

博腾股份(300363)

报告日期: 2023年08月20日

常规订单增长重回高速轨道

——2023中报点评报告

投资要点

□ **2023年博腾股份在行业景气下滑的背景下，常规订单仍然保持较快增长。我们认为这与公司强劲的大客户的基础以及多技术平台的积累是分不开的。2023年是公司大订单执行后的第一年，能力加速建设、人效持续优化。我们看好公司在逐渐完成资源有效积累后的高速成长。**

□ **财务表现：大订单交付减少，收入、利润负增长**

2023H1：收入 23.39 亿元，YOY-40.25%，归母净利润 4.10 亿元，YOY-66.15%；扣非归母净利润 3.91 亿元，YOY-67.77%。

2023Q2：收入 9.61 亿元，YOY-61.12%；归母净利润 1.06 亿元，YOY-87.20%；扣非归母净利润 0.94 亿元，YOY-88.65%。

分板块：①23H1 小分子原料药 CDMO 收入 22.92 亿元，YOY-41%，其中包括大订单 1.35 亿美元，大订单还有 0.14 亿美元未交付。②制剂 CDMO 收入 2314.59 万元，YOY 158%。③基因细胞治疗 CDMO 收入 2329.10 万，YOY 107%。

我们认为，公司业绩的下滑主要由于①2022 年大订单交付造成同比高基数；②人员快速扩张造成的费用端影响；③研发中心、产能的快速建设造成的营运费用及折旧的增加。随着大订单占比的减少，博腾股份业绩的高成长性逐渐凸显，而这种高成长性有望随着新进人员的逐渐成熟、技术平台的快速完善、产能的有力支撑而持续显现。

□ **成长能力：常规业务增长重回高速轨道，能力持续快速建设**

2023H1，扣除大订单影响后公司收入同比增长约 29%，重回高速轨道，在当前行业的景气下，显示出较强的韧性与成长性。其中，小分子询盘数 YOY 31%，引入国内外新客户 46 家，国内团队与 J-STAR 共同服务客户超过 20 家，协同显现。2023H1 已签订单项目数（不含 J-STAR）469 个，YOY 18%，其中 J-star 导流项目 24 个，导流增强，为后续增长奠定基础。新业务中制剂 CDMO 新签订单 0.81 亿，YOY 146%，CGT CDMO 由于以国内客户为主，新签订单受投融资影响较明显，新增业务机会主要来自细胞治疗、测试业务及慢病毒领域。

从产能支撑角度来看，公司新产能包括①上海外高桥生物大分子研发中心预计于 23Q3 投用，可以为客户提供 ADC、抗体等 CDMO 服务。②上海闵行区的研发中心已经投入使用，能够提供小分子药物、多肽药物、寡核苷酸药物、偶联药物的合成等服务。③美国新泽西的结晶和制剂实验室预计于 23 年 9 月投用；④斯洛文尼亚的小分子研发实验室预计将在 23Q4 投入使用。从资产负债表角度看，2023H1 公司固定资产再增约 5 亿，在建工程 7.76 亿，仍保持高速能力建设中。我们看好公司在逐渐完成资源有效积累后能力快速搭建对后续成长性的续能。

□ **盈利能力：受大订单影响波动逐渐减少，提人效、控费用初见成效**

公司 2023H1 总毛利率 46.99%，YOY -5.37pct；净利率 15.32%，YOY-14.66pct。主要受到重大订单占比下降及能力快速搭建的影响。随着大订单交付陆续完成我们认为公司单季度毛利率将逐渐恢复到行业水平。

费用率角度，我们发现公司在能力迅速搭建的同时持续进行人员优化及控费。截至 2023 年 06 月 30 日，公司总人数 5,237 人，较 Q1 末减少 140 人。从费用绝对值来看，Q2 单季三费（研发费用、管理费用、销售费用）总和环比、同比均基本持平。正如我们在一季报点评提到的“从费用绝对值来看，自 2022Q2 公司三项费用（除受汇兑及利息影响的财务费用）总额基本稳定。”我们维持 2023 年公司费用端绝对值或较 2022 年同比微增，净利率约为 15%的判断。

□ **经营活动现金流：大订单逐渐交付，现金流明显改善**

2023H1 公司经营活动现金流净额 8.21 亿，YOY61.05%，主要受到存货中库存商品和应收账款明显减少的带动，我们推测可能与大订单的交付相关。我们认为后

投资评级：买入(维持)

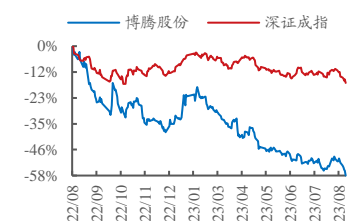
分析师：孙建
 执业证书号：S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师：王帅
 执业证书号：S1230523060003
 wangshuai1@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 25.54
总市值(百万元)	13,947.91
总股本(百万股)	546.12

股票走势图



相关报告

- 《大订单减少，人员进入兑现期》2023.04.24
- 《能力建设加速，新博腾蓄势待发》2023.03.27
- 《CGT 产业化启动，看好新弹性——博腾股份事件点评报告》2022.12.22

续随着大订单的进一步交付，现金流有望持续改善，周转率逐渐回归到历史水平。

□ 盈利预测与估值

我们预测 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.85、6.15 及 10.63 亿元，EPS 分别为 1.25、1.13 及 1.95 元/股。对应 2023 年 8 月 18 日收盘价对应 2023 年 PE 约为 20 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	10	20	23	13

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	10144	10268	11880	12910
流动负债	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
非流动负债	656	488	388	388
长期借款	313	213	113	113
其他	343	276	276	276
负债合计	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
负债和股东权益	10144	10268	11880	12910

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	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	588	125
其它	(182)	11	(175)	994
投资活动现金流	(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)
筹资活动现金流	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
现金净增加额	1389	(2)	(720)	1206

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	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
营业利润	2265	750	672	1141
营业外收支	(19)	0	0	0
利润总额	2246	750	672	1141
所得税	309	84	57	96
净利润	1936	666	615	1045
少数股东损益	(69)	(19)	0	(18)
归属母公司净利润	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
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标(元)				
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
估值比率				
P/E	10.03	20.36	22.68	13.12
P/B	3.35	2.95	2.71	2.26
EV/EBITDA	8.38	17.22	17.65	10.84

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>