

## 公司研究

## 收入超预期，主营小分子 CDMO 有望保持高增长

## ——博腾股份（300363.SZ）2021 年前三季度业绩预告点评

## 要点

**事件：**公司发布 2021 年前三季度业绩预告，预计实现营收 20.09~20.83 亿元（+35%~40% YOY），归母净利润 3.47~3.70 亿元（+45%~+55% YOY），扣非净利润 3.41~3.62 亿元（+55%~+65% YOY），业绩符合市场预期。

**2021Q3 收入超预期，盈利能力持续提高。**2021Q3，公司预计实现营收 7.60~7.88 亿元（+35%~40% YOY），归母净利润 1.40~1.51 亿元（+30%~40% YOY），扣非净利润 1.47~1.57 亿元（+45%~55% YOY）；收入超出我们前次预期。盈利能力方面，2021Q3 公司扣非净利率为 19.33%~19.92%，同比提升 1.33pp~1.93pp，环比提升 1.65pp~2.25pp，持续提高。

**剔除新业务亏损影响，小分子 CDMO 盈利持续高增长。**剔除新业务亏损影响后，2021Q3 公司归母净利润同比+42%~52%，扣非净利润同比+57%~67%；扣非净利率约为 23%，显示主营小分子 CDMO 业务的盈利持续高增长。2021H1 公司平均产能覆盖率达约 74%（+10pp YOY），2021 年 6 月新增高端产能 109 车间（中小商业化项目产能 162m<sup>3</sup>），2021 年 8 月收购湖北宇阳 70% 股权（产能合计约 580 m<sup>3</sup>）。在订单丰富、产能偏紧的背景下，新产能释放带来的业绩弹性值得期待。

**基因细胞治疗 CDMO 订单拓展加速，打开公司中长期天花板。**2021 前三季度，公司制剂 CDMO 和细胞基因治疗 CDMO 仍处于亏损阶段，其中，前三季度亏损约 7,100 万元，单三季度亏损约 2,500 万元。我们预计，公司基因细胞治疗 CDMO 随着订单拓展加速（上半年新增订单 9 个，涉及金额约 5,466 万元），订单执行以及收入逐步确认，明年起利润亏损有望逐步收窄；随着 2022Q4 制剂车间投产，2023 年起公司制剂 CDMO 收入贡献有望逐步提高。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到小分子 CDMO 行业高景气，公司主营业务收入增长超出我们前次预期，以及基因细胞治疗 CDMO 于 2022 年起利润亏损有望逐步收窄，我们上调公司 21-23 年归母净利润为 4.54/6.20/8.40 亿元（较前次预测分别上调 0.18%/4.73%/7.69%），分别同比增长 40%/37%/35%，现价对应 21-23 年 PE 为 107/78/58 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**早期 CRO 项目向后期转化进度不及预期；商业化 CMO 订单波动风险；战略新业务推进速度不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,551	2,072	2,742	3,560	4,635
营业收入增长率	30.93%	33.56%	32.36%	29.80%	30.22%
净利润（百万元）	186	324	454	620	840
净利润增长率	49.04%	74.84%	40.00%	36.54%	35.45%
EPS（元）	0.34	0.60	0.83	1.14	1.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.05%	9.57%	12.07%	14.51%	16.94%
P/E	260	149	107	78	58
P/B	15.8	14.2	12.9	11.3	9.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-12

## 买入（维持）

当前价：89.01 元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

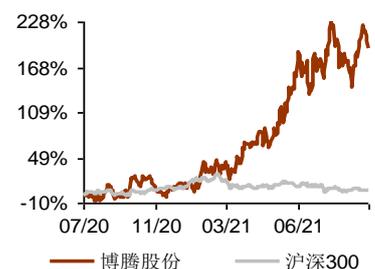
021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.44
总市值(亿元):	484.31
一年最低/最高(元):	29.94/109.77
近 3 月换手率:	69.01%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.04	3.54	131.48
绝对	-0.12	-1.48	132.93

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩高质量增长，导流效应显现，漏斗结构强化——博腾股份（300363.SZ）2021 年中报点评（2021-08-14）

21Q1 业绩超预期，向上经营拐点持续验证——博腾股份（300363.SZ）2021 年一季报点评（2021-04-29）

2020 年业绩符合预期，向上经营拐点继续验证——博腾股份（300363.SZ）2020 年年报及一季报业绩预告点评（2021-03-29）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,551	2,072	2,742	3,560	4,635
营业成本	964	1,208	1,571	2,007	2,589
折旧和摊销	117	131	107	119	130
税金及附加	13	6	8	10	13
销售费用	45	77	115	153	204
管理费用	198	227	328	433	562
研发费用	123	158	217	287	372
财务费用	7	43	7	-13	-27
投资收益	8	11	0	0	0
营业利润	195	352	510	697	945
利润总额	193	364	510	697	945
所得税	14	41	57	78	105
净利润	180	323	453	620	840
少数股东损益	-6	-1	-1	-1	0
归属母公司净利润	186	324	454	620	840
EPS(元)	0.34	0.60	0.83	1.14	1.54

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	351	504	304	598	717
净利润	186	324	454	620	840
折旧摊销	117	131	107	119	130
净营运资金增加	-80	132	400	290	440
其他	129	-83	-657	-432	-693
投资活动产生现金流	175	-429	-1	-222	-122
净资本支出	-170	-393	-305	-220	-120
长期投资变化	0	25	-2	-2	-2
其他资产变化	345	-61	306	0	0
融资活动现金流	-805	52	-201	-54	-74
股本变化	0	0	1	0	0
债务净变化	-806	65	-144	0	0
无息负债变化	206	147	139	308	326
净现金流	-274	100	102	322	521

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	37.8%	41.7%	42.7%	43.6%	44.1%
EBITDA 率	24.0%	27.4%	22.8%	23.0%	22.8%
EBIT 率	16.4%	21.0%	18.9%	19.7%	20.0%
税前净利润率	12.5%	17.6%	18.6%	19.6%	20.4%
归母净利润率	12.0%	15.7%	16.6%	17.4%	18.1%
ROA	4.5%	7.2%	9.3%	10.9%	12.5%
ROE (摊薄)	6.1%	9.6%	12.1%	14.5%	16.9%
经营性 ROIC	10.8%	15.0%	14.5%	17.6%	21.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	23%	25%	23%	25%	26%
流动比率	2.98	2.22	2.81	2.78	2.95
速动比率	2.45	1.78	2.21	2.17	2.31
归母权益/有息债务	8.83	8.22	14.02	15.92	18.48
有形资产/有息债务	10.39	10.05	16.76	19.74	23.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,955	4,497	4,861	5,680	6,691
货币资金	1,175	1,262	1,364	1,685	2,206
交易性金融资产	0	4	4	4	4
应收帐款	349	401	573	745	945
应收票据	0	0	10	4	7
其他应收款 (合计)	25	23	35	45	56
存货	343	430	568	740	959
其他流动资产	22	45	79	120	174
流动资产合计	1,927	2,182	2,657	3,372	4,389
其他权益工具	332	328	0	0	0
长期股权投资	0	25	27	29	31
固定资产	1,245	1,363	1,413	1,444	1,435
在建工程	63	189	291	323	295
无形资产	85	89	107	125	142
商誉	249	242	242	242	242
其他非流动资产	26	44	77	77	77
非流动资产合计	2,029	2,315	2,205	2,308	2,301
总负债	891	1,104	1,098	1,406	1,732
短期借款	0	144	0	0	0
应付账款	209	295	354	459	602
应付票据	207	218	259	374	458
预收账款	24	0	26	29	27
其他流动负债	0	3	6	11	17
流动负债合计	647	984	947	1,214	1,486
长期借款	242	107	107	107	107
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	10	43	84	138
非流动负债合计	244	120	151	192	247
股东权益	3,064	3,393	3,763	4,274	4,959
股本	543	543	544	544	544
公积金	1,683	1,772	1,816	1,878	1,906
未分配利润	900	1,126	1,469	1,914	2,568
归属母公司权益	3,067	3,391	3,762	4,274	4,959
少数股东权益	-2	2	1	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.91%	3.70%	4.20%	4.30%	4.40%
管理费用率	12.76%	10.95%	11.97%	12.17%	12.13%
财务费用率	0.46%	2.08%	0.26%	-0.38%	-0.58%
研发费用率	7.90%	7.62%	7.91%	8.06%	8.03%
所得税率	7%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.12	0.21	0.29	0.39
每股经营现金流	0.65	0.93	0.56	1.10	1.32
每股净资产	5.65	6.25	6.91	7.85	9.11
每股销售收入	2.86	3.82	5.04	6.54	8.52

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	260	149	107	78	58
PB	15.8	14.2	12.9	11.3	9.8
EV/EBITDA	128.6	84.4	76.5	58.1	44.7
股息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE