

博腾股份(300363)

盈利产能共振, 待CGT弹性

——博腾股份Q3点评报告

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

报告导读

2021年10月28日, 公司发布三季报, 在原材料涨价、限电限产的大背景下, 毛利率44.89%、在研发费用率同比增加2.86pct的基础上, 小分子净利率22.87%, 持续提升且高于行业水平。我们认为, 公司不断提高且高于行业水平的盈利能力背后是高研发铸就的技术优势, 更是执行力、管理能力的体现, 我们看好API-CGT-制剂CDMO一体化平台的长期发展

投资要点

□ 业绩概览: 小分子良性循环动能仍在, 高增长持续

公司发布Q3季报, 2021Q1-Q3收入20.30亿元(YOY+36.41%); 扣非归母净利润3.53亿元(YOY+60.61%)。21Q3, 收入7.74亿(YOY+37.52%), 扣非净利润1.52亿(YOY+49.64%)。2021Q1-Q3, 公司整体毛利率43.71%, 同比提升2.16pct。扣除新业务亏损影响, 小分子净利率22.87%, 创历史单季度最高, 且高于行业水平。

□ 利润表: 小分子进入良性迭代阶段

公司2021Q1-Q3毛利率同比提升2.16pct, 在研发费用率提升3.35pct及新业务拓展亏损持续扩大的影响下, 净利率提升2.62pct。分板块来看, 小分子业务CRO及CMO项目均价均有20-30%的上涨, 达转型以来的最高点。我们认为小分子业务已经进入良性迭代阶段。持续投入的高研发对技术的优化正有效削减原材料涨价、限电限产对盈利能力的影响。

□ 资产负债表: 存货、应收奠定短期确定性, 在建节奏把控高周转

我们发现, 公司Q3存货及应收账款绝对值增加明显, 始终稳步增长的存货周转率由同期2.33降至2.16, 应收账款周转率由4.13降至3.54。我们预测与未来半年大订单交付节奏有关, 短期业绩确定性较强。此外, 在建工程增加1.03亿, 主要系对新收购产能湖北宇阳车间的升级改造及苏州博腾服务平台实验室建设相关。季报披露公司整体产能利用率75%, 6月份投产的109车间已经综合利用率达68%, 年底预计几近饱和。目前收购的宇阳正在改造过程中, 预计年底完成1-2个车间的改造, 产能将由1600m³扩大至2000m³。我们认为公司具有较好的产能节奏把控, 这同时也体现了公司产能的精细化管理对限电限产下利润率及高增长的把控能力。

□ 新业务布局加速, 看好API+CGT+制剂的一体化发展

新业务除产能的加速扩建外, CGT CDMO雇员人数已扩大至236人, 研发技术人员178人, 制剂团队规模143人, 研发技术人员约102人。新业务拓展顺利, CGT新签订单1.05亿元并与5家客户签署战略合作; 制剂CDMO业务新签订单约3216万元。我们发现公司新业务加速拓展中, 建议关注新业务收入端的增长、技术平台的持续搭建及新合作的推进。

□ 盈利预测及估值

评级

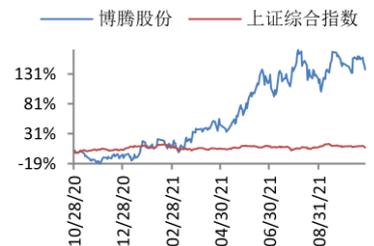
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥91.30

单季度业绩

元/股

3Q/2021 0.24
2Q/2021 0.23
1Q/2021 0.16
4Q/2020 0.16



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

- 《【浙商医药】博腾股份Q3点评: 盈利能力超预期, 新业务边际加速》2021.10.11
- 《【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
- 《【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
- 《【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
- 《【浙商医药】孙建】首个独家合作落地, CGT产能再加速, 制剂业务贡献部分》

报告撰写人: 孙建

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、1.50 元/股，2021 年 10 月 28 日收盘价对应 2022 年 PE 为 82 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	2742	3695	4978
(+/-)	34%	32%	35%	35%
归母净利润	324	457	606	813
(+/-)	33%	41%	33%	34%
每股收益(元)	0.60	0.84	1.12	1.50
P/E	153	108	82	61

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2182	2631	2701	2873
现金	1262	1238	1333	1378
交易性金融资产	4	33	33	33
应收账款	401	593	609	676
其它应收款	23	30	41	55
预付账款	17	23	29	40
存货	430	596	623	674
其他	45	118	33	16
非流动资产	2315	3294	3853	4380
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	25	363	363	363
固定资产	1363	1861	2393	2906
无形资产	89	133	126	119
在建工程	189	289	323	344
其他	648	648	648	648
资产总计	4497	5657	6162	7256
流动负债	984	1705	1587	1922
短期借款	144	115	103	133
应付款项	513	679	764	984
预收账款	0	41	37	50
其他	327	870	683	755
非流动负债	120	185	190	180
长期借款	107	107	107	107
其他	13	78	83	73
负债合计	1104	1890	1777	2101
少数股东权益	2	273	288	301
归属母公司股东权	3391	3892	4499	5312
负债和股东权益	4497	5657	6162	7256
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	504	805	646	1181
净利润	323	444	606	800
折旧摊销	132	160	190	223
财务费用	43	29	26	23
投资损失	(11)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	63	317	(188)	125
其它	(46)	(128)	28	26
投资活动现金流	(429)	(1151)	(734)	(734)
资本支出	(244)	(750)	(750)	(750)
长期投资	(24)	(338)	0	0
其他	(161)	(63)	16	16
筹资活动现金流	52	(129)	(26)	(23)
短期借款	144	(29)	(12)	30
长期借款	(135)	0	0	0
其他	42	(99)	(14)	(53)
现金净增加额	127	(474)	(114)	423

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2072	2742	3695	4978
营业成本	1208	1538	2071	2788
营业税金及附加	6	22	30	40
营业费用	77	82	111	184
管理费用	227	274	406	548
研发费用	158	288	388	548
财务费用	43	29	26	23
资产减值损失	30	48	65	87
公允价值变动损益	4	10	10	10
投资净收益	11	16	16	16
其他经营收益	14	13	14	13
营业利润	352	500	638	800
营业外收支	12	0	0	0
利润总额	364	500	638	800
所得税	41	56	32	0
净利润	323	444	606	800
少数股东损益	(1)	(12)	0	(14)
归属母公司净利润	324	457	606	813
EBITDA	494	666	832	1026
EPS (最新摊薄)	0.60	0.84	1.12	1.50
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	33.56%	32.36%	34.74%	34.71%
营业利润	38.70%	41.98%	27.59%	25.36%
归属母公司净利润	32.52%	40.81%	32.70%	34.20%
获利能力				
毛利率	41.68%	43.92%	43.95%	44.00%
净利率	15.60%	16.20%	16.40%	16.07%
ROE	10.05%	12.56%	14.48%	16.64%
ROIC	8.47%	10.37%	12.34%	13.91%
偿债能力				
资产负债率	24.54%	33.41%	28.83%	28.96%
净负债比率	37.39%	20.29%	20.90%	19.10%
流动比率	2.22	1.39	1.45	1.50
速动比率	1.78	1.04	1.06	1.15
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.54	0.63	0.74
应收帐款周转率	5.52	5.32	5.54	6.43
应付帐款周转率	4.80	4.59	5.54	6.81
每股指标(元)				
每股收益	0.60	0.84	1.12	1.50
每股经营现金	0.93	1.48	1.19	2.18
每股净资产	6.25	7.17	8.29	9.79
估值比率				
P/E	152.74	108.48	81.75	60.92
P/B	14.61	12.73	11.02	9.33
EV/EBITDA	38.36	73.81	59.23	47.61

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>