

**300363.SZ**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 94.33

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	154.7	(3.6)	13.7	146.3
相对深证成指	157.7	(3.9)	11.5	137.8

发行股数(百万)	544
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	51,326
3个月日均交易额(人民币 百万)	556
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
重庆两江新区产业发展集团有限公司	16

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以2021年10月27日收市价为标准

**相关研究报告**

《博腾股份: 公司业绩连续第十一个季度强劲增长, 布局新业务未来亦可期》 20211012

《博腾股份: 21年Q1公司财务表现继续强劲, 打造卓越的端到端CDMO服务平台可期》 20210428

《博腾股份: 连续八个季度强劲的财务表现, 打造卓越的端到端CDMO服务平台可期》 20210314

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

# 博腾股份

## 传统业务增长强劲, 新业务有望厚积薄发

公司发布2021年前三季度业绩报告。2021年年初至报告期末公司营业收入20.30亿元(上年同期14.88亿元), 比上年同期上升36.41%; 其中, 原料药CDMO业务实现收入20.13亿元, 同比增长38.64%; 基因细胞治疗CDMO业务实现收入约0.1亿元; 制剂CDMO业务实现收入502万元。归母净利润3.61亿元(上年同期2.39亿元), 比上年同期上升50.92%; 扣非归母净利润3.53亿元(2.20亿元), 比上年同期上升60.61%; 2021年Q3单季公司营业收入7.74亿元(上年同期5.63亿元), 比上年同期上升37.52%; 归母净利润1.46亿元(上年同期1.08亿元), 比上年同期上升35.23%; 扣非归母净利润1.52亿元(1.01亿元)比上年同期上升49.64%。

**支撑评级的要点**

- “外延内生”公司营业收入和盈利能力持续增强。公司不断拓展和丰富产品管线, 持续提升技术能力、产品交付能力和获单能力。且随着公司产能利用率和运营效率的进一步提高, 以及产品结构的优化, 公司盈利能力水平不断提升。
- 原料药CDMO产能扩张, 厚积薄发。公司收购湖北宇阳药业70%股权, 现公司在国内拥有3个原料药CDMO生产基地(重庆长寿生产基地、江西宜春生产基地、湖北应城生产基地), 原料药CDMO产能扩大至2,000m<sup>3</sup>, 为进一步推动公司化学原料药CDMO业务的持续发展奠定基础。公司国内团队服务客户(仅含有订单客户)166家, J-STAR团队服务客户79家。2021年1-9月, 公司累计服务API产品数88个(其中中国客户API产品数52个), 比上年同期增加44个。
- 制剂CDMO、细胞基因治疗CDMO积蓄力量, 储备新增长曲线。基因细胞治疗CDMO业务方面, 报告期内, 新签订单涉及金额约10,511万元, 服务客户数11家、项目数16个。截至报告期末, 苏州博腾雇员人数已扩大至236人, 其中75%为研发技术人员。此外, 包括基因治疗工艺开发、分析检测等相关实验室项目建设同步推进。制剂CDMO业务方面, 截至报告期末, 制剂团队规模达到143人, 其中71%为研发技术人员。2021年前三季度, 制剂CDMO业务新签订单金额约3,216万元, 服务客户数12家、项目数13个。2021年8月, 公司位于重庆两江新区水土高新城的MCP重庆研发大楼正式落成启用。

**估值**

- 我们预计公司2021-2023年净利润为4.4、5.9、7.7亿元, 对应EPS为0.82、1.08、1.42元, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 服务的创新药退市或被大规模召回以及终端市场需求波动风险; 固定资产折旧风险; 汇率波动风险; 政策风险; 人力资源风险等。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,551	2,072	2,728	3,586	4,661
变动(%)	31	34	32	31	30
净利润(人民币 百万)	369	380	443	589	768
全面摊薄每股收益(人民币)	0.342	0.598	0.815	1.084	1.415
变动(%)	49.0	74.8	36.4	33.0	30.5
全面摊薄市盈率(倍)	275.9	157.8	115.7	87.0	66.6
价格/每股现金流量(倍)	145.7	101.5	76.9	75.6	54.8
每股现金流量(人民币)	0.65	0.93	1.23	1.25	1.72
企业价值/息税折旧前利润(倍)	105.3	90.9	82.1	64.8	50.7
每股股息(人民币)	0.103	0.120	0.191	0.266	0.322
股息率(%)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3

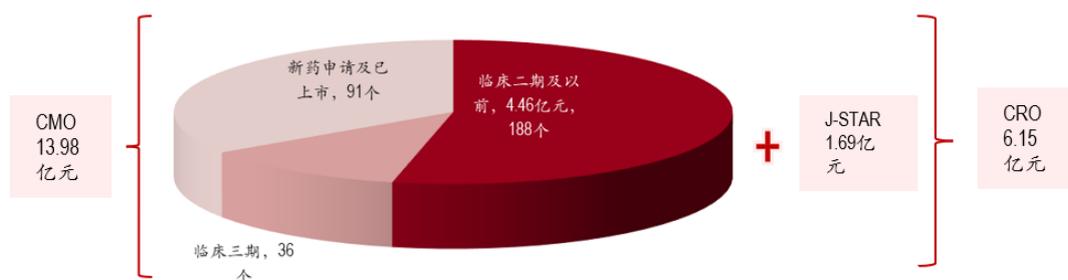
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 2021年Q3公司财务表现依然强劲

2021年前三季度,公司原料药CRO业务实现收入6.15亿元,占公司营业总收入的30%,同比增长37%。其中,中国团队实现收入4.46亿元,同比增长51%。中国团队共计交付188个项目,较去年同期增长36%,其中113个来自国外客户,75个来自国内客户;J-STAR团队实现收入1.69亿元,同比增长10%。

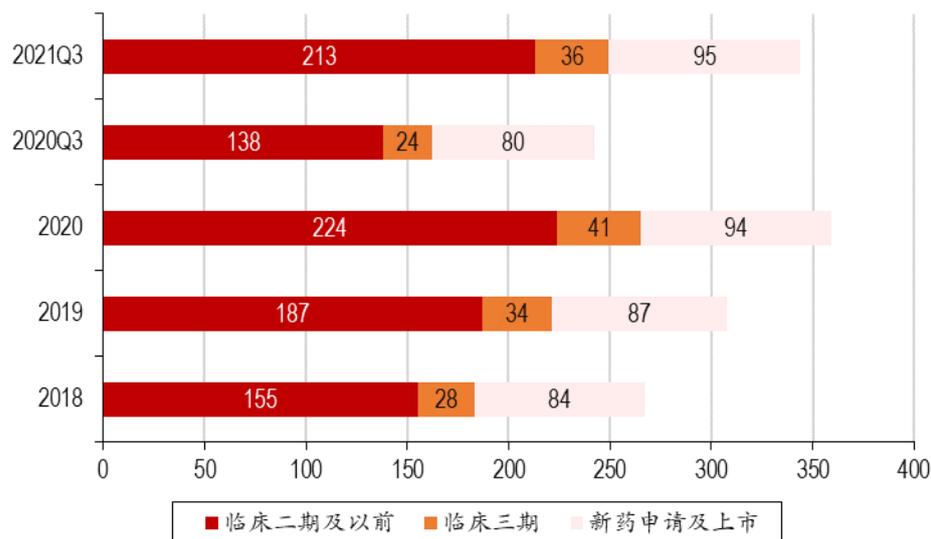
2021年1-9月,公司原料药CMO业务实现收入13.98亿元,占公司营业总收入的69%,同比增长40%。报告期内,公司以人民币17,150万元的价格现金收购湖北宇阳药业70%股权。收购后,公司在国内拥有3个原料药CDMO生产基地(重庆长寿生产基地、江西宜春生产基地、湖北应城生产基地),原料药CDMO产能扩大至2,000m<sup>3</sup>。

图表 1. 原料药 CDMO 业务收入构成



资料来源:公司公告,中银证券

图表 2. 服务产品数 (个)

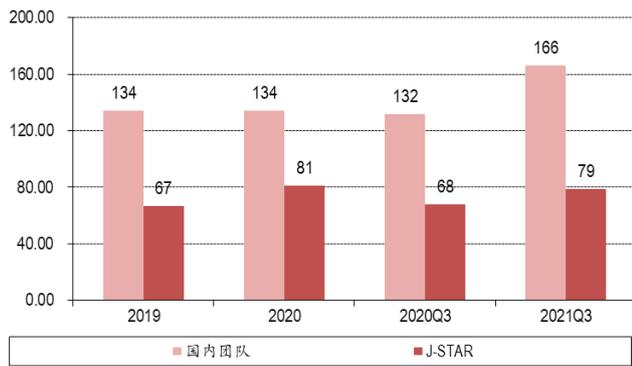


资料来源:公司公告,中银证券

## 2021年前三季度原料药CDMO业务继续强劲增长

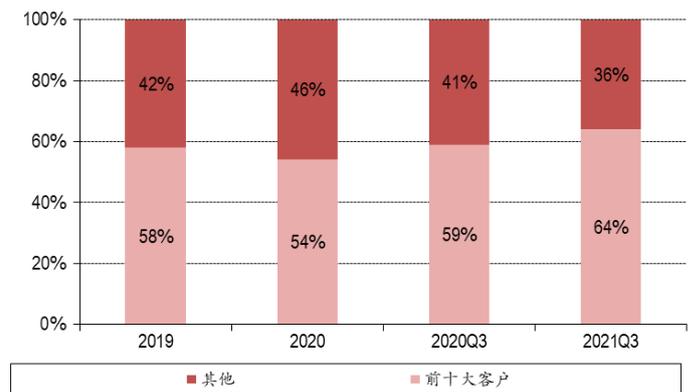
2021年前三季度,公司对前十大客户的销售占比约64%,单一第一大客户占比为17%;前十大产品占比38%,其中单一第一大产品占比9%。

图表 3. 服务客户数 (家)



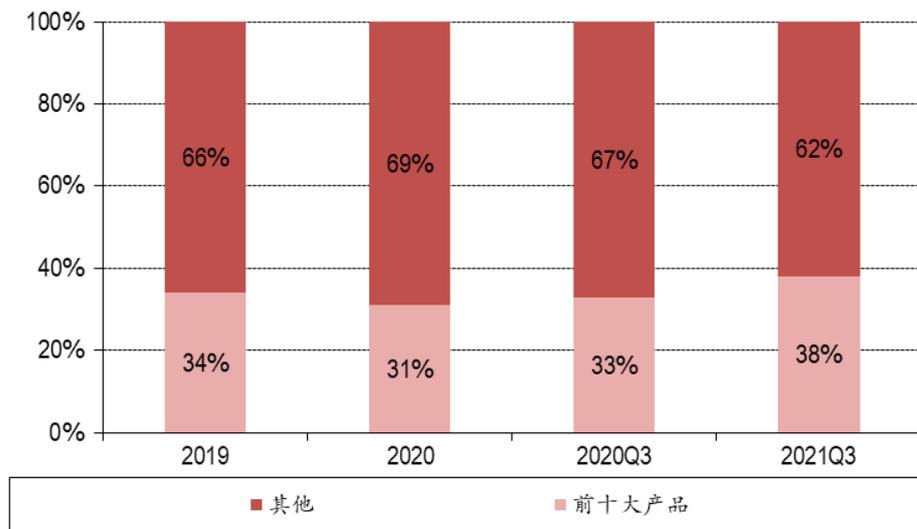
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 前十大客户集中度



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 5. 前十大产品集中度

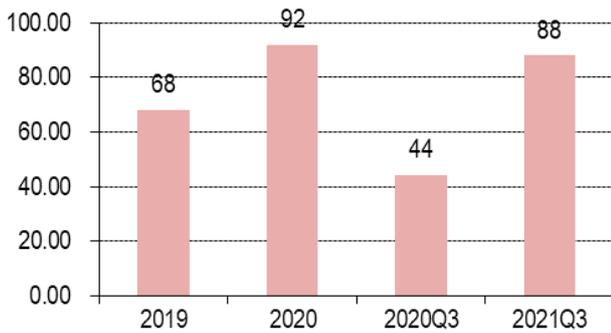


资料来源: 公司公告, 中银证券

客户管线层面, 2021 年前三季度, 公司继续加大北美市场和中国市场的中小客户的开发力度, 持续巩固与大客户已建立的稳定的商业合作伙伴关系。报告期内, 公司国内团队服务客户 (仅含有订单客户) 166 家, J-STAR 团队服务客户 79 家。

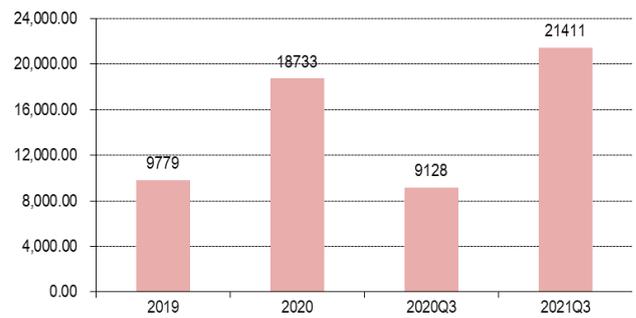
2021 年前三季度, 公司原料药 (API) 业务实现收入 21,411 万元, 占公司营业总收入的 11%, 同比增长 135%, 主要系杨森地瑞那韦原料药的商业化订单及持续丰富的 API 管线的陆续交付; 2021 年 1-9 月, 公司累计服务 API 产品数 88 个 (其中中国客户 API 产品数 52 个), 比上年同期增加 44 个。

图表 6. API 产品数 (个)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. API 收入变动 (万元)



资料来源：公司公告，中银证券

## 基因细胞治疗 CDMO 和制剂 CDMO 新业务稳健发展

基因细胞治疗 CDMO 业务方面，2021 年前三季度，苏州博腾新签订单涉及金额约 10,511 万元，服务客户数 11 家、项目数 16 个。苏州博腾雇员人数已扩大至 236 人，其中 75% 为研发技术人员。

制剂 CDMO 业务方面，截至报告期末，制剂团队规模达到 143 人，其中 71% 为研发技术人员。2021 年前三季度，制剂 CDMO 业务新签订单金额约 3,216 万元，服务客户数 12 家、项目数 13 个。2021 年 8 月，公司位于重庆两江新区水土高新城的 MCP 重庆研发大楼正式落成启用。

## 评级面临的主要风险

服务的创新药退市或被大规模召回以及终端市场需求波动风险；固定资产折旧风险；汇率波动风险；政策风险；人力资源风险等。

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,551	2,072	2,728	3,586	4,661
销售成本	(977)	(1,214)	(1,615)	(2,113)	(2,728)
经营费用	(95)	(304)	(508)	(715)	(979)
息税折旧前利润	479	553	605	759	954
折旧及摊销	(117)	(131)	(129)	(133)	(136)
经营利润(息税前利润)	362	422	476	626	817
净利息收入/(费用)	(7)	(43)	13	17	27
其他收益/(损失)	22	40	7	17	17
税前利润	377	419	496	660	861
所得税	(14)	(41)	(55)	(74)	(96)
少数股东权益	6	1	2	2	3
净利润	369	380	443	589	768
核心净利润	369	381	443	589	769
每股收益(人民币)	0.342	0.598	0.815	1.084	1.415
核心每股收益(人民币)	0.679	0.702	0.816	1.086	1.417
每股股息(人民币)	0.103	0.120	0.191	0.266	0.322
收入增长(%)	31	34	32	31	30
息税前利润增长(%)	92	17	13	31	31
息税折旧前利润增长(%)	53	16	9	25	26
每股收益增长(%)	49	75	36	33	31
核心每股收益增长(%)	122	3	16	33	30

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	377	419	496	660	861
折旧与摊销	117	131	129	133	136
净利息费用	7	43	(13)	(17)	(27)
运营资本变动	95	82	215	186	281
税金	(203)	(97)	(55)	(74)	(96)
其他经营现金流	(41)	(74)	(106)	(212)	(221)
经营活动产生的现金流	351	504	666	677	934
购买固定资产净值	(5)	5	16	16	20
投资减少/增加	7	(7)	5	5	5
其他投资现金流	173	(427)	(28)	(29)	(40)
投资活动产生的现金流	175	(429)	(7)	(8)	(15)
净增权益	(56)	(65)	(104)	(145)	(175)
净增债务	(806)	65	(221)	(16)	(14)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	57	25	13	(89)	(193)
融资活动产生的现金流	(805)	52	(259)	(146)	(161)
现金变动	(279)	127	400	522	757
期初现金	1,491	1,175	1,262	1,662	2,184
公司自由现金流	526	75	659	668	919
权益自由现金流	(273)	183	424	635	877

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,175	1,262	1,662	2,184	2,942
应收帐款	372	424	427	407	448
库存	343	430	631	761	994
其他流动资产	37	66	55	59	83
流动资产总计	1,927	2,182	2,775	3,411	4,466
固定资产	1,308	1,552	1,451	1,346	1,242
无形资产	85	89	78	66	54
其他长期资产	387	432	297	380	370
长期资产总计	1,780	2,073	1,826	1,792	1,665
总资产	3,955	4,497	4,847	5,446	6,375
应付帐款	416	513	628	848	1,035
短期债务	0	144	17	28	0
其他流动负债	232	327	413	341	518
流动负债总计	647	984	1,058	1,217	1,553
长期借款	242	107	0	0	0
其他长期负债	2	13	6	7	8
股本	543	543	543	543	543
储备	2,583	2,897	3,240	3,681	4,275
股东权益	3,126	3,440	3,783	4,224	4,818
少数股东权益	(2)	2	0	(2)	(5)
总负债及权益	3,955	4,497	4,847	5,446	6,375
每股帐面价值(人民币)	5.76	6.34	6.97	7.78	8.88
每股有形资产(人民币)	5.60	6.17	6.83	7.66	8.78
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.72)	(1.86)	(3.03)	(3.97)	(5.42)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.8	26.7	22.2	21.2	20.5
息税前利润率(%)	23.3	20.4	17.4	17.5	17.5
税前利润率(%)	24.3	20.2	18.2	18.4	18.5
净利率(%)	23.8	18.3	16.2	16.4	16.5
流动性					
流动比率(倍)	3.0	2.2	2.6	2.8	2.9
利息覆盖率(倍)	50.8	9.8	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.4	1.8	2.0	2.2	2.2
估值					
市盈率(倍)	275.9	157.8	115.7	87.0	66.6
核心业务市盈率(倍)	138.9	134.3	115.7	86.9	66.6
市净率(倍)	16.4	14.9	13.5	12.1	10.6
价格/现金流(倍)	145.7	101.5	76.9	75.6	54.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	105.3	90.9	82.1	64.8	50.7
周转率					
存货周转天数	114.4	116.1	119.9	120.3	117.4
应收帐款周转天数	91.6	70.1	56.9	42.4	33.5
应付帐款周转天数	78.0	81.8	76.3	75.1	73.7
回报率					
股息支付率(%)	15.1	17.2	23.5	24.6	22.7
净资产收益率(%)	12.1	11.6	12.3	14.7	17.0
资产收益率(%)	8.4	9.0	9.1	10.8	12.3
已运用资本收益率(%)	1.3	2.3	3.0	3.7	4.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371