

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

由“灰”到“白”，关注新产能弹性

——博腾股份 2021H1 预告点评报告

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

报告导读

我们认为公司自 2017-2018 年开始的战略转型，已经逐渐完成了从“灰”到“白”的质地转变，鉴于较高的固定资产周转率及较低的在建工程，建议关注新产能的投放节奏及边际增量。

投资要点

□ H1 业绩预告：盈利能力同比、环比双提升

2021 年 7 月 11 日，公司发布 2021 年 H1 业绩预告：按预测中值计算，2021H1 收入 12.49 亿元 (YOY +34.99%)；归母净利润 2.16 亿元 (YOY +65%)，扣非归母净利润 1.95 亿元 (YOY 65%)。单季度来看，2021Q2，收入 7.05 亿 (YOY +32%)，归母净利润 1.28 亿 (YOY +55%)，扣非归母净利润 1.19 亿 (YOY +71%)。扣非净利率约 17%，同比提升 1.93 pct，环比提升 0.85pct。

□ 利润端：战略转型动能仍在，小分子业务进入良性循环

利润端的持续提升展现出公司结构改善后盈利能力的动能仍在，随着客户结构改善及议价能力与交付能力的提升，小分子业务量价齐升，进入良性循环。我们推测目前公司的净利润仍受到部分新业务开展能力建设及汇兑、股权激励影响。扣除影响后，我们估算 H1 小分子业务净利率约 21.65%，Q2 单季净利率约 23.5%，可以对标一线小分子 CDMO 水平，公司较成功的用三年时间完成了由“灰”到“白”的战略转型。

□ 收入端：新产能驱动，2022 年开始更值得关注的变量

2021 年公司多功能 GMP 车间——109 车间已于 Q2 投入使用，新增 162 立方米的商业化项目产能逐渐兑现。按照固定资产周转率 2.2 计算，预计可为公司贡献约 4 亿收入。从 Q1 来看，公司原料药 CDMO 固定周转率已达 2.02，对比凯莱英 (2020 年 2.24)、合全药业 (2018 年 1.85)，公司目前产能周转率已经处于较高水平，结合较低的在建工程 (2021Q1 2.24 亿主要由已经在 Q2 投产的 109 车间构成)，我们建议关注后续产能投放节奏对公司的边际增量。

□ 新业务：引战投，再加速

CGT CDMO 于 2021 年 4 月引入战投，公司一体化平台加速推进中。我们预计公司 2021 年新业务将逐渐兑现收入，但利润端可能随着新技术平台的布局及商业化 GMP 生产能力的建设持续亏损。我们建议关注 CGT CDMO 相关领域公司在新技术平台建设期的能力搭建。

□ 盈利预测及估值

我们认为随着公司产能投放及技术能力、交付能力的提升，小分子业务有望持续保持收入端 30%-35% 的增长。考虑到公司 H1 非经常性损益 1600 万元、小分子盈利能力的超预期表现及 CGT 业务引入战投后对公司亏损的平缓。我们上调盈利预测 2021-2023 年公司 EPS 为 0.84、1.12、1.49 元/股，2021 年 7 月 11 日收盘价对应 2021 年 PE 为 92 倍 (2022 年 PE 69 倍)，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。

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 77.10

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.16
4Q/2020	0.16
3Q/2020	0.20
2Q/2020	0.15



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《【浙商医药|孙建】首个独家合作落地，CGT CDMO 再加速》2021.05.31
- 2《【浙商医药】博腾股份 Q1 点评：CRO 量价齐升，开启新周期》2021.04.28
- 3《【浙商医药】博腾股份点评：苏州博腾引战投，加速推进一体化》2021.04.17
- 4《博腾股份事件点评报告：盈利能力再提升，期待新产能新空间》2021.03.20
- 5《【浙商医药】博腾股份年报点评：全面修复，2021 看新业务新弹性》2021.03.13

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2072	2822	3679	4805
(+/-)	34%	36%	30%	31%
净利润	324	457	606	806
(+/-)	33%	41%	33%	33%
每股收益(元)	0.60	0.84	1.12	1.49
P/E	129	92	69	52

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	2509	3088	3981	营业收入	2072	2822	3679	4805
现金	1262	1214	1581	1961	营业成本	1208	1669	2154	2811
交易性金融资产	4	4	4	4	营业税金及附加	6	23	29	38
应收账款	401	552	647	819	营业费用	77	85	110	178
其它应收款	23	31	41	53	管理费用	227	282	405	553
预付账款	17	25	30	40	研发费用	158	226	294	384
存货	430	638	740	1057	财务费用	43	27	23	3
其他	45	45	45	45	资产减值损失	30	49	64	84
非流动资产	2315	2595	2875	3137	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	16	16	16
长期投资	25	7	7	7	其他经营收益	14	13	14	13
固定资产	1363	1568	1821	2069	营业利润	352	500	638	793
无形资产	89	83	76	69	营业外收支	12	0	0	0
在建工程	189	289	323	344	利润总额	364	500	638	793
其他	648	648	648	648	所得税	41	56	32	0
资产总计	4497	5104	5964	7118	净利润	323	445	606	793
流动负债	984	1102	1356	1717	少数股东损益	(1)	(12)	0	(13)
短期借款	144	0	0	0	归属母公司净利润	324	457	606	806
应付款项	513	737	933	1229	EBITDA	494	659	810	985
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.60	0.84	1.12	1.49
其他	327	365	424	488	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%	36.22%	30.34%	30.62%
负债合计	1104	1222	1476	1837	营业利润	38.70%	42.03%	27.46%	24.36%
少数股东权益	2	(11)	(11)	(24)	归属母公司净利润	32.52%	40.86%	32.57%	33.13%
归属母公司股东权	3391	3893	4498	5305	获利能力				
负债和股东权益	4497	5104	5964	7118	毛利率	41.68%	40.85%	41.44%	41.50%
					净利率	15.60%	15.75%	16.47%	16.50%
					ROE	10.05%	12.56%	14.48%	16.51%
					ROIC	8.47%	10.82%	12.78%	14.29%
					偿债能力				
					资产负债率	24.54%	23.94%	24.75%	25.81%
					净负债比率	37.39%	21.97%	18.19%	14.61%
					流动比率	2.22	2.28	2.28	2.32
					速动比率	1.78	1.70	1.73	1.70
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.59	0.66	0.73
					应收帐款周转率	5.52	5.69	5.52	5.56
					应付帐款周转率	4.80	4.75	4.62	4.64
					每股指标(元)				
					每股收益	0.60	0.84	1.12	1.49
					每股经营现金	0.93	0.91	1.52	1.51
					每股净资产	6.25	7.17	8.29	9.77
					估值比率				
					P/E	128.99	91.57	69.08	51.89
					P/B	12.34	10.75	9.30	7.89
					EV/EBITDA	38.36	62.05	49.99	40.74

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“本公司”）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>