

博腾股份 (300363)

公司研究/点评报告

战略转型持续见效，盈利能力不断提升

—博腾股份 (300363) 2021 年半年度业绩预告点评

点评报告/医药

2021 年 07 月 13 日

一、事件概述

公司 2021 年 7 月 12 日发布 2021 年半年度业绩预告，上半年公司预计实现营业收入 12.03-12.95 亿元，同比增长 30%-40%；预计归母净利润 2.10-2.23 亿元，同比增长 60%-70%；预计扣非净利润 1.89 亿元-2.01 亿元，同比增长 60%-70%。

二、分析与判断

➤ 无惧新业务拖累，单季度净利润创新高

2021 年上半年，公司持续丰富产品管线，提高技术和产品交付能力，在公司制剂 CDMO 和细胞基因治疗 CDMO 两大新业务板块整体处于亏损状态下，公司 Q2 单季度仍实现归母净利润 1.22 亿元-1.34 亿元，同比增长 46%-62%，扣非净利润 1.14 亿元-1.26 亿元，同比增长 64%-80%，连续 10 个季度保持强劲盈利能力。

➤ 战略转型见成效，盈利能力不断提升

经过 2017 和 2018 年的战略调整，公司一方面注重长尾客户开发，减少大客户依赖，合理控制客户集中风险和业绩波动；一方面依托传统 CMO 业务，通过外延并购 J-STAR 公司，增强临床前 CRO 研发能力，打开前端导流入口。通过内延式增长，外延式并购，公司业绩自 2019 年步入快车道：

从利润端看，公司近三年归母净利润复合增长约 62%，战略转型初显效。

从人均创利看，2017 年人均创利为 6.02 万元，到 2020 年则增长至 12.31 万元，复合增长约 27%，人均创利能力持续提高。

从净利润率看，2020 年净利润率 15.60%，同比增长 4.02pct；2021 年二季度净利润率为 17.89%-18.41%，环比增长 1.74pct-2.26pct，边际盈利能力不断提升。

➤ 布局基因细胞治疗业务，打开成长天花板

从市场规模看，根据 Coherent Market Insights 预测，全球基因细胞疗法市场规模将从 2017 年 60 亿美元增长至 2026 年 350 亿美元，年复合增速约 22%；从管线数量看，根据 Pharma projects 统计，预计 2020 年全球基因治疗在研管线 1,273 个，同比增长 47%；2020 年细胞治疗在研管线 491 个，同比增长 78%，海内外药企布局前沿技术情绪高涨。公司经过两年多的能力建设及业务拓展，截至一季度，公司基因细胞治疗 CDMO 业务已拥有员工近 120 人。随着位于苏州腾飞创新园的研发中心和临床生产基地的投入使用，公司已建立免疫细胞治疗的工艺平台和临床 1 期 GMP 生产平台，可满足质粒、病毒、细胞产品从工艺开发到临床生产的需求；此外，公司基因细胞治疗 CDMO 业务服务客户数进一步扩充至 7 家，并开始逐步交付已签项目订单。未来 CGT CDMO 业务打开后或将为公司贡献更大的市值空间。

三、投资建议

通过前端临床前 CRO 业务和后端 CMO 协同发展，公司盈利稳定性和持续性得到进一步提升。在新业务制剂 CDMO 和基因细胞治疗 CDMO 带动下，公司盈利模式持续丰富，成长空间不断打开。预测公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.81/1.08/1.46 元，对应 PE 分别为 109X、82X、61X。公司近三年平均 PE (TTM) 为 62X，公司目前 PE (TTM) 为 133X，公司估值高于 CXO 可比公司 2021 年 PE 约 96X (Wind 一致预期，算术平均法) 的水平。考虑公司依托内生增长和外延并购模式，以及布局生物药 CDMO 前沿业务带来的天花板提升，首次覆盖，给与“谨慎推荐”评级。

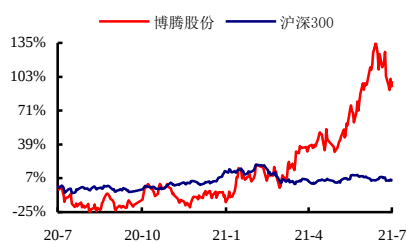
谨慎推荐 首次评级

当前价格： 88.80 元

交易数据 2021-7-12

近 12 个月最高/最低(元)	91.20/29.17
总股本 (百万股)	544
流通股本 (百万股)	447
流通股比例 (%)	82.16
总市值 (亿元)	483
流通市值 (亿元)	397

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王芳

执业证号：S0100519090004

电话：021-60876730

邮箱：wangfang@mszq.com

相关研究

四、风险提示：

订单和收入增长低于预期；研发进度不及预期；毛利率和净利润率不能持续提升。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,072	2,803	3,697	4,823
增长率（%）	33.6%	35.3%	31.9%	30.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	324	442	587	795
增长率（%）	74.8%	36.3%	32.6%	35.5%
每股收益（元）	0.60	0.81	1.08	1.46
PE（现价）	148.93	109.24	82.35	60.78
PB	5.86	12.60	10.93	9.26

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,072	2,803	3,697	4,823
营业成本	1,208	1,671	2,219	2,861
营业税金及附加	6	16	15	24
销售费用	77	118	148	183
管理费用	227	308	407	530
研发费用	158	238	303	386
EBIT	396	452	605	839
财务费用	43	5	2	1
资产减值损失	-26	0	0	0
投资收益	11	14	15	14
营业利润	352	475	633	867
营业外收支	12	0	0	0
利润总额	364	475	633	867
所得税	41	55	63	94
净利润	323	421	570	773
归属于母公司净利润	324	442	587	795
EBITDA	528	608	740	978

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,262	1,316	1,641	2,122
应收账款及票据	401	587	745	991
预付款项	17	22	30	38
存货	430	594	789	1,017
其他流动资产	73	88	95	113
流动资产合计	2,182	2,607	3,300	4,280
长期股权投资	25	25	25	25
固定资产	1,363	1,405	1,486	1,553
无形资产	89	89	92	93
非流动资产合计	2,315	2,428	2,611	2,765
资产合计	4,497	5,035	5,911	7,045
短期借款	144	0	0	0
应付账款及票据	513	714	945	1,221
其他流动负债	327	387	462	547
流动负债合计	984	1,102	1,407	1,768
长期借款	107	107	107	107
其他长期负债	13	13	13	13
非流动负债合计	120	120	120	120
负债合计	1,104	1,221	1,527	1,888
股本	544	544	544	544
少数股东权益	2	-20	-37	-58
股东权益合计	3,395	3,815	4,385	5,158
负债和股东权益合计	4,498	5,037	5,912	7,046

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	33.6%	35.3%	31.9%	30.4%
EBIT 增长率	90.4%	14.1%	33.7%	38.7%
净利润增长率	74.8%	36.3%	32.6%	35.5%
盈利能力				
毛利率	41.7%	40.4%	40.0%	40.7%
净利率	15.6%	15.0%	15.4%	16.0%
总资产收益率 ROA	7.2%	8.8%	9.9%	11.3%
净资产收益率 ROE	9.6%	11.5%	13.3%	15.2%
偿债能力				
流动比率	2.22	2.37	2.35	2.42
速动比率	1.76	1.81	1.76	1.82
现金比率	1.28	1.19	1.17	1.20
资产负债率	24.5%	24.3%	25.8%	26.8%
经营效率				
应收账款周转天数	70.65	76.42	73.53	74.98
存货周转天数	129.75	129.77	129.76	129.76
总资产周转率	0.46	0.56	0.63	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.81	1.08	1.46
每股净资产	6.24	7.05	8.13	9.59
每股经营现金流	0.93	0.85	1.16	1.41
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	148.93	109.24	82.35	60.78
PB	5.86	12.60	10.93	9.26
EV/EBITDA	36.02	77.74	63.45	47.52
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	323	421	570	773
折旧和摊销	132	156	135	139
营运资金变动	-30	-109	-63	-138
经营活动现金流	504	462	632	765
资本开支	-393	-269	-317	-293
投资	-24	0	0	0
投资活动现金流	-429	-255	-303	-279
股权募资	41	0	0	0
债务募资	1,127	-144	0	0
筹资活动现金流	52	-153	-5	-5
现金净流量	100	54	324	481

分析师简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。