

博腾股份(300363)

报告日期: 2021年10月11日

盈利能力超预期, 新业务边际加速

——博腾股份 2021Q3 预告点评

✍️ : 孙建 执业证书编号: s1230520080006
☎️ : 02180105933
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

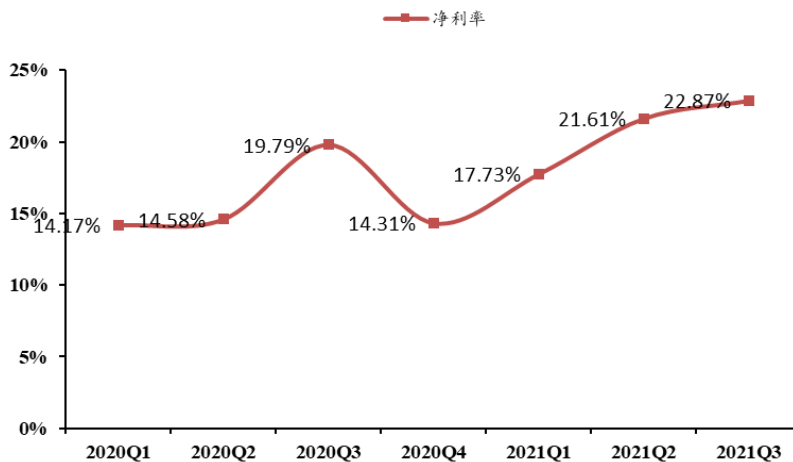
公司 2021Q3 单季度小分子业务利润率再创新高, 达 22.87%, 体现了公司通过不断优化项目结构达到的盈利能力的再提升, 印证了我们 Q2 点评的观点。新业务亏损 2500 万, 在收入逐渐兑现下持续扩大, 显示了公司在 CGT 的高景气下加速拓展人员和产能, 有望随着公司新技术产能的陆续搭建及高技术人才的抢先引入, 占据先发优势。我们看好公司产能逐步释放后 API、制剂、CGT CDMO 三大板块的长期发展。

投资要点

□ 三季报预告: 小分子业务动能仍在, 净利率再创新高

2021 年 10 月 11 日, 公司发布 2021Q3 业绩预告: 按预测中值算, 2021Q1-Q3 收入 20.46 亿元 (YOY +38.18%); 扣非归母净利润 3.52 亿元 (YOY +60%)。2021Q3 单季度, 收入 7.74 亿 (YOY +37.50%), 扣非净利润 1.52 亿 (YOY +50%)。其中, 新业务 Q1-Q3 亏损约 7100 万, 单 Q3 亏损约 2500 万。扣除影响, 小分子 CDMO 单季净利率 22.87%, 同比增长 3.08pct, 环比增长 1.25pct, 创历史单季度最高。

图 1: 2020Q1-2021Q3 公司小分子业务净利率变化



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

在 2021 年中报点评中我们提到, 公司目前小分子业务在产品与客户结构改善后进入良性循环阶段, 随着业务结构不断优化, CRO/CMO 及境内外协同增强, 关注前端优势技术平台随项目推进带来的公司盈利能力再提升。这一观点在 Q3 预告中再次得到印证。同时, 我们认为目前公司净利率水平已处于一线 CDMO 净利率高位水平 (凯莱英 2019-2021Q2 扣非净利率在 16.65%-22.69%), 随着公司进入产能加速建设期, 未来或随产能转固及本身较高基数有所波动。

评级

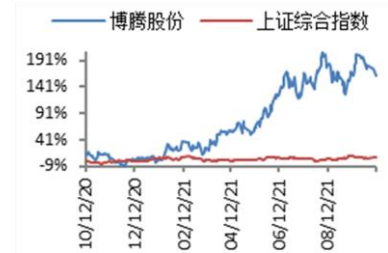
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥88.88

单季度业绩

元/股

2Q/2021 0.23
1Q/2021 0.16
4Q/2020 0.16
3Q/2020 0.20



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。

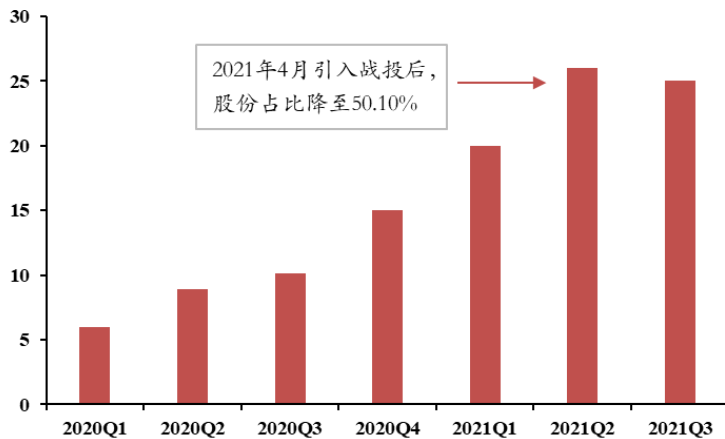
相关报告

- 1 《【浙商医药】博腾股份事件点评: 收购产能, 解短期痛点, 边际更乐观》 2021.08.18
- 2 《【浙商医药】博腾股份 H1 点评: 协同导流, 关注新客户、新平台、新产能》 2021.08.16
- 3 《【浙商医药】博腾股份 H1 预告点评: 由“灰”到“白”, 关注新产能弹性》 2021.07.12
- 4 《【浙商医药】孙建】首个独家合作落地, CGT CDMO 再加速》 2021.05.31
- 5 《【浙商医药】博腾股份 Q1 点评: CRO 量价齐升, 开启新周期》 2021.04.28

□ **新业务加速：抓机遇加速拓展，看好公司新业务蓄能助力**

2021Q3，公司制剂及 CGT CDMO 新业务仍处于亏损阶段，合计亏损约 2500 万元。2021 年 Q1-Q3，合计亏损 7100 万元。在 Q2 引入战投后公司并表比例缩小至 50.1%且新业务收入逐渐兑现的前提下，亏损并未收窄。我们认为苏州博腾能力及人员建设持续加速，我们预计 2021 年或亏损约 1 亿元，远超 2020 年全年。2021 年作为国内 CGT 元年，已有两款 CGT 药物陆续上市，监管文件陆续出台，审批有望加速。我们认为随着公司新技术产能的陆续搭建及高技术人才的抢先引入，有望占据先发优势，成为蓝海卖水人。

图 2：2020Q1-2021Q3 新业务亏损并表值（百万元）



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

□ **新产能并表：宇阳收购，腾笼换鸟，解燃眉之急**

公司 2021 年 8 月 18 日公告拟收购湖北宇阳，已于 9 月 17 日并表。2021Q3 及 Q4 由于产能正在改造，对收入及利润端（预计亏损）的影响均较小。但此次收购将迅速补充小分子 CDMO 产能，视产品结构预计 2022 年贡献产值 4-5 亿元。结合三大生产基地定位，进行资源的优化配置和差异化能力建设。

□ **盈利预测及估值**

暂不考虑收购对公司带来的影响，我们认为随着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。我们预测 2021-2023 年公司 EPS 为 0.84、1.12、1.40 元/股，2021 年 10 月 11 日收盘价对应 2021 年 PE 为 106 倍（2022 年 PE 80 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。

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	760
(+/-)	33%	41%	33%	33%
每股收益（元）	0.60	0.84	1.12	1.40
P/E	149	106	80	64

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	40
资产总计	4497	5104	5964	7118	净利润	323	445	617	753
流动负债	984	1102	1356	1717	少数股东损益	2	(11)	(11)	(7)
短期借款	144	100	100	100	归属母公司净利润	324	457	606	760
应付款项	513	737	933	1229	EBITDA	494	659	810	977
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.60	0.84	1.12	1.40
其他	327	365	424	488	主要财务比率				
非流动负债	120	303	240	200		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)	(7)	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%	16.19%	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	0.56	0.63
					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	1.40
					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	149	106	80	64
					P/B	12	10	9	8
					EV/EBITDA	38	62	50	42

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	504	494	825	817
净利润	324	457	606	760
折旧摊销	132	152	169	188
财务费用	43	27	23	3
投资损失	(11)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	63	56	90	92
其它	(46)	(169)	(48)	(244)
投资活动现金流	(429)	(416)	(434)	(434)
资本支出	(244)	(450)	(450)	(450)
长期投资	(24)	18	0	0
其他	(161)	16	16	16
筹资活动现金流	52	(127)	(23)	(3)
短期借款	144	(144)	0	0
长期借款	(135)	0	0	0
其他	42	18	(23)	(3)
现金净增加额	127	(48)	368	380

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>