



战略转型迎来拐点，立足 CDMO 优质赛道快速增长

博腾股份(300363)

► 战略转型 CDMO 获得成功，研发实力获得极大提升

2017年以来，公司实施了全面战略调整、营销改革，通过收购 J-STAR 和加大研发投入，搭建了多个高壁垒技术平台，建成 CRO+CMO 的 CDMO 一体化服务体系。未来，公司还将搭建 BU 工艺研究单元，服务于技术含量更高、更早期的 CRO 项目，工艺开发能力将更上新台阶。战略转型以来，公司在服务客户数量、服务产品、项目数量等方面均持续突破新高，驱动 CRO 业务收入保持 50% 以上增长、CMO 业务收入增长提速，未来，依托新产能释放和研发人员效率提升，公司各业务均有望保持快速增长。

► 2019 年是公司业绩重大拐点年，未来净利润率有望持续提升

经过两年战略转型期，公司于 2019 年开始进入经营和业绩重大拐点阶段。2019 年前三季度收入同比增长 29%，扣非净利润同比大幅增长 192%，Q3 单季度收入和净利润均创历史新高，毛利率和净利润率各项指标均显著提升，经营态势大幅向好。2019 年公司收入有望达到 15 亿元以上，显著超过 2016 年 13.27 亿元历史最高收入，公司已经彻底走出经营低谷，同时，随着公司产能利用率持续提升、规模效应显现、研发人员 CRO 项目交付效率持续提高，费用率下降，未来几年，公司净利润增速将持续显著超过收入增速，保持更快增长。2019 年开始，公司进入业绩拐点。

► 未来 3 年净利润复合增速有望超过 40%，估值水平有望持续修复

我们预计，公司 2019~2021 年收入有望达到 15.4 亿、20.0 亿和 25.66 亿元，分别同比增长 30%、30%、28%，净利润分别为 1.73 亿、2.35 亿和 3.17 亿元，分别同比增长 39%、36%、35%。当前股价对应 2019~2021 年估值分别为 43X/31X/23X，2020 年 PEG 小于 1，考虑到经过两年战略转型，公司已经走出低谷，2019 年正在迎来中长期业绩拐点，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

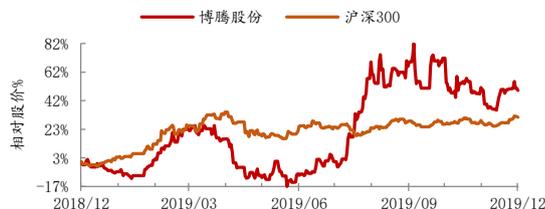
订单和收入增长低于预期；毛利率和净利润率不能持续提升；因关联方非经营性资金占用事项收到中国证券监督管理委员会重庆监管局调查通知书。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1184.09	1184.86	1540.00	2000.00	2566.00
YoY (%)	-10.74%	0.07%	29.97%	29.87%	28.30%
归母净利润(百万元)	107.45	124.49	173.00	235.00	317.00

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	13.62
股票代码:	300363
52 周最高价/最低价:	16.56/7.62
总市值(亿)	73.92
自由流通市值(亿)	58.24
自由流通股数(百万)	427.62



分析师: 崔文亮
邮箱: cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话: 010-59775339

YoY (%)	-37.23%	15.86%	38.96%	35.84%	34.89%
毛利率 (%)	36.74%	33.46%	37.01%	37.25%	37.65%
每股收益 (元)	0.20	0.23	0.32	0.43	0.58
ROE	7.81%	4.32%	5.65%	7.13%	8.77%
市盈率	68.80	59.38	42.73	31.46	23.32

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. CDMO 转型初获成功，业务结构持续优化驱动收入和利润双重高增长.....	5
1.1. 2017 年开始全面向 CDMO 业务转型，CRO 业务持续高增长.....	5
1.2. 持续加大研发投入，搭建 CRO 业务核心技术平台.....	7
1.3. 效率提升+产能释放驱动公司 CRO 业务继续高速增长 50%.....	8
1.4. 项目储备数量高速增长，为公司 CRO 业务高增长保驾护航.....	10
2. 战略转型驱动客户结构持续优化，CMO 业务迎来拐点.....	10
2.1. 从“大客户”战略到“3+5+N”战略.....	10
2.2. 产能利用率持续提高驱动毛利率持续提升，CMO 业务量价齐升.....	12
2.3. 新客户和新项目数量持续增长，驱动公司 CMO 业务和整体收入保持快速增长.....	14
2.4. 推动产品向 API 升级.....	16
3. 2019 年公司迎来显著业绩拐点，Q3 单季度收入和净利润均创历史新高.....	17
3.1. 激励条件要求苛刻，2019 年收入规模将突破历史新高.....	17
3.2. 2019 年 Q3 超预期，单季度收入和净利润均创历史新高.....	18
3.3. 毛利率持续提升、费用率持续下降，未来净利润有望持续提升.....	18
4. CDMO 受益全球产能转移以及国内创新氛围崛起.....	20
5. 盈利预测与投资建议.....	23
5.1. 投资逻辑.....	23
5.2. 盈利预测与投资建议.....	24
6. 风险提示.....	25

图表目录

图 1 2017 年公司通过收购 J-STAR，建立 CDMO 业务模式.....	5
图 2 J-STAR 收入及增速.....	6
图 3 公司国内 CRO 团队业务收入及增速.....	6
图 4 公司 CRO 业务收入及增速.....	6
图 5 公司 CRO 业务收入占比持续提升.....	6
图 6 公司研发中心分布.....	7
图 7 公司研发人员数量持续增加.....	8
图 8 公司研发费用持续快速增长.....	8
图 9 公司 CRO 业务效率持续提升.....	9
图 10 304 车间平均每周完成生产批次数量持续提升.....	9
图 11 公司 CRO 业务毛利率持续提升.....	9
图 12 公司 CRO 业务产能增长.....	9
图 13 公司实现销售产品数快速增长.....	10
图 14 公司 PO~P2 阶段项目数大幅增长.....	10
图 15 公司向“3+5+N”战略转型.....	11
图 16 公司销售架构调整执行“3+5+N”战略.....	11
图 17 来自中国和北美客户收入高速增长.....	12
图 18 公司来自五大潜力客户实现高速增长.....	12
图 19 公司 CMO 业务开始实现快速增长.....	13
图 20 公司毛利率逐步提升.....	13
图 21 公司服务的客户数量持续增加.....	14
图 22 公司服务的新产品数量持续增加.....	14
图 23 公司客户收入占比集中度持续下降.....	15
图 24 公司产品收入占比集中度持续下降.....	15

图 26	公司收入客户分布变化 (单位: 亿元)	15
图 27	公司 API 业务收入	17
图 28	公司 API 产品数量	17
图 29	公司单季度收入	18
图 30	公司单季度净利润	18
图 31	公司三项期间费用率	19
图 32	可比公司合全药业三项期间费用率变化	19
图 33	公司净利润率持续修复	19
图 34	可比公司合全药业净利润率变化	19
图 35	创新药开发流程及相关模块 (产业链逻辑)	20
图 36	新药研发过程中各阶段费用占比情况	21
图 37	全球医药市场规模及其增速	21
图 38	全球医药研发支出及其增速	21
图 39	全球 CRO 市场规模及其行业增速	22
图 40	全球医药研发外包比例呈现上升趋势	22
图 41	中国 CMO 行业市场规模及增速	23
图 42	全球中国 CRO 行业市场规模及增速	23

表 1	公司与凯莱英各项指标对比 (市值按照 2019 年 12 月 18 日收盘价计算)	24
-----	---	----

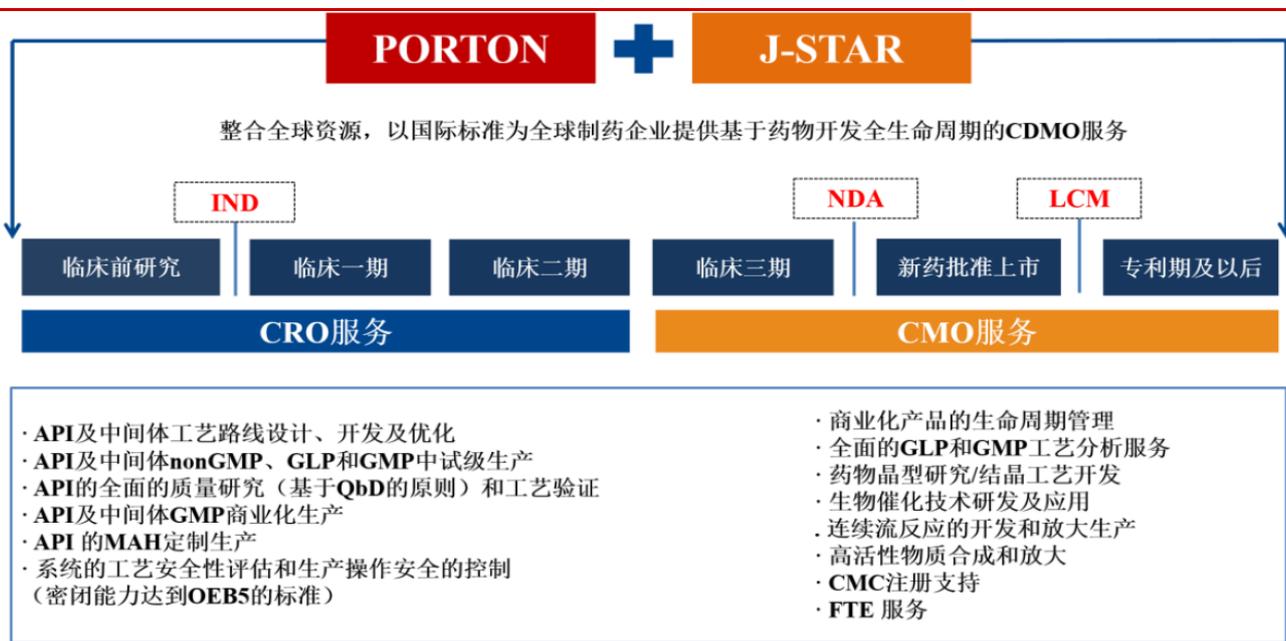
1. CDMO 转型初获成功，业务结构持续优化驱动收入和利润双重高增长

1.1. 2017 年开始全面向 CDMO 业务转型，CRO 业务持续高增长

2017 年 4 月，公司以 2600 万美元完成对美国 CRO 公司 J-STAR 的收购，公司从传统 CMO 向 CRO+CMO 一体化的 CDMO 转型。CRO 业务处于临床早期的业务，以提供研发服务为主，CMO 业务是处于临床后期及商业化阶段的业务，以提供生产服务为主。

- CMO 业务特点：以商业化产品为主的 CMO 业务具有单个项目商业价值较高（价值可达百万美金至数千万美金）、产能需求大、持续性及客户粘性较强的特点。这类项目处于临床三期以后，工艺路线基本成熟，对质量的稳定性和供应链安全性的要求高，公司主要为其提供持续的工艺优化及生产服务。
- CRO 业务特点：与 CMO 业务不同，CRO 业务存在项目数量多，但单个项目价值量相较 CMO 业务偏低的特点（平均 20-30 万美金）。CRO 项目一般处于临床早期，客户对交付速度敏感性更高，对成本敏感性更低。相比 CMO 业务侧重于生产和工艺放大能力，CRO 业务则侧重于高效交付和灵活的研发及生产资源配置能力。

图 1 2017 年公司通过收购 J-STAR，建立 CDMO 业务模式



资料来源：公司年报、华西证券研究所

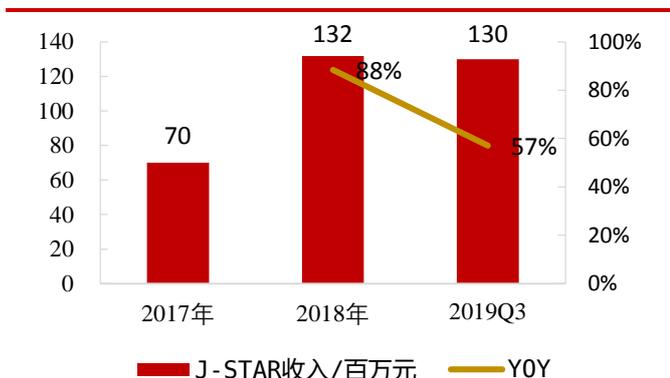
目前，公司 CRO 业务板块分为两部分，一部分是在美国 J-STAR 团队基础上

建立起来的研发团队，另一部分是国内研发中心的 CRO 团队人员。

作为公司战略性新业务，CRO 业务一方面可以直接贡献业绩，但更重要的是，通过 CRO 业务，公司可以更早期地介入客户项目，储备项目管线并起到引流作用，为 CMO 业务发展奠定基础。

2017 年以来，公司对 J-STAR 收购完成后进行了有效的整合与对接，J-STAR 研发人员从 46 个增加到 81 人，销售收入从 2017 年 1 亿左右（2017 年 4~12 月收入 7000 万）增长到 2018 年 1.32 亿元，2019 年前三季度已经达到 1.3 亿，同比大幅增长 57%。除了 J-STAR 整合顺利，公司中国 CRO 团队创造的收入也持续高速增长，2018 年和 2019Q3 分别实现收入 1.64 亿元和 1.75 亿元，分别增长 37% 和 48%，增长态势喜人。

图 2 J-STAR 收入及增速



资料来源：公司年报、华西证券研究所

图 3 公司国内 CRO 团队业务收入及增速



资料来源：公司年报、华西证券研究所

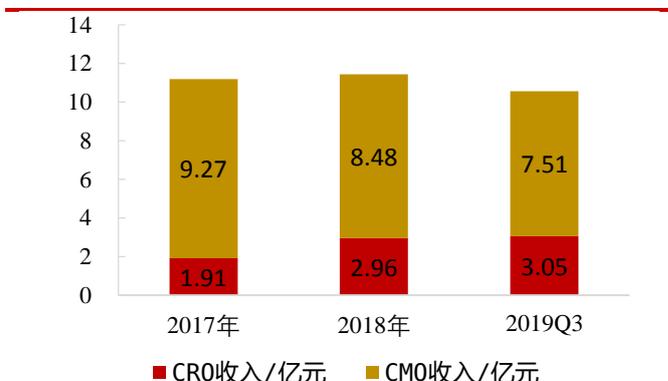
在上述 J-STAR 及国内 CRO 业务高速增长驱动下，公司 CRO 业务整体保持高速增长，2019Q3 收入已经达到 3.05 亿元，同比增长 52%，占整体收入的比例已经提升到 29%，而 2017 年，公司 CRO 业务收入占比仅 17%，公司 CRO 与 CMO 业务的比例更加均衡，CRO 业务的高速增长和收入占比快速提升，背后反映出来的是公司研发能力的提升和早期项目储备数量的大幅提升，为后续 CMO 业务放量奠定了基础。

图 4 公司 CRO 业务收入及增速



资料来源：公司年报、华西证券研究所

图 5 公司 CRO 业务收入占比持续提升



资料来源：公司年报、华西证券研究所

1.2. 持续加大研发投入，搭建 CRO 业务核心技术平台

公司历史上对技术研发相对不够重视，向 CDMO 转型后，由于 CRO 业务对研发技术的要求极高，公司开始持续加大研发投入，研发人员数量从 2016 年 162 人到 2017 年 253 人，再到 2018 年 282 人，目前研发人员数量已经达到 364 人，相比 2016 年实现了翻倍以上。其中，美国研发中心与 J-start 合计有 80 多人研发人员（收购时 J-STAR 只有 47 人），2018 年，公司在中国和美国两地引入 11 名研发高级人才，公司已经立足于全球范围网罗 CRO 领域高端人才。

目前，公司已经在美国新泽西、上海、重庆、成都均设立研发中心，其中，美国新泽西已经整合了公司原有美国研发中心与 J-STAR，研发人员达到 70 多个，占公司总体研发人员数量接近三分之一，公司是国内 CDMO 领域真正在美国布局规模化研发中心的唯一公司；上海研发中心人数也达到 150 人，占比超过三分之一，作为超一线城市，能够更好低吸引全球顶尖人才；成都研发人员 20 人左右，主要服务于 MCP 业务；重庆作为公司总部，研发人员数量在 120 人左右。

图 6 公司研发中心分布



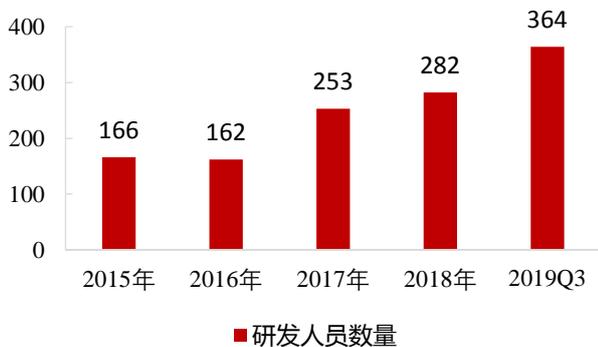
资料来源：公司公众号、华西证券研究所

技术平台方面，公司目前已经在上述 4 大研发中心建成合成、分析、氢化、公斤级、安全、酶催化、结晶、流体化学等各类实验室共计 57 个，在建实验室 4 个，并确立了以“结晶+酶催化+流体+高活+SCF”五位一体的技术平台建设，对于 CRO 业务，技术是立足之本，J-STAR 原本在结晶技术方面处于全球领先水平，公司将借助 J-STAR 在结晶领域的技术优势搭建技术平台，同时，2018 年 4 月，公司与美国 Codexis 签署战略合作协议，获得 Codexis 在酶催化领域的技术合作，同时，公司还在全球范围内网罗顶尖技术人才，技术平台逐步形

成，为公司承接更多高附加值、高技术难度的 CRO 项目打下基础。

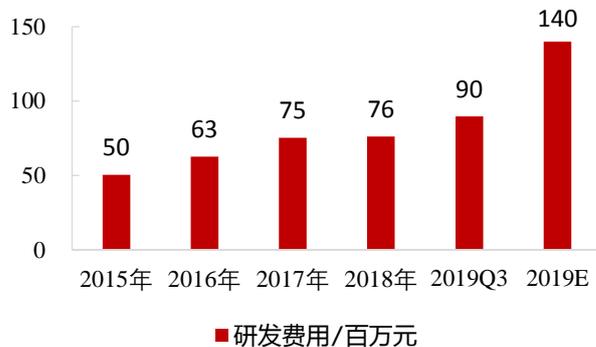
上述技术平台的建设离不开持续研发投入，虽然 2017 年和 2018 年，公司收入和利润出现下滑，但公司的研发投入稳步提升，2019Q3 研发费用接近 9000 万，同比大幅增长 40%，已经超过 2018 年全年，预计 2019 年全年研发费用有望达到 1.4 亿元，公司研发投入力度持续加大。

图 7 公司研发人员数量持续增加



资料来源：公司年报、华西证券研究所

图 8 公司研发费用持续快速增长



资料来源：公司年报、华西证券研究所

根据 2019 年 11 月 1 日的投资者关系活动记录表，2019 年，公司在结晶领域的投入约 1000 万元，在上海有 2 间结晶实验室，6 名研发人员，在美国有 16 人的团队。

近两年，公司在酶催化领域投入近 2000 万元，明年预计会继续增加 500~600 万元投入，公司在上海有 2 个酶催化实验室，8 名研发人员，在建发酵车间，可以支持中试级生产。

连续反应技术方面，公司今年完成了 5 个项目的中试到吨级项目的放大，上海研发连续反应实验室已基本装修完毕，明年能够新增几个反应类型。

1.3. 效率提升+产能释放驱动公司 CRO 业务继续高速增长 50%

CRO 业务是一个资源密集型的业务，根据 2019 年 11 月 1 日的投资者关系活动记录表，2017 年公司刚开始做 CRO 业务时，由于研发部门更适应做 CMO 的研发，做 CRO 项目的效率不高，一步工艺开发需要 6 个研发人员花费一周时间（CRO 业务用于衡量研发效率的“人/周/步”），但是 2018 年底，公司开发一步工艺的上述指标已经提升至 4.5，预计今年年底提升至 3.8，我们预计明年还有 10%提升空间，可以达到 3.5，研发效率在不断提升。

除了上述工艺开发效率持续提升，公司在 CRO 生产方面的效率也持续提升。公司此前用于 CRO 业务中小试生产的主要是 304 车间及 106 车间的一半，其中，我们测算，304 车间 2017 年平均每周可生产 8 个批次，2018 年平均每周可生产 10 个批次，目前平均每周可以生产 16 个批次，生产效率持续提升，相比 2017 年已经接近翻倍。明年，我们预计生产效率还有 10%提升空间，预计最高可以达到每周大约 20 个生产批次。

此外，基于 304 车间生产效率持续提升，公司明年将在其他生产车间也推行 304 车间的运营管理经验（包括切换时间压缩等），届时，公司整体的生产效率都将得到显著提升。

随着公司研发效率的持续提升，公司 CRO 业务毛利率也持续提升，从 2017 年的仅 30% 左右，提升至 2018 年的 32%、2019H 的 35%、2019Q3 的 37%，CRO 业务毛利率持续显著提升，我们预计，未来，公司 CRO 业务毛利率有望继续保持提升态势，最终有望达到 40% 以上。

根据 2019 年 11 月 1 日的投资者关系活动记录表，在产能配套方面，目前，公司在长寿基地共有 10 个生产车间，其中用于 CRO 业务生产的车间主要包括 304 车间和 106 车间的一半。明年公司计划把 106 车间的另外一半改造为可以承接 CRO 项目的产能。我们预计，明年公司 CRO 业务的整体产能有望实现 30% 左右增长，考虑到明年 304 车间及 106 车间还有 10% 以上效率提升，特别是 106 车间，效率提升空间较大。

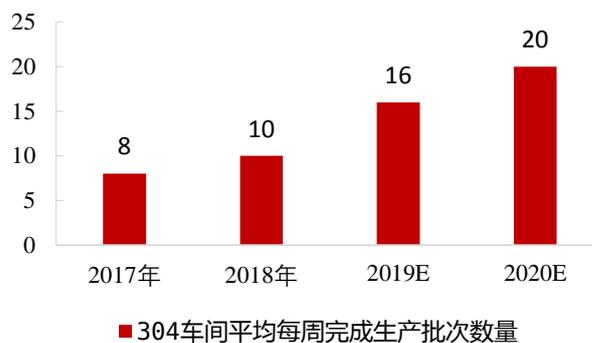
因此，我们预计，明年上述产能增长+效率提升有望驱动公司 CRO 业务实现 50% 收入增长。

图 9 公司 CRO 业务效率持续提升



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

图 10 304 车间平均每周完成生产批次数量持续提升



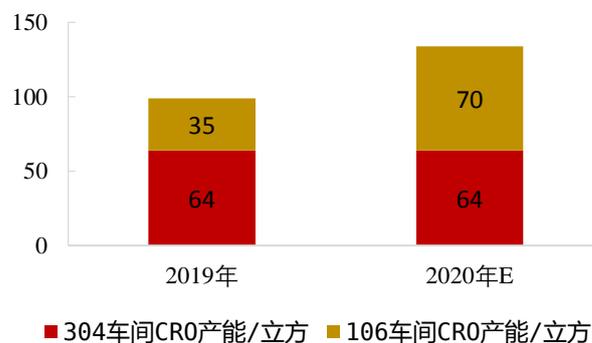
资料来源：华西证券研究所测算

图 11 公司 CRO 业务毛利率持续提升



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

图 12 公司 CRO 业务产能增长



资料来源：华西证券研究所测算

1.4. 项目储备数量高速增长，为公司 CRO 业务高增长保驾护航

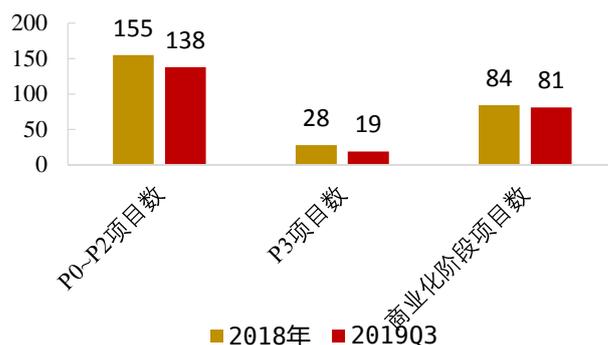
2017 年以前，公司主要执行大客户战略、大客户+战略，一方面整体项目数量有限，同时，由于集中精力在 CMO 业务上，公司处于 CRO 业务阶段的项目（P0~P2）严重不足，但 2017 年战略转型以来，公司全面开拓各类客户，公司项目数量得到了巨大的提升，特别是早期 CRO 阶段的项目，更是得到了数倍的提升，为公司 CRO 业务持续高增长提供保障。

图 13 公司实现销售产品数快速增长



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

图 14 公司 P0~P2 阶段项目数大幅增长



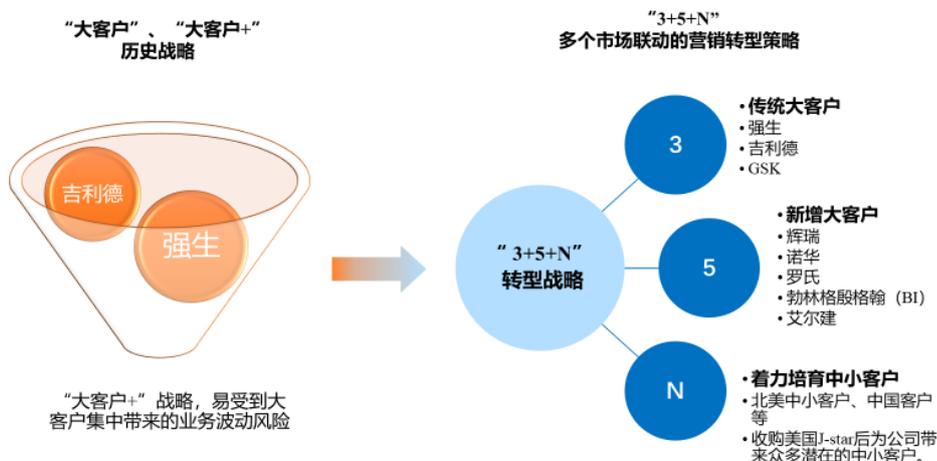
资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

2. 战略转型驱动客户结构持续优化，CMO 业务迎来拐点

2.1. 从“大客户”战略到“3+5+N”战略

历史上，公司一直坚持“大客户”及“大客户+”战略，2017 年底，公司开始提出“3+5+N”战略，3 即是公司传统大客户强生、吉利德及近几年成为战略合作伙伴的 GSK；5 分别指辉瑞、诺华、罗氏、勃林格殷格翰（BI）、艾尔建，上述 5 家客户经过多年培育，已经开始取得显著成果，开始为其提供商业化药品中间体；N 是指中小客户，公司意识到仅服务大客户带来的潜在弊端，开始着力培育中小客户，特别是 2017 年上半年收购的美国 J-star，原本在服务中小创新药企客户方面具有优势，收购完成后为公司带来了众多及潜在的中小客户。

图 15 公司向“3+5+N”战略转型

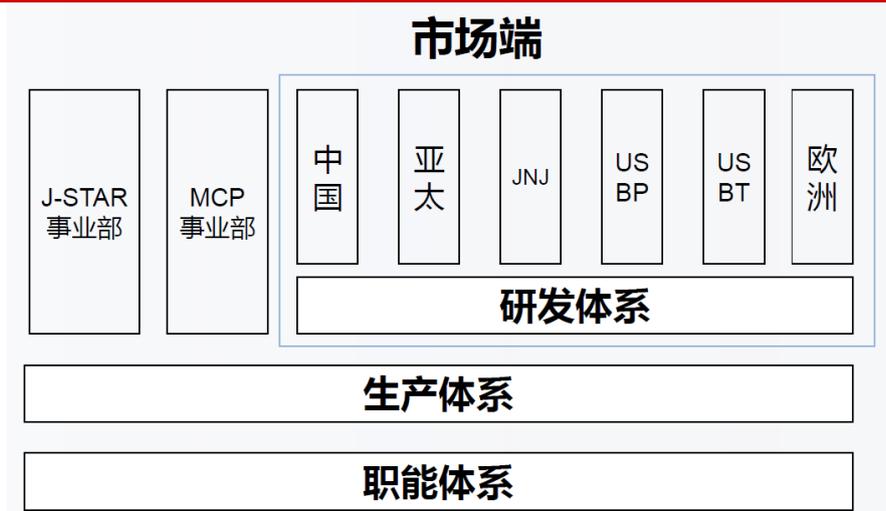


资料来源：公司公众号、华西证券研究所

历史上，公司主要集中精力针对大客户，在确立了战略转型后，2018年，公司新引入5名BD（市场开发人员），分别负责北美和中国市场的业务开发，公司引入的BD大部分为具有丰富CMO行业经验的欧美当地人，目前，公司BD数量已经达到12位，已形成欧洲、北美、中国及亚太三大主流市场业务团队，销售实力得到大幅提升，预计后续BD人员数量还将稳步增加。

销售架构方面，公司更是分别成立了中国、亚太、强生、北美大客户、北美中小客户、欧洲等多个区域及不同级别客户的市场部，采取不同的策略，更具有针对性的开发相应的客户。

图 16 公司销售架构调整执行“3+5+N”战略



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

借助美国 CRO 平台 J-STAR，公司将北美生物技术公司作为 2018 年业务开拓的重点，2018 年获得北美 20 家生物技术企业的业务订单，来自北美中小客户收入首次超过 5000 万元，成为公司业务增长新动力之一。

与此同时，随着 MAH 制度的推出，将打破中国现行药品上市许可与生产许可“捆绑制”管理模式，国内医药外包服务市场容量有望得到进一步释放，2017 年下半年，公司开始主动出击国内市场，为国内不同需求的制药企业和医药研发机构提供从中间体到 API 的 MAH 委托生产服务。

在上述战略转型下，2018 年，公司对国内制药企业及药物研发机构客户实现销售收入 5000 万元左右，同比实现翻倍增长；对北美生物技术公司的销售则实现从无到有的突破，全年实现销售 5000 万左右。2019Q3，来自国内制药企业及北美生物科技公司收入达到 1.2 亿元，已经超过 2018 年全年 1 亿元收入规模，继续保持良好的发展势头。

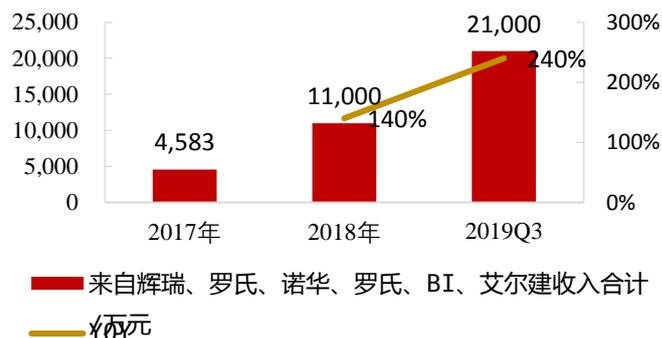
与此同时，除了强生、吉利德和 GSK，公司持续重点服务的潜在大客户辉瑞、罗氏、诺华、罗氏、勃林格殷格翰、艾尔建也逐步培育壮大，2018 年收入合计超过 1 亿，同比增长 140%，2019Q3 收入合计达到 2.1 亿元，同比增长 240%。

图 17 来自中国和北美客户收入高速增长



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

图 18 公司来自五大潜力客户实现高速增长



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

2.2. 产能利用率持续提高驱动毛利率持续提升，CMO 业务量价齐升

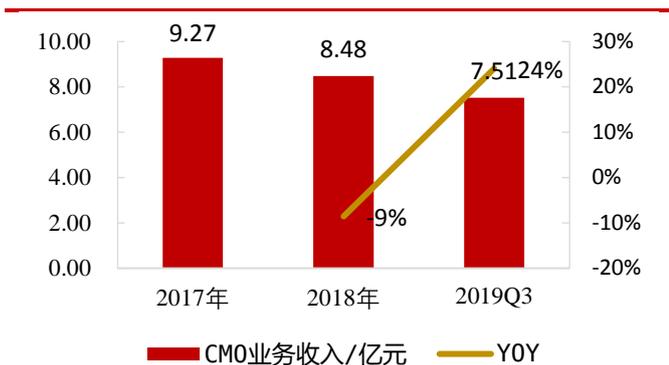
在上述公司全面执行战略转型之下，2019Q3，公司 CMO 业务实现收入 7.5 亿元，同比增长 24%，这也是公司自 2016 年收入达峰后，经历 2017 年和 2018 年收入下降后，再次回到快速增长态势。

毛利率方面，公司历史上毛利率都是在 35%~40%，除了 2015 年是由于卡格列净中间体更换工艺导致成本大幅上涨所致，但是，随着公司新车间陆续投入使用而转固，及此前公司收入下滑，因开工率不足导致公司毛利率显著下降，2018 年毛利率下降到 33%，今年 1 季度更是下降到 32%，而正常情况下，如果在相对理想和正常的开工率水平，公司毛利率水平能够达到 40%左右的平均水平。同时，参考同行合全药业和凯莱英，其毛利率水平都能够达到 40%甚至更高。

我们预计，公司长寿基地设备 2018 年整体开工率仅有 40%左右，是导致 2018 年毛利率较低的主要原因，今年上半年开工率提升到 50%以上，目前开工率提升达到 60%以上，开工率持续提升，根据公司项目不断增多的情况来看，预计明年开工率有望提升到 65%-70%。

随着开工率的提升，公司整体毛利率也同步提升，事实上，2019 年中报，公司毛利率已经从 Q1 31.75%提升至 37.15%，Q3 进一步提升至 37.53%，如果看单季度，Q2 和 Q3 单季度毛利率已经达到 42%和 38%，逐步向行业正常水平靠拢。

图 19 公司 CMO 业务开始实现快速增长



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

图 20 公司毛利率逐步提升



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

展望未来，公司 CMO 业务将继续保持快速增长，我们预计，公司 2019 年和 2020 年，CMO 业务收入均有望实现 25%~30% 增长，相比 2019Q3 呈现继续加速态势。从产能角度看，主要增长驱动力主要来自：

- 目前，公司长寿基地共有 10 个车间，总产能合计 700 立方左右，扣除明年用于 CRO 业务生产的四个车间合计 156 立方，CMO 车间产能合计在 544 立方左右，开工率将从现有 60%左右提升至 70%以上。
- 江西东邦基地目前共有 6 个车间，总产能合计 491 立方，当前主要为非 GMP 生产基地，承接公司多客户业务，未来三年计划提升为 GMP 基地。与此同时，2019 年，东邦基地整体开工率仅有 50%~60%，未来仍有较大提升空间。
- 目前，公司还有两个新的车间规划，分别是 301 车间和 109 车间。其中，301 车间是特殊反应车间，预计 2021 年初投入使用；109 车间是多功能性车间，设计产能 160~180 立方，但它在多功能性设计和灵活性以及自动化系统方面将显著超过 110 车间，因此，实际上，其实际产能有望与 110 车间 315 立方产能的 80%相当，预计投产时间也在 2021 年初。
- 此外，公司现有长寿基地和江西东邦基地仍有约 100 亩空地，仍可容纳 8 个新车间的建设，为公司更长期增长提供保证。

综上，可以看出，2020 年，公司 CMO 业务增长的来源主要来自产能利用率的提升及效率的提升，2021 年，除了开工利用率进一步提升，公司将 301 和 109 两个新车间投入使用，带来产能增量。

2.3. 新客户和新项目数量持续增长，驱动公司 CMO 业务和整体收入保持快速增长

公司实施战略转型以来，服务的客户数量与项目产品数量均实现了大幅增长，不再像 2017 年以前，过分依赖单一大客户和大品种。

2019 年前三季度，公司服务客户数（仅包括有订单客户）186 家，其中新客户大部分来自美国和中国市场，公司重点开拓北美中小客户和中国客户的策略获得显著成果。在客户持续增加的同时，公司服务的新产品数量也持续增加，2019 年上半年公司的活跃项目数已经达到 307 个，2019 年前三季度公司活跃项目数增加至 367 个，为 CDMO 平台源源不断地提供项目流量。

图 21 公司服务的客户数量持续增加



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

图 22 公司服务的新产品数量持续增加

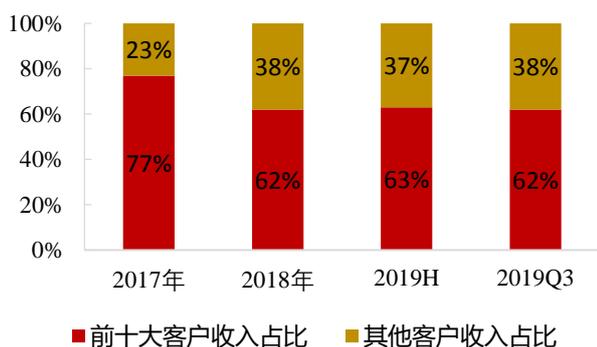


资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

由于公司推行“3+5+N”策略，公司来自客户收入的集中度也持续下降，2016 年，公司来自强生和吉利德两大客户的收入占比达到 56.44%，前 5 大客户收入占比 71.36%，而 2019Q3，公司前十大客户收入占比才 62%。

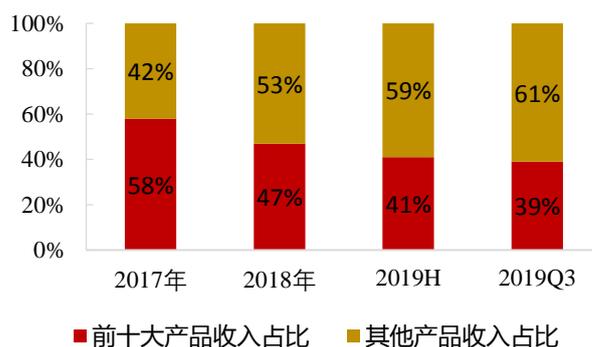
产品集中度方面，2019 年前三季度，公司来自前十大产品的收入占比 39%，预计最大单一品种收入占比不超过 7%，历史上对单一品种过多依赖的情况已经完全消除。

图 23 公司客户收入占比集中度持续下降



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

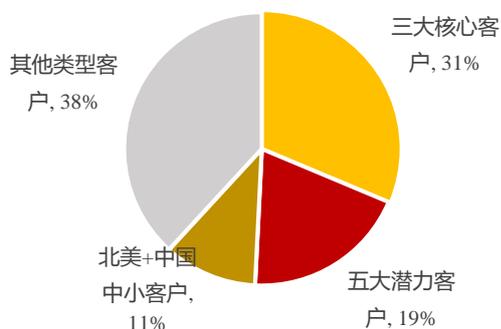
图 24 公司产品收入占比集中度持续下降



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

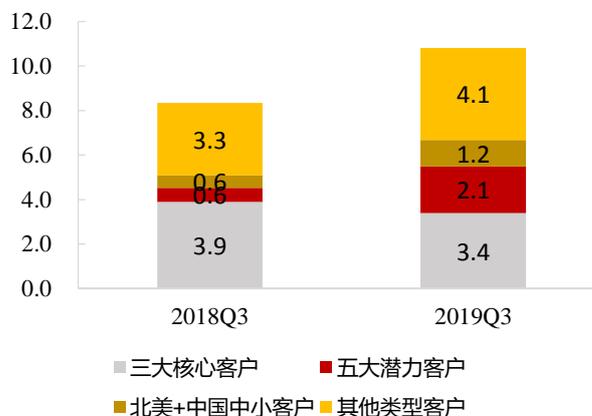
从 2019 年前三季度看，公司来自三大核心客户（强生、吉利德、GSK）收入 3.4 亿元，收入占比已经下降到 31%，收入同比下降 0.5 亿元，预计主要是部分项目及订单交付确认进度影响，预计全年有望实现持平；来自五大战略新兴客户（辉瑞、罗氏、诺华、罗氏、BI、艾尔建）收入 2.1 亿元，收入占比快速提升至 19%，收入同比大幅增长 240%；来自北美和中国中小客户收入 1.2 亿元，收入占比提升至 11%，收入同比接近翻倍；来自其他客户收入 4.1 亿元，收入占比 38%，收入同比增长 26%。

图 25 公司收入客户分布（收入占比）



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

图 26 公司收入客户分布变化（单位：亿元）



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

展望未来，我们预计，公司各部分客户收入结构变化如下：

- 来自三大核心客户收入保持稳定增长。一方面，公司来自吉利德抗丙肝药中间体收入已经接近于 0，没有继续下滑风险，另一方面，公司来自强生卡格列净中间体收入经过 2018 年触底，今年开始有望迎来备货周期。同时，公司有望获得更多来自强生和 GSK 项目，从而整体保持稳定增长。
- 来自五大战略新兴客户收入有望继续保持高速增长。一方面，经过多

年培育，公司已经成功进入五大客户的核心供应商地位，部分项目品种甚至是第一供应商，另一方面，随着五大客户部分产品项目从临床阶段进入商业化阶段，从而带动公司订单收入大幅增长。

- 来自北美中小客户和中国客户收入有望继续保持高速增长。公司通过收购 J-STAR，为公司带来众多北美中小客户，同时，随着国内 MAH 制度的实施和众多制药企业向创新转型，公司来自北美和中国客户的收入有望继续保持高速增长。
- 其他客户方面，公司一方面在销售架构方面，专门成立了欧洲、北美大客户、亚太等销售部，其中针对传统的强生（比利时杨森）单独成立一个销售部，和欧洲销售部区分开，从而更好地开拓更多客户，公司更进一步增加 BD 的数量开拓更多客户，与此同时，随着公司 CRO 业务服务项目的大幅增加，也将会为 CMO 业务更好地引流，因此，我们判断，公司其他客户的收入未来也将继续保持较快增长。

综上，可以看出，除了传统的三大核心客户收入基本保持稳定增长，其他各个层面的客户对公司来讲都更多的是一种业务增量来源，结合公司产能释放节奏，我们预计，公司 CMO 业务收入 2019 年和 2020 年均有望实现 25%~30% 的快速增长。

2.4. 推动产品向 API 升级

过去，公司主要重点服务大客户，大型制药公司往往以自己内部生产 API 为主，公司仅能够为客户提供 GMP 中间体、GMP 起始物料等定制研发及生产服务，这也是过去公司较难获得 API 级别订单的原因。

伴随着公司 CDMO 业务转型和覆盖中小客户，公司将实现产品向 API 业务升级，一方面，与大型制药公司不同，中小客户往往更倾向于 API 外包，同时，随着公司 CRO 能力和业务的建设，公司愈发具备向制药企业提供临床早期的 API 定制开发、临床后期的验证生产、上市注册、商业化生产等一体化服务的能力。

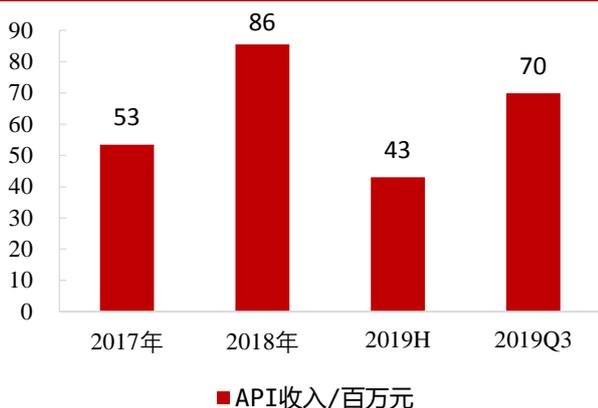
一方面，API 的附加值往往更高，有利于提升客户粘性、客单价和销售收入，另一方面，API 毛利率往往高于所对应的中间体毛利率。

2017 年，公司两个 API 车间投入使用，完成了强生地瑞拉韦 API 的验证批生产及交付，并于 2018 年月与杨森（强生子公司）签署《地瑞那韦原料药技术转移及授权协议》，获得强生地瑞拉韦 API 业务；公司首次获得来自美国 Biotech 公司的 2 个高潜临床三期 API 项目；公司收到来自中国客户的 7 个 API 项目。

2018 年，公司成功交付 44 个以临床早期为主的 API 产品，实现收入 0.86 亿元，同比增长 60%，2019Q3，API 业务实现收入 0.7 亿元，API 产品数量达到 54 个，特别值得一提的是，来自中国市场的 API 产品数量持续大幅增加。

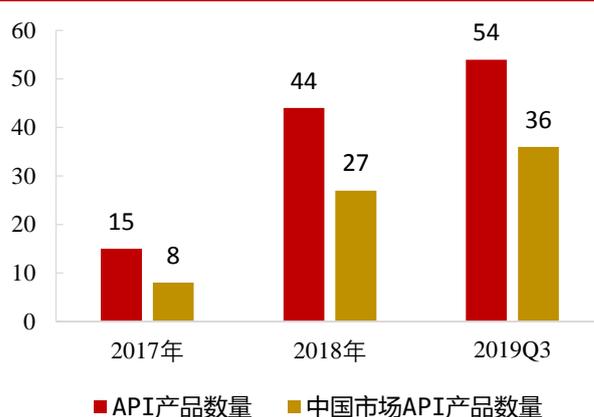
地瑞那韦 API 的目前正处于注册和技术转移工作，目前已经并取得 WHO 的注册备案号以及美国注册备案号，预计 2020 年开始正式生产并交付，预计收入有望在 6000 万元左右，带动公司 API 业务持续增长。

图 27 公司 API 业务收入



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

图 28 公司 API 产品数量



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

3. 2019 年公司迎来显著业绩拐点，Q3 单季度收入和净利润均创历史新高

3.1. 激励条件要求苛刻，2019 年收入规模将突破历史新高

2019 年 7 月，公司发布 2019 年股票期权与限制性股票激励计划（草案），拟向 72 位公司高级管理人员及核心骨干授予 865.4 万份股票期权和 225.5 万份限制性股票，其中，本激励计划首次授予的股票期权行权价格为 8.86 元/份，首次授予的限制性股票授予价格为 4.43 元/股。

本激励计划首次授予的股票期权行权/限制性股票解除限售考核年度为 2019-2021 年，要求 2019~2021 年营业收入分别不低于 14 亿、17 亿和 20.5 亿元。

我们认为，上述激励方案及行权条件充分显示了公司对未来发展的信心，首先，公司选择大部分通过股票期权的方式而非限制性股票，二者价格相差一倍，充分显示了公司对股价的信心，同时，历史上最好的一年，2016 年公司峰值收入 13.26 亿元，而公司今年开始就要突破历史最好水平，而 2016 年，公司来自索非布韦和卡格列净两大产品中间体的收入占比超过 50%，而 2019 年，公司在这两个产品基本没有收入贡献的背景下，实现了超越当年的水平。

激励条件要求，公司 2020 年和 2021 年收入要分别达到 17 亿和 20.5 亿元。

2019~2022 年，上述限制性股票和股票期权摊销费用分别为 1066 万、2043 万、830 万和 269 万元。

3.2. 2019年Q3超预期，单季度收入和净利润均创历史新高

2019年前三季度，公司收入10.81亿元(+29%)，净利润1.36亿元(+38.98%，2018年追溯调整前对应增速+29.5%)，扣非净利润大幅增长192% (2018年出售浙江博腾及处理固定资产带来非经常收益)。

2019Q3单季度收入4.57亿元(+40%)，相比中报收入增速22%显著加快，这是体现公司增长态势最刚性的指标，Q3单季度净利润0.70亿元，扣非净利润0.66亿元(+95%)，Q3单季度收入和净利润均创下上市以来单季度历史新高，态势喜人。从业绩看，2019年前三季度扣非净利润高速增长，进一步验证业绩拐点。

图 29 公司单季度收入



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

注：2018Q3 单季度包含显著非经常性收益。

图 30 公司单季度净利润



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

注：2018Q3 单季度包含显著非经常性收益。

3.3. 毛利率持续提升、费用率持续下降，未来净利润有望持续提升

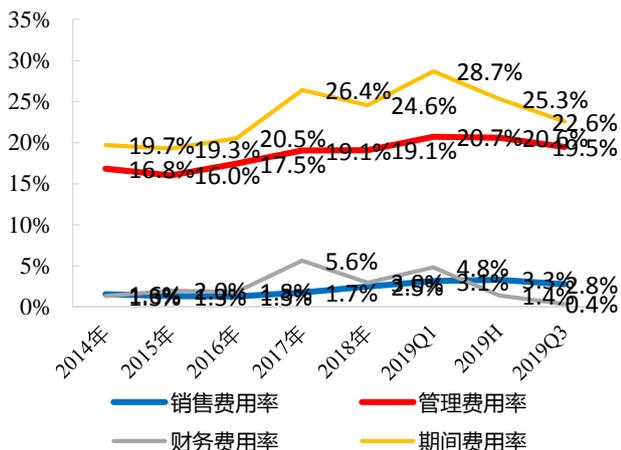
如前所述，随着公司开工率提升、CRO 业务效率持续提升，公司各业务毛利率有望持续提升。

费用率方面，公司 2017 年财务费用率高达 5 个百分点，由于负债率较高，仅利息支出就达到 4895 万元，同时汇兑损失 1779 万元，而公司 2017 年归母净利润仅 1.07 亿元，但随着 2018 年公司非公开增发募集资金到位后，公司财务费用率已经显著下降，但是，近两年公司实施战略转型，大力建设营销、研发等架构体系，导致销售费用率和管理费用率持续上升，如 2019 年上半年，公司研发投入同比大幅增长 54%，2018 年和 2019 年上半年，公司三项费用率达到了 25%。而反观与公司可比性较强的合全药业，三项费用率均基本保持在 15% 以下，最高也仅 17%，我们判断，这与合全药业的规模效应有关，合全药业 2018 年收入规模达到 27 亿元，较大规模的收入较好的摊薄了研发、销售的费用。因此，我们判断，公司近两年正好处于战略转型和投入期，随着公司未来几年收入较快增长，未来公司三项费用率有望稳步下降。

2019Q3，公司三项期间费用率已经下降到 22.57%，其中一方面得益于财务费用率下降，另一方面，公司销售费用率也开始下降。预计随着公司研发费用投入达到一定规模，同时收入继续保持快速增长，公司的管理费用率后续也将出现显著下降。

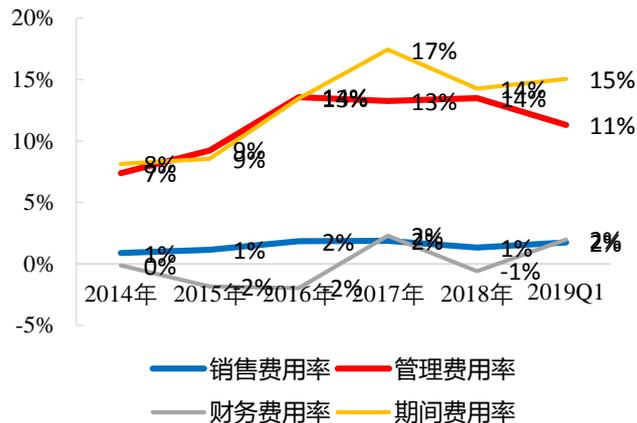
随着公司毛利率提升、三项期间费用率下降，公司净利润率持续提升，2019 年前三季度净利润率已经提升至 12.6%，为公司上市以来最高净利润率水平。

图 31 公司三项期间费用率



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

图 32 可比公司合全药业三项期间费用率变化



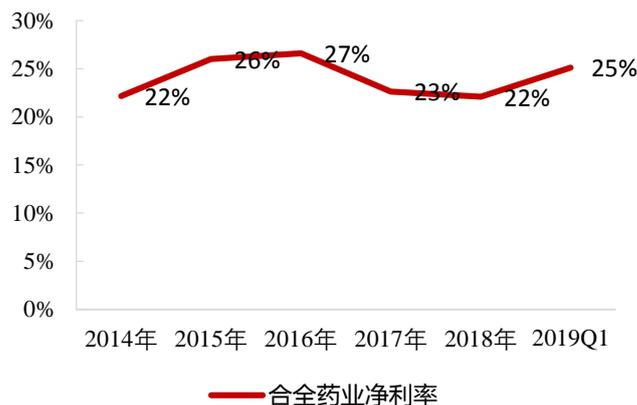
资料来源：和全药业年报、公告、华西证券研究所

图 33 公司净利润率持续修复



资料来源：公司年报、公告、华西证券研究所

图 34 可比公司合全药业净利润率变化



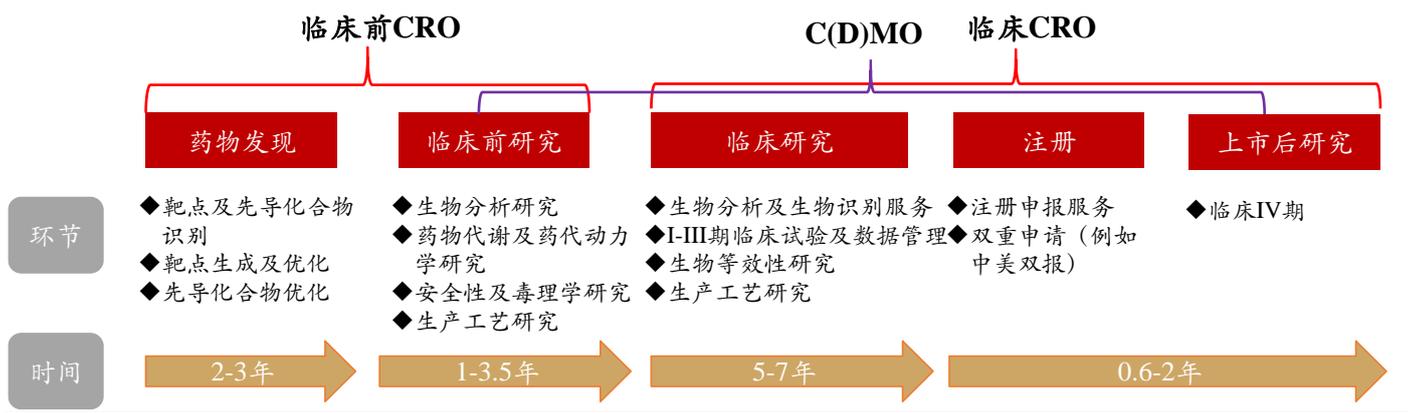
资料来源：和全药业年报、公告、华西证券研究所

4. CDMO 受益全球产能转移以及国内创新氛围崛起

随着新药研发时间及金钱成本不断提高，和销售市场及专利到期后对原研药的市场冲击，全球制药企业为了缩短研发周期、控制成本、降低研发风险等，逐步将资源集中在疾病机理研究、新药靶点发现等研发早期研究，而将后续研发中晚期及开发阶段涉及的药物筛选、临床前研究、临床研究、合同生产等委托给医药研发服务企业。根据新药研发领域中客户服务阶段的不同，医药研发服务一般分为合同研发服务（CRO）、合同生产业务/合同生产研发业务（CMO/CDMO），分别对应新药研发领域中的临床前研究及临床研究、定制化生产及研发服务等产业链中的不同环节。

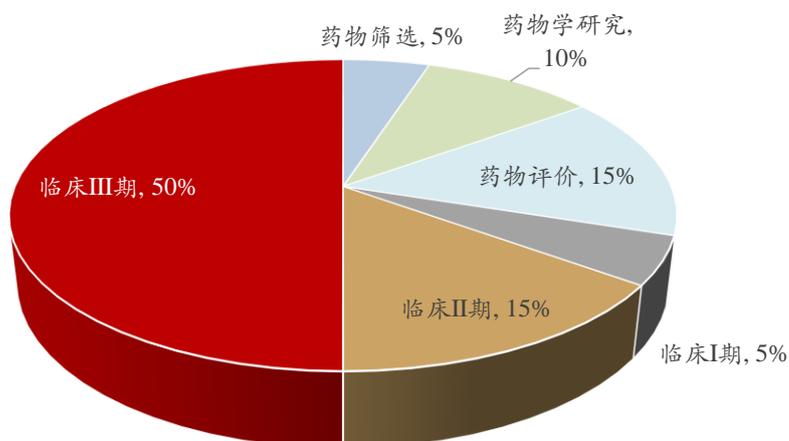
从产业链逻辑来看，CRO 行业主要包括临床前 CRO（药物发现、临床前研究）、临床 CRO（I-III 期临床、注册申报及上市后临床等）；从时间跨度来看，新药研发一般需要 10 年以上的研究，其中药物发现需要 2-3 年、临床前研究 1-3.5 年、I-III 期临床 5-7 年，注册申报上市 0.6-2 年；从研发费用分布来看，药物筛选占 5%、药物学研究 10%、药物安全性评价 15%、临床 I 期占 5%、临床 II 期占 15%、临床 III 期占 50%。

图 35 创新药开发流程及相关模块（产业链逻辑）



资料来源：CNKI，华西证券研究所

图 36 新药研发过程中各阶段费用占比情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

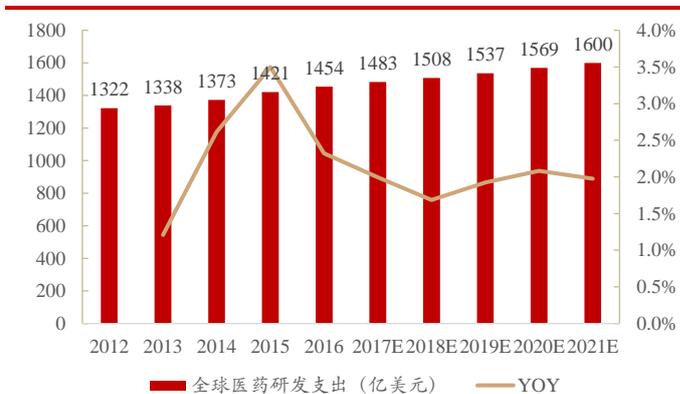
根据 Frost & Sullivan 2017 数据统计分析, 2016 年全球医药市场规模和全球研发支出规模分别达到 1.15 万亿美元和 1454 亿美元, 预期其分别在未来 5 年保持 5% 和 2% 的复合增长; 相应的受益于大型跨国药企外包倾向增加以及小 biotech 呈现繁荣发展等带来的外包比例呈现上升趋势, 全球 CRO 市场规模从 2012 年的 323 亿美元上升到 2016 年的 489 亿美元 (复合增长率为 10.54%), 预期未来 5 年仍然能保持 8% 左右的复合增长、至 2021 年达到 735 亿美元。

图 37 全球医药市场规模及其增速



资料来源: Frost & Sullivan 2017, 华西证券研究所

图 38 全球医药研发支出及其增速



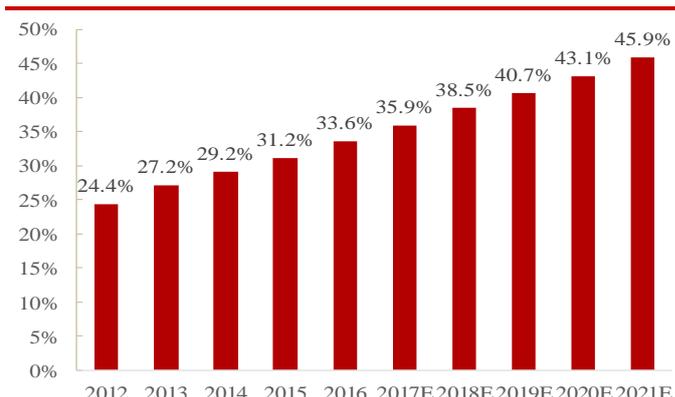
资料来源: Frost & Sullivan 2017, 华西证券研究所

图 39 全球 CRO 市场规模及其行业增速



资料来源: Frost & Sullivan 2017, 华西证券研究所

图 40 全球医药研发外包比例呈现上升趋势



资料来源: Frost & Sullivan 2017, 华西证券研究所

最初的医药外包服务企业以欧美公司为主，但受制于高额的研发成本，欧美医药外包服务企业一般不主动和制药企业共同承担技术创新和工艺优化失败带来的风险，导致医药外包服务产业正在发生转移：以中国为代表的新兴国家则凭借研发成本优势，建立完整研发体系，正在抢占欧美医药外包服务市场。

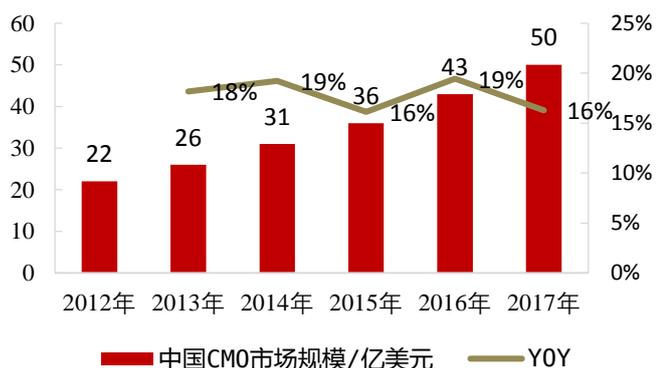
CDMO 行业的门槛较高，中国虽然进入该行业的时间较晚，但是优势十分明显，一方面，与传统仿制药强国印度具有创新药强仿的政策，在知识产权保护方面不如中国，创新药公司在选择 CDMO 业务时往往对印度公司有所警惕，而中国凭借人才、基础设施和成本结构等各方面的竞争优势，已经日益成为跨国制药公司优先选择的战略外包目的地。

根据 Informa 的统计，发达国家制药企业每建设 3-4 万升反应体量的医药生产线需要固定资产投入在 3-4 亿美元，并且每年还需要额外 0.8-1.2 亿美元的维护成本，如果考虑人力成本，中国 CDMO 业务的成本相当于美国的三分之一。

在此背景下，我们看到，近年来，中国 CDMO 业务持续保持快速增长，如前文所述，凯莱英、合全药业、博腾股份在过去几年均保持了较快增长。

根据根据 Informa 的信息，2012-2017 年中国医药 CMO 市场平均增速为 17.4%，2017 年市场规模达 50 亿美元。而 2016 年我国 CRO 市场规模 21 亿元，根据沙利文预测，2021 年规模将达到 92 亿元。

图 41 中国 CMO 行业市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan 2017，华西证券研究所

图 42 全球中国 CRO 行业市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan 2017，华西证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 投资逻辑

如前所述，CDMO 行业正在向中国加速转移，这个行业本身就充分受益于国外创新药企业加大研发外包、及国内创新氛围崛起。凯莱英和合全药业作为行业龙头，已经起到非常显著地表率作用，收入利润规模均实现了持续高速增长。而博腾股份原本与凯莱英、合全药业处于同一梯队，但由于过去几年，凯莱英与合全药业提早从 CMO 向 CDMO 转型，而公司却由于战略失误没有提早转型而导致 2017 年、2018 年收入利润大幅波动，从而与前两者拉开差距，但 2017 年以来，以收购美国 J-star 为标志，公司开始实施全面转型、持续加大研发投入、夯实为 CRO 业务服务的技术平台、重塑全球销售架构、大力度引入多个 BD，我们认为，公司正在重新以追赶者的身份，向国内一线 CDMO 公司看齐和靠拢。2019 年以来，公司收入、净利润、各项经营指标大幅反转超预期，证实公司战略转型取得阶段性成果，2019 年正在迎来经营和业绩拐点。

2016 年，凯莱英收入 11.03 亿元，净利润 2.53 亿元，合全药业收入 16.38 亿元，净利润 4.35 亿元，彼时，博腾股份收入 13.27 亿元，净利润 1.71 亿元，几家公司的收入规模相差并不大。

2018 年，凯莱英收入 18.35 亿元，净利润 4.28 亿元，2016~2018 年收入复合增速 29%，净利润复合增速 30%，而凯莱英市值更是达到了 301 亿元（2019 年 12 月 18 日收盘）；2018 年，合全药业收入 27.06 亿元，净利润 5.98 亿元，2016~2018 年收入复合增速 28%，净利润复合增速 17%。

但是反观博腾股份，由于公司此前战略失误，导致公司 2017 年和 2018 年一直在弥补索非布韦和卡格列净中间体收入下降带来的巨大影响，公司当前市值仅 74.7 亿元（2019 年 12 月 18 日收盘），不足凯莱英市值四分之一。

但是，值得庆幸的是，公司在 2017 年开始全面战略转型，如前文所述，经过两年调整期，公司已经成功搭建了 CDMO 业务能力和技术平台，根据我们预测，2020 年，公司收入将达到 20.0 亿元，超过凯莱英 2018 年收入 18.35 亿元

的规模，而净利润方面，当前公司净利润率还比较低，但随着公司产能利用率提升、规模效应显现、CRO 业务人员项目交付能力持续提高，公司的净利润率有望持续提升到至少 15% 以上，凯莱英和合全药业的净利润率均在 20% 以上，中长期看，作为同一行业的企业，毛利率和净利润率在一定程度上具有趋同性。

因此，我们预计，公司未来三年收入复合增速有望超过 25%，净利润增速伴随净利润率的提升增速有望显著超过收入增速，未来三年复合增速有望超过 40%，公司当前估值水平（2020 年估值 27 倍）低于可比上市公司凯莱英（wind 一致预期对应 2020 年估值 40 倍），同时，公司未来三年复合增速有望更快，市值成长空间有望更大。

5.2. 盈利预测与投资建议

前三季度，公司收入 10.82 亿元，同比增长 29.26%，Q3 单季度收入 4.13 亿元，根据 Q4 开工率、排产情况，我们预计，2019 年全年收入有望达到 15.4 亿，同比增长 30%，Q4 收入增速环比继续加快。

2020 年，考虑到公司 CRO 业务收入有望保持 50% 左右增长，CMO 业务有望实现 30% 左右增长，我们预计，2020 年公司收入 20.05 亿元，同比增长 33%。

2021 年，我们预计，公司 CRO 业务收入继续保持 40% 左右增长，CMO 业务继续保持 25%~30% 增长，我们预计，2021 年公司收入 25.66 亿元，同比增长 28%。

公司 2019 年 11 月对布局生物药 CDMO 的子公司苏州博腾生物增资，完成后持股比例上升到 63.75%，苏州博腾生物开始并表，由于其处于投入亏损期，预计 2019 年和 2020 年影响归母净利润在 900 万和 1500 万左右。

此外，公司激励摊销费用 2019 年和 2020 年分别在 1000 万和 2000 万左右。

综上，上述两项预计影响 2019 年和 2020 年净利润在 1500 万和 3000 万左右，在此背景下，考虑到公司毛利率持续提升、费用率持续下降，净利润率持续提升，我们预计，公司 2019~2021 年净利润 1.73 亿、2.35 亿、3.17 亿元，分别同比增长 39%、36%、35%，如果加回上述两项费用影响因素，公司 2019 年和 2020 年真实经营性净利润在 1.88 亿和 2.65 亿元左右。

表 1 公司与凯莱英各项指标对比（市值按照 2019 年 12 月 18 日收盘价计算）

对比指标	公司	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
收入/亿元	博腾股份	13.3	11.8	11.9	15.4	20.1	25.7
	凯莱英	11.0	14.2	18.4	24.9	33.0	43.0
净利润/亿元	博腾股份	1.7	1.1	1.2	1.7	2.4	3.2
	凯莱英	2.5	3.4	4.3	5.7	7.5	9.8
PE	博腾股份	44	70	60	43	32	24
	凯莱英	119	88	70	53	40	31
市值/亿元	博腾股份				74.7		
	凯莱英				301		

资料来源：wind，华西证券研究所

我们预计，公司2019~2021年收入有望达到15.4亿、20.0亿和25.66亿元，分别同比增长30%、30%、28%，净利润分别为1.73亿、2.35亿和3.17亿元，分别同比增长39%、36%、35%。当前股价对应2019~2021年估值分别为43X/31X/23X，2020年PEG小于1，考虑到经过两年战略转型，公司已经走出低谷，2019年正在迎来中长期业绩拐点，首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

公司订单和收入增长低于预期：公司70%以上的营业收入来自商业化阶段创新药的定制研发生产服务，因此，若发生公司服务的创新药被大规模召回、药品终端市场需求下滑或不达预期、客户采购策略调整等重大变化，公司相应产品的销售将出现大幅下滑。

毛利率和净利率不能持续提升：影响公司毛利率和净利率当前最主要的因素，除了产能和开工率是否能如期提升外，还与公司的产品、项目结构有关，而CRO业务还取决于研发人员的交付时效等，上述因素都具有一定不确定性，可能导致公司毛利率和净利率不能持续提升。

2019年8月1日，公司公告收到中国证券监督管理委员会重庆监管局调查通知书，对公司立案调查，主要针对关联方非经营性资金占用事项，截至2019年4月29日，公司实际控制人已归还全部非经营性占用的资金本金及利息，2019年4月30日，公司也已经收到重庆监管局出具的《行政监管措施决定书》，对公司采取责令改正的监管措施，因此，我们认为，上述立案调查行为，是此事件此前的延续，但公司实际控制人已归还全部非经营性占用的资金本金及利息，我们认为此事虽然是负面因素，但对公司中长期基本面和发展没有重大影响。2019年10月23日，公司因上述事项收到深圳交易所“对重庆博腾制药科技股份有限公司及相关当事人给予通报批评处分的决定”。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1184.86	1540.00	2000.00	2566.00	净利润	111.44	173.00	235.00	317.00
YoY (%)	0.07%	29.97%	29.87%	28.30%	折旧和摊销	124.65	0.00	0.00	0.00
营业成本	788.37	970.00	1255.00	1600.00	营运资金变动	-62.89	67.55	-106.20	-104.40
营业税金及附加	17.00	21.53	28.55	36.41	经营活动现金流	193.62	284.10	172.35	256.15
销售费用	29.47	40.58	53.00	67.87	资本开支	-153.55	2.88	2.28	2.48
管理费用	149.99	168.11	217.00	277.86	投资	-492.43	0.00	0.00	0.00
财务费用	35.24	28.64	26.15	24.84	投资活动现金流	-655.92	2.88	2.28	2.48
资产减值损失	11.90	0.00	0.00	0.00	股权募资	1466.68	0.00	0.00	0.00
投资收益	46.34	0.00	0.00	0.00	债务募资	336.44	0.00	0.00	0.00
营业利润	153.96	209.50	283.22	381.96	筹资活动现金流	1520.14	-37.97	-43.55	-43.55
营业外收支	-21.10	0.00	0.00	0.00	现金净流量	1057.83	249.01	131.08	215.08
利润总额	132.87	209.50	283.22	381.96	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	21.42	36.50	48.22	64.97	成长能力 (%)				
净利润	111.44	173.00	235.00	317.00	营业收入增长率	0.07%	29.97%	29.87%	28.30%
归属于母公司净利润	124.49	173.00	235.00	317.00	净利润增长率	15.86%	38.96%	35.84%	34.89%
YoY (%)	15.86%	38.96%	35.84%	34.89%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.23	0.32	0.43	0.58	毛利率	33.46%	37.01%	37.25%	37.65%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	9.41%	11.23%	11.75%	12.35%
货币资金	1490.55	1739.56	1870.65	2085.73	总资产收益率 ROA	2.85%	3.67%	4.62%	5.68%
预付款项	15.30	17.89	23.55	29.86	净资产收益率 ROE	4.32%	5.65%	7.13%	8.77%
存货	269.64	342.60	438.66	561.20	偿债能力 (%)				
其他流动资产	984.15	1005.39	1142.00	1298.13	流动比率	2.24	2.22	2.27	2.32
流动资产合计	2759.65	3105.44	3474.85	3974.91	速动比率	2.01	1.96	1.97	1.98
长期股权投资	1.11	1.11	1.11	1.11	现金比率	1.21	1.24	1.22	1.22
固定资产	1196.28	1196.28	1196.28	1196.28	资产负债率	34.09%	35.10%	35.16%	35.26%
无形资产	89.76	89.76	89.76	89.76	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1614.79	1611.91	1609.63	1607.15	总资产周转率	0.33	0.34	0.41	0.48
资产合计	4374.44	4717.36	5084.48	5582.06	每股指标 (元)				
短期借款	641.86	641.86	641.86	641.86	每股收益	0.23	0.32	0.43	0.58
应付账款及票据	247.42	378.13	478.97	615.00	每股净资产	5.31	5.64	6.07	6.66
其他流动负债	344.14	377.75	409.05	453.60	每股经营现金流	0.36	0.52	0.32	0.47
流动负债合计	1233.42	1397.75	1529.87	1710.45	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	255.36	255.36	255.36	255.36	估值分析				
其他长期负债	2.45	2.45	2.45	2.45	PE	59.38	42.73	31.46	23.32
非流动负债合计	257.81	257.81	257.81	257.81	PB	1.67	2.41	2.24	2.05
负债合计	1491.23	1655.56	1787.68	1968.26					
股本	542.75	542.75	542.75	542.75					
少数股东权益	0.06	0.06	0.06	0.06					
股东权益合计	2883.22	3061.80	3296.80	3613.79					
负债和股东权益合计	4374.44	4717.36	5084.48	5582.06					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。