及从临床开发到商业化供货的服务链条上较为接近；九洲药业可对标创新药原料药的工艺开发与商业化生产能力；药石科技则可作为从分子砌块向中间体、原料药及制剂延伸的补充参照。公司 2027 年对应 27.1 倍 PE，与凯莱英、药石科技接近。我们认为，这反映了对小分子原料药主业盈利能力修复的预期：随着后期及商业化项目逐步放量、产能利用率提升，主业利润率仍有改善空间；若新业务同步减亏，将进一步释放归母利润弹性。公司 2028 年对应 19.0 倍 PE，与可比公司均值基本持平，估值具备合理性，给予“买入”评级。

表10：与可比公司相比，公司远期利润弹性有望释放，2028 年估值基本持平于可比公司均值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002821.SZ	凯莱英	137.00	3.14		5.15	6.41	43.6	32.8	26.6	21.4
603456.SH	九洲药业	14.70	0.82	0.92	1.03	1.17	17.9	15.9	14.3	12.6
300725.SZ	药石科技	37.50	0.79	1.07	1.43	1.76	47.7	35.1	26.3	21.3
可比公司平均			1.58	2.06	1.58	2.06	36.43	27.95	36.4	27.9
300363.SZ	博腾股份	22.10	0.18	-0.03	0.81	1.16	123.1	-	27.1	19.0

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：九洲药业盈利预测数据为 Wind 一致预期，其他数据预测源于开源证券研究所，数据截止至 2026 年 11 月 25 日收盘

5、 风险提示

（1）订单交付不及预期：客户项目延期或终止，可能影响公司收入确认；

（2）主业盈利修复不及预期：产能利用率或降本成效不及预期，可能利率改善；

（3）地缘政治风险：监管政策变化，可能影响公司承接和交付国外订单；

（4）汇率波动风险：汇率波动可能影响公司国外收入折算及汇兑损益。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3241	3274	3801	4277	5235
现金	1475	1131	1281	1588	1876
应收票据及应收账款	796	762	1011	1057	1535
其他应收款	36	46	47	61	67
预付账款	27	29	35	39	48
存货	771	770	884	995	1166
其他流动资产	136	536	542	537	543
非流动资产	5575	5277	5109	5407	5833
长期投资	309	295	262	230	199
固定资产	3073	2891	3058	3334	3749
无形资产	259	252	264	271	257
其他非流动资产	1934	1839	1526	1571	1628
资产总计	8816	8551	8910	9683	11069
流动负债	1705	1796	2047	2654	3564
短期借款	66	10	814	1420	2015
应付票据及应付账款	899	845	662	651	932
其他流动负债	740	941	570	583	617
非流动负债	1700	1257	1180	1118	1067
长期借款	909	481	405	343	292
其他非流动负债	791	776	776	776	776
负债合计	3405	3053	3227	3772	4631
少数股东权益	213	147	89	57	51
股本	545	543	537	537	537
资本公积	2041	1943	1943	1943	1943
留存收益	2742	2839	2798	3005	3399
归属母公司股东权益	5198	5351	5593	5854	6386
负债和股东权益	8816	8551	8602	9326	10669

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	406	757	360	704	825
净利润	-366	30	-74	413	607
折旧摊销	370	406	325	377	444
财务费用	29	67	26	69	111
投资损失	14	3	-7	-12	-15
营运资金变动	103	73	-244	-142	-338
其他经营现金流	255	178	334	-1	16
投资活动现金流	-500	-678	-477	-656	-851
资本支出	491	293	520	707	902
长期投资	-15	-403	14	14	14
其他投资现金流	6	18	29	36	36
筹资活动现金流	-414	-494	-537	-347	-281
短期借款	46	-56	804	606	595
长期借款	-161	-428	-77	-62	-51
普通股增加	-1	-2	0	0	0
资本公积增加	-26	-98	0	0	0
其他筹资现金流	-271	90	-1265	-890	-825
现金净增加额	-504	-426	-654	-299	-307

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3012	3420	3882	4536	5359
营业成本	2271	2396	2572	2921	3358
营业税金及附加	23	32	38	41	50
营业费用	160	175	217	240	257
管理费用	398	384	408	454	498
研发费用	338	268	264	281	322
财务费用	29	67	26	69	111
资产减值损失	-133	-37	-377	-45	-27
其他收益	35	46	35	38	39
公允价值变动收益	-2	9	4	7	5
投资净收益	-14	-3	7	2	15
资产处置收益	-1	-1	-0	-0	-1
营业利润	-342	93	19	527	773
营业外收入	2	5	3	3	3
营业外支出	34	15	23	24	24
利润总额	-374	83	-2	506	752
所得税	-8	52	72	101	135
净利润	-366	30	-74	405	617
少数股东损益	-78	-66	-58	-32	-6
归属母公司净利润	-288	96	-16	437	623
EBITDA	16	487	326	920	1259
EPS(元)	-0.54	0.18	-0.03	0.81	1.16

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-17.9	13.5	13.5	16.9	18.1
营业利润(%)	-227.4	127.1	-79.7	2697.0	46.7
归属于母公司净利润(%)	-207.8	133.5	-116.6	2834.1	42.6
获利能力					
毛利率(%)	24.6	29.9	33.7	35.6	37.3
净利率(%)	-12.2	0.9	-1.9	8.9	11.5
ROE(%)	-6.8	0.6	-1.4	7.3	10.2
ROIC(%)	-7.2	0.6	0.0	8.0	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	38.6	35.7	36.2	39.0	41.8
净负债比率(%)	0.6	0.3	3.9	8.2	12.0
流动比率	1.9	1.8	1.9	1.6	1.5
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	4.1	4.4	4.4	4.4	4.1
应付账款周转率	4.1	4.6	4.4	4.4	4.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-0.54	0.18	-0.03	0.81	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.41	0.67	1.31	1.54
每股净资产(最新摊薄)	9.69	9.97	9.85	10.24	11.16
估值比率					
P/E	-41.2	123.1	-741.7	27.1	19.0
P/B	2.3	2.2	2.2	2.2	2.0
EV/EBITDA	764.7	24.1	36.4	13.1	9.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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（Underperform）	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（Underperform）	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（北交所基准指数为北证 50 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。		

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，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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。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3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9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