

大订单助力高增长，能力建设稳步推进

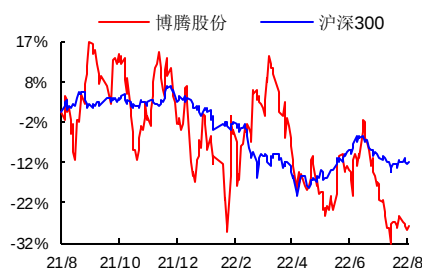
投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年度报告, 2022 年上半年公司实现营业收入 39.1 亿元, 同比增长 211.7%; 实现归母净利润 12.1 亿元, 同比增长 465%; 实现归母扣非净利润 12.1 亿元, 同比增长 501.9%。
- **业绩延续高增长, 盈利能力显著提升。** 公司 2022H1 重大合同确认销售收入 28.3 亿元, 待交付订单 25.8 亿元, 来自于 2021 年度和 2022 年初收到的美国某大型制药公司某小分子创新药相关 CDMO 订单, 大订单助力公司上半年业绩呈现爆发性增长。**1) 分业务板块看:** 原料药 CDMO 业务实现营业收入 38.9 亿元(+212%); 制剂 CDMO 业务实现营业收入 898.3 万元(+154%); 基因细胞治疗 CDMO 业务实现营业收入 1126.7 万元(+80%)。**2) 从盈利能力看:** 2022H1 公司毛利率为 52.4%(+9.4pp), 净利率为 30%(+13pp), 主要系收入规模扩大、产品结构调整以及经营效率提升所致; 销售费用率为 2.4%(-1.5pp), 管理费用率为 5.8%(-3.4pp), 研发费用率为 7.2%(-3.5pp), 财务费用率为 -1.3%(-1.4pp), 费用率明显下降主要由于收入增长幅度较大, 销售费用、研发费用、管理费用与去年同期相比均出现大幅增长, 主要系相关人员规模增加以及奖金或提成增加所致, 财务费用大幅下降主要由于汇率变动产生收益。**3) 分季度看:** 2022Q2 公司实现营业收入 24.7 亿元(+246.6%), 实现归母净利润 8.3 亿元(+556.6%), 实现归母扣非净利润 8.3 亿元(+559%), 单季度业绩再创新高。
- **产能持续加速拓展, 为业绩高增长奠定基础。** 公司产能持续拓展, 2022H1 产能约 2100 立方米, 其中新增中试产能 72 立方米, 通过收购凯惠药业 100% 股权获得, 剔除湖北宇阳和凯惠药业因改造暂未贡献产能的部分, 上半年实际可用产能 1815 立方米。此外制剂 CDMO 和基因细胞治疗 CDMO 商业化产能方面, 预计 2022Q4 子公司博腾药业重庆制剂生产基地将有 5 个车间建成投产, 博腾生物苏州基因治疗和细胞治疗商业化车间也将建成。
- **“API+制剂+生物药”全方位 CDMO 平台持续推进, 细胞和基因治疗 CDMO 值得期待。** 2022H1 公司收到客户询盘 1092 个(+30%), 客户需求持续强劲。**1) 制剂 CDMO 业务:** 目前服务客户 28 家(+133%), 项目达到 32 个(+146.2%, 交付项目 18 个), 新签订单约 3000 万元。上海张江研发中心在 2020 年 11 月已经开始承接订单, 重庆的制剂生产基地的 5 个车间预计今年 Q4 建成投产, 收购整合凯惠药业, 进一步提升制剂服务能力, 并通过 J-STAR 进一步拓宽对海外客户的制剂开发服务。**2) 基因细胞治疗 CDMO:** 目前服务客户 32 家(+167%), 项目达到 56 个(+300%, 交付项目 10 个, 均处于临床前至临床 I 期阶段), 新签订单约 9208 万元。该板块业务发展迅速, 苏州腾飞创新园的研发中心和临床生产基地已完成建设并投入使用, 此外与生诺医药达成战略合作, 首个项目 SND002 前哨淋巴结 T 细胞抗肿瘤注射剂已经启动。**3) 原料药 CDMO:** 目前服务客户 234 家(+10%), 项目达到 398 个(+18.1%, 交付项目 244 个)。4) 小分子 CDMO: 打开中间体-原料药-制剂一体化服务新局面, 目前服务 API 产品 93 个(+17.7%), 产品实现收入 2 亿元(+10%), 同时公司持续引入 PV 项目,

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.44
流通 A 股(亿股)	4.52
52 周内股价区间(元)	59.01-102.6
总市值(亿元)	340.62
总资产(亿元)	65.62
每股净资产(元)	7.31

相关研究

1. 博腾股份(300363): 业绩高速增长, 业务协同效应逐步凸显 (2022-03-29)
2. 博腾股份(300363): 签订重大合同, 2022 有望继续高增长 (2021-12-01)
3. 博腾股份(300363): Q3 继续高增长, 新业务贡献边际业绩 (2021-10-29)
4. 博腾股份(300363): 业绩延续高速增长, 制剂和 CGT CDMO 值得期待 (2021-10-14)

2022H1 完成 3 个, 16 个项目执行中。此外美国 CRO 业务平台 J-STAR 持续与国内保持协同和引流, 2022H1 实现收入 1.3 亿元(+22%), 为公司国内团队带来 21 个项目的引流, 引流订单金额约 1 亿元。

● **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年归母净利润分别为 13.5 亿元、13.9 亿元和 15.4 亿元, EPS 分别为 2.47 元、2.55 元、2.84 元, 对应当前股价估值分别为 25 倍、25 倍和 22 倍。公司通过加强客户拓展, 优化收入结构, 业绩有望继续高增长, 维持“买入”评级。

● **风险提示:** 订单数量波动风险、制剂 CDMO、生物药 CDMO 推进不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3105.15	7504.10	7806.96	8509.10
增长率	49.87%	141.67%	4.04%	8.99%
归属母公司净利润 (百万元)	523.92	1346.34	1386.84	1544.12
增长率	61.49%	156.98%	3.01%	11.34%
每股收益 EPS (元)	0.96	2.47	2.55	2.84
净资产收益率 ROE	11.36%	25.37%	21.55%	20.02%
PE	65	25	25	22
PB	8.14	6.19	5.11	4.26

数据来源: Wind, 西南证券



附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3105.15	7504.10	7806.96	8509.10	净利润	475.59	1396.61	1437.14	1600.12
营业成本	1820.84	4202.35	4310.64	4657.64	折旧与摊销	168.24	257.46	275.84	284.02
营业税金及附加	14.06	37.52	39.03	42.55	财务费用	-1.89	7.50	7.81	8.51
销售费用	97.02	262.64	273.24	297.82	资产减值损失	-22.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	289.61	1388.26	1522.36	1659.27	经营营运资本变动	-215.88	-905.02	-56.96	-142.04
财务费用	-1.89	7.50	7.81	8.51	其他	76.63	-12.86	-10.29	-10.44
资产减值损失	-22.52	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	480.17	743.69	1653.53	1740.16
投资收益	-12.43	5.00	5.00	5.00	资本支出	-587.46	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	5.64	5.64	5.64	5.64	其他	-328.71	10.64	10.64	10.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-916.17	-29.36	-29.36	-29.36
营业利润	565.60	1616.46	1664.52	1853.96	短期借款	245.40	-389.66	0.00	0.00
其他非经营损益	-16.77	-4.76	-6.05	-7.41	长期借款	-83.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	548.83	1611.70	1658.47	1846.55	股权融资	165.28	0.00	0.00	0.00
所得税	73.24	215.09	221.33	246.43	支付股利	-65.39	-105.61	-271.39	-279.55
净利润	475.59	1396.61	1437.14	1600.12	其他	87.94	-99.98	-7.81	-8.51
少数股东损益	-48.33	50.28	50.30	56.00	筹资活动现金流净额	350.22	-595.25	-279.19	-288.06
归属母公司股东净利润	523.92	1346.34	1386.84	1544.12	现金流量净额	-94.83	119.08	1344.98	1422.75
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1216.87	1335.95	2680.93	4103.68	成长能力				
应收和预付款项	1134.38	2212.55	2377.68	2647.55	销售收入增长率	49.87%	141.67%	4.04%	8.99%
存货	757.39	1800.76	1847.76	1999.26	营业利润增长率	60.57%	185.80%	2.97%	11.38%
其他流动资产	102.29	112.92	117.48	128.04	净利润增长率	47.15%	193.66%	2.90%	11.34%
长期股权投资	377.13	377.13	377.13	377.13	EBITDA 增长率	38.90%	157.04%	3.55%	10.18%
投资性房地产	4.71	4.71	4.71	4.71	获利能力				
固定资产和在建工程	2089.78	1882.21	1656.26	1422.14	毛利率	41.36%	44.00%	44.78%	45.26%
无形资产和开发支出	411.23	407.71	404.20	400.69	三费率	12.39%	22.10%	23.10%	23.10%
其他非流动资产	468.26	461.88	455.50	449.12	净利率	15.32%	18.61%	18.41%	18.80%
资产总计	6562.04	8595.83	9921.65	11532.31	ROE	11.36%	25.37%	21.55%	20.02%
短期借款	389.66	0.00	0.00	0.00	ROA	7.25%	16.25%	14.48%	13.88%
应付和预收款项	1343.30	2597.45	2751.43	3021.98	ROIC	18.29%	39.15%	35.42%	40.27%
长期借款	24.00	24.00	24.00	24.00	EBITDA/销售收入	23.57%	25.07%	24.95%	25.23%
其他负债	618.99	469.98	476.08	495.61	营运能力				
负债合计	2375.95	3091.43	3251.50	3541.60	总资产周转率	0.56	0.99	0.84	0.79
股本	544.40	544.17	544.17	544.17	固定资产周转率	2.00	4.26	4.59	5.62
资本公积	1798.56	1798.80	1798.80	1798.80	应收账款周转率	4.32	4.92	3.73	3.71
留存收益	1727.72	2968.45	4083.90	5348.47	存货周转率	2.89	3.19	2.32	2.38
归属母公司股东权益	3981.56	5249.58	6365.03	7629.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.02%	—	—	—
少数股东权益	204.53	254.81	305.11	361.11	资本结构				
股东权益合计	4186.09	5504.39	6670.14	7990.71	资产负债率	36.21%	35.96%	32.77%	30.71%
负债和股东权益合计	6562.04	8595.83	9921.65	11532.31	带息债务/总负债	17.41%	0.78%	0.74%	0.68%
					流动比率	1.52	1.93	2.35	2.70
					速动比率	1.16	1.29	1.73	2.09
					股利支付率	12.48%	7.84%	19.57%	18.10%
					每股指标				
					每股收益	0.96	2.47	2.55	2.84
					每股净资产	7.69	10.12	12.26	14.68
					每股经营现金	0.88	1.37	3.04	3.20
					每股股利	0.12	0.19	0.50	0.51
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	731.95	1881.43	1948.17	2146.48					
PE	65.02	25.30	24.56	22.06					
PB	8.14	6.19	5.11	4.26					
PS	10.97	4.54	4.36	4.00					
EV/EBITDA	45.05	17.19	15.91	13.77					
股息率	0.19%	0.31%	0.80%	0.82%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn