



Research and
Development Center

主营业务与盈利能力高增长，新业务助力长远发展

——博腾股份(300363)公司点评报告

2021 年 09 月 09 日

周平
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告

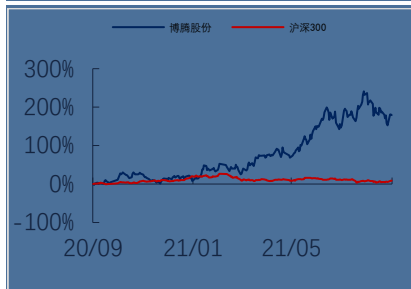
公司研究

公司点评报告

博腾股份(300363)

投资评级 无评级

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元) 85.16
52 周内股价波动区间(元) 104.00-29.85
最近一月涨跌幅(%) -14.84
总股本(亿股) 5.44
流通 A 股比例(%) 100.00
总市值(亿元) 463.36
资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

主营业务与盈利能力高增长，新业务助力长远发展

2021 年 09 月 09 日

本期内容提要：

- 公司发布 2021 年中报：2021 年上半年实现 12.56 亿元，同比增长 35.73%；归母净利润 2.15 亿元，同比增 63.86%；扣非归母净利润 2.01 亿元，同比增长 69.99%，剔除新业务影响后归母净利润为 2.61 亿元，同比增长 78.65%。
- 盈利能力大幅提升，高投入增强研发实力。1) 受益于 CDMO 行业的高景气发展，2021Q1 营业收入 5.43 亿元(+38.99%)，2021Q2 营业收入 7.13 亿元(+33.34%)，剔除新业务影响后归母净利润同比大增 78.65%；2) 公司毛利率 42.98%(+4.38pp)，净利率为 17.00%(+2.91pp)，归母净利率为 17.12%(+2.96pp)，扣非归母净利率为 16.00%(+3.25pp)，我们认为，利润率的提升主要源于原料药 CRO 业务持续稳健增长带来的规模效应及运营效率的上升。3) 期间费用率 23.90%(+2.39pp)，其中，管理费用率 9.22%(1.48pp)、财务费用率 0.03%(+0.57pp)，销售费用率 3.97%(-0.36pp)，研发费用率 10.68%(+3.65pp)，规模效应持续降低管理费用率，高额研发投入推升期间费率；4) 2021H1，公司员工数量达 3054 人，同比增长 28.70%，距 2020 年末增长 419 人，实现人均创收 41.13 万元(+5.51%)，人均创利（扣非归母）6.58 万元(+32.36%)；5) 2021H1 公司服务国内客户 144 家，J-STAR 服务客户 69 家，交付项目 270 个（不含 J-STAR）。
- 原料药 CDMO 板块内部形成“内部导流、中外协同”的良性循环。2021H1，原料药 CDMO 交付订单 256 个，原料药 CRO 向原料药 CMO 导流项目 12 个，J-STAR 向国内导流项目 28 个，导流能力渐显。
- 加速布局新业务，延伸服务触角。公司启动重庆制剂工厂一期项目，推动“原料药+制剂”端到端的平台建设；融资 4 亿元建设苏州博腾二期项目，全面提高 GMP 质粒、病毒和细胞治疗产品的产能。
- 盈利预测：预计 2021-2023 年公司营业收入为 27.82、36.52 和 47.79 亿元，同比增长 34.3%、31.3%、30.9%；归母净利润分别为 4.41、6.17 和 8.18 亿元，同比增长 36.0%、39.8%、32.7%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 105/75/57 倍。
- 风险因素：服务的药物销售变动或市场需求波动风险，汇率变动风险，政策影响风险等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,551	2,072	2,782	3,652	4,779
增长率 YoY %	30.9%	33.6%	34.3%	31.3%	30.9%
归属母公司净利润(百万元)	186	324	441	617	818
增长率 YoY%	49.0%	74.8%	36.0%	39.8%	32.7%
毛利率%	37.8%	41.7%	40.6%	41.9%	42.2%
净资产收益率 ROE%	6.1%	9.6%	11.0%	12.6%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.60	0.81	1.13	1.50
市盈率 P/E(倍)	41.96	61.25	105.06	75.15	56.62
市净率 P/B(倍)	2.54	5.86	11.51	9.48	7.75

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 09 月 08 日收盘价

目 录

1. 盈利能力大幅提升，高投入增强研发实力	4
2. 优势业务持续导流、新业务平台助力长远发展	5
3. 盈利预测	7
4. 风险提示	7

表 目 录

表 1：博腾股份 2021H1 项目分类情况一览	5
--------------------------------	---

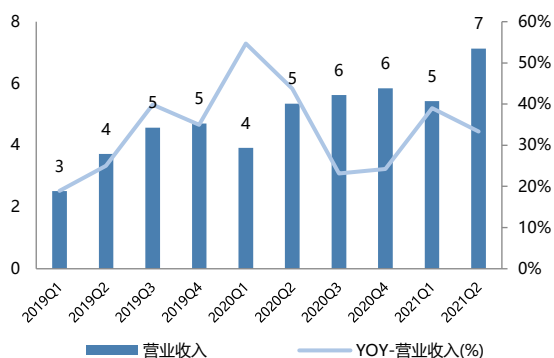
图 目 录

图 1：博腾股份营业收入逐季增长（亿元）	4
图 2：博腾股份净利润情况一览（亿元）	4
图 3：博腾股份毛利率、净利率情况一览	4
图 4：博腾股份期间费用率情况	4
图 5：博腾股份员工人数持续增加	5
图 6：博腾股份人均创收、人均创利（扣非归母）情况一览（万元）	5
图 7：博腾股份各板块业务营收占比情况	5
图 8：原料药 CMO/CRO 营收高速增长（亿元）	6
图 9：原料药 CMO/CRO 毛利润稳定增长（亿元）	6
图 10：博腾股份原料药 CDMO 业务项目变化情况	6

1. 盈利能力大幅提升，高投入增强研发实力

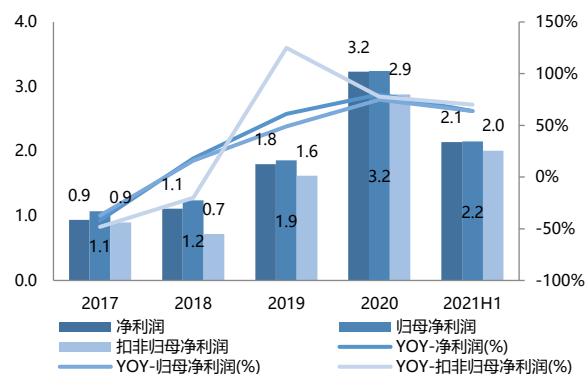
优势业务持续发力，剔除新业务影响后归母净利润同比增长 78.65%。受益于 CDMO 行业的高景气发展，2021 年上半年，公司实现主营业务收入 12.56 亿元，同比增长 35.73%，2021Q1 营业收入 5.43 亿元，同比增长 38.99%，2021Q2 营业收入 7.13 亿元，同比增长 33.34%。2021H1，公司实现归母净利润 2.15 亿元，同比增 63.86%，扣非归母净利润 2.01 亿元，同比增长 69.99%。原料药 CDMO 业务是公司的传统优势业务，2021H1 营收 12.46 亿元，占比高达 99%，制剂 CDMO 与基因细胞治疗 CDMO 业务为新建业务，尚在发展建设中，规模较小，剔除新业务对净利润带来的负面影响后，归母净利润为 2.61 亿元，同比增长 78.65%。

图 1：博腾股份营业收入逐季增长（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

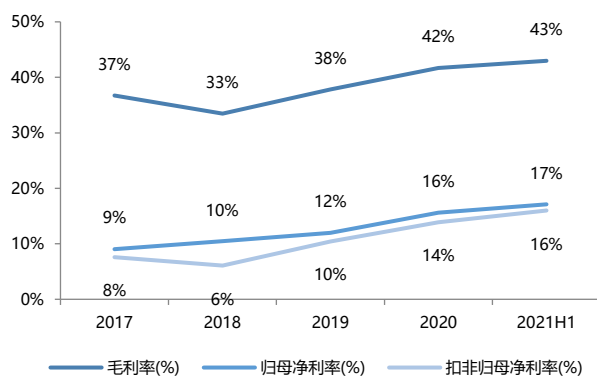
图 2：博腾股份净利润情况一览（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

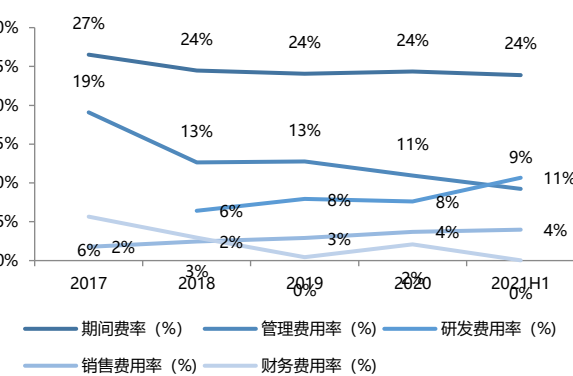
毛利率高速增长，研发投入高增长推升期间费率。2021H1，公司整体毛利率为 42.98%(+4.38pp)，净利率为 17.00%(+2.91pp)，归母净利率为 17.12%(+2.96pp)，扣非归母净利率为 16.00%(+3.25pp)，我们认为，利润率的提升主要源于原料药 CRO 业务持续稳健增长带来的规模效应及运营效率的上升。2021H1，公司期间费用率 23.90%，同比增加 2.39 个百分点，其中管理费用率 9.22% (-1.48pp)，规模效应持续提升公司运营效率，降低管理费用率，财务费用率 0.03% (+0.57pp)，销售费用率 3.97% (-0.36pp)，研发费用率 10.68% (+3.65pp)，为公司持续投入资金建设新业务，提升研发实力所致。

图 3：博腾股份毛利率、净利率情况一览



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：博腾股份期间费用率情况

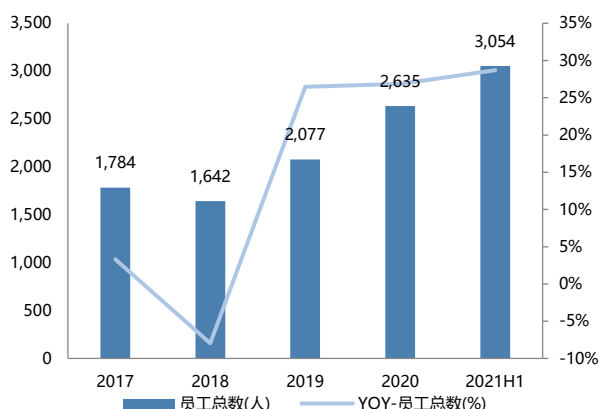


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

员工人数持续增加，人均创收同比增长 5.51%。2021H1 公司员工数量达 3054 人，同比增长 28.70%，距 2020 年末增长 419 人，其中研发团队从 2020 年底的 714 人增加至 909 人，占比达 30%，公司在中美两地布局研发业务，美国研发团队 95 人，中国研发团队 814 人，未来将协同推进公司项目的研发进度。随着公司业务规模不断扩大，人效不断

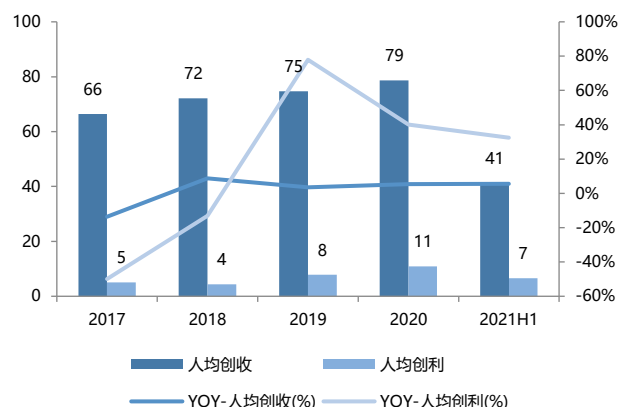
提升，2021H1 公司实现人均创收 41.13 万元，同比增长 5.51%，人均创利（扣非归母）6.58 万元，同比增长 32.36%。

图 5：博腾股份员工人数持续增加



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：博腾股份人均创收、人均创利（扣非归母）情况一览（万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

持续优化客户结构，项目数量持续增加。截止至 2021 年 6 月 30 日，公司累计服务客户超 500 家，交付项目超 1700 个，丰富的项目和强劲的研发实力持续带来新客户，公司以“广度+深度”的策列加大市场推广度，2021H1，公司国内团队服务客户（仅含有订单客户）144 家，J-STAR 团队（美国）服务客户 69 家。公司前十大客户销售占比约 63%（同比增加约 6%），第一大客户占比为 18%，我们认为杨森地瑞那韦原料药的商业化订单推升大客户销售占比，综合来看，公司客户结构及销售占比维持在较为均衡、健康的水平。2021H1，公司交付项目 270 个（不含 J-STAR），活跃项目数（近两年实现销售或已有订单还未实现销售的项目）482 个（不含 J-STAR），数量持续增加。

表 1：博腾股份 2021H1 项目分类情况一览

项目阶段	交付项目			活跃项目		
	原料药 CDMO	制剂 CDMO	基因细胞治疗 CDMO	原料药 CDMO	制剂 CDMO	基因细胞治疗 CDMO
临床前-临床 I 期	121	5	7	235	7	14
临床 II 期	37	/	/	72	1	/
临床 III 期	29	/	/	49	/	/
新药上市申请	5	/	/	8	/	/
上市	64	2	/	92	4	/
合计	256	7	7	456	12	14

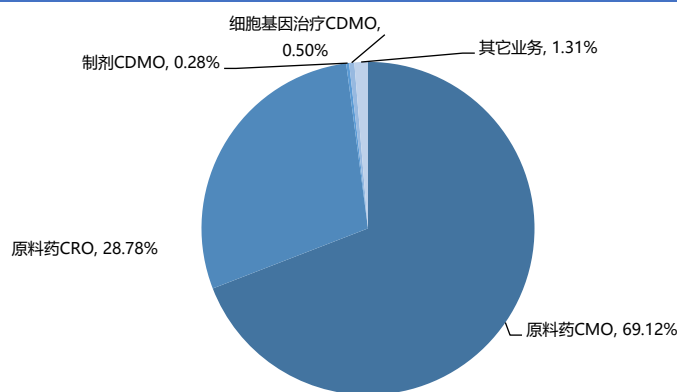
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

2. 优势业务持续导流、新业务平台助力长远发展

原料药 CDMO：原料药 CMO/CRO 业务双轨驱动，导流效应渐显

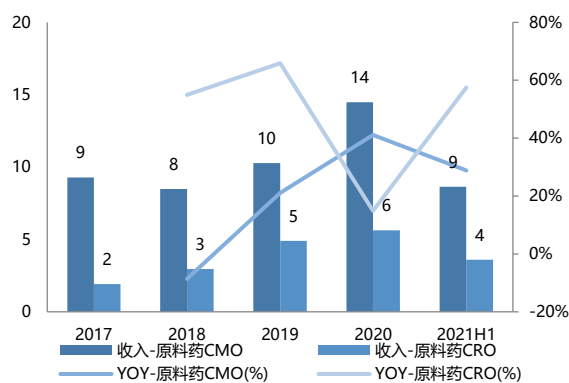
2021H1，该板块实现总营收 12.46 亿元，同比增长 34.67%，占公司总营收的 99%以上，其中原料药 CMO 业务营收 8.63 亿元，同比增长 28.81%，毛利润 3.52 亿元，同比增长 40.7%，原料药 CRO 业务 3.59 亿元，同比增长 57.46%，毛利润 1.71 亿元，同比增长 47.62 亿元。

图 7：博腾股份各板块业务营收占比情况



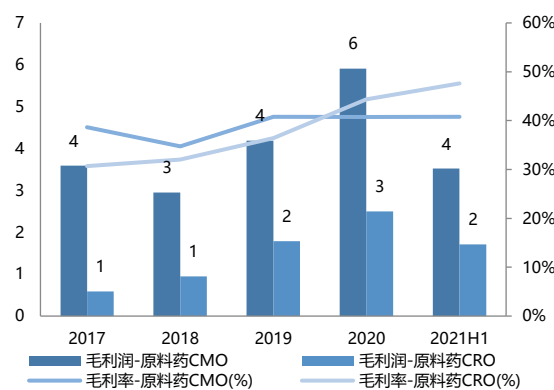
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：原料药 CMO/CRO 营收高速增长（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

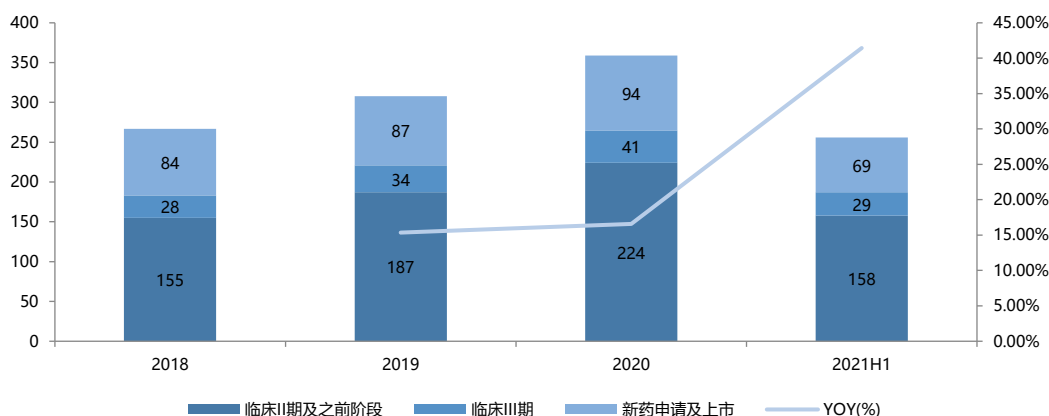
图 9：原料药 CMO/CRO 毛利润稳定增长（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2021H1，该板块共交付 256 个项目，同比增长 41.44%，原料药 CRO 业务逐渐发挥源头导流作用，为原料药 CMO 业务导流项目 12 个，带来约 4800 万美元的订单增长，同时，J-STAR 向国内导流项目 28 个，业务板块形成内部导流、中外协同的良性循环。

图 10：博腾股份原料药 CDMO 业务项目变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

为进一步增强研发实力，公司陆续扩建研发中心。2021H1，上海研发中心浦江新场地启动运营，重庆两江新区水土研发中心预计于 2021Q3 投入使用，同时，公司计划投资 1.8 亿元在闵行经济开发区扩建上海研发中心，提升服务能力。

制剂 CDMO 及基因细胞治疗 CDMO：加速布局新兴领域，打造“原料药+制剂”端到端、一体化的 CDMO 服务平台

2021H1，公司制剂 CDMO 业务实现营收 353 万元，公司在手订单客户 9 家，在手订单 10 个，新签订单金额约 1500 万元，团队规模达 110 人，其中约 69% 为研发人员。公司启动建设重庆两江新区水土制剂工厂一期项目，计划建设 5 个车间，于 2022Q4 投入运营，推动“原料药+制剂”端到端的平台建设。

基因细胞治疗 CDMO 业务实现营收 626 万元，在手订单客户 12 家，在手订单 14 个，新签订单金额约为 5466 万元，团队规模达 162 人，其中 74% 为研发人员。2021H1，公司与凯地生物达成战略合作，将作为独家 CDMO 为其提供多个 CAR-T 项目的 CMC 服务，同时，公司融资 4 亿元建设苏州博腾二期项目，全面提高 GMP 质粒、病毒和细胞治疗产品的产能。

3. 盈利预测

我们预计 2021-2023 年公司营业收入为 27.82、36.52 和 47.79 亿元，同比增长 34.3%、31.3%、30.9%；归母净利润分别为 4.41、6.17 和 8.18 亿元，同比增长 36.0%、39.8%、32.7%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 105/75/57 倍。

4. 风险提示

1) 服务的药物销售变动或市场需求波动风险

公司近 70% 的营业收入来自药物商业化阶段的定制研发生产服务，若服务的药物销售变动或市场需求波动，公司业务将受到不利影响。

2) 汇率变动风险

公司主营业务收入以美元结算为主，部分项目以欧元和英镑结算，如果未来汇率波动较大，公司的收入增长可能受到负面影响。

3) 政策影响风险

医药行业受到严格的监管，公司经营情况受行业法规及标准影响较大。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,927	2,182	1,889	2,141	2,846
货币资金	1,175	1,262	456	337	480
应收票据	0	0	5	3	5
应收账款	349	401	635	789	1,034
预付账款	12	17	24	30	39
存货	343	430	584	752	978
其他	48	73	186	230	310
非流动资产	2,029	2,315	3,191	3,997	4,739
长期股权投资	0	25	125	225	325
固定资产(合计)	1,245	1,363	1,938	2,542	3,132
无形资产	85	89	91	93	96
其他	699	837	1,037	1,137	1,187
资产总计	3,955	4,497	5,080	6,138	7,585
流动负债	647	984	1,083	1,362	1,724
短期借款	0	144	0	0	0
应付票据	207	218	294	392	502
应付账款	209	295	398	505	663
其他	232	327	390	465	560
非流动负债	244	120	-30	-110	-110
长期借款	242	107	-43	-123	-123
其他	2	13	13	13	13
负债合计	891	1,104	1,053	1,252	1,614
少数股东权益	-2	2	0	-2	-5
归属母公司股东权益	3,067	3,391	4,027	4,888	5,976
负债和股东权益	3,955	4,497	5,080	6,138	7,585

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,551	2,072	2,782	3,652	4,779
同比(%)	30.9%	33.6%	34.3%	31.3%	30.9%
归属母公司净利润	186	324	441	617	818
同比(%)	49.0%	74.8%	36.0%	39.8%	32.7%
毛利率(%)	37.8%	41.7%	40.6%	41.9%	42.2%
ROE%	6.1%	9.6%	11.0%	12.6%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.60	0.81	1.13	1.50
P/E	41.96	61.25	105.06	75.15	56.62
P/B	2.54	5.86	11.51	9.48	7.75
EV/EBITDA	21.33	35.93	85.56	59.36	44.75

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,551	2,072	2,782	3,652	4,779
营业成本	964	1,208	1,653	2,122	2,761
营业税金及附加	13	6	16	15	23
销售费用	45	77	106	139	182
管理费用	198	227	292	383	502
研发费用	123	158	306	365	475
财务费用	7	43	-22	-11	-13
减值损失合计	-31	-26	0	0	0
投资净收益	8	11	14	18	24
其他	17	14	32	18	24
营业利润	195	352	477	675	897
营业外收支	-1	12	10	10	10
利润总额	193	364	487	685	907
所得税	14	41	48	70	92
净利润	180	323	440	614	816
少数股东损益	-6	-1	-2	-2	-3
归属母公司净利润	186	324	441	617	818
EBITDA	325	528	536	774	1,023
EPS(当年)(元)	0.34	0.60	0.81	1.13	1.50

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	351	504	258	638	763
净利润	180	323	440	614	816
折旧摊销	117	132	127	147	187
财务费用	39	50	5	-3	-5
投资损失	-8	-11	-14	-18	-24
营运资金变动	-9	-30	-270	-92	-200
其它	33	41	-30	-10	-10
投资活动现金流	175	-429	-764	-681	-625
资本支出	-170	-393	-698	-599	-549
长期投资	325	-24	-100	-100	-100
其他	20	-12	34	18	24
筹资活动现金流	-805	52	-300	-77	5
吸收投资	12	41	0	0	0
借款	-806	69	-294	-80	0
支付利息或股息	-69	-83	-5	3	5
现金流净增加额	-274	100	-806	-119	143

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

赵雅韵，团队成员，西安交通大学化学硕士，2021年加入信达证券，曾就职天风证券，负责CDMO、医药消费研究。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琮玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。