

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

盈利能力再提升，期待新产能新空间

——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

公司2021Q1净利率15.76%，其中小分子业务净利率已经提升至19.24%，较2020年平均水平再度提升，印证了我们之前提到的小分子业务已进入良性快速增长期的观点。我们认为，目前市场认知仍被新业务开展带来的短期亏损误导，能力提升过程中存在较大预期差。2021年公司小分子业务已经进入良性增长期，新产能投放加速业绩兑现，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：符合预期，盈利能力同比、环比双提升

公司2021年3月19日发布业绩预告，2021Q1按照预测中值计算，公司实现收入5.35亿元，同比增长36.99%；净利润7504万元，同比增长75%；扣非归母净利润6768万元，同比增长75%，净利率15.76%。按照公司披露的中值计算，2021Q1扣非净利率12.65%，同比增长0.28pct，环比增长1pct，显示出战略转型后盈利能力的持续提升。

□ 利润端：小分子业务进入良性增长期，新业务为未来蓄力

公司2021年净利润仍受到部分新业务开展能力建设期带来的亏损所拖累。我们预计细胞基因治疗及制剂CDMO服务2021Q1亏损约2000万元，汇兑影响约1500-2000万元。如果剔除该部分影响，单看小分子CDMO利润约1.03亿，净利率19.24%，接近一线CDMO盈利水平（合全药业2018年净利率22.09%；凯莱英2019年净利润22.51%）。我们认为公司原料药CDMO已经进入良性高速增长期。

□ 收入端：自2020Q2环比几乎持平，期待新产能投放的业绩兑现

公司2020Q2-2021Q1收入分别为5.34、5.63、5.84及5.35亿，季度波动较小，我们认为可能一定程度受到产能的限制。公司2020年年报披露年平均产能利用率70%。鉴于一季度春节假期，我们推测公司今年的产能利用率可能继续提升至80%并需要新产能的投放带来业绩的进一步兑现。2021年公司多功能GMP车间——109车间预计于4月份，届时将贡献162立方的新产能，进一步推动业绩加速。2022年301车间及东邦二期也将逐步投入，支撑公司未来3年业绩的增长。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。

□ 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，公司小分子业务有望持续保持收入端30%-35%的快速增长。公司目前估值受到表现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PE65倍，公司仅此部分业务市值约为325亿。2021年3月19日公司市值245亿，空间近32%，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。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥45.20

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

- 《博腾股份点评：全面修复，2021看新业务新弹性》2021.03.13
- 《博腾股份点评：激励上调考核，预期加速修复》2021.03.03
- 《【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
- 《【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
- 《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

□ 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
流动资产	2182	2475	3071	3964	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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	利润总额	364	448	577	700
其他	648	648	648	648	所得税	41	50	29	0
资产总计	4497	5069	5945	7097	净利润	323	398	548	700
流动负债	984	1114	1441	1893	少数股东损益	(1)	(11)	0	(12)
短期借款	144	0	0	0	归属母公司净利润	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	主要财务比率				
非流动负债	120	120	120	120		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	107	107	107	107	成长能力				
其他	13	13	13	13	营业收入	33.56%	38.07%	34.31%	33.94%
负债合计	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	获利能力				
负债和股东权益	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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标(元)				
					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
					估值比率				
					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>