

博腾股份(300363)

报告日期: 2023年03月27日

## 能力建设加速, 新博腾蓄势待发

### ——2022 年报点评报告

#### 投资要点

在 2022 年博腾股份年报中我们发现公司两个明显的变化, 一是公司在大订单的带动下收入、利润增速及盈利能力均创历史新高; 二是公司在国际化布局及新业务拓展上全面加速。我们认为, 大订单对公司产能的影响已经基本消除, 公司已经做好充足的准备迎接 2023 年的机遇。同时, 2023 年仍是公司的蓄势年, CRO、CDMO、国际产能布局仍在持续, 新板块 CGT、制剂正逐渐进入收获期, 寡核苷酸、多肽、ADC 等值得期待。

**财务表现: 大订单带动下收入、利润快速增长, 盈利能力创历史新高**

公司发布 2022 年年报, 2022 年实现收入 70.35 亿, 同比增长 127%; 归母净利润 20.05 亿, 同比增长 283%; 归母净利率 27.53%, 同比增长 12.21pct。扣除新业务和新产能及参股公司亏损影响, 实现利润 22.37 亿, 净利率 31.80%, 同比增长 16.48pct。经营活动现金流 25.64 亿, 同比增长 434.06%。

我们认为公司 2022 年在大订单的带动下, 收入、利润及盈利能力均得到了快速增长, 2023 年大订单对表现业绩的影响将逐渐消除, 现金流充沛, 为新业务、新产能的多角度能力建设打下坚实基础。

**成长能力: 小分子结构升级, CGT 申报 IND, 实现里程碑**

从三大业务板块来看,

① **原料药 CDMO:** 靠大订单兑现实现快速增长, 收入 69.24 亿, 同比增长 126%; 其中 2022 年大订单交付 6.93 亿美元, 剩余 1.55 亿美元, 约 10.64 亿人民币。扣除大订单影响, 常规业务由于产能挤占及疫情防控的影响收入略有下滑, 兑现略低于预期。但我们同时发现小分子业务结构持续升级, 其中 API 收入 3.92 亿, YOY 35%, 全年完成 4 个 PV 项目, 执行中的 PV 项目 24 个, 进一步打通端到端服务链条。2023 年我们预计, 公司随着产能的释放, 剔除大订单对基数的影响, 公司常规业务收入有望恢复同比增长 35%+。

② **CGT CDMO:** 2022 年实现收入 7,528.28 万, 同比增长 443%, 超预期兑现。2022 年公司引入新客户 27 家, 新项目 52 个, 新签订单 1.59 亿元, 同比增长 25%。值得注意的是公司生物服务的 2 个项目在年内成功申报 IND, 实现项目里程碑。2022 年 12 月, 博腾生物基因与细胞治疗 CDMO 产业化基地完成建设, 有望推动公司板块订单增长及收入的快速兑现。

③ **制剂 CDMO:** 收入 3,183.91 万元, 同比增长 58%。2022 年, 公司引入新客户 25 家, 新签订单 1.19 亿元, 同比增长 67%。随着 2022 年第四季度公司首个制剂工厂一期项目建成投用, 我们预计公司 2023 年新签订单有望实现 50%+ 的同比增长。

**盈利能力: 23 年毛利率逐渐回归行业水平, 费用值基本持平**

2022 年公司毛利率 51.96%, 在大订单的带动下同比增加 10.6pct, 我们观察到公司国内收入毛利率同比下降 17.54pct, 我们认为主要由于未贡献利润的新板块收入占比增加及国内 CRO 业务的降价趋势。我们预计 2023 年随着大订单占比的大幅下降及新业务亏损逐渐收窄, 公司总体毛利率将逐渐回归约 45% 的行业水平。

费用率角度, 我们发现 2022 年公司三费支出大幅上升, 研发费用 5.20 亿元, 同比增长 96.92%, 研发人员数量同比增长 46%, 薪酬同比增长 41%。公司在 2022 年补充了大量的总监级(含)以上的研发技术、管理及 BD 人员。销售费用同比增长 109.54%, 人员同比增长 69%。我们认为随着疫情政策的改变, 公司已经为海外拓展做好了充足的准备, 2023 年新人员即将兑现, 且人员增长有望明显放缓。我们预计, 三费用值基本持平。

**经营活动现金流: 产能将不会成为 2023 年发展瓶颈**

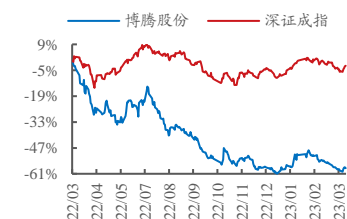
投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建  
执业证书号: S1230520080006  
02180105933  
sunjian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥41.50
总市值(百万元)	22,660.14
总股本(百万股)	546.03

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《CGT 产业化启动, 看好新弹性——博腾股份事件点评报告》2022.12.22
- 2 《高增长、高盈利持续, 能力建设加速——2022 年三季度点评报告》2022.10.25
- 3 《盈利能力再创新高, 客户、询盘高速增长——2022 中报点评报告》2022.09.05

2022年公司经营活动现金流25.64亿,同比增长434.06%。应收账款14.56亿,主要受到大订单滚动回款影响。存货9.02亿,其中5.16亿为库存商品,对应未交付订单成本,我们预计大订单的生产已经基本结束,产能的挤占将不会成为2023年常规业务发展瓶颈。

#### □ 持续投入、快速发展,国际化及新板块未来可期

从资产负债表中可以看到,公司固定资产年内增加3.73亿,已达21.20亿;在建工程增加近7亿,已达10.29亿,我们认为后新冠时期的博腾股份正在进入能力快速建设期,包括国际化拓展以应对海外供应链安全问题及新板块拓展以应对新技术对小分子药物的冲击。公司在年报中披露2023年公司预计CAPEX 14-17亿,研发产能翻倍,生产产能凯惠药业及湖北宇阳部分产能将逐渐投产,长寿301车间预计于2023H1投产,斯洛文尼亚基地将有效补充海外生产基地。制剂及CGT CDMO均有新增产能支撑小型商业化生产。此外,寡核苷酸、多肽、ADC、数智化等重点领域的技术平台持续布局,提升公司长期竞争力。

#### □ 盈利预测与估值

我们认为2022年在疫情封控的影响下,公司常规订单的兑现略低于我们的预期。2023-2024年由于国内早期临床项目竞争的逐渐加剧,疫情政策的改变及国际形势的变化对国内外客户的影响,我们下调公司2023及2024年的盈利预测。我们预测2023-2025年公司归母净利润分别为6.85亿、6.15亿及10.63亿,EPS分别为1.25、1.13及1.95元。对应2023年3月24日收盘价2023年PE约为33倍。参考可比公司估值及行业地位,维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

新增固定资产折旧、股权激励、汇兑对表观业绩影响的波动性;新业务的盈利周期的波动性;创新药投融资景气度下滑。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7035	4668	5253	7279
(+/-) (%)	127%	-34%	13%	39%
归母净利润	2005	685	615	1063
(+/-) (%)	283%	-66%	-10%	73%
每股收益(元)	3.67	1.25	1.13	1.95
P/E	11	33	37	21

资料来源:浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5463	4370	5519	6123
现金	2850	2849	2129	3335
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1457	359	1968	2270
其它应收款	61	40	45	63
预付账款	62	43	54	74
存货	902	929	840	231
其他	130	150	788	150
<b>非流动资产</b>	4682	5897	6361	6787
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	373	363	363	363
固定资产	2120	3477	4020	4420
无形资产	267	292	329	379
在建工程	1029	977	826	736
其他	893	787	822	888
<b>资产总计</b>	10144	10268	11880	12910
<b>流动负债</b>	3016	2508	3604	3566
短期借款	303	131	978	377
应付款项	1788	1667	1829	2190
预收账款	0	70	53	73
其他	925	640	744	927
<b>非流动负债</b>	656	488	388	388
长期借款	313	213	113	113
其他	343	276	276	276
<b>负债合计</b>	3672	2996	3993	3955
少数股东权益	469	451	451	253
归属母公司股东权益	6003	6821	7436	8702
<b>负债和股东权益</b>	10144	10268	11880	12910

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2564	1808	(726)	2675
净利润	1936	666	615	1045
折旧摊销	241	314	428	510
财务费用	(39)	(55)	(5)	0
投资损失	30	11	0	0
营运资金变动	577	861	(1588)	125
其它	(182)	11	(175)	994
<b>投资活动现金流</b>	(1436)	(1594)	(878)	(890)
资本支出	(1059)	(1600)	(800)	(800)
长期投资	5	9	0	0
其他	(381)	(4)	(78)	(90)
<b>筹资活动现金流</b>	261	(215)	884	(579)
短期借款	(86)	0	978	(601)
长期借款	289	(100)	(100)	0
其他	58	(115)	5	23
<b>现金净增加额</b>	1389	(2)	(720)	1206

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7035	4668	5253	7279
营业成本	3380	2564	3049	4211
营业税金及附加	63	23	26	36
营业费用	203	207	224	280
管理费用	604	610	659	824
研发费用	520	525	567	708
财务费用	(39)	(55)	(5)	0
资产减值损失	52	82	92	127
公允价值变动损益	22	30	10	30
投资净收益	(30)	(11)	0	0
其他经营收益	21	20	20	20
<b>营业利润</b>	2265	750	672	1141
营业外收支	(19)	0	0	0
<b>利润总额</b>	2246	750	672	1141
所得税	309	84	57	96
<b>净利润</b>	1936	666	615	1045
少数股东损益	(69)	(19)	0	(18)
<b>归属母公司净利润</b>	2005	685	615	1063
EBITDA	2488	1059	1124	1662
EPS (最新摊薄)	3.67	1.25	1.13	1.95

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	126.55%	-33.65%	12.54%	38.57%
营业利润	226.65%	-66.89%	-10.43%	69.89%
归属母公司净利润	282.78%	-65.84%	-10.22%	72.78%
<b>获利能力</b>				
毛利率	51.96%	45.06%	41.97%	42.15%
净利率	27.53%	14.28%	11.71%	14.35%
ROE	37.63%	9.97%	8.11%	12.34%
ROIC	27.96%	9.01%	7.22%	10.88%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.20%	29.18%	33.61%	30.63%
净负债比率	19.51%	10.45%	29.84%	14.92%
流动比率	1.81	1.74	1.53	1.72
速动比率	1.51	1.37	1.21	1.65
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.84	0.46	0.47	0.59
应收账款周转率	5.65	5.00	4.18	3.16
应付账款周转率	5.47	3.34	3.26	3.99
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	3.67	1.25	1.13	1.95
每股经营现金	4.70	3.31	(1.33)	4.90
每股净资产	10.99	12.49	13.62	16.30
<b>估值比率</b>				
P/E	11.30	33.08	36.84	21.32
P/B	3.77	3.32	3.05	2.55
EV/EBITDA	8.38	19.63	19.91	12.37

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>