

2021年03月02日

# 核心员工激励机制常态化，增强未来业务发展和业绩增长的确定性

## 博腾股份(300363)

### 事件概述

公司发布 2021 年限制性股票激励计划(草案): 此次拟向 61 名中高层+核心骨干授予限制性股票(来源为定向增发)不超过 157.3 万股、占股本 0.29%，授予价格为 21.52 元/股; 本激励计划首次授予的限制性股票的限售期分别为自首次授予部分登记完成之日起 12 个月/24 个月/36 个月，即 40%/30%/30%，解除限售考核年度为 2021-2023 年三个会计年度，即 2021-2023 年公司营业收入分别不低于 24/29/35 亿元。初步测算预计合计摊销总费用为 3326.90 万元(2021-2024 年分别为 1656.74/1142.95/449.40/77.81 万元)，对整体利润影响较小。另外公司预留限制性股票 31.4 万股，占股本 0.06%。

### 分析判断:

#### ► 核心员工激励机制常态化，增强未来业务发展和业绩增长的确定性

CDMO 行业作为科技属性(工程师集群和低成本优势)+重资产属性并重的高景气赛道，公司作为小分子 CDMO 行业的核心参与者，继 2019 年和 2020 年连续 2 年实施股权激励计划后，公司拟于 2021 年对中高层+核心技术骨干再次进行股权激励，核心员工股权激励机制常态化、深度绑定和吸引核心技术骨干，有利于公司业务的中长期的良性发展以及确保未来增长的确定性。

此次拟授予限制性股票以 2021-2023 年为业绩考核年度，营业收入分别不低于 24/29/35 亿元，大幅高于 2020 年股权激励计划时的 2021-2022 年考核指标 20.5 和 25 亿元，也彰显公司对未来业务发展的信心和决心。

#### ► 经营拐点进一步确立，核心竞争力持续提升

经过 2017 年和 2018 年连续两年战略调整与转型，公司从 2019 年开始已经迎来经营拐点，2019 年与 2020 年连续 2 年经营业绩的亮眼表现，均进一步印证了公司基本面的变化。

公司自 2017 年战略转型以来，研发投入力度空前加大，搭建了结晶技术、活性酶等各项核心技术平台，BD 数量也持续增加，基本面及业务能力快速提升和夯实，CRO 业务保持持续高速增长

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	45.8
股票代码:	300363
52 周最高价/最低价:	47.5/21.51
总市值(亿)	248.58
自由流通市值(亿)	204.70
自由流通股数(百万)	446.95



分析师: 崔文亮  
邮箱: cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002

分析师: 徐顺利  
邮箱: xusl1@hx168.com.cn

### 相关研究

1. 【华西医药】博腾股份(300363): 业绩显著超市场预期, 盈利能力持续提升  
2021.01.10
2. 【华西医药】博腾股份(300363): 控股股东减持预期落地, 协议转让给张家港产业资本控股合伙企业 5.24% 股权  
2020.12.20
3. 【华西医药】博腾股份(300363): 业绩呈现高速增长, 盈利能力持续提升  
2020.10.26

长，业务结构更加优化和均衡。未来，随着公司产能利用率提升、CRO 人员项目管理能力提升，公司毛利率和净利率都将持续提升，利润端增速有望持续超出收入端增速。长期看，公司布局的生物药 CMO 和制剂 CMO 将为公司打开更广阔的空间，现有化学药 CDMO 业务赛道好、成长速度快，有望推动公司未来几年持续保持 30-35%复合增速。

### 投资建议

考虑到公司产能利用率持续提升带来毛利率持续提升、费用率持续下降，净利润率持续提升，维持前期盈利预测，即 2021 年~2022 年归母净利润分别为 4.30/5.69 亿元，分别同比增长 32.6%/32.3%，当前股价对应 2021~2022 年估值分别为 58X/44X。公司估值水平，与同类公司相比，仍有提升空间，考虑到公司经营拐点进一步确认，处于快速增长阶段，我们维持“买入”投资评级

### 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

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,185	1,551	2,072	2,632	3,341
YoY (%)	0.1%	30.9%	33.5%	27.1%	26.9%
归母净利润(百万元)	124	186	324	430	569
YoY (%)	15.9%	49.0%	74.8%	32.6%	32.3%
毛利率 (%)	33.5%	37.8%	41.0%	41.7%	42.2%
每股收益 (元)	0.23	0.34	0.60	0.79	1.05
ROE	4.3%	6.1%	9.6%	11.3%	13.0%
市盈率	199.67	133.97	76.66	57.82	43.71

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,551	2,072	2,632	3,341	净利润	180	324	430	569
YoY (%)	30.9%	33.5%	27.1%	26.9%	折旧和摊销	117	20	20	20
营业成本	964	1,223	1,534	1,930	营运资金变动	-9	-181	-67	-134
营业税金及附加	13	18	22	28	经营活动现金流	351	159	380	455
销售费用	45	66	90	110	资本开支	-170	-152	-116	-128
管理费用	198	237	296	370	投资	325	0	0	0
财务费用	7	20	20	20	投资活动现金流	175	-148	-114	-128
资产减值损失	-31	0	0	0	股权募资	12	0	0	0
投资收益	8	4	3	0	债务募资	769	0	0	0
营业利润	195	352	467	618	筹资活动现金流	-805	0	0	0
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	-274	11	266	326
利润总额	193	352	467	618	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	14	28	37	49	<b>成长能力</b>				
净利润	180	324	430	569	营业收入增长率	30.9%	33.5%	27.1%	26.9%
归属于母公司净利润	186	324	430	569	净利润增长率	49.0%	74.8%	32.6%	32.3%
YoY (%)	49.0%	74.8%	32.6%	32.3%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.34	0.60	0.79	1.05	毛利率	37.8%	41.0%	41.7%	42.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	11.6%	15.7%	16.3%	17.0%
货币资金	1,175	1,186	1,452	1,778	总资产收益率 ROA	4.7%	7.4%	8.6%	9.9%
预付款项	12	18	21	27	净资产收益率 ROE	6.1%	9.6%	11.3%	13.0%
存货	343	429	541	679	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	397	593	718	918	流动比率	<b>2.98</b>	<b>2.95</b>	<b>2.95</b>	<b>2.99</b>
流动资产合计	1,927	2,226	2,732	3,402	速动比率	2.43	2.36	2.34	2.37
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.82	1.57	1.57	1.56
固定资产	1,245	1,325	1,405	1,485	资产负债率	22.5%	22.8%	23.5%	23.9%
无形资产	85	122	123	137	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	2,029	2,161	2,258	2,366	总资产周转率	0.39	0.47	0.53	0.58
资产合计	3,955	4,387	4,990	5,768	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.34	0.60	0.79	1.05
应付账款及票据	416	479	621	773	每股净资产	5.65	6.25	7.04	8.09
其他流动负债	232	276	306	364	每股经营现金流	0.65	0.29	0.70	0.84
流动负债合计	647	755	927	1,137	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	242	242	242	242	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2	2	2	2	PE	133.97	76.66	57.82	43.71
非流动负债合计	244	244	244	244	PB	2.53	5.85	5.19	4.52
负债合计	891	999	1,171	1,381					
股本	543	543	543	543					
少数股东权益	-2	-2	-2	-2					
股东权益合计	3,064	3,389	3,819	4,387					
负债和股东权益合计	3,955	4,387	4,990	5,768					

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。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

### 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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。