

博腾股份 (300363)

证券研究报告

2022年03月28日

一体化布局助协同，业绩增长势头强劲

事件概要

事件 1：公司于 3 月 25 日公布 2021 年年度报告：营业收入 31.05 亿元，同比增长 50%；归母净利润 5.24 亿元，同比增长 61%；扣非归母净利润 5.03 亿元，同比增长 74%；毛利率与净利率分别为 41.36%、15.32%，较去年同期持平；期间费用率 20.89%，同比下降 3.47pp；员工总数达 3782 人，同比增长约 44%。

事件 2：公司于 3 月 25 日发布一季度业绩预告：营业收入 13.57-14.66 亿元，同比增长 150%-170%；归母净利润 3.26-3.44 亿元，同比增长 270%-290%；扣非归母净利润 3.24-3.39 亿元，同比增长 330%-350%，业绩高速增长主要得益于 CDMO 行业高景气度与公司客户/产品管线不断拓展，2022 年 Q1 公司在手订单强劲增长，前期订单陆续交付，打通高增长赛道。

投资要点

■ 原料药 CDMO：前后端业务协同加强，产能扩充助力业绩稳定释放

公司原料药 CDMO 板块持续提升客户覆盖深度与广度，实现营收高速增长，2021 年实现收入 30.69 亿元，同比增长 51%；累计服务国内客户 181 家 (+51)，J-STAR 客户 84 家 (+26)；2021 年服务项目 369 个，其中临床 III 期项目 42 个，新药申请及上市阶段项目 89 个；项目导流效应逐步显现，共计 20 个项目迈入下一开发阶段，2 个创新药获上市许可；2021 年 J-STAR 实现营收 2.3 亿元，同比增长 8%，引流 60 个项目，国内外业务协同效应进一步加强。产品升级逐步推进，105 个 API 产品共实现收入 2.9 亿元，同比增长 55%。2021 年长寿 109 车间、宇阳陆续投产，产能扩充至 2019m³，同比增长约 65%，产能迅速扩充为后续业绩高速增长提供充足保障。

■ 制剂 CDMO：制剂平台建成，打造“中间体+API+制剂”一体化服务格局

公司于 2021 年正式启动“原料药+制剂”协同服务，制剂 CDMO 业务实现“从 0 到 1”的突破。制剂 CDMO 板块 2021 年实现营收 2016 万元；累计服务国内客户 24 家 (+23)；服务项目 28 个，其中临床 II 期及以前项目 18 个，临床 III 期项目 2 个，新药申请及上市阶段项目 8 个；在研项目 31 个，其中创新药 15 个，仿制药 16 个，订单总额达 7113 万元。“原料药+制剂”协同项目共计 13 个，叠加计划于 2022 年四季度投产的重庆两江新区制剂生产基地一期工程，扩充制剂 CDMO 业务能力圈，进一步打通“DS+DP”端到端 CDMO 服务链条。

■ 基因细胞治疗 CDMO：全领域战略性布局，提供全方位端到端服务

公司 CGT CDMO 板块搭建质粒、细胞治疗、溶瘤病毒、核酸治疗和活菌疗法等前沿 CDMO 平台，提供从建库到制剂罐装全维度端到端服务，2021 年实现营收 1387 万元，同比增长 897%；累计服务国内客户 17 家 (+15)；2021 年服务临床 I 期及以前项目 18 个；在 AAV 病毒包装、CAR-T 细胞 IND 生产等方面新引入项目 27 个，新签订单约 1.3 亿元。公司持续扩充人才队伍与产能规模，人才方面，2021 年板块员工总数达 294 人，同比增长 216%；产能方面，随着苏州桑田岛 16000 m²产业化平台投产使用，将进一步增强基因治疗工艺开发、分析检测与 GMP 生产能力。

盈利预测

公司三大业务板块持续发力，促进业绩高速增长，我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 77.76/89.08/107.31 亿元（原 2022-2023 年为 45.54/52.57 亿元）；归母净利润为 13.42/15.60/19.07 亿元（原 2022-2023 年为 7.64/9.13 亿元）；对应 EPS 为 2.47/2.87/3.50 元/股（原 2022-2023 年为 1.40/1.68 元/股），维持买入评级。

风险提示：所服务创新药研发进度不及预期风险；商业化项目终端市场需求波动风险；固定资产投资风险；汇率波动风险；环保安全风险；新业务投资风险；第一季度业绩预告为初步核算，具体财务数据以公司披露的正式报告为准

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,071.88	3,105.15	7,776.03	8,908.26	10,730.71
增长率(%)	33.56	49.87	150.42	14.56	20.46
EBITDA(百万元)	726.11	1,063.34	1,660.37	1,871.74	2,211.66
净利润(百万元)	324.42	523.92	1,341.71	1,560.48	1,907.05
增长率(%)	74.84	61.49	156.09	16.31	22.21
EPS(元/股)	0.60	0.96	2.47	2.87	3.50
市盈率(P/E)	157.20	97.34	38.01	32.68	26.74
市净率(P/B)	15.04	12.81	9.54	7.39	5.79
市销率(P/S)	24.61	16.42	6.56	5.72	4.75
EV/EBITDA	25.56	44.90	30.30	25.15	21.13

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	93.72 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	544.17
流通 A 股股本(百万股)	462.59
A 股总市值(百万元)	50,999.17
流通 A 股市值(百万元)	43,354.09
每股净资产(元)	7.31
资产负债率(%)	36.21
一年内最高/最低(元)	109.77/50.01

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《博腾股份-公司点评:大订单催化，高成长启程》2021-12-01
- 《博腾股份-季报点评:多板块业务齐发力，续写高增长业绩》2021-10-30
- 《博腾股份-半年报点评:突破核心“能力圈”，业绩持续高增长》2021-08-14

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,262.05	1,216.87	622.08	3,543.47	3,763.55	营业收入	2,071.88	3,105.15	7,776.03	8,908.26	10,730.71
应收票据及应收账款	401.01	1,035.07	2,128.78	1,033.19	2,775.65	营业成本	1,208.35	1,820.84	4,480.20	5,014.06	5,998.85
预付账款	16.91	32.57	85.90	43.64	115.24	营业税金及附加	5.68	14.06	28.27	36.35	41.40
存货	429.54	757.39	2,119.34	1,111.69	2,742.91	销售费用	76.71	97.02	349.92	400.87	516.15
其他	72.51	129.79	404.89	217.59	321.29	管理费用	226.94	289.61	855.36	1,046.72	1,282.32
流动资产合计	2,182.03	3,171.69	5,360.99	5,949.59	9,718.64	研发费用	157.84	263.82	622.08	761.66	904.60
长期股权投资	25.00	377.13	397.13	417.13	437.13	财务费用	43.06	(1.89)	9.08	(17.85)	(42.17)
固定资产	1,363.27	1,748.20	1,748.90	1,645.40	1,442.70	资产/信用减值损失	(29.67)	(63.92)	(24.20)	(23.36)	(23.78)
在建工程	188.95	341.58	440.73	439.87	389.02	公允价值变动收益	4.14	5.64	2.07	0.00	(0.69)
无形资产	89.48	130.80	133.03	153.58	181.94	投资净收益	10.77	(12.43)	(0.83)	(0.83)	(0.83)
其他	648.21	753.39	737.59	693.89	619.14	其他	15.81	126.80	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,314.91	3,351.10	3,457.38	3,349.87	3,069.93	营业利润	352.24	565.60	1,408.15	1,642.25	2,004.26
资产总计	4,496.94	6,562.04	8,818.37	9,299.46	12,788.57	营业外收入	21.92	2.21	12.07	7.14	9.61
短期借款	144.26	389.66	189.64	0.00	0.00	营业外支出	10.42	18.98	14.70	14.70	16.13
应付票据及应付账款	512.65	1,111.05	2,394.57	1,687.47	3,288.22	利润总额	363.74	548.83	1,405.52	1,634.70	1,997.74
其他	298.33	554.17	683.80	592.11	783.31	所得税	40.55	73.24	187.57	218.16	266.61
流动负债合计	955.23	2,054.88	3,268.02	2,279.59	4,071.53	净利润	323.19	475.59	1,217.95	1,416.54	1,731.14
长期借款	107.02	24.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.22)	(48.33)	(123.76)	(143.95)	(175.91)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	324.42	523.92	1,341.71	1,560.48	1,907.05
其他	12.66	233.39	123.02	178.20	150.61	每股收益(元)	0.60	0.96	2.47	2.87	3.50
非流动负债合计	119.68	257.39	123.02	178.20	150.61						
负债合计	1,103.70	2,375.95	3,391.04	2,457.79	4,222.14	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1.81	204.53	80.76	(63.18)	(239.09)	成长能力					
股本	542.75	544.40	544.17	544.17	544.17	营业收入	33.56%	49.87%	150.42%	14.56%	20.46%
资本公积	1,634.94	1,798.56	1,798.56	1,798.56	1,798.56	营业利润	80.92%	60.57%	148.97%	16.62%	22.04%
留存收益	1,262.41	1,727.72	3,069.44	4,629.92	6,536.97	归属于母公司净利润	74.84%	61.49%	156.09%	16.31%	22.21%
其他	(48.67)	(89.13)	(65.60)	(67.80)	(74.18)	获利能力					
股东权益合计	3,393.24	4,186.09	5,427.33	6,841.67	8,566.43	毛利率	41.68%	41.36%	42.38%	43.71%	44.10%
负债和股东权益总计	4,496.94	6,562.04	8,818.37	9,299.46	12,788.57	净利率	15.66%	16.87%	17.25%	17.52%	17.77%
						ROE	9.57%	13.16%	25.09%	22.60%	21.66%
						ROIC	18.99%	22.90%	40.54%	30.23%	56.99%
						偿债能力					
						资产负债率	24.54%	36.21%	38.45%	26.43%	33.01%
						净负债率	-25.03%	-16.33%	-5.38%	-49.74%	-42.37%
						流动比率	2.22	1.52	1.64	2.61	2.39
						速动比率	1.78	1.16	0.99	2.12	1.71
						营运能力					
						应收账款周转率	5.52	4.32	4.92	5.63	5.63
						存货周转率	5.36	5.23	5.41	5.51	5.57
						总资产周转率	0.49	0.56	1.01	0.98	0.97
						每股指标(元)					
						每股收益	0.60	0.96	2.47	2.87	3.50
						每股经营现金流	0.93	0.88	-0.19	5.90	0.31
						每股净资产	6.23	7.32	9.83	12.69	16.18
						估值比率					
						市盈率	157.20	97.34	38.01	32.68	26.74
						市净率	15.04	12.81	9.54	7.39	5.79
						EV/EBITDA	25.56	44.90	30.30	25.15	21.13
						EV/EBIT	31.20	53.09	34.33	28.17	23.25

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	323.19	475.59	1,341.71	1,560.48	1,907.05
折旧摊销	131.67	168.24	194.73	200.61	201.99
财务费用	49.54	26.74	9.08	(17.85)	(42.17)
投资损失	(10.77)	12.43	0.83	0.83	0.83
营运资金变动	(41.68)	153.11	(1,528.66)	1,612.87	(1,723.62)
其它	52.43	(355.94)	(121.70)	(143.95)	(176.60)
经营活动现金流	504.37	480.17	(104.01)	3,213.00	167.48
资本支出	387.30	913.03	407.17	61.62	4.39
长期投资	24.58	352.13	20.00	20.00	20.00
其他	(841.14)	(2,181.33)	(728.93)	(199.25)	(0.64)
投资活动现金流	(429.26)	(916.17)	(301.77)	(117.63)	23.75
债权融资	22.21	122.68	(212.31)	(171.79)	35.23
股权融资	(9.30)	124.82	23.29	(2.20)	(6.38)
其他	39.03	102.72	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	51.95	350.22	(189.02)	(173.99)	28.86
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	127.06	(85.78)	(594.79)	2,921.39	220.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com