

博腾股份(300363)

报告日期: 2021年3月2日

激励上调考核, 预期加速修复

——博腾股份事件点评报告

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 孙建 021-80105900
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

我们认为博腾股份是盈利存在大预期差的 CDMO 公司, 业务结构变化节奏及盈利或存在超预期空间。2021 年 3 月 2 日, 公司推出 2021 年股权激励计划, 主要业绩考核目标较 2019 年及 2020 年股权激励计划目标明显调高 (2021 及 2022 年业绩目标分别调高 17.07% 及 16%), 彰显信心。我们发现公司小分子业务 2020Q4 净利率已达 22.33%, 接近同业龙头水平, 利用分部估值分析显示显著低估, 看股价 60% 修复空间, 维持“买入”评级。

投资要点

□ 边际变化: 2021 年激励目标显著调高

2021 年 3 月 2 日, 博腾股份发布 2021 年股权激励计划, 拟向 61 名中高层及核心骨干授予合计不超过 188.7 万股限制性股票, 占公司总股本的比例 0.35%, 授予价格为 21.52 元/股, 为前一个交易日价格的 50%。主要业绩考核目标为: 2021 年-2023 年, 公司实现营业收入分别不低于 24 亿元、29 亿元和 35 亿元。公司自 2019 年持续推出股权激励计划, 不断扩大激励范围。我们认为, CDMO 作为人才密集型行业, 常态化激励有助于吸引、保留、激励人才, 稳定的人才队伍对公司持续高速发展起到重要意义。同时我们对比发现, 公司 2021 及 2022 年的业绩考核指标在本次股权激励计划中明显调高, 增幅分别为 17.07% 及 16%, 彰显了公司在持续成功战略转型后, 对未来 2 年业绩的信心。

表 1: 博腾股份 2019-2022 年股权激励计划

推出年份	2019	2020	2021
激励人数	53	24	61
2019 年业绩目标	14 亿		
2020 年业绩目标	17 亿	17 亿	
2021 年业绩目标	20.5 亿	20.5 亿	24 亿
2022 年业绩目标			29 亿
2021 年业绩目标			35 亿

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

□ 认知分歧: 二线公司和盈利能力低的“共识”有待打破

市场认为公司是 CDMO 中的二线公司, 影响了对正在变化的业务结构盈利能力变化的认知。博腾股份 2015-2017 年, 由于遇到大客户大订单需求不均衡的问题, 公司业绩出现了较大的波动。自 2017 年公司持续推进搭建“3+5+N”的客户结构战略转型, 已取得明显进展。公司 2020 年业绩快报显示, 2020 年收入 20.72 亿元 (YOY +33.59%); 净利润 3.24 亿元 (YOY 74.84%); 毛利率 41.70%, 净利率 15.6%, ROE 10.09%。

评级

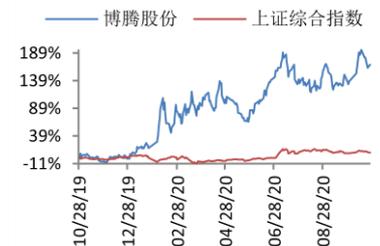
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥45.80

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.20
2Q/2020 0.15
1Q/2020 0.09
4Q/2019 0.08



公司简介

公司是一家按照国际标准为跨国制药公司和生物技术公司提供医药定制研发生产服务的国家级高新技术企业。已形成国内东西部以及海外的“3+3+1”生产、研发、技术基地协同布局, 即以重庆为核心, 以浙江上虞、江西宜春为驱动的三个生产基地; 以重庆、成都和上海相辅相成的三大研发中心; 以美国新泽西州为价值延伸的海外技术中心。公司的主要服务内容包括为创新药提供医药中间体的工艺研究开发、质量研究和安全性研究, 以及为创新药提供医药中间体的定制生产服务, 包括研发阶段的小规模生产服务到商业化阶段的大规模生产服务。

相关报告

- 《产品结构持续优化, 盈利能力创历史新高——博腾股份 2020 年三季度报点评》2020.10.27
- 《博腾股份 2020 中报业绩点评: 盈利能力持续提升, 转型初显成效未来仍可期》2020.08.13

2020 年 Q4 单季营业收入约 5.84 亿元 (YOY 24.51%)，净利润约 8541 万元 (YOY +71.40%) 扣非归母净利润约 7054 万元 (YOY 86.86%)；单季毛利率 42.71%，净利率 14.63%。2020 年 Q4 公司盈利能力主要受到苏州博腾产能投放的影响，我们推测全年将对净利润产生 4000-5000 万的影响。扣除新业务拓展后，主营小分子业务 Q4 净利率 22.33%，较去年提升 12.98pct，再创历史新高。我们认为，目前公司盈利能力已到达行业龙头水平，(合全药业 2018 年净利率 22.09%；凯莱英 2019 年净利润 22.51%)，已经证明了公司战略转型的成功性。

□ 我们认知：已恢复一线水平，细胞治疗提供估值弹性

主业盈利能力已经全面恢复。2021 年公司多功能 GMP 车间——109 车间预计于 Q2 投入使用，2022 年 301 车间及东邦二期三个项目也将逐步投入使用届时将进一步推动业绩加速。我们认为假设公司 2021 年收入端保持 30-40% 的增长，不考虑新业务板块带来的利润亏损，公司有望 2021 年实现约 5 亿利润。目前公司市值约 248 亿，除去未来弹性较大但目前仍未盈利的生物 CDMO，对应 2021 年 PE 50 倍。对比盈利能力相似的龙头公司及行业其他可比公司 (平均 2021 年 PE 79 倍)，明显处于行业低位。我们认为公司主营业务业绩持续兑现中，新业务板块弹性大，目前市值安全边际较高。

表 2：可比公司估值

简称	EPS (元)			PE (倍)		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
药明康德	0.76	1.18	1.52	187	120	93
康龙化成	0.69	1.45	1.63	184	87	78
凯莱英	2.39	3.08	4.09	112	87	65
药石科技	1.05	1.41	2.01	159	118	83
昭衍新药	1.1	1.37	1.8	120	97	74
均值	1.20	1.70	2.21	152	102	79

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

增量业务 (细胞治疗) 提供弹性。公司于 2020 年 12 月正式开启基因与细胞治疗及制剂 CDMO 业务。其中基因与细胞治疗 CDMO 已经开始逐步运营，2021 年上半年将陆续交付，业绩有望逐渐兑现。目前核心团队已基本搭建完成，拥有员工 90 余人，并获多个 2021 年。制剂 CDMO 仍处于能力搭建初期，未来随着能力的逐步验证及参股的海步医药对自身 API 与制剂服务能力的加强，有望为公司贡献明显业绩弹性。

□ 盈利预测及估值

我们认为公司的技术能力及产品交付能力均在不断提升中，随着一体化战略的逐步推进，及后续 CMO 订单向临床后期乃至商业化前进，公司有望持续保持收入端 30%-35% 的快速增长。考虑公司股权激励费用的摊销及盈利能力的提升，我们预测公司 2021-2022 年净利润约为 4.37 亿及 5.76 亿，同比上涨 34.73% 及 31.94%。公司目前估值受到表观新业务开展带来的利润受损的影响，分部来看，小分子业务能力已经可以对标行业第一梯队，估值被显著低估。按照行业平均估值，假设小分子业务 2021 年 PE 79 倍，公司仅此部分业务市值约为 395 亿。2021 年 3 月 2 日公司市值 249 亿，空间近 60%，未来大分子业务打开后将为公司贡献更大的市值空间，因此强烈推荐，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)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1551	2071	2703	3501
(+/-)	31%	33%	31%	30%
净利润	186	324	437	576
(+/-)	49%	75%	35%	32%
每股收益(元)	0.34	0.60	0.80	1.06
P/E	134	77	57	43

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1927	2048	2486	3247	营业收入	1551	2071	2703	3501
现金	1175	1135	1330	1792	营业成本	964	1207	1528	1977
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	13	17	22	28
应收账款	349	418	524	643	营业费用	45	62	115	158
其它应收款	22	30	39	50	管理费用	198	228	311	385
预付账款	12	19	24	29	研发费用	123	166	216	280
存货	343	424	547	709	财务费用	7	37	32	32
其他	25	22	22	22	资产减值损失	30	36	41	53
非流动资产	2029	2346	2547	2557	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	8	8	8	8
长期投资	0	7	13	19	其他经营收益	15	14	13	14
固定资产	1245	1461	1638	1682	营业利润	195	339	459	610
无形资产	85	78	72	65	营业外收支	(1)	0	0	0
在建工程	63	163	188	155	利润总额	193	339	459	610
其他	636	636	636	636	所得税	14	24	33	44
资产总计	3955	4393	5034	5804	净利润	180	315	426	567
流动负债	647	702	917	1121	少数股东损益	(6)	(9)	(11)	(10)
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	186	324	437	576
应付款项	416	450	614	766	EBITDA	311	497	631	794
预收账款	24	32	42	54	EPS (最新摊薄)	0.34	0.60	0.80	1.06
其他	208	220	261	300	主要财务比率				
非流动负债	244	244	244	244		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	242	242	242	242	成长能力				
其他	2	2	2	2	营业收入	30.93%	33.48%	30.53%	29.54%
负债合计	891	946	1161	1365	营业利润	26.45%	74.37%	35.13%	32.98%
少数股东权益	(2)	(11)	(22)	(31)	归属母公司净利润	49.04%	74.66%	34.73%	31.94%
归属母公司股东权	3067	3458	3895	4471	获利能力				
负债和股东权益	3955	4393	5034	5804	毛利率	37.84%	41.70%	43.46%	43.52%
					净利率	11.58%	15.23%	15.76%	16.18%
					ROE	6.24%	9.95%	11.93%	13.86%
					ROIC	5.27%	8.71%	10.42%	12.09%
					偿债能力				
					资产负债率	22.53%	21.54%	23.06%	23.51%
					净负债比率	38.98%	36.70%	29.93%	25.46%
					流动比率	2.98	2.92	2.71	2.90
					速动比率	2.45	2.31	2.12	2.26
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.50	0.57	0.65
					应收帐款周转率	5.15	5.16	5.13	5.10
					应付帐款周转率	5.10	5.14	5.17	5.22
					每股指标(元)				
					每股收益	0.34	0.60	0.80	1.06
					每股经营现金	0.65	0.69	1.06	1.22
					每股净资产	5.65	6.37	7.18	8.24
					估值比率				
					P/E	133.97	76.70	56.93	43.15
					P/B	8.11	7.19	6.38	5.56
					EV/EBITDA	22.31	48.45	37.80	29.45

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	351	375	618	691
净利润	180	315	463	608
折旧摊销	117	140	155	166
财务费用	7	37	32	32
投资损失	(8)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	230	(64)	41	7
其它	(175)	(45)	(66)	(115)
投资活动现金流	175	(445)	(348)	(168)
资本支出	(68)	(450)	(350)	(170)
长期投资	12	(6)	(6)	(6)
其他	230	11	8	8
筹资活动现金流	(805)	30	(32)	(32)
短期借款	(642)	0	0	0
长期借款	(14)	0	0	0
其他	(149)	30	(32)	(32)
现金净增加额	(279)	(40)	237	491

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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>