

博腾股份(300363)

点  
评  
报  
告

行  
业  
公  
司  
研  
究  
—  
化  
学  
制  
药  
行  
业

证  
券  
研  
究  
报  
告

# 全面修复，2021 看新业务新弹性

## ——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

我们认为博腾股份小分子 CDMO 业务的盈利能力已恢复至较高水平，但市场认知仍被新业务开展带来的短期亏损误导，存在较大预期差。公司 2020 年在疫情影响下目前主营业务净利率已达 19.13%，接近同业龙头水平。我们认为，公司小分子 CDMO 已进入良性快速发展阶段，生物及制剂 CDMO 也有望在未来为公司贡献新弹性。

### 投资要点

#### □ 业绩概览：盈利能力明显修复，人均创利达历史最高

博腾股份 2021 年 3 月 12 日发布 2020 年年度报告，公司实现收入 20.72 亿元 (YOY +33.59%)；净利润 3.24 亿元 (YOY 74.84%)；毛利率 41.68% (+3.84pct)，净利率 15.60% (+4.02pct)，ROE 10.09% (+3.84pct)，创历史新高。原料药 CDMO 业务净利率已达 19.13%，在 2020 年公司疫情影响下，几乎接近一线 CDMO 公司历史水平 (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。同时公司注重产能与订单的匹配度，持续提升产能利用率，2020 年平均产能覆盖率达 70% (+12pct)，人均创收 78.63 万元，人均创利 12.31 万元达历史最高。我们推测，由于新业务目前还处于亏损状态，除去制剂 CDMO (近 60 人) 及生物 CDMO (近 100 人) 的影响，公司人均创利已达 14.80 万，高于凯莱英 2019 年的人均创利 14.42 万。我们认为，公司目前盈利能力已经恢复至近一线水平，进入良性高速增长长期，未来 2-3 年内新业务对收入端；2-3 年后对利润端均有望贡献较大弹性。

#### □ 分板块看：原料药 CDMO 是主要驱动力，新业务已顺利开展

分板块来看，公司原料药 CDMO 带动利润高速增长，生物及制剂 CDMO 业务均已实现订单“破局”，首笔订单有望于上半年交付。公司业务主要分为 CRO、原料药 CDMO 和制剂与生物 CDMO 三部分。

**CRO 业务：**收入 5.64 亿元 (YOY 14.90%)，增速受到疫情影响。其中，中国团队共计交付 224 个项目 (YOY 76%)，J-STAR 团队向国内导流 50 个。

**原料药 CMO：**收入 14.49 亿元 (YOY 41.12%)，占公司营业总收入 70%，为公司的主要业绩驱动力。产品结构持续改善，临床 III 期项目 41 个、新药申请及商业化项目 94 个。

**总的来看，**我们认为原料药 CDMO 业务公司借助较强的 CRO 能力不断扩大早期项目池并与 J-STAR 形成海内外一体化平台，为 CMO 业务的平稳高速发展蓄力。且 API 能力不断增强，2020 年单产品创收 206.62 万元 (YOY 41.96%)，且实现杨森地瑞那韦原料药的第一个商业化订单，显示出 API 能力实现明显升级。

**生物及制剂 CDMO：**公司于 2020 年 12 月开启生物及制剂 CDMO 业务。其中，生物 CDMO 已签订 5 个订单，金额约 5600 万元，员工近 100 人。制剂 CDMO 已签订 3 个订单，金额约 1900 万元，员工近 60 人。基因细胞治疗是新兴生物药领域的重要发展方向，制剂 CDMO 有望帮助公司更好的实现端对端的乐乎服务，均有望为公司业绩创造较大弹性。2020 年两项业务亏损 4247 万，且公

### 评级

### 买入

上次评级	买入
当前价格	¥42.26

### 单季度业绩

### 元/股

4Q/2020	0.16
3Q/2020	0.20
2Q/2020	0.15
1Q/2020	0.09



### 公司简介

公司是一家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

- 1《博腾股份点评：激励上调考核，预期加速修复》2021.03.03
- 2《【浙商医药】博腾股份 2020 年业绩预告点评：符合预期，关注盈利能力提升+新产能释放》2021.01.10
- 3《【浙商医药】博腾股份三季报点评：产品结构持续优化，盈利能力创历史新高》2020.10.27
- 4《Q3 业绩创历史新高，转型逻辑持续兑现中 ——博腾股份 2020 年三季度预告点评》2020.10.12
- 5《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

司预计未来 2-3 年仍处于能力搭建时期，建议持续关注公司的技术能力搭建节奏及项目进展。

#### □ 2021 新产能投放+新业务开展，未来可期

我们认为，公司目前盈利能力，产品及客户结构已基本修复，2021 年看新产能投放+新业务开展。2021 年公司多功能 GMP 车间——109 车间预计 Q2 投入使用，将会为公司 2021 年新增 162 立方米的中小商业化项目产能。2022 年 301 车间及东邦二期也将逐步投入使用届时将进一步推动业绩加速。此外，上海新研发中心、重庆研发中心扩建、J-STAR 新研发中心在内的工程建设，也将进一步匹配 CRO 和 CMO 业务的同步快速增长。我们认为在产能及良好客户信任的支撑下，公司 2021-2023 年收入端有望保持 30-40% 的增长。其次，新业务生物 CDMO 已建成临床 1 期 GMP 车间，未来将加快推二期建设，预计于 2022 年建成细胞治疗和 AAV 基因治疗商业化的 GMP 生产能力。目前，国内细胞基因治疗管线超 100 项，涉及大小公司 80 余家。博腾生物目前是除药明康德外最早布局 CGT CDMO 能力的公司，有望占据先发优势，共享新技术热潮。我们预计新业务 2021-2023 年将有望贡献 1.5 亿，3 亿及 5 亿收入。

#### □ 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，公司有望小分子业务持续保持收入端 30%-35% 的快速增长。考虑到新业务 2021-2023 年将有望贡献 1.5 亿，3 亿及 5 亿收入，上调盈利预测至 2021-2023 年 EPS 为 0.75，1.01 及 1.31 元。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 65 倍，公司仅此部分业务市值约为 325 亿。2021 年 3 月 2 日公司市值 229 亿，空间近 42%，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)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2072	2861	3842	5146
(+/-)	34%	38%	34%	34%
净利润	324	409	548	712
(+/-)	33%	26%	34%	30%
每股收益 (元)	0.60	0.75	1.01	1.31
P/E	71	56	42	32

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2182	2475	3071	3964	<b>营业收入</b>	2072	2861	3842	5146
现金	1262	1157	1444	1754	营业成本	1208	1691	2312	3136
交易性金融资产	4	4	4	4	营业税金及附加	6	23	31	41
应收账款	401	559	677	880	营业费用	77	86	115	190
其它应收款	23	32	43	57	管理费用	227	315	423	592
预付账款	17	26	32	45	研发费用	158	229	307	412
存货	430	652	826	1179	财务费用	43	27	23	3
其他	45	45	45	45	资产减值损失	30	50	67	90
<b>非流动资产</b>	2315	2595	2874	3132	公允价值变动损益	4	10	10	10
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	11	0	0	0
长期投资	25	7	7	7	其他经营收益	14	13	14	13
固定资产	1363	1568	1874	2149	<b>营业利润</b>	352	463	587	705
无形资产	89	83	76	69	营业外收支	12	(15)	(10)	(5)
在建工程	189	289	269	260	<b>利润总额</b>	364	448	577	700
其他	648	648	648	648	所得税	41	50	29	0
<b>资产总计</b>	4497	5069	5945	7097	<b>净利润</b>	323	398	548	700
<b>流动负债</b>	984	1114	1441	1893	少数股东损益	(1)	(11)	0	(12)
短期借款	144	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	324	409	548	712
应付款项	513	747	1001	1371	EBITDA	494	606	751	895
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.60	0.75	1.01	1.31
其他	327	367	440	522	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	120	120	120	120		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	107	107	107	107	<b>成长能力</b>				
其他	13	13	13	13	营业收入	33.56%	38.07%	34.31%	33.94%
<b>负债合计</b>	1104	1234	1561	2013	营业利润	38.70%	31.41%	26.88%	19.98%
少数股东权益	2	(9)	(9)	(21)	归属母公司净利润	32.52%	26.10%	34.06%	29.74%
归属母公司股东权	3391	3845	4393	5105	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4497	5069	5945	7097	毛利率	41.68%	40.87%	39.82%	39.06%
					净利率	15.60%	13.91%	14.28%	13.60%
					ROE	10.05%	10.83%	12.35%	14.03%
					ROIC	8.47%	9.82%	11.84%	13.08%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	24.54%	24.34%	26.25%	28.37%
					净负债比率	37.39%	21.75%	17.20%	13.33%
					流动比率	2.22	2.22	2.13	2.09
					速动比率	1.78	1.64	1.56	1.47
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.60	0.70	0.79
					应收帐款周转率	5.52	5.72	5.60	5.62
					应付帐款周转率	4.80	4.78	4.73	4.72
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.60	0.75	1.01	1.31
					每股经营现金	0.93	0.84	1.40	1.41
					每股净资产	6.25	7.08	8.09	9.41
					<b>估值比率</b>				
					P/E	70.70	56.07	41.82	32.23
					P/B	6.76	5.97	5.22	4.49
					EV/EBITDA	38.36	36.33	28.94	23.95

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>