



## 战略转型逐步推进, 开启发展新篇章

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 大股东股权转让落地, 不确定性消除; 2) 产能持续拓展, 业务结构持续优化, 收入端有望持续保持 30% 的增长, ROE 提升空间较大; 3) 公司打造“API+制剂+生物药”全方位 CDMO 平台, 长期发展值得期待。
- **CDMO 在我国处于起步阶段, 未来三年增速有望保持在 20%。** 在研发难度增大以及生产成本压力较高的背景下, CDMO 逐步从发达国家市场向新兴市场转移。近几年我国医药行业创新研发火热, 上市医药企业研发投入占收入比重不断提升, 同时小型创新药企业融资额快速增加, 也进一步推动了我国 CDMO 行业发展, 预计未来三年我国 CDMO 行业增速有望保持在 20% 以上。
- **业绩高速增长, 盈利能力持续提升, 公司经营拐点进一步确立。** 公司发布 2020 年业绩预告, 预计收入同比增长 30%-35%, 归母净利润同比增长 65%-85%, 远超市场预期。整体来看, 2019 年开始公司业绩逐季改善, 2020 年业绩迎来大幅增长, 连续多个季度实现高增长, 经营拐点确立, 我们预计 2021 年仍将保持高速增长, 同时, 公司业务结构持续优化, 产能利用率不断提升, 盈利能力未来仍将持续提升。
- **向上打造 CRO 服务平台, 向下打造“API+制剂+生物药”全方位 CDMO 平台, 长期发展值得期待。** 制剂 CDMO 业务的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也开始逐步承接制剂 CDMO 实验室服务。生物药 CDMO 业务的战略定位为重点发展基因和细胞疗法 CDMO 服务, 目前苏州腾飞创新园的研发中心和临床生产基地已完成建设, 逐步投入使用。整体来看, 公司形成了 CRO 和“API+制剂+生物药”全方位 CDMO 平台, 研发实力不断增强, CDMO 业务不断升级, 正处于各项业务全面布局的新起点, 长期发展值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 公司盈利能力持续提升, 业绩逐季改善, 同时公司向上打造 CRO 服务平台, 向下打造“API+制剂+生物药”全方位 CDMO 平台, 长期发展值得期待。预计 2020-2022 年归母净利润复合增速有望达到 46.9%, 给予公司 2021 年 70 倍市盈率, 对应目标价为 56 元, 维持“买入”评级。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1551.30	2048.55	2700.77	3547.73
增长率	30.93%	32.05%	31.84%	31.36%
归属母公司净利润 (百万元)	185.55	319.69	434.41	588.09
增长率	49.04%	72.29%	35.89%	35.38%
每股收益 EPS (元)	0.34	0.59	0.80	1.08
净资产收益率 ROE	5.86%	9.90%	12.05%	14.31%
PE	114	66	49	36
PB	6.90	6.31	5.66	4.97

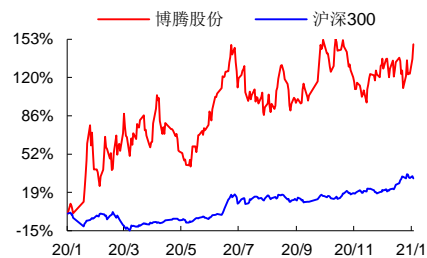
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 马云涛  
执业证号: S1250520090001  
电话: 021-68416017  
邮箱: myt@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.43
流通 A 股(亿股)	4.47
52 周内股价区间(元)	15.76-39.66
总市值(亿元)	211.40
总资产(亿元)	44.09
每股净资产(元)	6.07

### 相关研究

1. 博腾股份 (300363): 业绩加速增长, “API+制剂+生物药”战略快速推进 (2020-10-28)
2. 博腾股份 (300363): 业绩高速增长, 各项指标持续向好 (2020-08-12)
3. 博腾股份 (300363): 中报业绩超预期, 公司进入发展新阶段 (2020-07-10)
4. 博腾股份 (300363): 多客户战略显效, 高成长趋势明确 (2020-03-29)

## 投资要件

### 关键假设

假设 1: 对于临床后期及商业化业务板块, 由于前期项目会逐渐推进到后期临床与商业化, 加之 CRO 前端业务可以进行后期导流, 假设 2020 年、2021 年和 2022 年每年分别增加 11 个、13 个和 16 个项目, 同时, 假设项目单价在未来三年将以 15% 的速度增长, 则 2020 年、2021 年和 2022 年收入增速分别为 25.5%、26.3% 和 27.7%。假设随着项目结构的改善, 毛利率逐步提升, 2020 年、2021 年和 2022 年毛利率分别达到 42%、42.5% 和 43%。

假设 2: 临床早期业务板块是公司近年重点发展的业务之一, 随着研发团队的组建和扩张, 技术水平和能力逐步上升, 预计收入仍将保持较快增长, 假设中国团队 2020 年、2021 年和 2022 年实现收入增速分别为 50%、45% 和 40%, J-STAR 团队 2020 年、2021 年和 2022 年实现收入增速分别为 45%、40% 和 35%。随着高价值项目的增加, CRO 业务毛利率有望逐步提升, 假设 2020 年、2021 年和 2022 年毛利率分别为 40%、41% 和 42%。

假设 3: 公司的其他服务收入维持稳定。

### 我们区别于市场的观点

市场认为公司研发实力较弱, 客户结构、项目结构一般, 业绩稳定性较差, 是国内的二线 CDMO 企业。我们认为, 公司自从 2017 年开始战略转型, 项目结构、客户结构持续优化, 业绩加速增长, 同时稳定性持续提高。目前公司不断向上游布局 CRO, 向下游布局原料药 CDMO、制剂 CDMO 和生物药 CDMO, 已经打开了发展的新局面, 制剂 CDMO 和生物药 CDMO 未来有望成为驱动公司发展的新引擎。

### 股价上涨的催化因素

我国 CDMO 行业发展超预期, 公司订单情况超预期。

### 估值和目标价格

我们选取了行业中与博腾股份业务最为相近的康龙化成、药明康德、九洲药业和凯莱英四家公司, 2020 年四家公司的平均 PE 为 97 倍, 2021 年平均 PE 为 73 倍。公司是我国 CDMO 行业优秀企业, 战略转型持续推进, 业绩进入加速增长阶段, 同时, 公司布局原料药 CDMO、制剂 CDMO 和生物药 CDMO, 长期发展值得期待, 给予公司 2021 年 70 倍市盈率, 对应目标价为 56 元, 维持“买入”评级。

### 投资风险

CDMO 行业发展不及预期风险, 公司订单不及预期风险, J-Star 业绩受疫情等影响不及预期风险, 公司外延式发展不及预期风险。

## 目 录

<b>1 博腾股份：国内领先的 CDMO 公司，开启发展新篇章</b>	<b>1</b>
1.1 战略转型逐步推进，公司开启全新发展	1
1.2 业绩进入高速增长阶段，收入结构持续优化	2
<b>2 全球产业转移+国内创新药崛起，我国 CDMO 行业迎来蓬勃发展</b>	<b>4</b>
2.1 全球创新药研发稳步推进，为 CDMO 行业发展奠定基础	4
2.2 研发成功率走低，CDMO 外包需求持续提升	5
2.3 我国成本优势显著，国外 CDMO 产能持续向国内转移	7
2.4 国内创新药研发火热，进一步带动 CDMO 行业发展	8
<b>3 CDMO 领域全方位布局，长期发展值得期待</b>	<b>11</b>
3.1 布局 CRO+制剂、原料药、生物药 CDMO，开启发展新篇章	11
3.2 战略转型效果显现，项目结构、客户结构持续优化	17
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>20</b>
4.1 盈利预测	20
4.2 绝对估值	22
4.3 相对估值	23
<b>5 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图 目 录

图 1: 博腾股份发展历史 .....	1
图 2: 博腾股份股权结构图 .....	1
图 3: 公司营业收入转型后保持稳定增长 .....	2
图 4: 2019 年公司归母净利润迎来快速增长 .....	2
图 5: 公司 CDMO 和 CRO 业务收入情况 .....	2
图 6: 公司 CDMO 与 CRO 业务毛利情况 .....	2
图 7: 公司整体毛利率和净利率情况 .....	3
图 8: 公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率 .....	3
图 9: 公司 ROE 持续提升 .....	4
图 10: 全球医药行业研发投入稳步增长 .....	4
图 11: 全球在研药物数量稳健增长 .....	5
图 12: FDA 批准新药数量快速增加 (个) .....	5
图 13: 创新药研发成本快速增高 (亿美元) .....	6
图 14: 大型企业创新药投资回报率持续下降 .....	6
图 15: CDMO 产业链位置 .....	6
图 16: 中国 CDMO 相对成本最低 .....	7
图 17: 欧美产能向新兴国家市场转移趋势明显 .....	7
图 18: 我国 CDMO 行业规模增速远高于全球 CDMO 行业规模增速 .....	8
图 19: 我国上市医药企业研发投入占收入比重持续提升 .....	8
图 20: 全球 TOP50 制药企业研发投入占收入比例超过 18% .....	8
图 21: 我国一级市场创新药 PEVC 融资额 .....	9
图 22: MAH 制度实现药品注册申请人和生产企业分离 .....	9
图 23: 国产创新药临床实验申报 (IND) 受理情况 .....	10
图 24: 国产创新药上市申报 (NDA) 受理情况 .....	10
图 25: 我国 CDMO 市场未来发展预测 .....	11
图 26: 博腾并购 J-STAR 实现资源整合 .....	12
图 27: 博腾股份服务 API 产品数 .....	12
图 28: 博腾股份 API 服务收入情况 .....	12
图 29: 全球基因和细胞治疗市场规模及增速 .....	13
图 30: 博腾股份化学制剂、生物 CDMO 布局业务 .....	14
图 31: 博腾股份近年研发投入与研发投入占收入比重 .....	14
图 32: 博腾股份现有研发中心、生产基地全球布局 .....	15
图 33: 博腾股份重点布局的先进技术 .....	15
图 34: 博腾股份员工数量情况 .....	16
图 35: 博腾股份研发人员数量情况 .....	16
图 36: 博腾股份大客户集中度持续下降 .....	18
图 37: 博腾股份大客户集中度持续下降 .....	18
图 38: 博腾股份前十大客户集中度 .....	18
图 39: 博腾股份国内、外团队服务客户数目 .....	19

图 40: 博腾股份新增服务客户数目 .....	19
图 41: 博腾股份服务产品数 .....	19
图 42: 博腾股份 2019 年主营业务收入及项目构成 .....	19
图 43: 前十大产品集中度图 .....	20

## 表 目 录

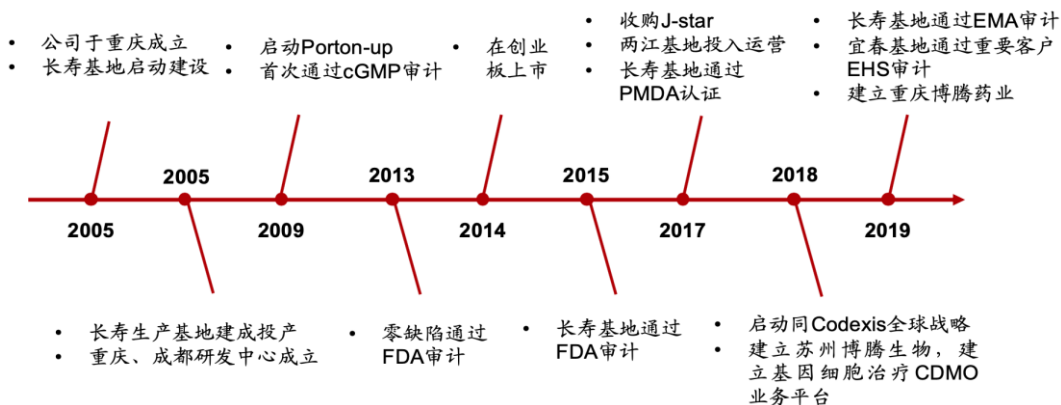
表 1: CMO 与 CRO 服务对比 .....	11
表 2: 博腾股份股权激励计划 .....	17
表 3: 博腾股份营业收入拆分 (百万元) .....	21
表 4: 绝对估值假设条件 .....	22
表 5: FCFF 估值结果 .....	22
表 6: FCFF 估值敏感性分析 .....	22
表 7: 可比公司估值 .....	23
附表: 财务预测与估值 .....	24

# 1 博腾股份：国内领先的 CDMO 公司，开启发展新篇章

## 1.1 战略转型逐步推进，公司开启全新发展

博腾股份成立于 2005 年，最初以 CMO 为主营业务，并于 2014 年在创业板上市。2017 年开始战略转型，收购了美国 J-star 公司，进军 CRO 业务，并持续增强研发实力，形成了目前的 CRO 和 CDMO 两大主营业务。同时公司加速进军原料药 CDMO、制剂 CDMO 和生物药 CDMO，长期发展值得期待。

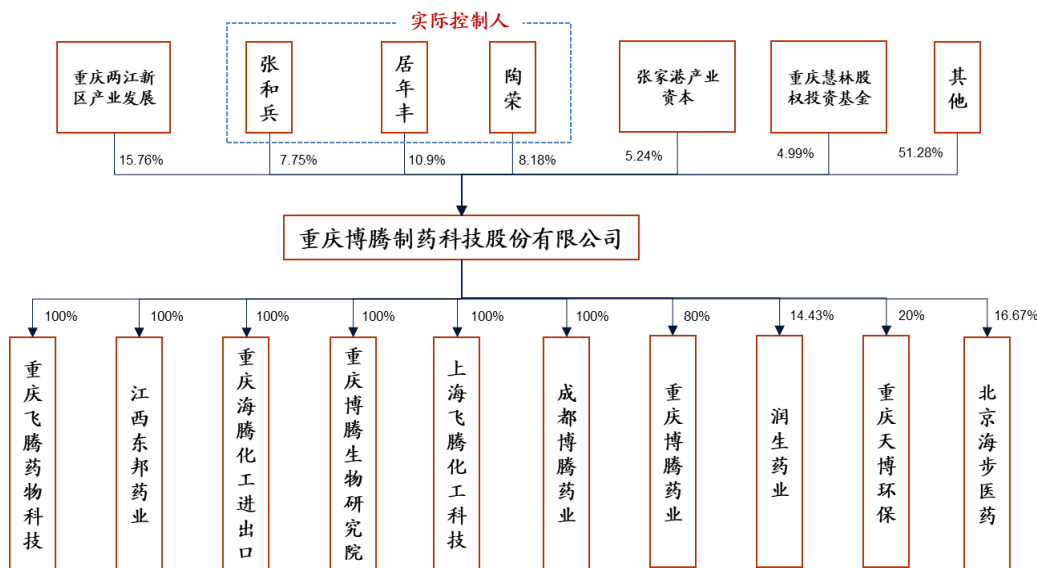
图 1：博腾股份发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司第一大股东是重庆两江新区产业发展集团，实际控制人为居年丰、陶荣和张和兵，三人为一致行动人，合计持有公司 22.7% 股权。

图 2：博腾股份股权结构图

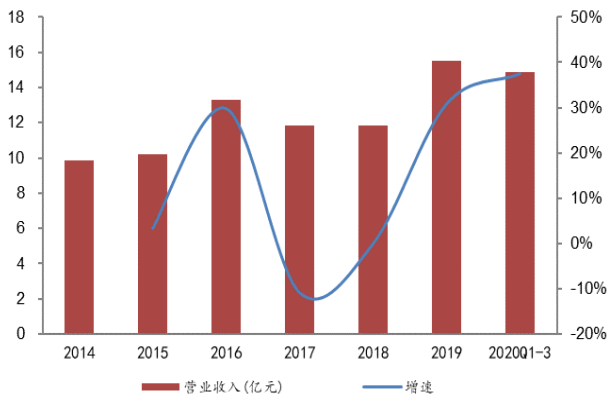


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 业绩进入高速增长阶段，收入结构持续优化

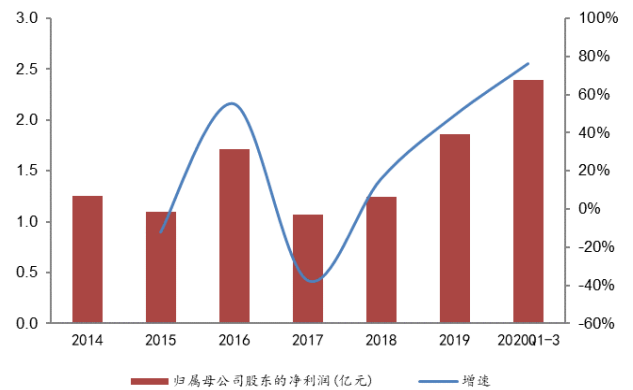
2014-2016年，公司营业收入和归母净利润持续快速增长，后因大品种商业化订单减少，2017年营业收入和归母净利润出现同比下降，随后公司逐步调整产品和订单结构，经过2017和2018年的调整，进入2019年，营业收入和归母净利润迎来增长，其中营业收入为15.5亿元，同比增长30.9%，归母净利润为1.9亿元，同比增长49%。进入2020年，公司业绩继续快速增长，2020Q1-3实现营业收入14.9亿元，同比增长37.6%，归母净利润为2.4亿元，同比增长76%。

图3：公司营业收入转型后保持稳定增长



数据来源：Wind，西南证券整理

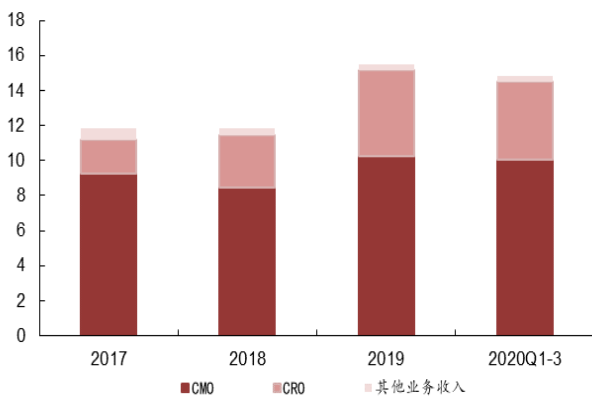
图4：2019年公司归母净利润迎来快速增长



数据来源：Wind，西南证券整理

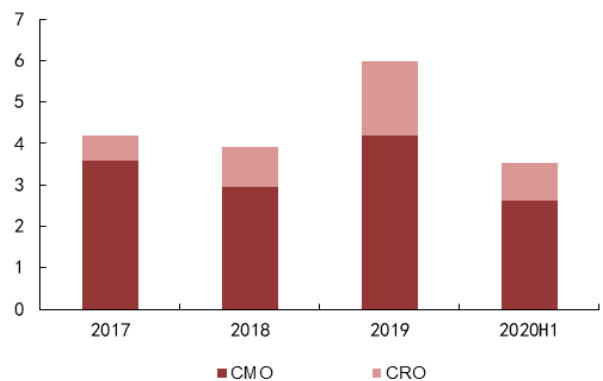
公司主营业务为CRO和CDMO业务，其中CDMO业务收入从2017年的9.3亿元增长到2019年的10.3亿元，2020Q1-3实现收入10亿元，毛利从2017年的3.6亿元增长到2019年的4.2亿元，毛利率从2017年的38.7%提升到2019年的40.8%；CRO业务收入从2017年的1.9亿元增长到2019年的4.9亿元，2020Q1-3实现收入4.5亿元，毛利从2017年的0.6亿元增长到2019年的1.8亿元，毛利率从2017年的30.7%提升到2019年的36.4%。

图5：公司CDMO和CRO业务收入情况（亿元）



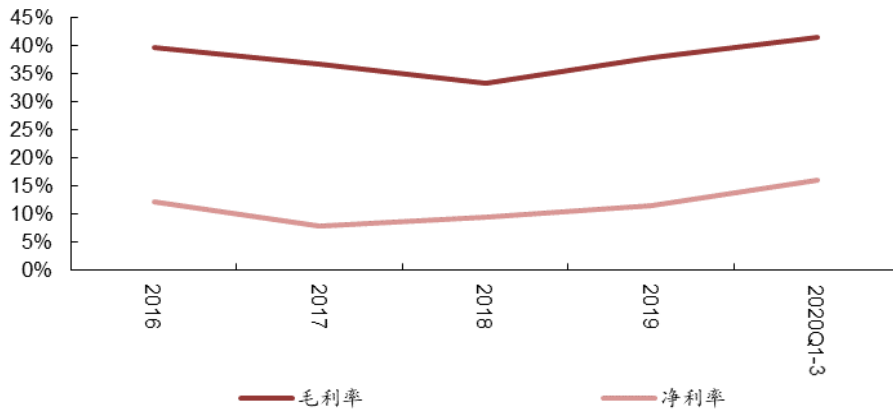
数据来源：Wind，西南证券整理

图6：公司CDMO与CRO业务毛利情况（亿元）



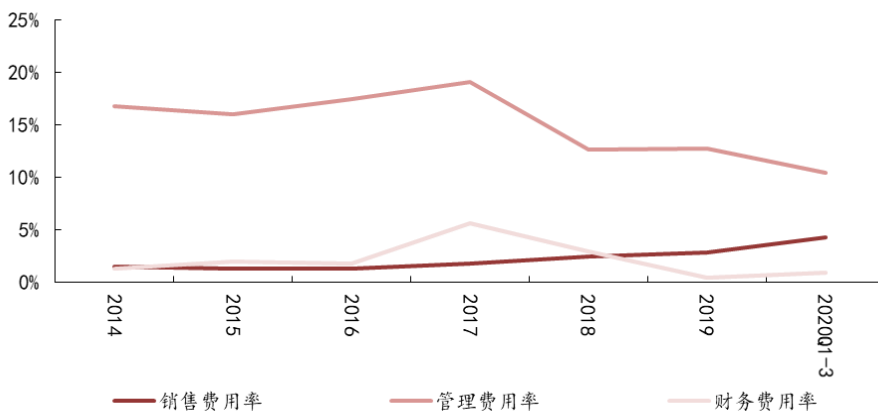
数据来源：Wind，西南证券整理

公司整体毛利率和净利率从2018年开始，处于持续上升的过程，2020Q1-3毛利率和净利率分别达到41.6%和16%，毛利率已经恢复到相对较高水平，净利率未来仍有一定提升空间。

**图 7：公司整体毛利率和净利率情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

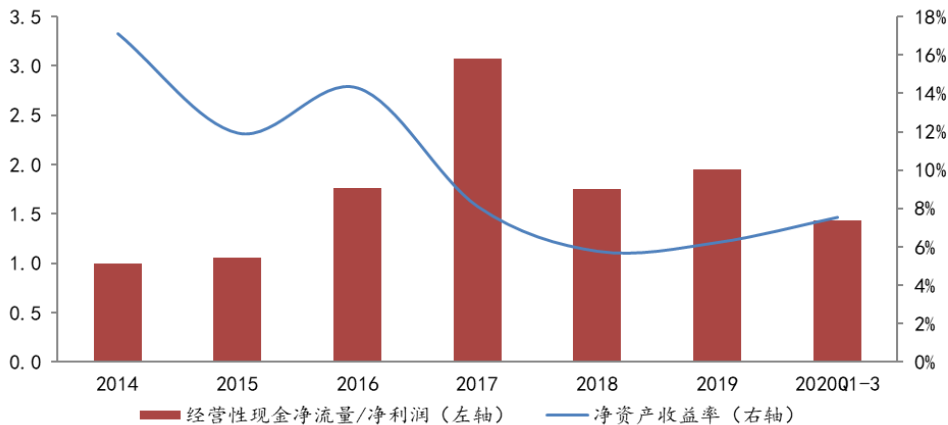
公司销售费用率从 2014 年的 1.5% 逐步提升到 2020Q1-3 的 4.3%，与公司持续加大 BD 能力，增强市场拓展力度有关；公司管理费用率从 2014 年的 16.8% 下降到 2020Q1-3 的 10.5%，与扣除研发费用以及规模效应提升有关；2020Q-3 公司财务费用率为 0.9%，处于相对较低水平，与 2020 年上半年汇率变动有关。

**图 8：公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率**


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司现金流情况一直较好，2018 年和 2019 年经营性现金净流量/净利润均在 1.5 以上，此外，随着公司业务结构的逐步调整，公司 ROE 也从 2018 年 5.8% 提升到 2020Q1-3 年的 7.6%，预计未来 ROE 仍将持续提升。



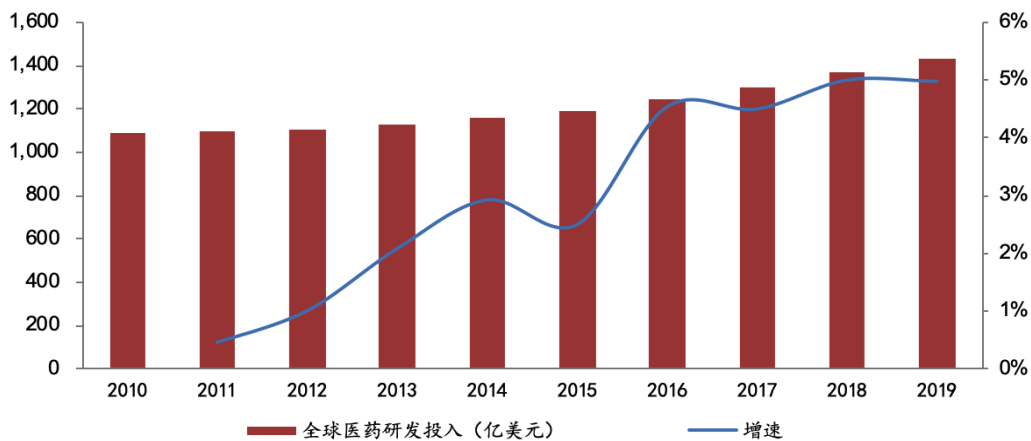
**图 9：2019 年开始公司 ROE 持续提升**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2 全球产业转移+国内创新药崛起，我国 CDMO 行业迎来蓬勃发展

### 2.1 全球创新药研发稳步推进，为 CDMO 行业发展奠定基础

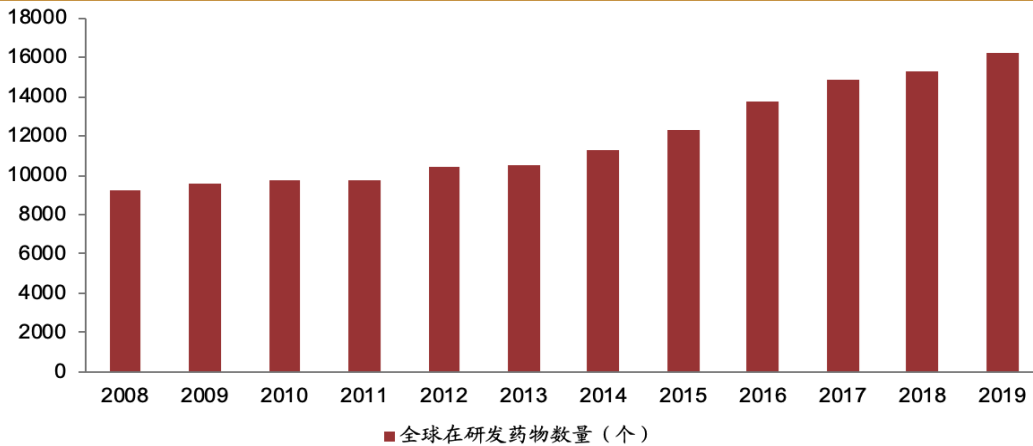
2008 年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至 1%，2011 年开始，增速逐步企稳回升，2019 年全球医药研发投入同比增速已经达到 5.0%。从绝对值来看，全球医药行业研发投入从 2010 年的 1090 亿美元增长到 2019 年的 1434 亿美元，复合增长率为 3.09%，预计 2020-2025 年全球医药研发仍将以 3-5% 的速度稳步增长。

**图 10：全球医药行业研发投入稳步增长**


数据来源：Evaluate Pharma, 西南证券整理

从 2001-2019 年，全球在研新药数量保持持续增长态势，尤其是 2011 年以来，全球在研新药数量呈现明显增长势头。2019 年，全球在研新药数量已经达到 16181 个，同比增长 5.99%。全球在研药物数量的稳健增长，为 CDMO 行业的快速发展奠定基础。

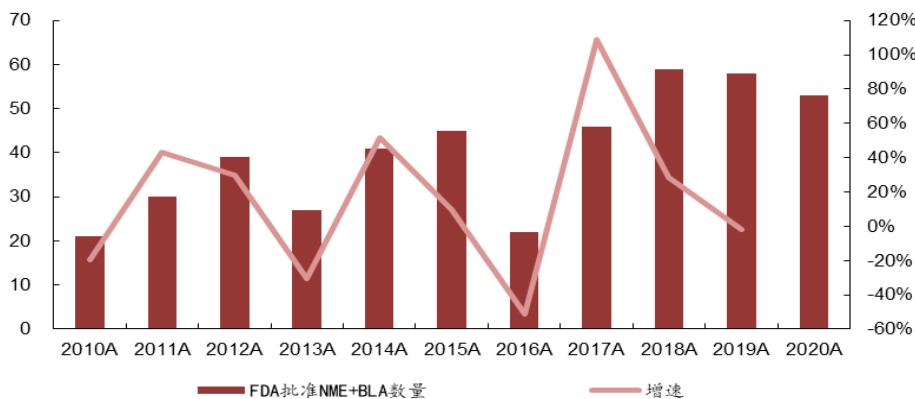
图 11: 全球在研药物数量稳健增长



数据来源: Evaluate Pharma, 西南证券整理

研发药物数量稳定增长的同时, 每年批准上市的创新药数量也在快速增加, 自从 1992 年 FDA 对新药申请类别做出调整后, 每年审批上市新药数量快速增长, 1996 年 FDA 全身批准 59 个药物上市, 创下历史新高, 随后受到 FDA 审批加严以及制药企业研发方向改变等多重因素的影响, FDA 每年新药审批数量快速下降, 2007 年仅为 18 个, 成为历史低点, 随后伴随着仿制药竞争的激烈、政策的有效引导以及药企自身研发储备的逐步释放, 2007 年之后 FDA 批准新药数量快速增加, 2018 年 BLA 和 NME 合计批准 59 个, 达到历史高点, 2019 年合计批准 42 个创新药, 2020 年合计批准 43 个创新药, 依然维持较高水平。

图 12: FDA 批准新药数量快速增加 (个)

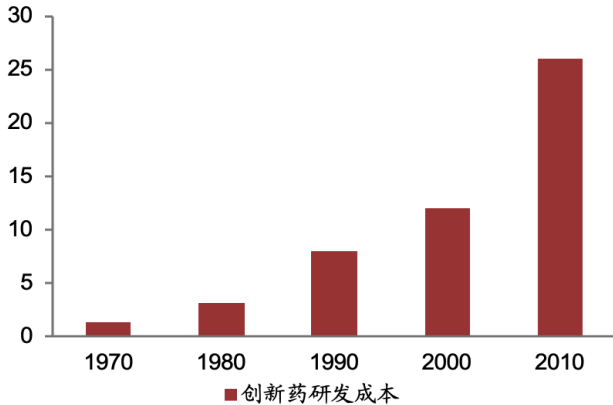


数据来源: FDA, 西南证券整理

## 2.2 研发成功率走低, CDMO 外包需求持续提升

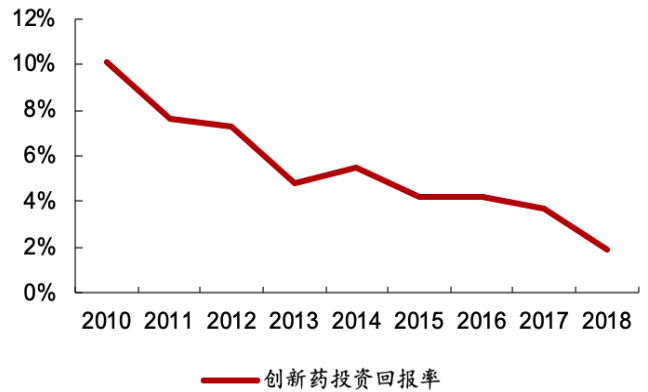
目前创新药研发成本持续升高, 周期不断加长, 且研发赛道拥挤, 竞争愈加激烈, 大型制药企业创新药投资回报率持续下降, 近几年部分企业通过裁员、关停工厂等多种方式降低研发和生产成本, 同时研发生产外包也逐步成为降低成本的重要方式, 如百时美施贵宝、默沙东和辉瑞等企业将其多达 40% 的原料药需求予以外包, 预计未来外包比例将进一步提升。

图 13: 创新药研发成本快速增高 (亿美元)



数据来源: Evaluate Pharma, 西南证券整理

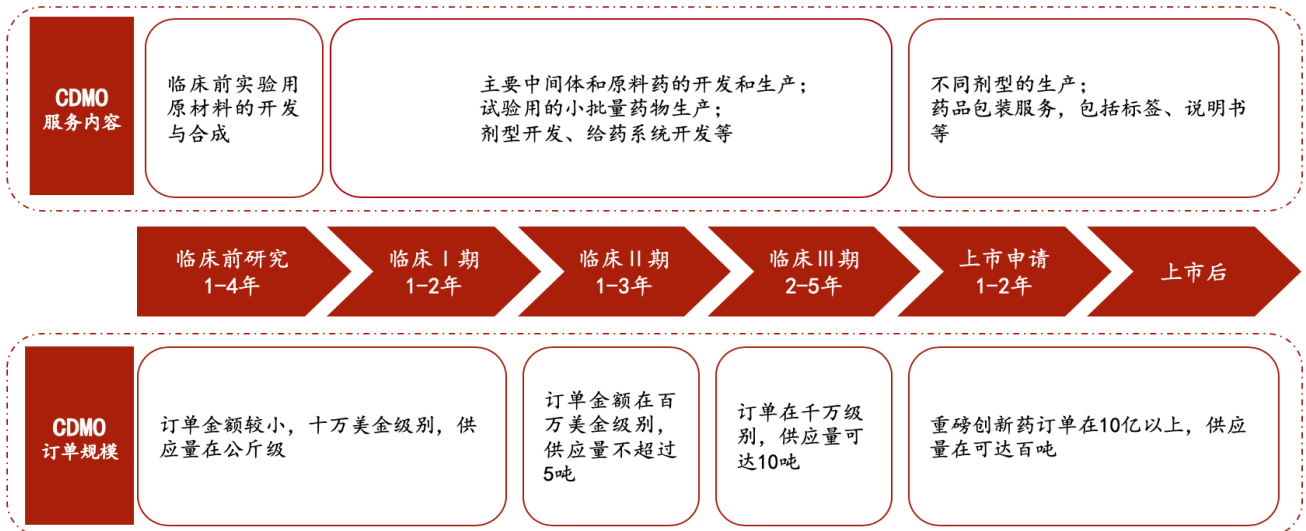
图 14: 大型企业创新药投资回报率持续下降



数据来源: Evaluate Pharma, 西南证券整理

近 20 年来, 国际大型医药制造企业面临的专利悬崖问题越来越严重, 许多重磅药物专利陆续到期后, 在低价仿制药的冲击下, 售价大幅下滑, 营业收入和利润受到极大影响。创新药专利到期后, 价格和毛利率逐步下降, 成本控制成为原研厂家和仿制药厂盈利能力的决定性因素之一, 原研厂家更倾向于寻求专业的 CDMO 企业进行制药工艺的优化升级, 或者进行研发生产外包, 以达到降低成本的目的, 仿制药厂则希望与 CDMO 企业合作, 加快推出仿制药, 抢占市场份额, 专利悬崖进一步推动了 CDMO 市场的快速发展。

图 15: CDMO 产业链位置

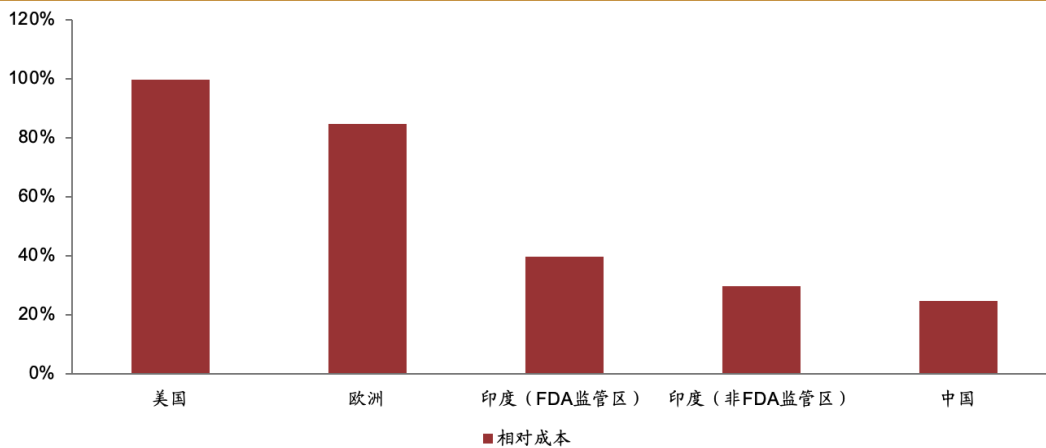


数据来源: 药明康德招股说明书, 凯莱英招股说明书, 西南证券整理

## 2.3 我国成本优势显著，国外 CDMO 产能持续向国内转移

欧美 CDMO 行业起步早，技术、服务和全球化布局更成熟，但相比中国、印度等新兴国家市场，欧美国家人力成本、原材料成本高昂，2005 年开始，陆续有礼来、阿斯利康和辉瑞等大型国际制药企业关闭全球范围内的生产工厂，转而将生产需求外包至成本较低的中国、印度等国家的企业，使得 CDMO 逐步从发达国家市场向新兴国家市场转移，我国 CDMO 行业迎来快速发展。

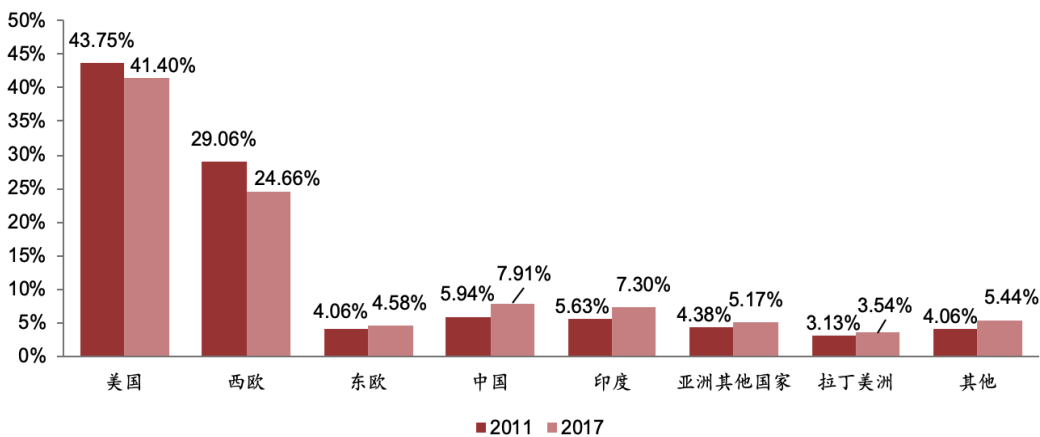
图 16: 中国 CDMO 相对成本最低



数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

近几年来，CDMO 产能从欧美向新兴国家市场转移趋势十分明显，根据 Informa 数据披露，美国、欧洲 CDMO 市场份额分别从 2011 年的 43.8% 和 29% 下降到 2017 年的 41.4% 和 24.7%，而中国和印度的 CDMO 市场份额分别从 2011 年的 5.9% 和 5.6% 上升到 2017 年的 7.9% 和 7.3%。

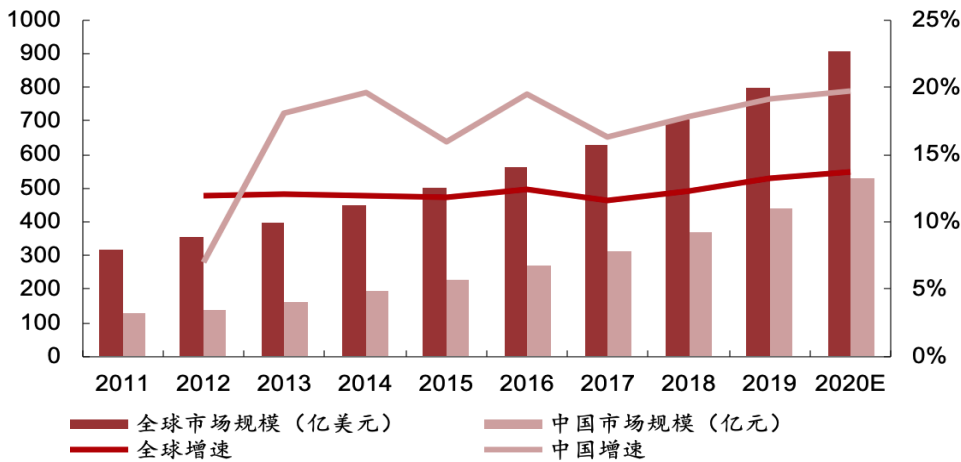
图 17: 欧美产能向新兴国家市场转移趋势明显



数据来源: Informa, 西南证券整理

2019 年，全球 CDMO 行业规模为 798 亿美元，同比增长 13.2%，随着 CDMO 产能转移的逐步推进，2019 年我国 CDMO 行业规模达到 441 亿元，同比增长 19.2%，远高于全球市场规模增速。

图 18: 我国 CDMO 行业规模增速远高于全球 CDMO 行业规模增速

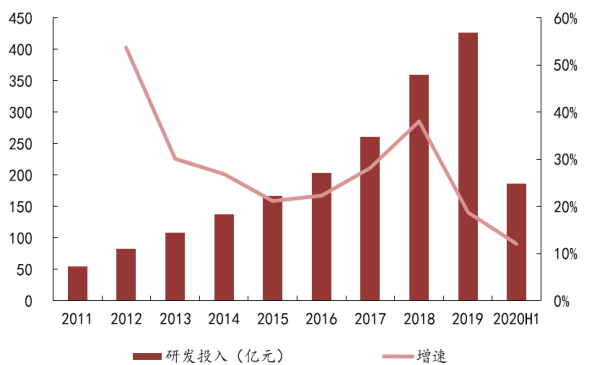


数据来源: Evaluate Pharma, 西南证券整理

## 2.4 国内创新药研发火热, 进一步带动 CDMO 行业发展

自从 2015 年开始, 药政法规改革极大促进了我国的新药研发, 我国制药企业纷纷转型研发创新, 我国医药行业迎来创新药研发浪潮。我国 A 股医药企业研发投入保持高增长, 2019 年研发投入额达到 426 亿元, 2020H1 研发投入额达到 186 亿元, 同比增长 12%, 仍然保持在较高水平, 高速增长的研发投入为 CXO 行业的发展奠定基础。全球前 15 大药企研发费用占收入比重从 2010 年的 14.5% 逐步增长到 2019 年的 16.49%, 2020H1 达到 16.11%, 整体来看, 研发费用占收入比重未来仍将持续向上。

图 19: 我国上市医药企业研发投入占收入比重持续提升



数据来源: Wind, 西南证券整理

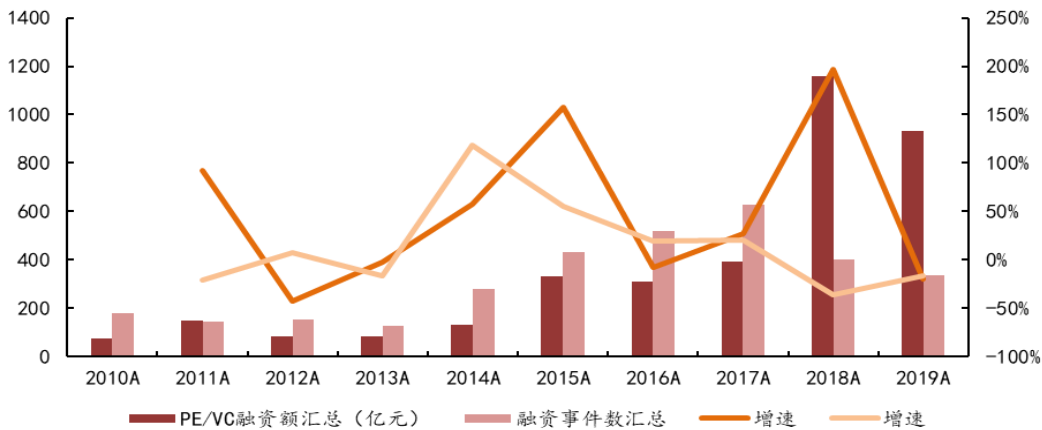
图 20: 全球 TOP50 制药企业研发投入占收入比例超过 18%



数据来源: 彭博, 西南证券整理

大型药企转型研发的同时, 创业型的创新药企业数量快速增加, 逐步成为我国创新药研发的主力, 2018 年我国一级市场创新药企业融资额快速增加, 2019 年融资额仍然超过 800 亿元, 融资事件数量也在快速增加, biotech 融资额以及研发投入的快速增加, 成为推动我国 CDMO 行业发展的重要动力。

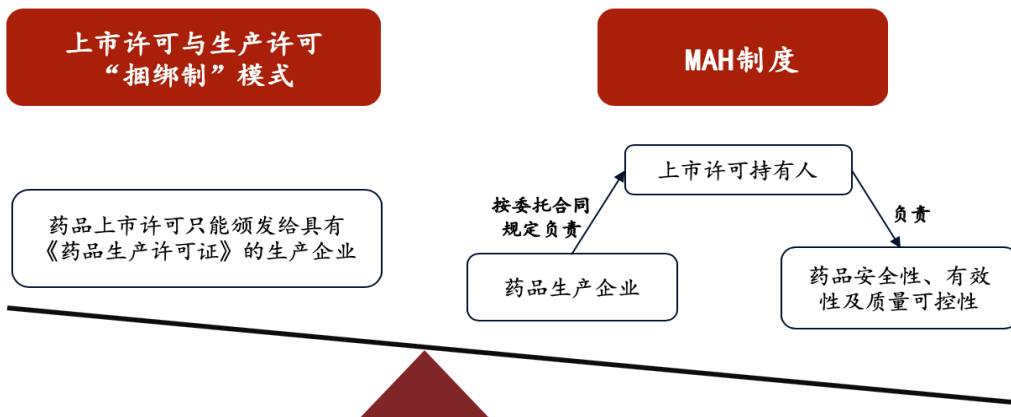
图 21: 我国一级市场创新药 PEVC 融资额



数据来源: 脉动网, 西南证券整理

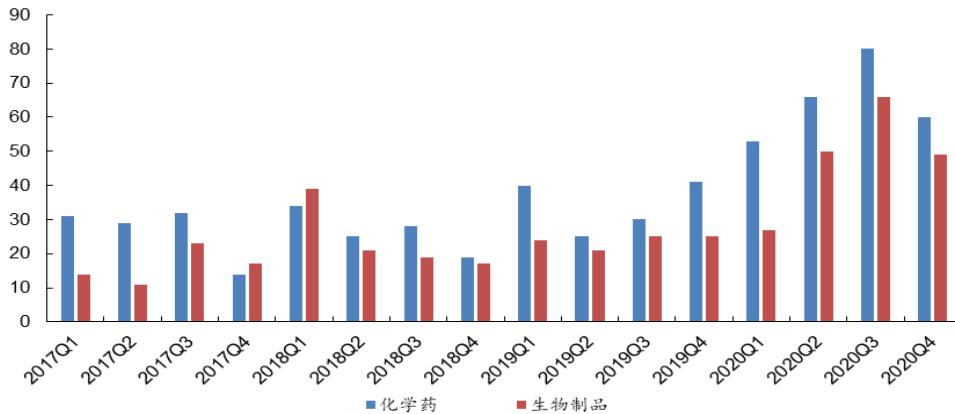
近几年,我国加速推行医药体制改革,药品监督管理法律制度和知识产权保护不断完善,2016年6月6日,国务院办公厅印发《药品上市许可持有人制度试点方案》最重要,方案允许药品研发机构或者科研人员可以作为药品注册申请人提交药物临床试验申请、药品上市申请,申请人取得药品上市许可及药品批准文号的,可以成为药品上市许可持有人,而药品生产可以委托给生产企业,这样将研发和生产分离,既鼓励研发机构创新研发,同时直接促进我国 CDMO 行业发展。

图 22: MAH 制度实现药品注册申请人和生产企业分离



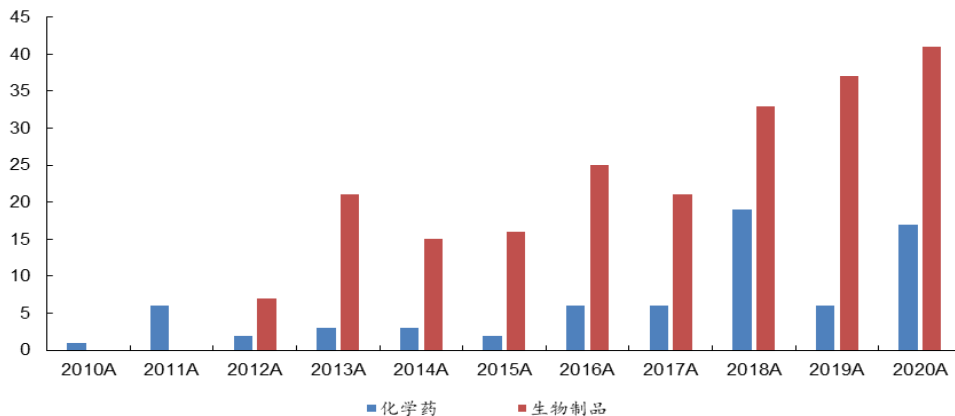
数据来源: 脉动网, 西南证券整理

随着我国医药行业研发的快速升温,我国在研创新药物数量也在快速增加,一般 CDMO 在创新药的临床阶段才开始参与进来,所以 IND (新药研究申请) 可以作为一个比较有效的前瞻性指标,药品上市后,商业化阶段 CDMO 收入将迎来快速增长,所以 NDA (新药上市申请) 也是一个有效的前瞻性指标。2014-2019 年,我国创新药临床申报数量总体呈现增长趋势,2018 年 IND 数量达到 202 个,2019 年 IND 数量达到 231 个,进入 2020 年,IND 数量逐季快速增长,Q3 化药和生物药 IND 分别为 80 和 66 个,达到高峰,Q4 分别为 60 和 49 个,也保持较高水平,2020 年全年 IND 数量为 451 个,达到历史新高。

**图 23: 国产创新药临床实验申报 (IND) 受理情况**


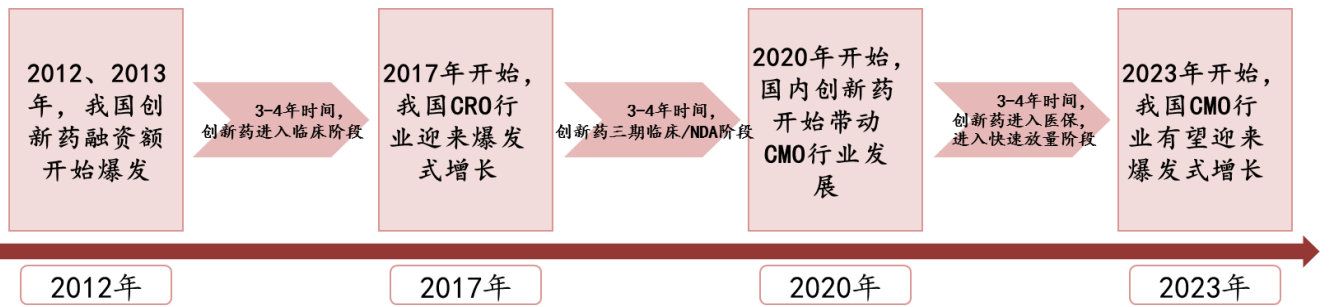
数据来源: CDE, 西南证券整理

我国创新药 NDA 数量保持快速增长。2016 年开始, 国产化药创新药 NDA 数量迎来快速增长, 2018 年达到 19 个, 创下历史新高, 2020 年为 17 个, 继续保持较高水平。生物药 NDA 方面, 2018 年开始增长, 2019 年达到 37 个, 2020 为 41 个, 国产生物创新药也开始进入上市收获期。

**图 24: 国产创新药上市申报 (NDA) 受理情况**


数据来源: CDE, 西南证券整理

2012、2013 年开始, 随着海外人才的回流以及国内资本的涌入, 我国创新药研发进入快速发展阶段, 经过 3-4 年的临床前研发后, 逐步进入临床研究阶段, 从而带动我国临床 CRO 行业的发展, 2017 年开始, 我国临床 CRO 企业业绩迎来快速增长。随后的药物临床研究阶段一般需要 3-5 年时间才逐步开始进入临床三期和 NDA 阶段, 而临床三期和 NDA 阶段委托给 CDMO 企业的订单会较大, 从而有望带动 CDMO 企业国内收入的快速增长, 2020 年也成为我国 CDMO 行业迎来爆发的元年。随着创新药的逐步上市, 预计到 2023 年, 上市药品的商业化订单有望伴随药品的放量迎来快速增长, 商业化订单的收入有望成为助力我国 CDMO 企业国内收入爆发的核心动力。

**图 25: 我国 CDMO 市场未来发展预测**


数据来源：西南证券整理

## 3 CDMO 领域全方位布局，长期发展值得期待

### 3.1 布局 CRO+制剂、原料药、生物药 CDMO，开启发展新篇章

#### 3.1.1 收购 J-Star 公司，向前端布局 CRO 领域

2017 年年初，公司收购美国 J-Star 公司，J-Star 在创新药 API 的化学合成、工艺分析、结晶技术等方面有着丰富的经验。在收购 J-Star 公司前，公司业务偏向于传统 CMO，传统 CMO 服务处于项目后期阶段，单个项目价格较高，可达百万美金至数千万美金，但是收入和客户集中度较高，导致业绩会出现较大波动。收购美国 J-Star 后，J-STAR 完善了公司在项目前期能力方面的空白，CRO 业务实力大大增强，且有利于为后期项目进行导流，进一步实现一站式医药定制研发生产服务的战略目标，奠定 CRO+CDMO 一体化服务格局。

**表 1: CMO 与 CRO 服务对比**

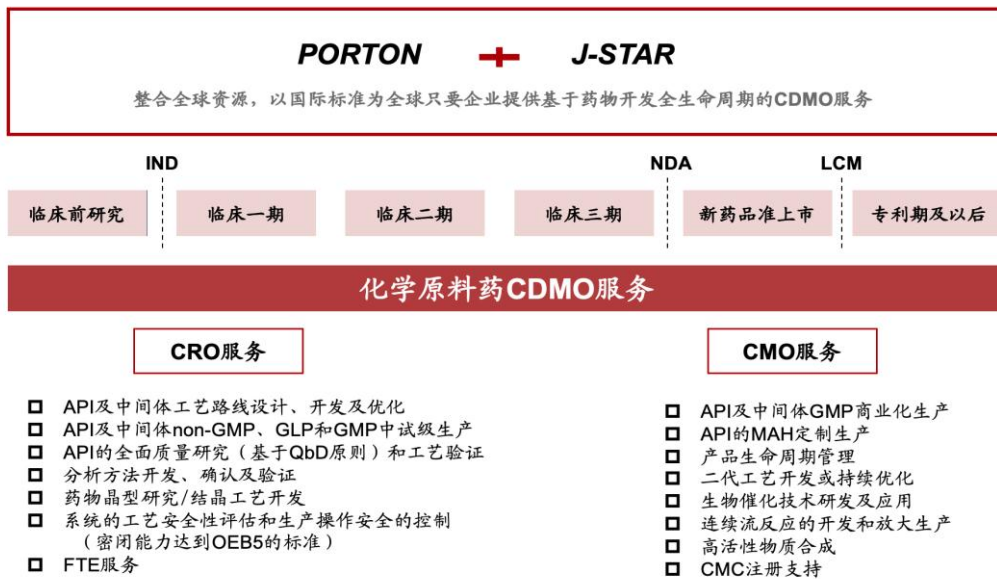
名称	阶段	服务类型	侧重的能力	特点
CMO 服务	临床后期 商业化阶段	提供工艺优化 与生产服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ 质量的稳定性</li> <li>❖ 供应链安全性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ 单个项目商业价值较高</li> <li>❖ 产能需求大</li> <li>❖ 持续性及客户粘性较强</li> </ul>
CRO 服务	临床前 临床早期	提供研究开发 服务为主	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ 高效交付</li> <li>❖ 灵活的研发能力</li> <li>❖ 生产资源配置能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ 直接贡献业绩</li> <li>❖ 为后期项目进行导流</li> </ul>

数据来源：公司公告，西南证券

收购 J-Star 后，公司在海外正式布局了研发中心，公司得以进一步开拓海外新客户市场，为国内业务嫁接优质项目，实现公司国内外业务协同发展。



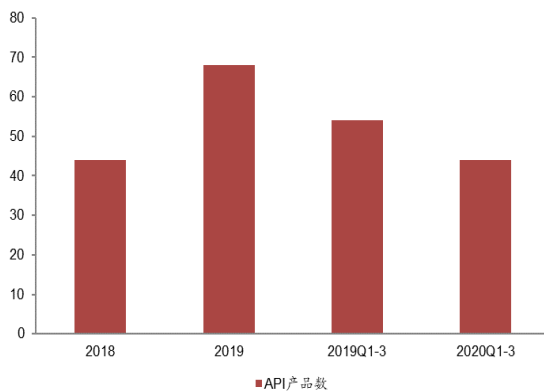
图 26: 博腾并购 J-STAR 实现资源整合



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

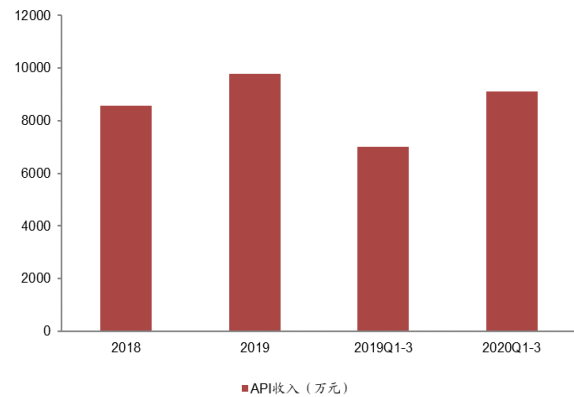
过去公司主要为客户提供 GMP 中间体、GMP 起始物料等定制研发及生产服务, 伴随公司 CDMO 业务转型推进以及 CRO 业务能力的提升, 逐步向 API 业务进行产品升级, 目前也已经取得一定成效。2018 年开始, 公司 API 服务数量逐步增加, 2018 年为 44 个, 2019 年为 68 个, 2020Q1-3 为 44 个, 从金额来看, 2018 年实现收入 8558 万元, 2019 年实现收入 9779 万元, 2020Q1-3 实现收入 9128 万元, 同比增长 30.5%, 预计公司未来原料药 API 服务数量仍将保持快速增长。

图 27: 博腾股份服务 API 产品数



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 28: 博腾股份 API 服务收入情况



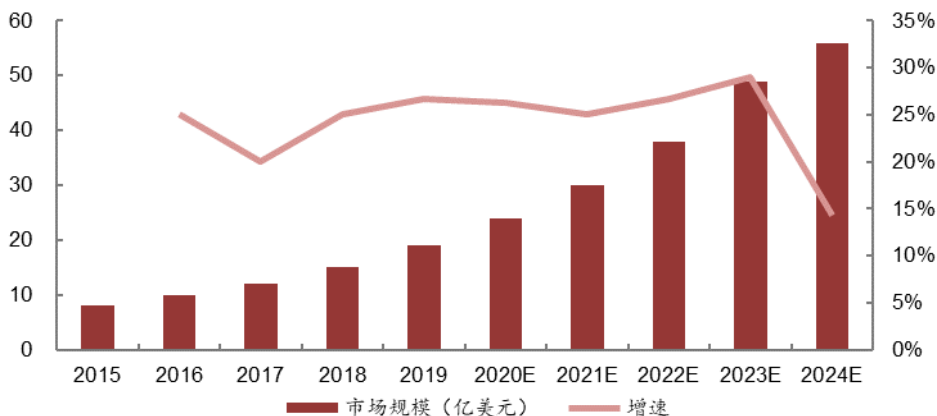
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.1.2 布局制剂 CDMO 和生物药 CDMO，有望打开长期发展空间

积极布局 CRO、原料药 CDMO 领域的同时，公司积极向生物药 CDMO 和制剂 CDMO 布局。对于生物 CDMO 业务，2019 年公司以子公司博腾生物为平台，着手建立苏州研发中心与研发基地，作为生物药 CDMO 业务的承接主体。目前苏州博腾生物已拥有员工近 90 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，工艺开发实验室、技术平台和分析中心已投入使用，可提供质粒工艺开发及生产，腺病毒、慢病毒、腺相关病毒以及溶瘤病毒等病毒载体的工艺开发和生产，CAR-T、CAR-NK、TCR-T、TIL、干细胞等细胞工艺开发及生产。

根据 ARM 的 2019 年度报告统计，目前全球再生医学（包括基因疗法，利用基因工程改造的细胞疗法，细胞疗法和组织工程）公司已经多达 987 家，2019 年细胞和基因治疗领域融资金额达 98 亿美元，并有多起重磅交易发生，基因与细胞治疗快速发展的同时，全球细胞和基因治疗 CDMO 市场规模也从 2015 年的 8 亿美元增长到 2019 年的 19 亿美元，预计未来仍将保持 25% 以上的增速。博腾的细胞与基因治疗 CDMO 布局较早，未来有望跟随行业实现快速发展，成为公司新的业绩增长点。

图 29：全球基因和细胞治疗市场规模及增速



数据来源：FROST & SULLIVAN，西南证券整理

布局生物药 CDMO 的同时，公司持续推进制剂 CDMO 业务技术平台能力建设，子公司博腾药业作为公司制剂 CDMO 业务的承接平台。目前博腾药业已拥有员工近 60 人，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，上海张江研发中心也已经投入使用。博腾药业已经在重庆两江新区启动制剂工厂一期建设，布局制剂 GMP 产能，支持公司制剂 CDMO 业务规划和发展。整体来看，国内 CDMO 企业的制剂 CDMO 业务基本都处于起步阶段，未来随着产业转移的持续推进，以及国内企业研发生产实力的提升，制剂 CDMO 业务有望迎来快速发展。

图 30: 博腾股份化学制剂、生物 CDMO 布局业务

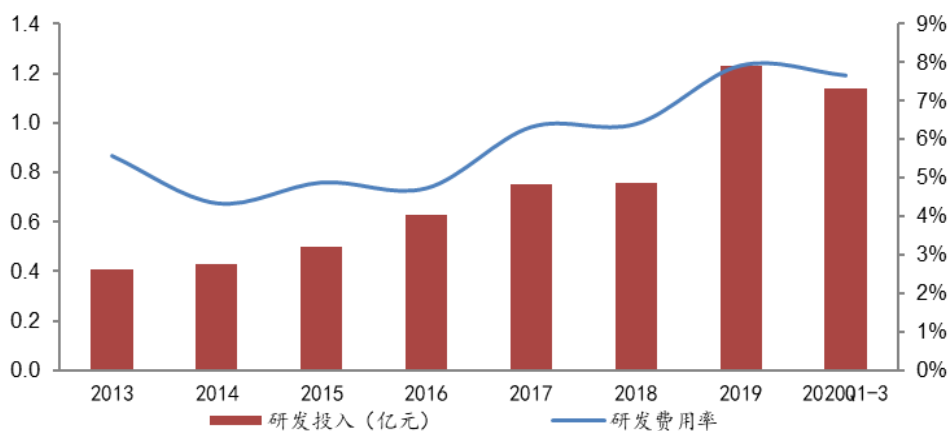


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.1.3 五大研发中心、两大生产基地助力业绩提升

公司研发投入持续上升, 研发力度持续加大。2017 年公司开始转型后, 研发力度持续加大, 公司的研发费用投入有明显的上升趋势, 研发投入占收入比重也持续上行。2019 年公司研发费用达到 1.2 亿元, 占收入比重为 8%, 2020Q1-3 研发费用达到 1.1 亿元, 占收入比重为 7.7%, 均处于较高水平。

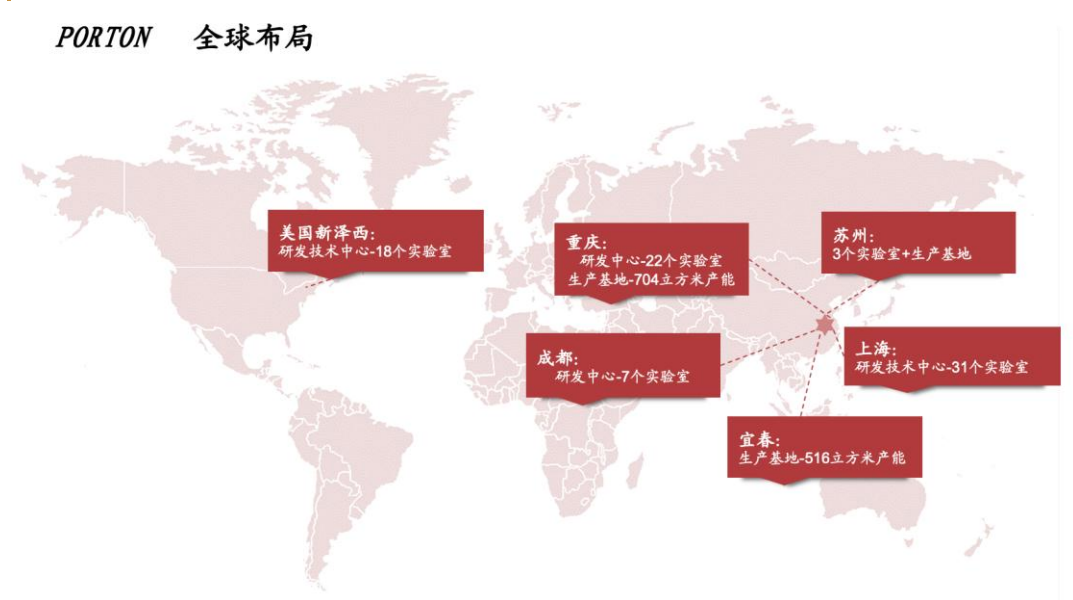
图 31: 博腾股份近年研发投入与研发投入占收入比重



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

目前公司已拥有五大研发中心，分布于重庆、成都、苏州、上海和美国新泽西，共计 81 个实验室，同时公司持续不断地完善研发中心的各项实力，引进有丰富经验的化学家与工程师，购入先进的研发及生产设备等等，不断提升公司进行深度研发的能力。

图 32：博腾股份现有研发中心、生产基地全球布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

目前公司拥有合成、分析、安全、公斤级、结晶、酶催化、流体化学、高活、氢化等多种类型的实验室，新技术应用比例也处于不断提升的过程，预计未来随着新技术的不断应用，公司项目承接能力有望进一步提升，盈利能力也有望进一步增强。

图 33：博腾股份重点布局的先进技术



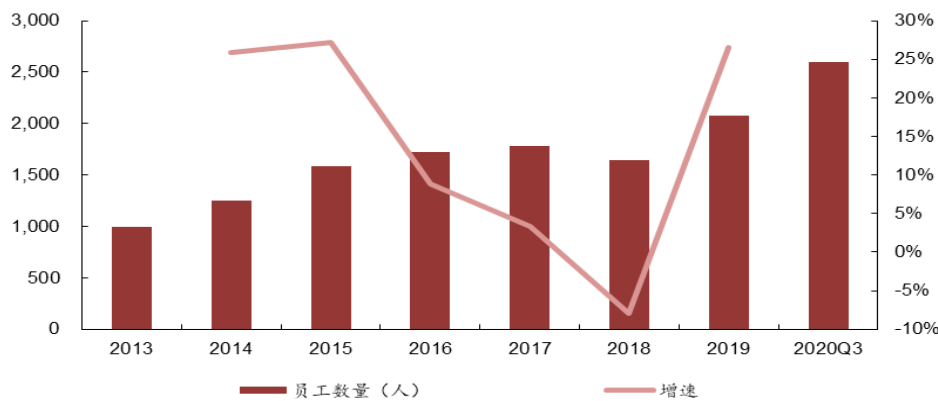
数据来源：公司公告，西南证券整理

研发实力不断增强的同时,公司不断扩大产能,目前公司的两个生产基地(宜春、重庆)涵盖 20L 到 10000L 不等规模的生产能力,共计 1220 立方米产能。公司持续推进建设 109 多功能 GMP 车间,预计将在 2021 年投产,将新增超过 160 立方米的产能,可以为全球客户提供符合国际 GMP 标准、更可靠、更灵活的生产设施选择。2020 年前三季度,公司整体平均产能利用率达到 70%,较 2019 年同期实现较大提升,我们预计未来公司的产能利用率仍将进一步提升。

### 3.1.4 高质量人才快速增加,股权激励持续推出

公司员工数量持续快速增长,从 2013 年的 991 人增加到 2019 年的 2077 人,截至 2020Q3,公司在全球共有员工 2600 人,相比 2019 年增加 500 多人,员工数量持续快速增长。

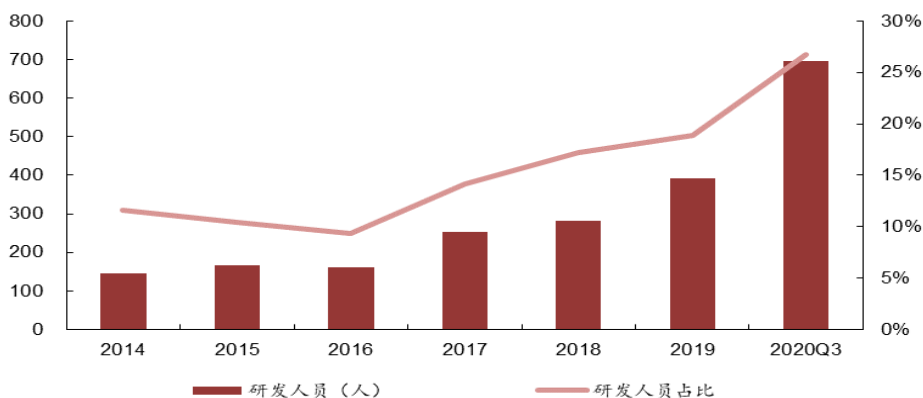
图 34: 博腾股份员工数量情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司研发人员数量也在不断增长,从 2014 年的 145 人增加到 2019 年的 393 人,2020H1 已经达到 695 人,占员工总数比例达到 26.7%,预计未来公司研发人员数量,仍将进一步增长。

图 35: 博腾股份研发人员数量情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司先后于 2016 年、2019 年和 2020 年推出股权激励计划，股权激励计划的逐步推出，建立、健全了公司长效激励机制，充分调动了公司高级管理人员、管理人员及核心技术人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，提升了团队的稳定程度，为进一步的研发提供人才技术支撑，提升公司核心竞争力。

**表 2：博腾股份股权激励计划**

	2016 年	2019 年		2020 年
类型	限制性股票激励计划	股票期权激励	限制性股票激励	限制性股票激励计划
对象	中高层管理人员、核心技术及业务骨干			
授予数量 (万股)	391.5	865.40	225.50	123.9
股份占比	0.93%	1.59%	0.42%	0.23%
授予价格 (元)	9.38	8.86	4.43	13.04
人数	132	72	55	24
三年解锁百分比	33%/33%/34%	40%/30%/30%	40%/30%/30%	40%/30%/30%
解锁条件	以 2015 年指标为基数	/		
第一年	营业收入增长率不低于 25% 净利润增长率不低于 25%	2019 年公司营业收入 不低于 14 亿元	2019 年公司营业收入 不低于 14 亿元	2020 年营业收入 不低于 17 亿元
第二年	营业收入增长率不低于 50% 净利润增长率不低于 50%	2020 年公司营业收入 不低于 17 亿元	2020 年公司营业收入 不低于 17 亿元	2021 年营业收入 不低于 20.5 亿元
第三年	营业收入增长率不低于 80% 净利润增长率不低于 80%	2021 年公司营业收入 不低于 20.5 亿元	2021 年公司营业收入 不低于 20.5 亿元	2022 年营业收入 不低于 25 亿元

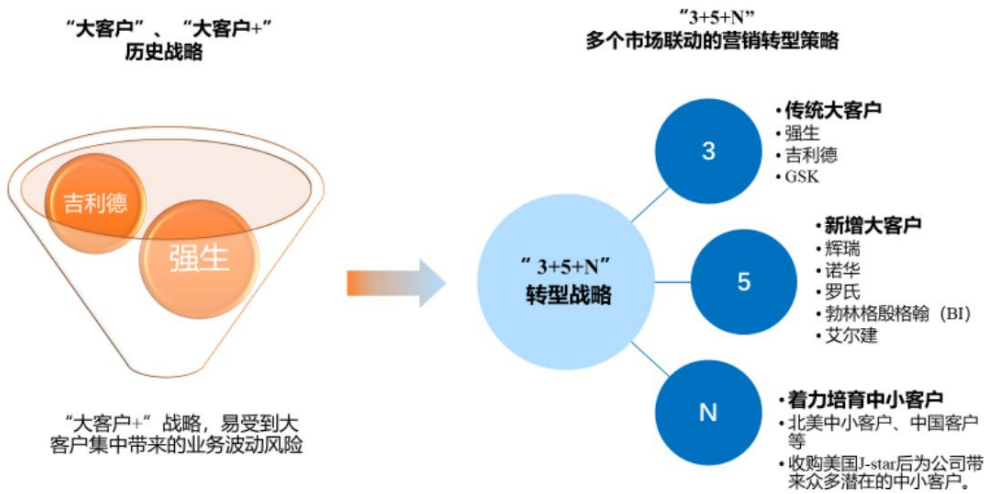
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3.2 战略转型效果显现，项目结构、客户结构持续优化

### 3.2.1 客户、收入结构持续优化，抗风险能力持续增强

公司早期以大客户为主要战略对象，客户集中度很高，合作对象有强生、GSK、吉利德等公司，大型药企带来的巨大收入贡献保障了公司早期的优秀业绩，2016 年，公司前两大客户集中度达到 56%，前五大客户收入占比超过 70%。较高的客户集中度，导致公司缺乏对风险的分散能力，随后客户产品的需求出现大波动，直接对公司的业绩造成较大影响。2017 年，公司业绩首次出现负增长，随后公司调整战略，提出“3+5+N”战略，将客户梯队管理变得更加合理、稳定，减少对部分客户与项目的依赖性，使业务更具持久发展力。

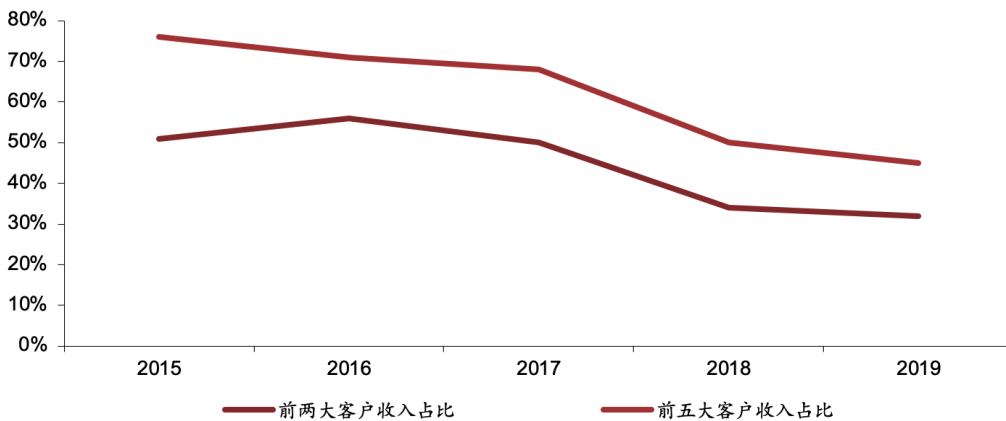
图 36: 博腾股份大客户集中度持续下降



数据来源：公司年报，西南证券整理

经过两年的调整，公司客户集中度持续下降，2018 年与 2019 年，公司的前两大客户占比已分别恢复到 34%、32%，已经达到相对较合理的水平。

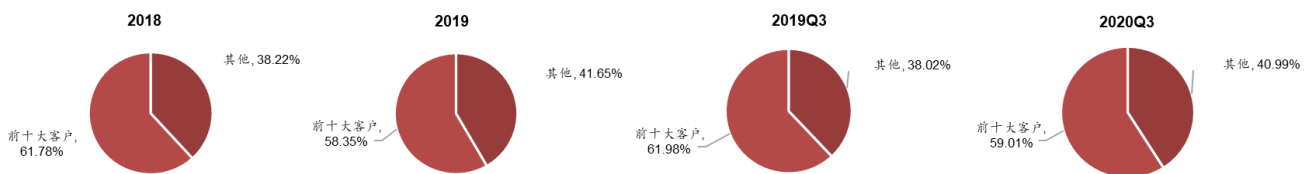
图 37: 博腾股份大客户集中度持续下降



数据来源：公司年报，西南证券整理

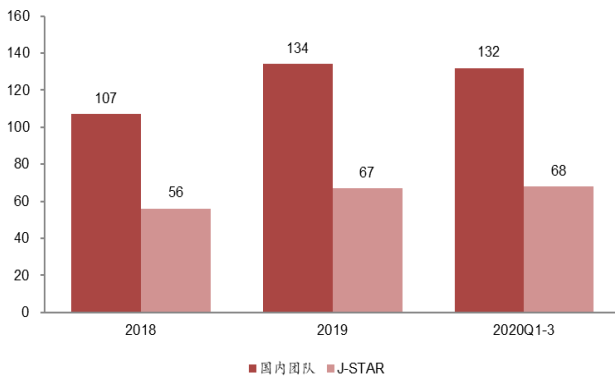
公司前十大客户销售占比也呈现持续下降态势，其中 2018 年为 61.78%，2019 年为 58.35%，2020Q3 为 59.01%。

图 38: 博腾股份前十大客户集中度

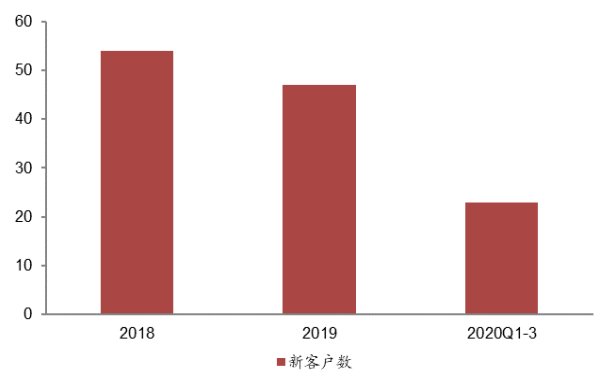


数据来源：公司公告，西南证券整理

客户集中度与收入集中度的下降，与公司收购 J-star 同时在国内加大 CRO 业务拓展力度有关。2019 年，公司国内团队服务客户数（仅包括有订单客户）134 家，J-star 团队服务客户数 67 家，新增客户数 47 家。2020Q1-3，由于受到疫情影响，国内团队服务客户数目稍有下降，为 132 家，但 J-STAR 客户数达到 68 家。从新增客户数来看，虽然受到疫情的持续影响，公司新客户开发的整体节奏并未放慢，2020Q1-3 公司与全新的 23 家优质客户提供服务，同时，来自于公司近 480 家的客户管线中的优质项目持续导流，不断充实着公司未来业务管线。

**图 39：博腾股份国内、外团队服务客户数目**


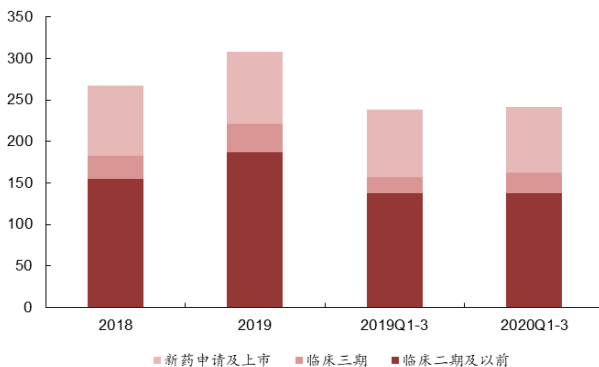
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 40：博腾股份新增服务客户数目**


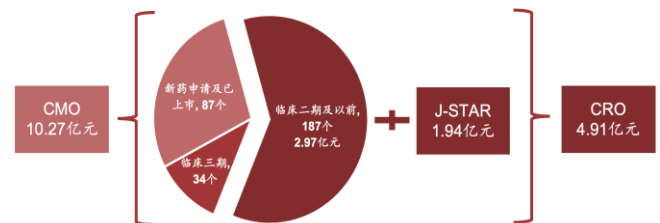
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2.2 项目数量快速增长，项目结构持续优化

随着公司战略转型的逐步推进，公司项目数量也在快速增加，2018 年为 267 个，2019 年为 308 个，2020Q1-3 为 242 个。从项目阶段来看，2018 年，临床二期及以前项目为 155 个，临床三期为 28 个，新药申请及上市为 84 个；2019 年，临床二期及以前项目为 187 个，临床三期为 34 个，新药申请及上市为 87 个，整体来看，早期项目的数量占比持续提升，形成漏斗型结构，项目结构持续趋于合理。

**图 41：博腾股份服务产品数**


数据来源：公司公告，西南证券整理

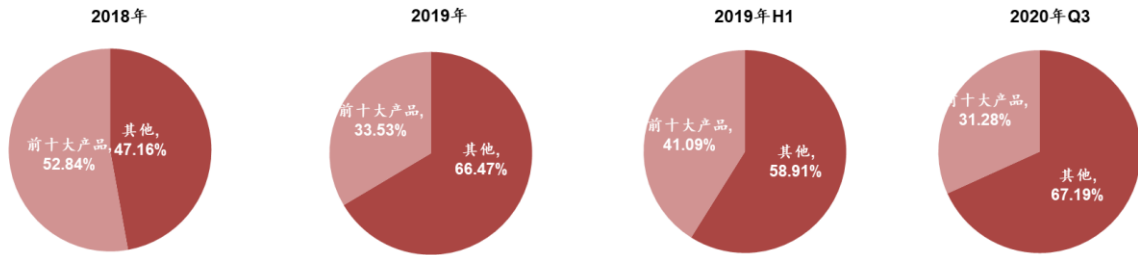
**图 42：博腾股份 2019 年主营业务收入及项目构成**


数据来源：公司公告，西南证券整理



产品管线层面，2020Q1-3 公司获得新询盘 592 个（其中 125 个产品订单已确认）；创新药活跃项目数（不含 J-STAR）449 个，其中临床前和临床一期 270 个，临床二期 63 个，临床三期 49 个，新药申请（NDA）10 个，已上市 57 个；目前，随着产品管线的丰富，产品结构进一步优化，2020Q1-3 公司前十大产品占比 33%，同比下降约 6 个百分点，产品波动和集中风险进一步降低，我们预计随着公司各项业务布局的快速推进，未来产品集中度将进一步下降，业绩稳定性有望逐步提升。

图 43：前十大产品集中度图



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：对于临床后期及商业化业务板块，由于前期项目会逐渐推进到后期临床与商业化，加之 CRO 前端业务可以进行后期导流，假设 2020 年、2021 年和 2022 年每年分别增加 11 个、13 个和 16 个项目，同时，假设项目单价在未来三年将以 15% 的速度增长，则 2020 年、2021 年和 2022 年收入增速分别为 25.5%、26.3% 和 27.7%。假设随着项目结构的改善，毛利率逐步提升，2020 年、2021 年和 2022 年毛利率分别达到 42%、42.5% 和 43%。

假设 2：临床早期业务板块是公司近年重点发展的业务之一，随着研发团队的组建和扩张，技术水平和能力逐步上升，预计收入仍将保持较快增长，假设中国团队 2020 年、2021 年和 2022 年实现收入增速分别为 50%、45% 和 40%，J-STAR 团队 2020 年、2021 年和 2022 年实现收入增速分别为 45%、40% 和 35%。随着高价值项目的增加，CRO 业务毛利率有望逐步提升，假设 2020 年、2021 年和 2022 年毛利率分别为 40%、41% 和 42%。

假设 3：公司的其他服务收入维持稳定。

**表 3: 博腾股份营业收入拆分 (亿元)**

		2019A	2020E	2021E	2022E	
临床后期 及商业化业务	项目数 (个)	10.27	12.88	16.28	20.78	
	项目单价	21.07%	25.45%	26.33%	27.69%	
	单价增速	121.00	132.00	145.00	161.00	
	收入	848.76	976.07	1122.49	1290.86	
	增速	12.07%	15.00%	15.00%	15.00%	
	成本	6.08	7.47	9.36	11.85	
	毛利	4.19	5.41	6.92	8.94	
	毛利率	40.79%	42.00%	42.50%	43.00%	
临床早期业务	收入	4.91	7.27	10.40	14.36	
	增速	65.76%	48.02%	43.06%	38.11%	
	成本	3.12	4.36	6.13	8.33	
	毛利	1.79	2.91	4.26	6.03	
	毛利率	36.41%	40.00%	41.00%	42.00%	
	国内	收入	2.97	4.46	6.46	9.04
		增速	80.93%	50.00%	45.00%	40.00%
	J-STAR	收入	1.94	2.81	3.94	5.32
增速		47.04%	45.00%	40.00%	35.00%	
其他	收入	0.33	0.33	0.33	0.33	
	增速	-17.82%	0.00%	0.00%	0.00%	
	成本	0.44	0.33	0.33	0.33	
	毛利	-0.11	0.00	0.00	0.00	
	毛利率	-32.17%	0.00%	0.00%	0.00%	
合计	总营业收入	15.51	20.48	27.01	35.48	
	增长率	30.92%	32.05%	31.84%	31.36%	
	总营业成本	9.64	12.17	15.83	20.51	
	毛利	5.87	8.32	11.18	14.97	
	毛利率	37.84%	40.61%	41.40%	42.19%	

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 20.5 亿元、27 亿元和 35.5 亿元, 归母净利润分别为 3.2 亿元、4.3 亿元和 5.9 亿元, EPS 分别为 0.59 元、0.80 元和 1.08 元, 对应 PE 分别为 66 倍、49 倍和 36 倍。

## 4.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 3%；
- 2) 无杠杆  $\beta$  系数为 0.62；
- 3) 税率：保持 25% 稳定税率。

表 4：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	6
永续期增长率	3%
无风险利率 Rf	3.5%
市场组合报酬率 Rm	11.02%
有效税率 Tx	25%
过渡期增长率	15%
$\beta$ 系数	0.62
债务资本成本 Kd	5%
债务资本比重 Wd	1.26%
股权资本成本 Ke	8.16%
WACC	8.11%

数据来源：西南证券

表 5：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	18945.50
净债务价值	-1544.30
股票价值	20489.79
每股价值	37.75

数据来源：西南证券

表 6：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	6.61%	7.11%	7.61%	8.11%	8.61%	9.11%	9.61%
1.5%	41.54	37.59	34.31	31.53	29.15	27.10	25.31
2.0%	44.87	40.23	36.43	33.26	30.59	28.30	26.32
2.5%	49.01	43.43	38.96	35.31	32.26	29.69	27.48
3.0%	54.29	47.42	42.05	37.75	34.23	31.30	28.82
3.5%	61.28	52.51	45.89	40.73	36.59	33.20	30.37
4.0%	70.94	59.24	50.80	44.43	39.45	35.47	32.20
4.5%	85.19	68.54	57.28	49.15	43.02	38.23	34.39

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 37.75 元。

### 4.3 相对估值

我们选取了行业中与博腾股份业务最为相近的康龙化成、药明康德、九洲药业和凯莱英四家公司,2020年四家公司的平均PE为97倍,2021年平均PE为73倍。公司是我国CDMO行业优秀企业,战略转型持续推进,业绩进入加速增长阶段,同时,公司布局原料药CDMO、制剂CDMO和生物药CDMO,长期发展值得期待,给予公司2021年70倍市盈率,对应目标价为56元,维持“买入”评级。

表7: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300759.SZ	康龙化成	125.40	0.69	1.22	1.54	2.03	182	103	81	62
603259.SH	药明康德	143.38	1.12	1.18	1.50	1.93	128	122	96	74
603456.SH	九洲药业	34.76	0.30	0.46	0.71	9.00	116	76	49	4
002821.SZ	凯莱英	295.20	2.39	3.07	4.08	5.33	124	96	72	55
平均值							134	97	73	48

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

CDMO行业发展不及预期风险,公司订单不及预期风险,J-Star业绩受疫情等影响不及预期风险,公司外延式发展不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1551.30	2048.55	2700.77	3547.73	净利润	179.62	331.62	450.17	609.42
营业成本	964.28	1216.64	1582.65	2050.84	折旧与摊销	117.15	168.05	174.40	178.97
营业税金及附加	13.22	17.41	22.96	30.16	财务费用	7.12	4.10	5.40	7.10
销售费用	45.16	61.46	89.13	127.72	资产减值损失	-30.96	0.00	0.00	0.00
管理费用	197.97	389.22	513.15	674.07	经营营运资本变动	135.96	-189.84	-137.31	-148.34
财务费用	7.12	4.10	5.40	7.10	其他	-57.52	-13.43	-3.63	-4.31
资产减值损失	-30.96	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>351.37</b>	<b>300.50</b>	<b>489.03</b>	<b>642.82</b>
投资收益	7.83	5.00	5.00	5.00	资本支出	-34.79	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.02	0.02	0.02	0.02	其他	209.34	5.02	5.02	5.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>174.55</b>	<b>-34.98</b>	<b>-34.98</b>	<b>-34.98</b>
<b>营业利润</b>	<b>194.69</b>	<b>364.74</b>	<b>492.51</b>	<b>662.87</b>	短期借款	-641.86	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.27	-7.64	-7.76	-6.64	长期借款	-13.62	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>193.42</b>	<b>357.10</b>	<b>484.75</b>	<b>656.23</b>	股权融资	1.86	0.00	0.00	0.00
所得税	13.80	25.47	34.58	46.81	支付股利	-25.11	-37.43	-64.49	-87.63
净利润	179.62	331.62	450.17	609.42	其他	-126.08	-118.12	-5.40	-7.10
少数股东损益	-5.93	11.94	15.76	21.33	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-804.81</b>	<b>-155.55</b>	<b>-69.89</b>	<b>-94.73</b>
归属母公司股东净利润	185.55	319.69	434.41	588.09	<b>现金流量净额</b>	<b>-274.32</b>	<b>109.96</b>	<b>384.16</b>	<b>513.11</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1174.68	1284.65	1668.81	2181.92	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	383.59	571.63	752.66	970.29	销售收入增长率	30.93%	32.05%	31.84%	31.36%
存货	342.87	450.05	591.90	774.41	营业利润增长率	26.45%	87.34%	35.03%	34.59%
其他流动资产	25.37	15.90	20.89	27.36	净利润增长率	61.18%	84.62%	35.75%	35.38%
长期股权投资	0.42	0.42	0.42	0.42	EBITDA 增长率	1.63%	68.32%	25.22%	26.27%
投资性房地产	5.44	5.44	5.44	5.44	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1307.94	1182.18	1050.07	913.39	毛利率	37.84%	40.61%	41.40%	42.19%
无形资产和开发支出	333.40	331.16	328.93	326.70	三费率	16.13%	22.20%	22.50%	22.80%
其他非流动资产	381.76	381.70	381.65	381.59	净利率	11.58%	16.19%	16.67%	17.18%
<b>资产总计</b>	<b>3955.48</b>	<b>4223.14</b>	<b>4800.77</b>	<b>5581.53</b>	ROE	5.86%	9.90%	12.05%	14.31%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.54%	7.85%	9.38%	10.92%
应付和预收款项	505.28	583.27	761.44	1002.81	ROIC	9.23%	16.59%	21.42%	27.80%
长期借款	241.74	241.74	241.74	241.74	EBITDA/销售收入	20.56%	26.21%	24.89%	23.93%
其他负债	144.15	48.01	61.78	79.40	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>891.16</b>	<b>873.02</b>	<b>1064.96</b>	<b>1323.95</b>	总资产周转率	0.37	0.50	0.60	0.68
股本	542.75	542.75	542.75	542.75	固定资产周转率	1.27	1.70	2.45	3.64
资本公积	1589.18	1589.18	1589.18	1589.18	应收账款周转率	5.15	5.11	5.14	5.13
留存收益	993.77	1276.02	1645.95	2146.40	存货周转率	2.90	2.85	2.89	2.88
归属母公司股东权益	3066.68	3340.55	3710.47	4210.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.75%	—	—	—
少数股东权益	-2.37	9.57	25.33	46.66	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3064.32</b>	<b>3350.12</b>	<b>3735.80</b>	<b>4257.59</b>	资产负债率	22.53%	20.67%	22.18%	23.72%
负债和股东权益合计	3955.48	4223.14	4800.77	5581.53	带息债务/总负债	27.13%	27.69%	22.70%	18.26%
					流动比率	2.98	3.69	3.70	3.66
					速动比率	2.45	2.98	2.97	2.94
					股利支付率	13.53%	11.71%	14.84%	14.90%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	318.96	536.89	672.31	848.93	每股收益	0.34	0.59	0.80	1.08
PE	113.93	66.13	48.66	35.95	每股净资产	5.65	6.17	6.88	7.84
PB	6.90	6.31	5.66	4.97	每股经营现金	0.65	0.55	0.90	1.18
PS	13.63	10.32	7.83	5.96	每股股利	0.05	0.07	0.12	0.16
EV/EBITDA	62.44	36.69	28.73	22.15					
股息率	0.12%	0.18%	0.31%	0.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn