

上半年业绩高速增长，新业务板块蓬勃发展

——博腾股份中报点评

公司点评

● 公司中报收入端高速增长，CRO业务二季度从疫情中恢复

公司上半年收入9.25亿(+48.2%)，增速较去年同期增加26个百分点，主要是客户和管线不断拓展，上半年公司全球团队已经自年初的2,000余人发展为2,370余人，增长15%。CRO上半年2.28亿(+36%)，增速较去年同期提高16个百分点。一季度，受疫情影响，CRO业务进展稍慢，但第二季度各大研发中心逐步常态化，CRO业务增长逐步恢复。CMO上半年6.7亿(+52%)，增速较去年同期提高29个百分点。临床三期项目21个(+10个)，商业化项目61个(-1个)，临床三期项目增加较快。

● 利润端受新项目 and 股权激励影响，仍保持高速增长

上半年归母净利润1.31亿(+31.2%)，一方面，收入增长拉动净利润；另一方面，公司产能利用率和运营效率不断提升，CRO项目价格提升，使得公司整体盈利能力提升。上半年整体毛利率同比增加1.45个百分点。

利润增速慢于收入增速主要是因为，制剂CDMO和生物CDMO近年来仍处于布局初期，上半年减少并表净利润约1,490万元。2019年以来公司实施了两期股权激励计划，上半年历次股权激励计划的实施共计增加公司管理费约1,065万元。不考虑这两点影响，归母净利润为1.55亿元(+137.18%)。

● 盈利预测及投资建议

预计公司2020-2022年营业收入20.8、27.8、36.7亿，同比增长34.1%、33.4%、32.1%；归母净利润3.07、3.66、4.86亿，同比增长65.6%、19.3%、32.7%；EPS分别为0.57、0.68、0.90元，对应PE分别为53.5、44.9、33.8倍。

● 风险提示：新业务进展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,185	1,551	2,080	2,775	3,665
增长率(%)	0.1	30.9	34.1	33.4	32.1
净利润(百万元)	124	186	307	366	486
增长率(%)	15.9	49.0	65.6	19.3	32.7
毛利率(%)	33.5	37.8	39.3	38.0	37.7
净利率(%)	10.5	12.0	14.8	13.2	13.3
ROE(%)	3.9	5.9	9.0	9.4	11.3
EPS(摊薄/元)	0.23	0.34	0.57	0.68	0.90
P/E(倍)	132.1	88.6	53.5	44.9	33.8
P/B(倍)	5.7	5.4	5.0	4.5	4.0

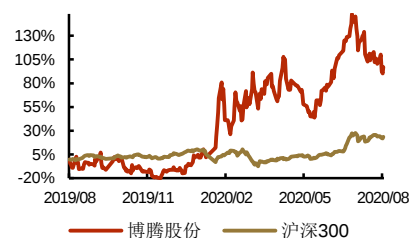
推荐(维持评级)

沈瑞(分析师)

证书编号: S0280520060001

市场数据	时间 2020.08.14
收盘价(元):	30.3
一年最低/最高(元):	12.25/40.73
总股本(亿股):	5.43
总市值(亿元):	164.45
流通股本(亿股):	4.47
流通市值(亿元):	135.39
近3月换手率:	162.07%

股价一年走势



相关报告

《战略转型初获成功助推公司走出低谷，2019年迎来业绩拐点》2019-08-02

● 财务费用率改善，运营效率提升

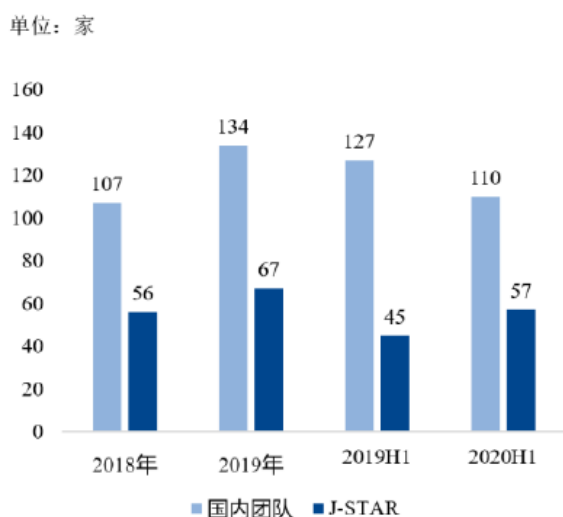
上半年长寿基地、江西东邦基地的生产运营效率得到大幅提升，公司整体平均产能覆盖率达到 64%，较 2019 年同期提升约 10 个百分点。

销售费用率 4.3%，较去年增长明显，提高了 1 个百分点，主要是计提奖金和提成增加导致。管理费用率 10.6%，基本持平，在股权激励的情况下管理费率仍没有上升。研发费用率 7%，较去年同期下降 3 个百分点，公司作为 CRO 公司，很多研发实际计入成本中。公司加大了在化学技术平台的投入，包括酶催化、结晶、流体化学等技术团队的建设。财务费用率仅-0.56%，下降了近 2 个 pp。

● 客户集中度下降，客户结构改善

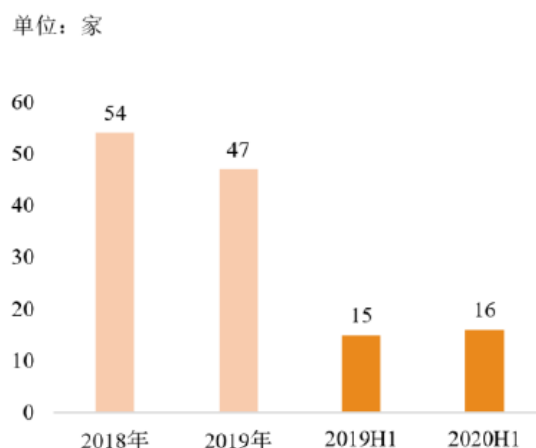
客户管线层面，2020 年上半年，公司国内团队服务客户数（仅包括有订单客户）110 家，J-STAR 团队服务客户数 57 家。前十大客户的销售占比约 57%，较去年同期减少 6 个百分点，客户结构更加均衡。但受疫情影响，公司新客户开发难度有所加大，报告期内公司新增客户（仅包括有订单客户）16 家。

图1：博腾近年服务客户数



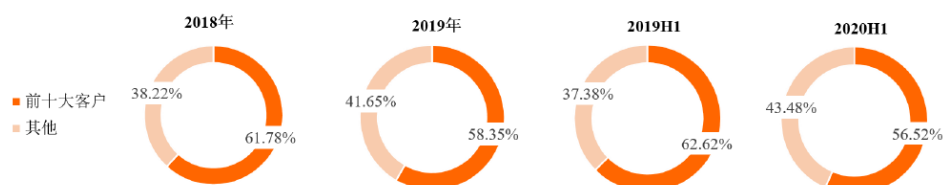
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图2：博腾近年新客户数



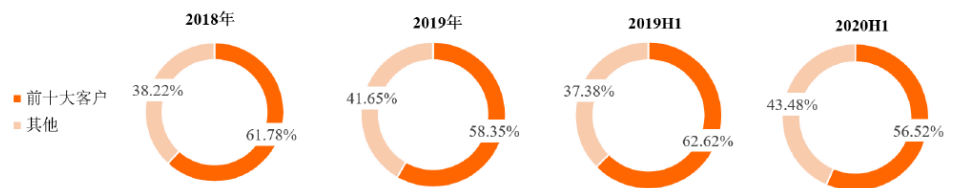
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图3：前十大客户集中度



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

产品管线层面，2020 年上半年，公司获得新询盘 467 个。公司活跃项目总数（不含 J-STAR）422 个，其中创新药活跃项目数（不含 J-STAR）383 个，分布在不同的临床阶段，其中临床前和临床一期 228 个，临床二期 53 个，临床三期 44 个，新药申请（NDA）8 个，已上市 50 个。上半年公司前十大产品占比 36%，较去年同期减少 5 个百分点，产品结构持续优化。

图4： 前十大产品集中度

资料来源：公司财报，新时代证券研究所

● 生物 CDMO 和制剂 CDMO 新业务加快布局

目前，苏州博腾生物已拥有员工 70 余人，苏州腾飞创新园的研发中心和临床生产基地已完成建设，部分设备已经到位，工艺开发实验室、技术平台和分析中心已投入使用，GMP 车间预计将于 2020 年 11 月完成验证后投入使用，届时可提供质粒工艺开发及生产，细胞工艺开发及生产，腺病毒、慢病毒、腺相关病毒以及溶瘤病毒等的工艺开发和生产。

制剂 CDMO 业务主要由子公司博腾药业承接，上半年继续推进技术平台能力搭建、重庆实验室和上海研发中心的装修、以及 GMP 中试车间项目的设计论证和前期筹备。目前重庆三个制剂实验室已完成装修并初步具备项目承接能力，上海张江研发中心预计 2020 年 11 月可以开始承接制剂 CDMO 实验室服务。

1、附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2760	1927	2072	2141	2912	营业收入	1185	1551	2080	2775	3665
现金	1491	1175	789	782	733	营业成本	788	964	1262	1721	2284
应收票据及应收账款合计	265	349	526	606	913	营业税金及附加	17	13	15	28	31
其他应收款	142	25	222	92	333	营业费用	29	45	83	111	128
预付账款	15	12	30	22	49	管理费用	150	198	270	333	440
存货	270	343	489	624	867	研发费用	76	123	166	221	292
其他流动资产	577	22	16	15	18	财务费用	35	7	-22	7	21
非流动资产	1615	2029	2136	2637	3254	资产减值损失	12	-31	-2	-10	-30
长期投资	1	0	-0	-1	-1	公允价值变动收益	-1	0	0	0	-0
固定资产	1196	1245	1604	2052	2619	其他收益	8	15	20	12	15
无形资产	90	85	74	63	45	投资净收益	46	8	4	11	14
其他非流动资产	328	699	458	523	591	营业利润	154	195	338	396	534
资产总计	4374	3955	4208	4778	6166	营业外收入	0	4	30	17	24
流动负债	1233	647	696	946	1896	营业外支出	21	6	10	9	11
短期借款	642	0	0	0	701	利润总额	133	193	358	404	546
应付票据及应付账款合计	247	416	475	722	878	所得税	21	14	60	65	90
其他流动负债	344	232	221	224	317	净利润	111	180	297	339	456
非流动负债	258	244	207	219	233	少数股东损益	-13	-6	-10	-27	-30
长期借款	255	242	205	217	231	归属母公司净利润	124	186	307	366	486
其他非流动负债	2	2	2	2	2	EBITDA	269	291	459	555	776
负债合计	1491	891	903	1165	2129	EPS(元)	0.23	0.34	0.57	0.68	0.90
少数股东权益	0	-2	-12	-39	-69	主要财务比率					
股本	543	543	543	543	543	成长能力					
资本公积	1587	1589	1589	1589	1589	营业收入(%)	0.1	30.9	34.1	33.4	32.1
留存收益	833	994	1215	1460	1794	营业利润(%)	34.4	26.5	73.4	17.3	34.9
归属母公司股东权益	2883	3067	3317	3652	4106	归属于母公司净利润(%)	15.9	49.0	65.6	19.3	32.7
负债和股东权益	4374	3955	4208	4778	6166	获利能力					
						毛利率(%)	33.5	37.8	39.3	38.0	37.7
						净利率(%)	10.5	12.0	14.8	13.2	13.3
						ROE(%)	3.9	5.9	9.0	9.4	11.3
						ROIC(%)	6.2	8.7	10.6	10.9	11.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	34.1	22.5	21.5	24.4	34.5
						净负债比率(%)	-11.6	-26.9	-16.1	-13.7	7.1
						流动比率	2.2	3.0	3.0	2.3	1.5
						速动比率	2.0	2.4	2.2	1.6	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
						应收账款周转率	4.4	5.1	4.5	4.7	4.8
						应付账款周转率	2.7	2.9	2.6	2.8	2.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.23	0.34	0.57	0.68	0.90
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	0.83	-0.08	1.20	0.17
						每股净资产(最新摊薄)	5.31	5.65	6.11	6.73	7.57
						估值比率					
						P/E	132.1	88.6	53.5	44.9	33.8
						P/B	5.7	5.4	5.0	4.5	4.0
						EV/EBITDA	57.9	53.6	34.6	28.7	21.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

分析师介绍

沈瑞，中山大学生物与会计双学士，北京大学金融学硕士，中山大学会计硕士。09年进入国信证券研究所从事医药宏观及相关课题研究，17年进入财通证券研究所担任医药资深分析师，20年加入新时代证券研究所，担任医药行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>