

2021年10月28日

原料药 CDMO 业务继续延续高速增长，加速战略性业务基因细胞治疗 CDMO 等布局

博腾股份(300363)

事件概述

公司发布 2021 年三季报：前三季度实现营业收入 20.3 亿元，同比增长 36.41%；实现归母净利润为 3.61 亿元，同比增长 50.92%；实现扣非净利润为 3.53 亿元，同比增长 60.61%。

分析判断：

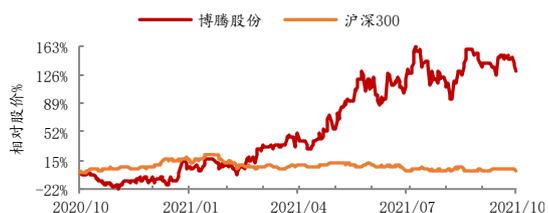
▶ 原料药 CDMO 业务继续延续高速增长，加速战略性业务基因细胞治疗 CDMO 等布局

2021 年 Q3 实现营业收入为 7.74 亿元，同比增长 37.52%、扣非净利润 1.52 亿元，同比增长 49.64%，业绩继续延续高速增长。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。另外公司持续推进细胞与基因治疗 CDMO 业务和制剂 CDMO 业务能力建设，为公司未来的增长增添确定性和想象力。

- (1) **产能利用率持续提升和产品结构持续优化，整体驱动公司盈利能力持续提升：**公司 2021 年前三季度整体产能利用率达到 75%，其中上半年投产的 109 车间产能利用率已达到 68%，相对 2020 年同期提升 5%；另外考虑到公司产品结构持续优化，尤其是 API 业务占总收入比重从 2020 年的 9%提升到 2021 年前三季度的 11%；公司 Q3 单季度扣非净利率为 19.58%，若考虑到新业务（基因细胞治疗 CDMO 业务和制剂 CDMO 业务）亏损的 2322 万元，扣非净利润率为 22.58%，相对 2021 年上半年的 19.72%呈现持续提升的趋势。
- (2) **核心业务（原料药 CDMO）继续延续高速增长：**公司 2021 年前三季度原料药 CDMO 业务实现 20.13 亿元，同比增长 38.64%，其中单 Q3 实现营业收入 7.67 亿元，同比增长 45.61%，继续延续高速增长。分业务来看，公司 2021 年前三季度 CMO 业务实现营业收入 13.98 亿元，同比增长 40%、CRO 业务实现营业收入 6.15 亿元，同比增长 37%，且考虑到 2021 年前三季度管线数量达到 315 个，同比增长 30%，有略微加快趋势、且均呈现高速增长，展望未来 2~3 年，我们判断公司核心业务原料药

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：	91.3
股票代码：	300363
52 周最高价/最低价：	109.77/30.01
总市值(亿)	496.75
自由流通市值(亿)	408.70
自由流通股数(百万)	447.65



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

研究助理：徐顺利
邮箱：xusl1@hx168.com.cn

相关研究

1. 【华西医药】博腾股份(300363)：业绩增长略超市场预期，盈利能力持续提升
2021.10.11
2. 【华西医药】博腾股份(300363)：并购湖北宇阳药业加速拓展产能，为未来3年业绩增长增添确定性
2021.08.18
3. 【华西医药】博腾股份(300363)：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
2021.08.15

CDMO 业务继续呈现高速增长。

- (3) **战略性布局基因细胞治疗 CDMO 业务和制剂 CDMO 业务，培育未来业务潜在增长点：**公司基因细胞治疗 CDMO 业务主体苏州博腾 2021 年前三季度新签订单达到 1.05 亿元（2021 年上半年新签为 0.55 亿元、2020 年全年新签订单 0.56 亿元），且员工数量从 2020 年底的约 100 人提升到 2021 年三季度末的 236 人，继续呈现战略性业务投入；另外持续推进制剂 CDMO 能力建设，制剂团队规模从 2020 年底的约 60 人提升到 2021 年三季度末的 143 人，且前三季度新签订单金额达到 0.32 亿元，业务呈现逐步推进兑现。

▶ 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度赛道，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 30-40%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，上调前期盈利预测，即 21-23 年营收从 27.91/37.70/50.81 亿元上调为 28.67/38.68/52.14 亿元，EPS 从 0.87/1.25/1.71 元上调为 0.89/1.27/1.75 元，对应 2021 年 10 月 28 日 91.30 元/股收盘价，PE 分别为 102.98/71.64/52.16 倍，维持“买入”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	2,867	3,868	5,214
YoY (%)	30.9%	33.6%	38.4%	34.9%	34.8%
归母净利润(百万元)	186	324	482	693	952
YoY (%)	49.0%	74.8%	48.7%	43.7%	37.3%
毛利率 (%)	37.8%	41.7%	43.1%	43.2%	43.4%
每股收益 (元)	0.34	0.60	0.89	1.27	1.75
ROE	6.1%	9.6%	12.5%	15.2%	17.3%
市盈率	267.72	153.12	102.98	71.64	52.16

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	2,867	3,868	5,214	净利润	323	474	686	938
YoY(%)	33.6%	38.4%	34.9%	34.8%	折旧和摊销	132	20	20	20
营业成本	1,208	1,631	2,196	2,952	营运资金变动	-30	-103	-111	-134
营业税金及附加	6	16	16	26	经营活动现金流	504	379	574	798
销售费用	77	95	136	178	资本开支	-393	-156	-133	-138
管理费用	227	272	396	514	投资	-24	0	0	0
财务费用	43	44	35	35	投资活动现金流	-429	-141	-113	-111
资产减值损失	-26	0	0	0	股权募资	41	0	0	0
投资收益	11	15	20	27	债务募资	1,127	-144	0	0
营业利润	352	533	772	1,056	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	90	461	686
利润总额	364	533	772	1,056	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	41	59	86	118	成长能力				
净利润	323	474	686	938	营业收入增长率	33.6%	38.4%	34.9%	34.8%
归属于母公司净利润	324	482	693	952	净利润增长率	74.8%	48.7%	43.7%	37.3%
YoY(%)	74.8%	48.7%	43.7%	37.3%	盈利能力				
每股收益	0.60	0.89	1.27	1.75	毛利率	41.7%	43.1%	43.2%	43.4%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	15.6%	16.5%	17.7%	18.0%
货币资金	1,262	1,352	1,814	2,500	总资产收益率 ROA	7.2%	9.5%	11.4%	12.8%
预付款项	17	22	30	40	净资产收益率 ROE	9.6%	12.5%	15.2%	17.3%
存货	430	580	781	1,050	偿债能力				
其他流动资产	474	672	873	1,167	流动比率	2.22	2.41	2.52	2.60
流动资产合计	2,182	2,625	3,497	4,756	速动比率	1.76	1.86	1.93	2.01
长期股权投资	25	25	25	25	现金比率	1.28	1.24	1.31	1.37
固定资产	1,363	1,443	1,523	1,603	资产负债率	24.5%	23.8%	24.9%	26.2%
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	0.56	0.64	0.70
资产合计	4,497	5,076	6,061	7,438	每股指标 (元)				
短期借款	144	0	0	0	每股收益	0.60	0.89	1.27	1.75
应付账款及票据	513	695	935	1,258	每股净资产	6.23	7.12	8.39	10.14
其他流动负债	327	394	454	569	每股经营现金流	0.93	0.70	1.06	1.47
流动负债合计	984	1,090	1,388	1,827	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	153.12	102.98	71.64	52.16
非流动负债合计	120	120	120	120	PB	5.86	12.82	10.88	9.00
负债合计	1,104	1,209	1,508	1,947					
股本	543	543	543	543					
少数股东权益	2	-7	-15	-28					
股东权益合计	3,393	3,867	4,553	5,491					
负债和股东权益合计	4,497	5,076	6,061	7,438					

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。