

2021 年 08 月 14 日

CDMO 业务业绩和盈利能力双升趋势不变，细胞与基因治疗 CDMO 业务为公司带来想象力

博腾股份(300363)

事件概述

公司发布 2021 年中报：上半年实现营业收入 12.56 亿元，同比增长 35.73%；实现归母净利润 2.15 亿元，同比增长 63.86%；实现扣非净利润 2.01 亿元，同比增长 69.99%。

分析判断：

► CDMO 业务业绩和盈利能力双升趋势不变，细胞与基因治疗 CDMO 业务为公司带来想象力

公司 2021 年上半年营业收入同比增长 35.73%、扣非净利润同比增长 69.99%，其中尤其是扣非净利润接近预告上限，我们判断核心业务小分子 CDMO 业务继续随着产能利用率以及产品结构的持续优化，整体净利率水平持续上升。

► 小分子原料药 CDMO 业务继续呈现高速增长，且盈利能力继续呈现上升趋势：公司上半年 CDMO 业务实现营业收入 12.46 亿元，同比增长 34.67%，其中（1）伴随产能利用率提升以及 CRO 业务转化，CMO 业务实现营业收入 8.63 亿元，同比增长 28.93%；随着临床前期活跃项目和公司研发人员数量持续增长，CRO 业务实现营业收入 3.59 亿元，同比增长 57.87%。若不考虑新业务亏损（制剂 CDMO 业务和基因细胞治疗 CDMO 业务），公司 2021 年上半年归母净利润为 2.61 亿元，同比增长 78.65%，净利率水平达到 20.95%，展望未来我们判断随着公司产能利用率进一步提升以及产品结构（从中间体-API 升级）的持续优化，营业收入和净利率水平将继续保持“双升”模式。

► 细胞与基因治疗 CDMO 业务和制剂 CDMO 业务持续推进，为公司增量想象力：截止 2021 年中报，公司细胞与基因治疗业务员工数量、客户数量和承接项目数量分别达到 162 人、12 个客户和 14 个项目，且公司在上半年完成 4 亿人民币的 A 轮融资，用于后续二期项目产能和加速 AAV 工艺开发与能力建设，公司战略性布局细胞与基因治疗 CDMO 业务，为公司未来的增长增添确定性和想象力。为推动“原料药+制剂”的端对端服务能力建设，公司持续强化制剂 GMP 开发和产能建设，已正式启动重庆水土制剂一期项目建设，预期将于 2022 年 Q4 投产。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	96.8
股票代码：	300363
52 周最高价/最低价：	109.77/28.8
总市值(亿)	526.70
自由流通市值(亿)	433.05
自由流通股数(百万)	447.36



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002

助理研究员：徐顺利
邮箱：xusl1@hx168.com.cn

相关研究

1. 【华西医药】博腾股份（300363）：业绩增长超预期，战略转型以来业绩持续兑现
2021.07.11
2. 【华西医药】博腾股份（300363）：业绩增长超预期，盈利能力呈现持续提升
2021.04.27
3. 【华西医药】博腾股份（300363）：业绩延续高速增长，战略转型后持续兑现
2021.03.21

► 经营拐点进一步确立，核心竞争力持续提升

CDMO 行业作为科技属性（工程师集群和低成本优势）+重资产属性并重的高景气赛道，公司作为小分子 CDMO 行业的核心参与者，经过 2017 年和 2018 年连续两年战略调整与转型，公司从 2019 年开始已经迎来经营拐点，2019 年与 2020 年连续 2 年经营业绩的亮眼表现，均进一步印证了公司基本面的变化。

公司自 2017 年战略转型以来，研发投入力度空前加大，搭建了结晶技术、活性酶等各项核心技术平台，BD 数量也持续增加，基本面及业务能力快速提升和夯实，CRO 业务保持持续高速增长，业务结构更加优化和均衡。未来，随着公司产能利用率提升、CRO 人员项目管理能力提升，公司毛利率和净利率都将持续提升，利润端增速有望持续超出收入端增速。长期看，公司布局的生物药 CMO 和制剂 CMO 将为公司打开更广阔的空间，现有化学药 CDMO 业务赛道好、成长速度快，有望推动公司未来几年持续保持 30-35%复合增速。

投资建议

考虑到公司产能利用率持续提升带来毛利率持续提升、费用率持续下降，净利润率持续提升，略微调整盈利预测，即 2021 年~2023 年营业收入分别为 27.91/37.70/50.81 亿元（原业绩预测为 27.90/37.71/50.82），分别同比增长 34.7%/35.1%/34.8%；归母净利润分别为 4.71/6.78/9.32 亿元（原业绩预测为 4.65/6.67/9.25），分别同比增长 45.3%/44.0%/37.3%，当前股价对应 2022 年估值为 78 倍。公司估值水平，与同类公司相比，仍有提升空间，考虑到公司经营拐点进一步确认，处于快速增长阶段，我们维持“买入”投资评级。

风险提示

订单和收入增长低于预期；毛利率和净利润率不能持续提升。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,551	2,072	2,791	3,770	5,081
YoY (%)	30.9%	33.6%	34.7%	35.1%	34.8%
归母净利润(百万元)	186	324	471	678	932
YoY (%)	49.0%	74.8%	45.3%	44.0%	37.3%
毛利率 (%)	37.8%	41.7%	43.2%	43.3%	43.5%
每股收益 (元)	0.34	0.60	0.87	1.25	1.71
ROE	6.1%	9.6%	12.2%	14.9%	17.0%
市盈率	283.86	162.35	111.77	77.64	56.54

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,072	2,791	3,770	5,081	净利润	323	463	671	918
YoY(%)	33.6%	34.7%	35.1%	34.8%	折旧和摊销	132	20	20	20
营业成本	1,208	1,584	2,136	2,872	营运资金变动	-30	-96	-109	-131
营业税金及附加	6	16	16	25	经营活动现金流	504	376	562	781
销售费用	77	92	132	173	资本开支	-393	-156	-133	-138
管理费用	227	265	386	501	投资	-24	0	0	0
财务费用	43	44	35	35	投资活动现金流	-429	-142	-113	-112
资产减值损失	-26	0	0	0	股权募资	41	0	0	0
投资收益	11	14	19	26	债务募资	1,127	-144	0	0
营业利润	352	521	755	1,033	筹资活动现金流	52	-148	0	0
营业外收支	12	0	0	0	现金净流量	100	87	449	669
利润总额	364	521	755	1,033	主要财务指标				
所得税	41	58	84	115	成长能力				
净利润	323	463	671	918	营业收入增长率	33.6%	34.7%	35.1%	34.8%
归属于母公司净利润	324	471	678	932	净利润增长率	74.8%	45.3%	44.0%	37.3%
YoY(%)	74.8%	45.3%	44.0%	37.3%	盈利能力				
每股收益	0.60	0.87	1.25	1.71	毛利率	41.7%	43.2%	43.3%	43.5%
资产负债表（百万元）					净利率	15.6%	16.6%	17.8%	18.1%
货币资金	1,262	1,349	1,798	2,466	总资产收益率 ROA	7.2%	9.4%	11.3%	12.7%
预付款项	17	21	29	39	净资产收益率 ROE	9.6%	12.2%	14.9%	17.0%
存货	430	563	759	1,021	偿债能力				
其他流动资产	474	655	852	1,138	流动比率	2.22	2.43	2.54	2.62
流动资产合计	2,182	2,588	3,438	4,664	速动比率	1.76	1.88	1.96	2.02
长期股权投资	25	25	25	25	现金比率	1.28	1.27	1.33	1.38
固定资产	1,363	1,443	1,523	1,603	资产负债率	24.5%	23.5%	24.6%	25.9%
无形资产	89	130	148	172	经营效率				
非流动资产合计	2,315	2,451	2,564	2,682	总资产周转率	0.46	0.55	0.63	0.69
资产合计	4,497	5,039	6,002	7,346	每股指标（元）				
短期借款	144	0	0	0	每股收益	0.60	0.87	1.25	1.71
应付账款及票据	513	676	909	1,223	每股净资产	6.23	7.10	8.35	10.06
其他流动负债	327	388	446	559	每股经营现金流	0.93	0.69	1.03	1.44
流动负债合计	984	1,063	1,355	1,782	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	107	107	107	107	估值分析				
其他长期负债	13	13	13	13	PE	162.35	111.77	77.64	56.54
非流动负债合计	120	120	120	120	PB	5.86	13.64	11.60	9.62
负债合计	1,104	1,183	1,475	1,902					
股本	543	543	543	543					
少数股东权益	2	-7	-14	-28					
股东权益合计	3,393	3,856	4,527	5,445					
负债和股东权益合计	4,497	5,039	6,002	7,346					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017 年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。