

公司深度
博腾股份 (300363)
医药生物 | 化学制药
产能结构调整完成, 静待“API+制剂”业务放量

2020年09月29日

评级 推荐

评级变动 首次

合理区间 38.28-39.44 元
交易数据

当前价格 (元)	31.71
52 周价格区间 (元)	12.25-40.73
总市值 (百万)	17210.52
流通市值 (百万)	14168.95
总股本 (万股)	54274.75
流通股 (万股)	44682.90

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
博腾股份	1.14	2.36	99.78
化学制药	-6.98	1.41	36.66

王绍玲
分析师

 执业证书编号: S0530519070003
 wangsl1@cfzq.com

0731-89955751

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	1184.86	1551.30	2066.17	2580.03	3192.02
净利润 (百万元)	124.49	185.55	248.27	314.33	422.37
每股收益 (元)	0.23	0.34	0.46	0.58	0.78
每股净资产 (元)	5.31	5.65	6.13	6.57	7.15
P/E	142.73	95.77	71.57	56.53	42.07
P/B	6.16	5.79	5.34	4.98	4.58

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

- 业务调整结束, 受大客户大产品影响程度降低。**2015-2017 年间, 由于吉利德抗丙肝药物销售情况的剧烈波动, 公司业绩也经历了较大的波动。2017 年, 公司开始战略上的调整, 客户结构更加丰富, 产品结构也更加丰富, 到 2020 年上半年, 公司前 10 大客户的销售额占比已经下降到 56.52%, 前 10 大产品的销售额占比下降到 36.13%。从远景来看, 公司中小客户销售额占比持续提升, 大客户大产品销售情况对公司业绩上的影响将持续降低, 业绩稳定性将增强。
- 业务结构更加丰富, 长尾客户订单量逐年增加。**2017 年, 公司收购了位于美国新泽西的 CRO 企业 J-STRA, 开启了公司 CRO 业务的篇章。2019 年已经实现 CRO 收入 4.91 亿元, 占比超过 30%。公司的原料药 (API) CDMO 业务经过近 3 年的发展, 已经实现了从无到有的过程, 2020 年上半年, API 服务产品数量达到 36 个, 实现销售收入 4783 万元。2018 年, 公司投资设立子公司苏州博腾, 启动生物药 CDMO 业务的布局。预计苏州博腾在 2020 年底正式投入使用, 预计 2022 年左右实现扭亏。
- 产能利用率提升, 公司毛利率有较大的上升空间。**2018 年, 公司对浙江博腾子公司的 60% 股权进行了处置, 剥离了该项低效资产。江西东邦生产基地一直维持较好的盈利状态, 公司对该项资产进行了保留, 资产处置之后, 产能利用率有提升的空间。同时, 公司新设重庆博腾制药, 布局制剂 CDMO 业务, 增资苏州博腾, 启动布局生物药 CDMO 业务。当前, 公司不断引入高级人才, 持续为新业务赋能, 公司的新业务正处于能量储备中, 后续将逐步体现在公司业绩上。
- 投资建议:** 预计公司 2020-2022 年营收分别为 20.66 亿元、25.80 亿元、31.92 亿元, 归母净利润分别为 2.48 亿元、3.14 亿元、4.22 亿元, EPS 为 0.46 元、0.58 元、0.78 元。考虑公司所处行业的景气程度及未来成长性, 参考公司历史估值和行业内同类型公司的估值情况, 给予公司 2021 年 66-68 倍 PE, 合理区间为 38.28-39.44 元, 给予“推荐”评级。
- 风险提示:** 行政处罚风险; 行业景气度下行风险; 产能利用率提升不及预期。

内容目录

1 业务调整结束，受大客户大产品影响降低	4
1.1 公司成立于 2005 年，创始人化学出身.....	4
1.2 强生培养的供应商.....	5
1.2.1 2016 年之前大客户销售额占比很高.....	5
1.2.2 对少数大客户少数品种的高度依赖引起公司业绩波动.....	5
1.2.3 2017 年后调整战略，降低大客户引起的波动.....	6
2 业务结构更加丰富，长尾客户订单量逐年增加	6
2.1 CRO 导流，CDMO+CMO 订单放量在即.....	6
2.2 打造“中间体+原料药+制剂”一体化 CDMO 平台.....	7
2.3 进军生物制药 CDMO，专注基因治疗和细胞治疗.....	8
3 产能利用率提升，公司毛利率有较大的上升空间	8
3.1 固定资产整合完毕，静待运营效率提升创造收益.....	9
3.2 人才资产结构逐步优化.....	10
3.3 产能利用率和人均创收有提升空间.....	12
3.4 与多家技术平台合作，赋能技术能力.....	13
3.4.1 借助 J-STRA 有机合成和结晶服务能力.....	13
3.4.2 成为 Codexis 全球独家 CDMO 战略合作商.....	14
3.4.3 与晶泰科技合作，引入全新的药物设计与固态研发及工艺开发制造服务.....	14
4 盈利预测与投资建议	15
4.1 关键假设及盈利预测.....	15
4.2 投资建议.....	16
5 风险提示	16

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司实际控制人的股权结构.....	4
图 3：公司历年来营收变化情况.....	5
图 4：公司历年来归母净利润变化情况.....	5
图 5：强生地瑞那韦近年来的销售额（亿美元）.....	5
图 6：吉利德索非布韦近年来的销售额（亿美元）.....	5
图 7：公司前 10 大客户销售额占比持续降低.....	6
图 8：公司前 10 大产品销售额占比持续降低.....	6
图 9：公司 CRO 业务收入来源结构（单位：亿元）.....	6
图 10：公司服务客户数量不断增加（单位：家）.....	6
图 11：2018 年以来公司 CRO 和 CMO 业务收入情况.....	7
图 12：2017 年以来公司业务结构变化情况.....	7
图 13：公司 API 项目服务产品数量（单位：个）.....	7
图 14：公司 API 业务收入情况（单位：万元）.....	7
图 15：公司基因/细胞治疗 CDMO 可提供的服务内容.....	8
图 16：公司与同业毛利率情况对比.....	8
图 17：江西东邦子公司的盈利情况.....	9

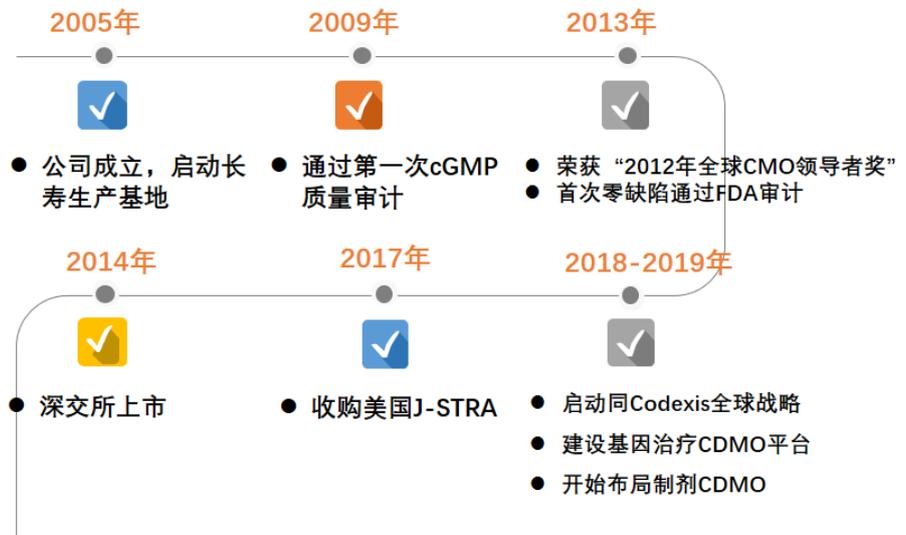
图 18: 浙江上虞子公司盈利情况	9
图 19: 公司历年来员工结构的变化	11
图 20: 公司历年来员工学历结构的变化	11
图 21: 可比公司技术人员数量 (单位: 人)	12
图 22: 可比公司固定资产周转率 (次)	12
图 23: 可比公司总资产周转率 (次)	12
图 24: 公司各年固定资产情况	13
图 25: 公司各年费用指标情况	13
图 26: 可比公司人均创收 (万元)	13
图 27: 可比公司人均创利 (万元)	13
图 28: 公司可以借助 J-STRA 的技术优势, 为客户提供一站式解决方案	14
图 29: Codexis 公司的发展历程	14
图 30: 全球人工智能药物发现领域的现状	15
图 31: AI 晶型研究的落地过程	15
表 1: 2016 年以前公司对大客户依赖程度较高	5
表 2: 公司近年来设立或处置子公司情况	9
表 3: 公司通过技改已取消产品	10
表 4: 技改后 109 车间产品方案	10
表 5: 公司 2017 年战略调整以来高级人才引入情况	11
表 6: 公司建立了常态化的股权激励机制	11
表 7: CMO 业务盈利预测 (单位: 亿元)	15
表 8: CRO 业务盈利预测	16
表 9: API 业务盈利预测	16

1 业务调整结束，受大客户大产品影响降低

1.1 公司成立于 2005 年，创始人化学出身

公司成立于 2005 年，2006 年，长寿生产基地建成投产，同时成立了重庆、成都研发中心，2009 年第一次通过 cGMP 质量审计，2013 年首次零缺陷通过 FDA 审计，2014 年在深交所上市。2017-2019 年，公司接连收购 J-STRA，启动了与 Codexis 的合作，开始介入工艺化学 CRO 服务、基因细胞治疗 CDMO 和制剂 CDMO 领域。

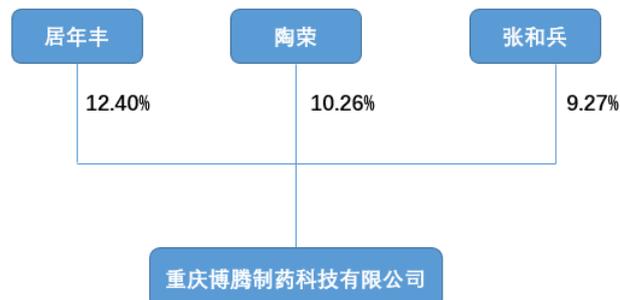
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，财信证券

实际控制人及控股股东是居年丰、张和兵和陶荣，截止 2019 年底，合计持股比例为 31.93%。创始人居年丰毕业于四川大学化学系，早期从事外贸行业。

图 2：公司实际控制人的股权结构



资料来源：公司公告，财信证券

1.2 强生培养的供应商

1.2.1 2016 年之前大客户销售额占比很高

公司成立之初主要是进行医药中间体的生产，公司产品叔丁氧侧链和双咪喃内酯是强生抗艾滋药品地瑞那韦的关键中间体。后引入关键客户吉利德，成为吉利德抗丙肝药物索非布韦的关键中间体生产商。至 2016 年，强生和吉利德仍是公司最重要合作伙伴，二者合计占公司销售额的比重达到 70%。

表 1：2016 年以前公司对大客户依赖程度较高

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
强生占比	62.56%	65.54%	71% (强生+吉利德)	70% (强生+吉利德)

资料来源：公司公告，财信证券

1.2.2 对少数大客户少数品种的高度依赖引起公司业绩波动

2015-2017 年间，由于吉利德抗丙肝药物销售情况的剧烈波动，公司业绩也经历了较大的波动。对少数大客户少数品种的高度依赖的缺点也开始暴露，公司自身的经营情况受到客户销售情况的扰动，业绩不确定性大大增加。

图 3：公司历年来营收变化情况



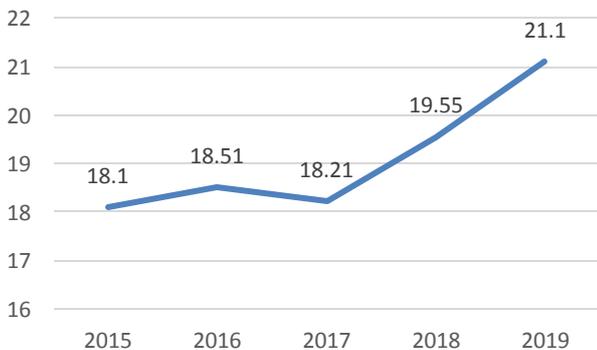
资料来源：公司公告，财信证券

图 4：公司历年来归母净利润变化情况



资料来源：公司公告，财信证券

图 5：强生地瑞那韦近年来的销售额（亿美元）



资料来源：强生年报，财信证券

图 6：吉利德索非布韦近年来的销售额（亿美元）

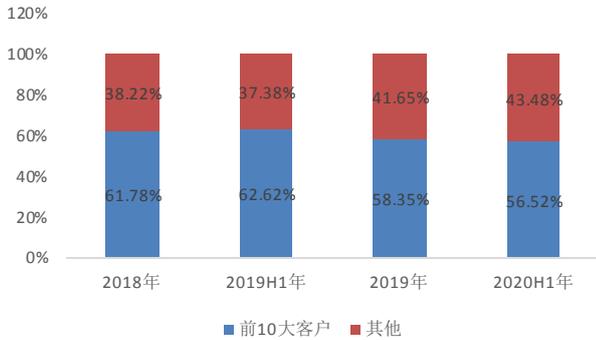


资料来源：吉利德年报，财信证券

1.2.3 2017 年后调整战略，降低大客户引起的波动

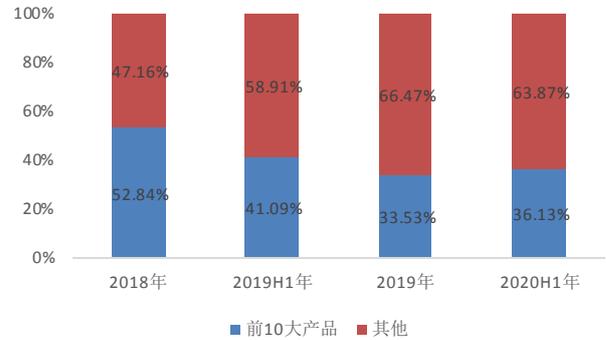
2017 年，公司开始战略上的调整，客户结构更加丰富，产品结构也更加丰富，到 2020 年上半年，公司前 10 大客户的销售额占比已经下降到 56.52%，前 10 大产品的销售额占比下降到 36.13%。从远景来看，公司中小客户销售额占比持续提升，大客户大产品销售情况对公司业绩上的影响将持续降低，业绩稳定性将增强。

图 7：公司前 10 大客户销售额占比持续降低



资料来源：公司公告，财信证券

图 8：公司前 10 大产品销售额占比持续降低



资料来源：公司公告，财信证券

2 业务结构更加丰富，长尾客户订单量逐年增加

2.1 CRO 导流，CDMO+CMO 订单放量在即

2017 年，公司收购了位于美国新泽西的 CRO 企业 J-STRA，开启了公司 CRO 业务的篇章。2018-2020H1 公司 CRO 业务的同比增速分别达到了 55.39%、65.86%、35.85%。2019 年已经实现 CRO 收入 4.91 亿元，占比超过 30%。2018-2020 年，在 J-STRA 的技术支持下，国内 CRO 业务也实现了快速增长，2018 年、2019 年、2020 年上半年国内 CRO 业务规模分别为 1.64 亿元、2.97 亿元、1.31 亿元。

图 9：公司 CRO 业务收入来源结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

图 10：公司服务客户数量不断增加（单位：家）

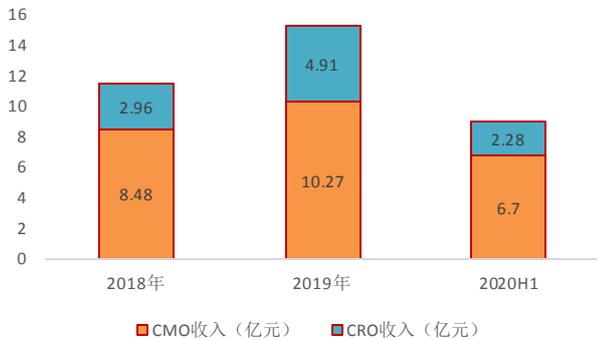


资料来源：公司公告，财信证券

CRO 业务不仅能够作为公司重要的业务发展方向，也可以从临床阶段就开始培育客户，增加客户粘性，能够为公司的后端 CDMO 业务实现导流，增加公司外包服务的管线渗透率。2020 年开始，公司已经开始收到重复订单，CRO 向 CDMO 的导流效应已经开

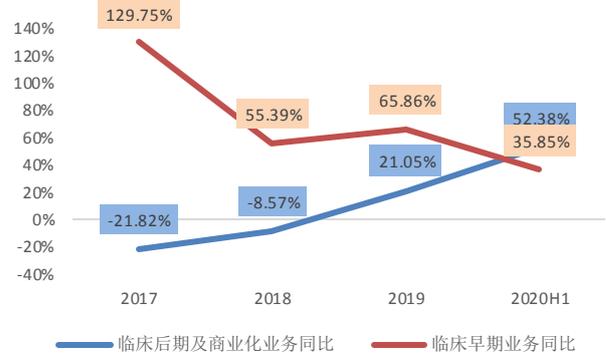
始显现，未来，随着客户粘性的增加，公司对单一产品的服务环节将延长，CRO将持续为公司的CDMO+CMO业务导流，公司在单一产品的生命周期中服务时间将大大延长。根据公司现有的CRO项目数量，我们认为，公司的CDMO+CMO订单数量高峰期还没有到来，未来该块业务的增量可观。

图 11：2018 年以来公司 CRO 和 CMO 业务收入情况



资料来源：公司公告，财信证券

图 12：2017 年以来公司业务结构变化情况



资料来源：公司公告，财信证券

2.2 打造“中间体+原料药+制剂”一体化 CDMO 平台

公司作为优秀的中间体 CMO 企业，具有和国际大客户长期合作的优秀基因，2018 年，公司切入原料药 CDMO 领域，成功引入老客户强生的地瑞那韦原料药 CDMO 项目。地瑞那韦作为公司与强生合作的第一个产品，公司作为该产品的重要中间体供应商，并且在现在的收入结构中仍占据重要的地位，该产品对于公司的意义已经不单单是创造收入，更多是公司品牌形象管理的标杆。公司于 2018 年成功引入地瑞那韦原料药项目，2020 年上半年收到来自强生子公司杨森的第一个地瑞那韦原料药商业化订单。

公司的原料药 (API) CDMO 业务经过近 3 年的发展，已经实现了从无到有的过程，2020 年上半年，API 服务产品数量达到 36 个，实现销售收入 4783 万元。公司已经成功实现了从单一的中间体 CMO 服务商到 API 的 CDMO 业务的拓展，完成了“中间体-原料药-制剂”一体化服务的关键阶段，公司的原料药 CDMO 业务的成功拓展为公司在制剂 CDMO 领域的拓展埋下了信心。2020 年上半年，公司已经成功引入了第一个 2000 万左右的制剂 CDMO 订单，实现了“中间体-原料药-制剂”平台的建设。

图 13：公司 API 项目服务产品数量 (单位：个)

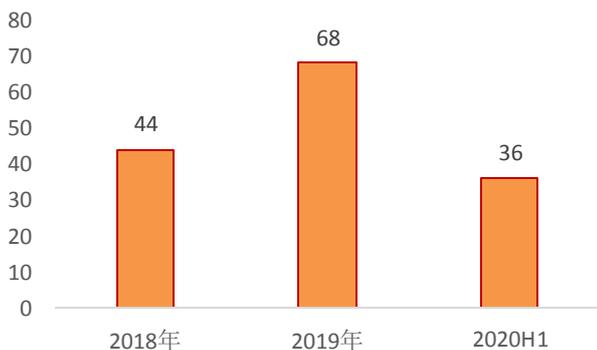
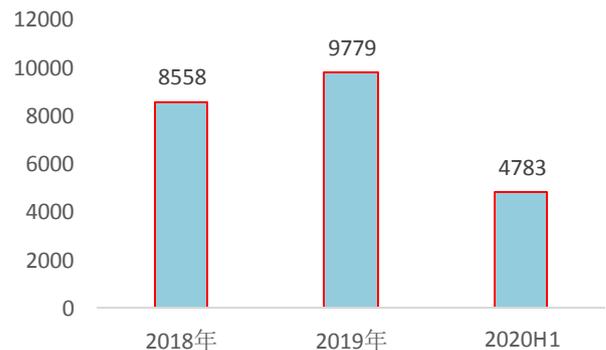


图 14：公司 API 业务收入情况 (单位：万元)



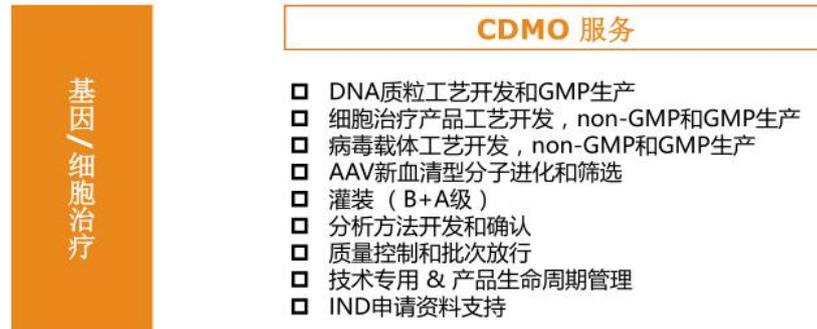
资料来源：公司公告，财信证券

资料来源：公司公告，财信证券

2.3 进军生物制药 CDMO，专注基因治疗和细胞治疗

2018 年，公司投资设立子公司苏州博腾，启动生物药 CDMO 业务的布局。基因治疗和细胞治疗作为新型生物制药的代表，公司发展该快业务，体现了公司对前沿技术的布局，也是为快速发展的生物制药进行的前瞻布局。

图 15：公司基因/细胞治疗 CDMO 可提供的服务内容



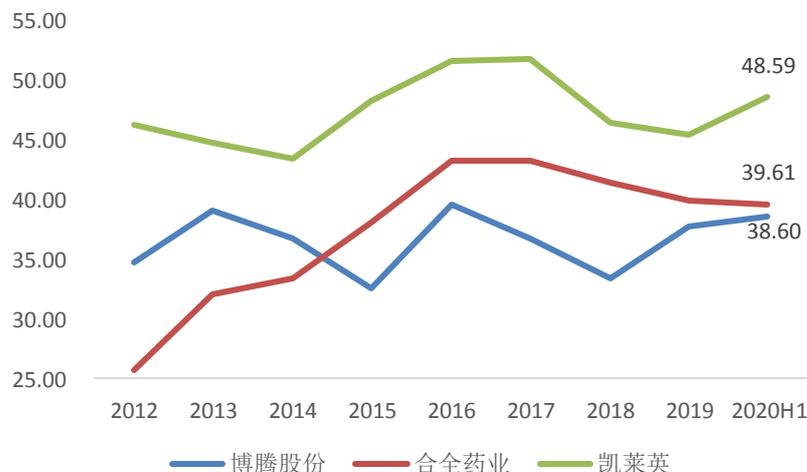
资料来源：公司官网，财信证券

截止 2020 年上半年，病毒 PD 实验室，质粒 PD 实验室，AD/QA 实验室已建成并投入使用，质粒生产车间，细胞 (Car-T) 生产车间已建成，验证正在进行中。预计苏州博腾在 2020 年底正式投入使用，预计 2022 年左右实现扭亏。

3 产能利用率提升，公司毛利率有较大的上升空间

从公司的毛利率情况看，公司毛利率水平低于同行业的凯莱英和合全药业。

图 16：公司与同业毛利率情况对比



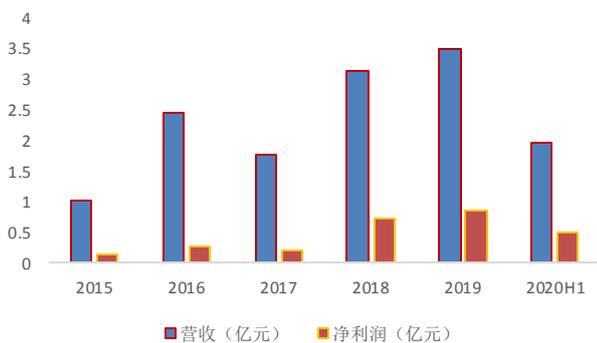
资料来源：各公司公告，财信证券

2016-2018 年间，公司的毛利率水平持续下滑，原因主要有两点，一是公司订单结构受到大客户少数品种销售情况的影响，二是受到产能利用率的影响。随着公司订单结构的调整和产能整合能力的提升，毛利率平均每年有 1-2 个百分点的提升空间，远景估计公司的毛利率水平可以达到 45% 左右的水平。

3.1 固定资产整合完毕，静待运营效率提升创造收益

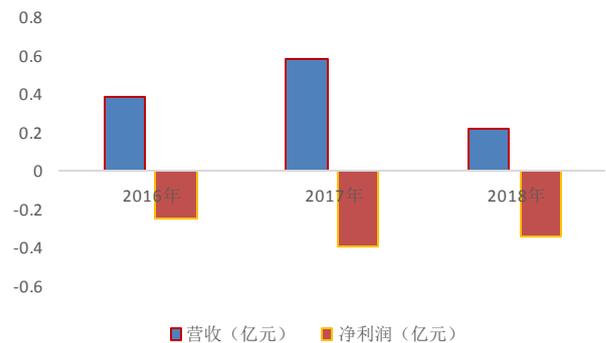
公司浙江上虞生产基地于 2015 年 12 月正式投入使用，至 2018 年，浙江上虞生产基地仍未实现盈利，2018 年，公司对浙江博腾子公司的 60% 股权进行了处置，剥离了该项低效资产。江西东邦生产基地一直维持较好的盈利状态，公司对该项资产进行了保留。

图 17：江西东邦子公司的盈利情况



资料来源：wind，财信证券

图 18：浙江上虞子公司盈利情况



资料来源：wind，财信证券

同时，公司新设重庆博腾制药，布局制剂 CDMO 业务，增资苏州博腾，启动布局生物药 CDMO 业务。

表 2：公司近年来设立或处置子公司情况

时间	出售或新设子公司	主营业务
2016 年	出售重庆海腾制药 注销重庆飞腾制药	原料药生产 中间体生产
2017 年	收购 J-STR	临床前 CRO
2018 年	出售浙江博腾（上虞生产基地）	non-GMP 中间体生产
2019 年	新设重庆博腾药业 增资苏州博腾	制剂 CDMO 生物药 CDMO

资料来源：公司各年年报，财信证券

除对子公司进行整合外，公司对长寿生产基地的产能结构也进行了调整。取消了抗丙肝中间体 B (5t/a)、抗糖尿病中间体 A (150t/a)，抗艾滋病中间体 A (50t/a) 三个生产项目，减少抗糖尿病中间体 B (200t/a--30t/a)、抗艾滋中间体 B (10 t/a-- 7.5t/a)，同时新增治脂肪肝病中间体 B(15t/a)、抗肿瘤药中间体 B(1.5t/a)、镇静药中间体 A(3t/a)、治脂肪肝病中间体 A (3.2t/a)、抗凝药中间体 A (10t/a)、抗肿瘤药中间体 A (1.8t/a)。技改后的 109 车间商业化产品生产能力由 415t/a 调整为 72t/a，实现了从 CMO 大客户大产品向定制化 CDMO 产能的转变。

表 3：公司通过技改已取消产品

项目	产品	产品规模 (吨/年)	生产车间
双呋喃内酯等高级医药中间体及原料药生产基地	双呋喃内酯(K15)	100	103、104 车间
	叔丁氧侧链(K16)	100	105 车间
	雷米特尼(D11)	50	102 车间
飞腾医药中间体建设项目一期工程 (304 车间) 项目	T99	2	
	T100	6	304 车间
	K168	5	

资料来源：《博腾股份 109 车间 GMP 多功能车间项目环境影响报告书》，财信证券

表 4：技改后 109 车间产品方案

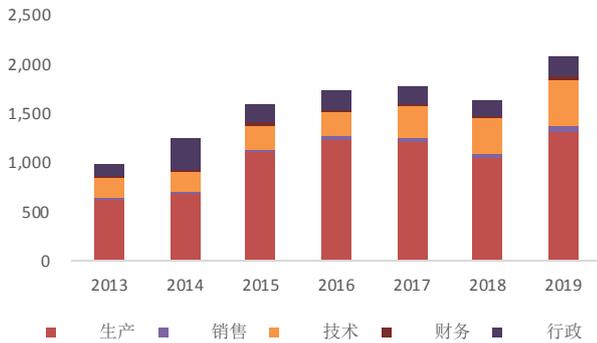
序号	产品名称	产量 (t/a)	生产周期	批次及产量	备注
1	治脂肪肝药中间体 B	15	60 天	263.3kg/批、约 57 批	新增
2	抗肿瘤药中间体 B	1.5	60 天	125.1kg/批、约 12 批	新增
3	镇静药中间体 A	3	30 天	200.6kg/批、约 15 批	新增
4	治脂肪肝中间体 A	3.2	120 天	64.0kg/批、约 50 批	新增
5	抗凝药中间体 A	10	36 天	277.8kg/批、约 36 批	新增
6	抗肿瘤药中间体 A	1.8	45 天	200.2kg/批、约 9 批	新增
7	抗糖尿病药中间体 B	30	24 天	686.3kg/批、约 44 批	减量 (200 t/a 减少为 30 t/a)
8	抗艾滋病药中间体 B	7.5	46 天	129.7kg/批、约 58 批	减量 (10 t/a 减少为 7.5 t/a)
9	抗丙肝药中间体 B	5	30 天	389.5kg/批、约 13 批	取消
10	抗糖尿病药中间体 A	150	218 天	352kg/批、约 427 批	取消
11	抗艾滋病药中间体 A	50	96 天	453kg/批、约 111 批	取消

资料来源：《博腾股份 109 车间 GMP 多功能车间项目环境影响报告书》，财信证券

3.2 人才资产结构逐步优化

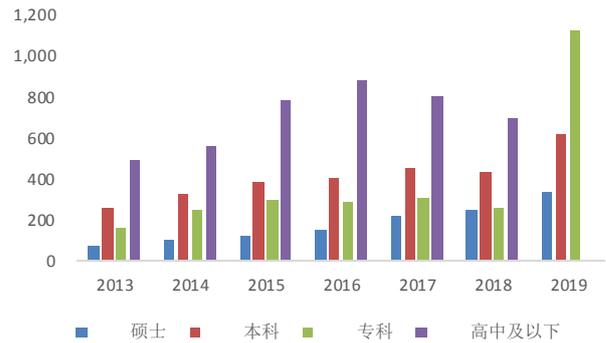
对于 CDMO 公司而言，人才是最重要的生产力之一，人才赋予了公司技术能力的提升，同时，人员结构的变化也体现了公司技术能力的变化，也是公司业务发展方向的变化。2013 年-2019 年，公司员工人数从 991 人增加至 2077 人，硕士及以上学历员工人数也从 76 人增加至 338 人，公司的员工结构持续优化。

图 19：公司历年来员工结构的变化



资料来源：wind，财信证券

图 20：公司历年来员工学历结构的变化



资料来源：wind，财信证券

2017 年，公司发展战略调整为“立足 CMO，逐步向原料药 CDMO、制剂 CDMO、生物药 CDMO 方向发展”，公司也逐步引入相关人才。截止 2020 年上半年，公司制剂 CDMO 团队人员超过 30 人，生物 CDMO 团队人员超过 70 人。公司在逐步布局临床 CRO、制剂 CDMO、生物药 CDMO 领域的过程中，引入人才是非常重要的技术引入方式，同时也是可以快速获得客户认可的途径。当前，公司不断引入高级人才，持续为新业务赋能，公司的新业务正处于能量储备中，后续将逐步体现在公司业绩上。

表 5：公司 2017 年战略调整以来高级人才引入情况

时间	人才扩张情况
2017 年	从国内外引进多名优秀的管理和研发技术人才加盟；J-STRA 员工人数 48 人
2018 年	引入 11 名高级人才；CRO 人才扩充至 282 人，硕士博士比例 64%
2019 年	J-STRA 人员扩大到 103 人
2020 年 H1	制剂 CDMO 团队规模 30+；生物 CDMO 业务团队人数 70+

资料来源：公司年报，财信证券

在整个 CDMO 行业快速发展的今天，各企业之间的人才争夺战也是非常重要的，公司在人才激励上也做的非常到位，建立了常态化的股权激励机制。

表 6：公司建立了常态化的股权激励机制

股权激励名称	授予数量	占比	授予人数	业绩考核目标
2019 年股权激励计划	1090.90 万股	1.91%	72 人	2019、2020、2021 年营收分别不低于 14、17、20.5 亿元
2020 年股权激励计划	123.9 万股	0.19%	24 人	2020、2021、2022 年营收分别不低于 17、20.5、25 亿元

资料来源：公司公告，财信证券

在市场开发方面，公司引入了 6 个单元的 BD (business development) 团队进行市场的开拓。BD 人员全是海外本土化的外籍人员，能够实现语言和文化的上的无障碍交流。6 个单元的 BD 分布在美国、欧洲和国内，美国方面，辉瑞、礼来、中小客户各 1 个单元，欧洲方面，强生 1 个单元，其他客户 1 个单元，国内市场 1 个单元。

综上，我们认为，公司的人才结构日趋合理，但是在研发人员上与国内的同类型公司相比还有一定差距。公司计划通过社招和校招结合，补充和完善人才结构，并减少研

发人员流失率，以 100-200 人/年的速度进行研发人员的扩张，逐步充实研发队伍。

图 21：可比公司技术人员数量（单位：人）



资料来源：wind，财信证券

3.3 产能利用率和人均创收有提升空间

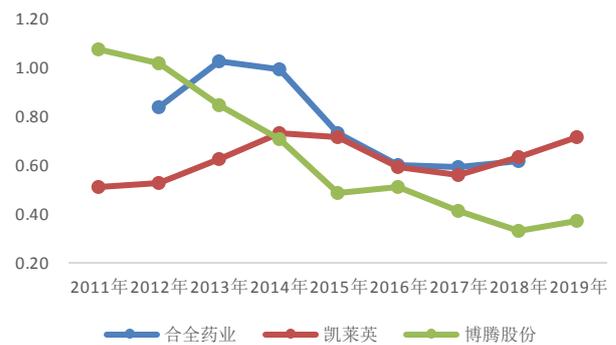
2019 年，公司的固定资产周转率为 1.27 次，与可比公司凯莱英的 2.26 相比还有较大的上升空间，总资产周转率为 0.37 次，与凯莱英的 0.71 相比也有较大的差距。截止 2020 年 6 月 30 日，公司江西东邦生产季度的产能利用率在 82% 左右，长寿生产基地的产能利用率在 70% 左右，整体产能利用率约 64% 左右。随着公司长寿基地 109 多功能车间建成投入使用，产能利用率与行业内优质公司普遍 85% 左右仍有较大的提升空间。

图 22：可比公司固定资产周转率（次）



资料来源：wind，财信证券

图 23：可比公司总资产周转率（次）



资料来源：wind，财信证券

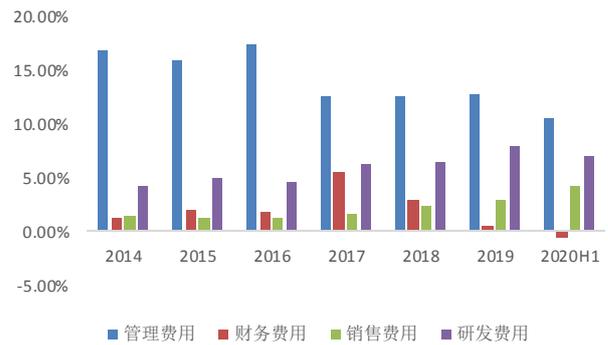
公司在 2017 年进行战略调整之后，加强了固定资产管理，更多是进行产能结构上的调整，在建工程一直控制在 4000-7000 万的水平，公司固定资产折旧也基本控制在 1.1-1.3 亿元左右。费用率方面，公司销售费用和研发费用投入力度较大，主要为开拓市场和投入研发所致，目前现金流情况良好，财务费用可以维持在较低水平。后续来看，公司固定资产的管理能力提升，运营效率和产能结构能够进一步优化，费用使用合理，整体情况趋于良好。

图 24：公司各年固定资产情况



资料来源：公司公告，财信证券

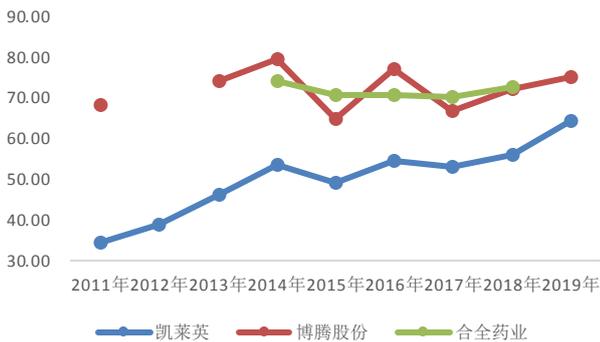
图 25：公司各年费用指标情况



资料来源：公司公告，财信证券

2019 年，公司的人均创收金额约 74.69 万元，为业内较高水平，但是人均创利仅为 8.93 万元，与业内可比公司的 14.42 万元有很大的差距。公司目前的业务结构中，毛利率较低的 CMO 业务仍有较大的比重，高毛利率的 CDMO 业务和 CRO 业务比重仍在提升之中，随着公司订单结果的调整，公司的人均创利有望持续提升，毛利率水平也将随之提升。

图 26：可比公司人均创收（万元）



资料来源：wind，财信证券

图 27：可比公司人均创利（万元）



资料来源：wind，财信证券

3.4 与多家技术平台合作，赋能技术能力

3.4.1 借助 J-STRA 有机合成和结晶服务能力

J-STRA 创立于 1996 年，是 Andrew Thompson 博士离开默克后创立的，具有世界领先的结晶工艺，公司可以借助 J-STRA 的技术优势，共同为客户提供一站式解决方案。2017 年博腾收购 J-STRA 时，仅有员工 48 人，11 个实验室，收入规模在 1200 万美金，到 2019 年，J-STRA 人员规模扩大到 103 人，实验室增加在 18 个，收入规模达到 2800 万美金。

图 28：公司可以借助 J-STAR 的技术优势，为客户提供一站式解决方案



资料来源：公司资料，财信证券

3.4.2 成为 Codexis 全球独家 CDMO 战略合作商

Codexis 成立于 2002 年，是美国加州的一家生物科技公司，2010 年在美国纳斯达克上市。Codexis 的专利技术平台能够对酶催化剂性能进行优化和设计，使新的工业过程比现有方法更快、更清洁、更高效，并在商业规模上创造新的催化过程。Codexis 是酶催化领域的先行者和领先者。

公司与 Codexis 合作，能够快速、高效的提升公司生物催化能力，为生物 CDMO 领域做好技术储备，也增强了外界对公司生物 CDMO 领域布局的信心。

图 29：Codexis 公司的发展历程



资料来源：Codexis 公告，财信证券

3.4.3 与晶泰科技合作，引入全新的药物设计与固态研发及工艺开发制造服务

晶泰科技 (XtalPi) 是一家以计算驱动创新的药物研发科技公司，基于最前沿的计算物理、量子化学、人工智能与云计算技术，为全球创新药企提供智能化药物研发服务，提升药物研发关键环节的效率和成功率。晶泰科技在 AI+结晶领域具有较高的技术水平，能够为公司提供“计算+实验+工艺研发制造”全新的药物设计与固态研发及工艺开发制造服务，是公司在 CRO 业务上延伸到更前段，有利于公司的长期发展。

图 30：全球人工智能药物发现领域的现状



资料来源：晶泰科技官网，财信证券

图 31：AI 晶型研究的落地过程



资料来源：晶泰科技官网，财信证券

4 盈利预测与投资建议

4.1 关键假设及盈利预测

基本假设：2020-2022 年，公司前期与大客户建立了良好的合作记录，CMO 业务仍将为公司贡献主要的收入和利润，但占比会逐步下降；随着公司 CMC 业务知名度的提升，叠加国内的创新热潮，美国 J-STRA 和中国区的 CRO 业务均保持快速增长；API 方面，公司与强生的地瑞那韦 API 合作将进入收获期，公司 API 业务实现了从无到有的突破，API 项目将进入放量期，并形成一定的收入规模；制剂 CDMO 将先于生物药 CDMO 从亏损进入盈利状态。

CMO 业务预测假设：公司未来在 CMO 领域的增长空间主要来自产能利用率的提升，随着 CRO 导流效应的提升，CDMO 长尾客户的订单量会增加，产品结构上将得到优化，单位固定资产的产出将有所增加。

表 7：CMO 业务盈利预测（单位：亿元）

	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
固定资产周转率	0.89	1.27	1.48	1.63	1.78
总资产周转率	0.33	0.37	0.42	0.47	0.51
固定资产	11.96	12.45	12.8	13.34	13.59
在建工程	0.44	0.63	0.74	0.6	0.5
单位固定资产产出	0.80	0.65	0.69	0.72	0.76
收入	8.48	10.27	13.07	15.66	18.38

资料来源：公司公告，财信证券

CRO 业务预测假设：公司自己在 CRO 领域的已有优势，随着人员的快速扩张，中国区团队和美国 J-STRA 的业务量均会有得到快速提升。人员作为该项业务最重要的资产，预计公司维持每年 100-200 人的人员扩张节奏，随着项目结构的调整，人均产出也将逐步增加。

表 8：CRO 业务盈利预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
人员	中国区团队	201	308	402	510	600
	J-STR A	64	103	118	140	170
人均创收（百万元/人）	中国区团队	0.64	0.96	1.1	1.16	1.32
	J-STR A	1.09	1.9	1.82	2.06	2.22
收入（百万元）		198.4	491.38	656.96	880	1169.4

资料来源：公司公告，财信证券

API 业务盈利预测：随着公司地瑞那韦原料药逐步放量，公司原料药 CDMO 业务口碑已经建立，导流效应将逐步出现，项目结构逐步调整，单价也会提高。

表 9：API 业务盈利预测

	2018 年	2019 年	2020H1	2020E	2021E	2022E
API 项目数	44	68	36	79	102	136
项目单价	194.5	143.81	132.86	129	132	136
收入（万元）	8558	9779	4783	10191	13464	18496

资料来源：公司公告，财信证券

4.2 投资建议

预计公司 2020-2022 年营收分别为 20.66 亿元、25.80 亿元、31.92 亿元，归母净利润分别为 2.48 亿元、3.14 亿元、4.22 亿元，EPS 为 0.46 元、0.58 元、0.78 元。考虑公司所处行业的景气程度及未来成长性，参考公司历史估值和行业内同类型公司的估值情况，给予公司 2021 年 66-68 倍 PE，合理区间为 38.28-39.44 元，给予“推荐”评级。

5 风险提示

行政处罚风险：公司控股股东及实际控制人居年丰、张和兵、陶荣曾在 2018 年将公司账下的募集资金转移到体外进行资本运作，后牵连多名高管和独立董事被处罚。公司实际控制人对公司的把控能力较强，公司有再次受到行政处罚的风险。

行业景气程度下行风险：公司从事 CDMO 业务，如果医药行业研发投入下降，公司业务也将受到较大程度的波及。

产能利用率提升不及预期：公司目前长寿生产基地和东邦生产基地均有产能利用率提升的空间，若公司运营和项目管理能力没有如期提升，产能利用率提升将出现不及预期情况。

财务预测摘要

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1184.86	1551.30	2066.17	2580.03	3192.02	成长性					
减:营业成本	788.37	964.28	1,281.03	1,573.82	1,915.21	营业收入增长率	0.1%	30.9%	33.2%	24.9%	23.7%
营业税费	17.00	13.22	30.99	38.70	47.88	营业利润增长率	34.4%	26.5%	59.0%	28.4%	34.0%
销售费用	29.47	45.16	92.98	129.00	159.60	净利润增长率	15.9%	49.0%	33.8%	26.6%	34.4%
管理费用	149.99	197.97	351.25	438.61	542.64	EBITDA 增长率	27.9%	35.8%	-10.9%	23.1%	27.9%
财务费用	35.24	7.12	0.42	2.62	4.60	EBIT 增长率	42.4%	58.2%	-16.1%	29.0%	34.3%
资产减值损失	11.90	-30.96	-	-	-10.32	NOPLAT 增长率	6.4%	18.1%	24.0%	29.0%	34.3%
加:公允价值变动收益	-0.86	0.02	-	-	-	投资资本增长率	-4.7%	-4.6%	10.8%	-0.1%	8.9%
投资和汇兑收益	46.34	7.83	-	-	-	净资产增长率	99.0%	6.3%	7.8%	6.6%	8.2%
营业利润	153.96	194.69	309.51	397.28	532.40	利润率					
加:营业外净收支	-21.10	-1.27	-7.40	-9.92	-6.20	毛利率	33.5%	37.8%	38.0%	39.0%	40.0%
利润总额	132.87	193.42	302.11	387.36	526.21	营业利润率	13.0%	12.6%	15.0%	15.4%	16.7%
减:所得税	21.42	13.80	75.53	96.84	131.55	净利润率	10.5%	12.0%	12.0%	12.2%	13.2%
净利润	124.49	185.55	248.27	314.33	422.37	EBITDA/营业收入	30.2%	31.4%	21.0%	20.7%	21.4%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	19.7%	23.8%	15.0%	15.5%	16.8%
货币资金	1,490.55	1,174.68	1,801.18	1,935.02	2,394.01	运营效率					
交易性金融资产	570.21	0.22	-	-	0.07	固定资产周转天数	406	283	214	167	131
应收帐款	252.55	371.64	454.83	577.18	702.14	流动营业资本周转天数	77	67	55	60	60
应收票据	12.40	-	17.22	4.28	21.96	流动资产周转天数	555	544	419	421	400
预付帐款	15.30	11.95	30.75	21.71	38.89	应收帐款周转天数	81	72	72	72	72
存货	269.64	342.87	511.14	538.07	718.65	存货周转天数	82	71	74	73	71
其他流动资产	148.99	25.14	64.26	79.47	56.29	总资产周转天数	1,097	967	773	695	617
可供出售金融资产	11.50	-	3.83	5.11	2.98	投资资本周转天数	604	440	340	286	241
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.11	0.42	0.42	0.42	0.42	ROE	4.3%	6.1%	7.5%	8.8%	10.9%
投资性房地产	5.63	5.44	5.44	5.44	5.44	ROA	2.5%	4.5%	4.6%	5.8%	6.7%
固定资产	1,196.28	1,244.69	1,209.97	1,179.85	1,151.03	ROIC	7.8%	9.7%	12.6%	14.6%	19.7%
在建工程	44.14	63.25	56.63	58.31	64.16	费用率					
无形资产	89.76	84.80	87.73	89.93	91.37	销售费用率	2.5%	2.9%	4.5%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	266.37	630.36	673.76	552.93	641.70	管理费用率	12.7%	12.8%	17.0%	17.0%	17.0%
资产总额	4,374.44	3,955.48	4,917.17	5,047.73	5,889.13	财务费用率	3.0%	0.5%	0.0%	0.1%	0.1%
短期债务	641.86	-	150.00	234.69	369.35	三费/营业收入	18.1%	16.1%	21.5%	22.1%	22.1%
应付帐款	169.31	244.84	409.90	394.49	532.29	偿债能力					
应付票据	78.11	206.99	163.08	285.56	269.60	资产负债率	34.1%	22.5%	32.8%	30.2%	35.3%
其他流动负债	344.14	195.36	276.18	289.79	263.14	负债权益比	51.7%	29.1%	48.8%	43.3%	54.6%
长期借款	255.36	241.74	611.78	319.29	642.77	流动比率	2.24	2.98	2.88	2.62	2.74
其他非流动负债	2.45	2.23	2.04	2.24	2.17	速动比率	2.02	2.45	2.37	2.17	2.24
负债总额	1,491.23	891.16	1,612.98	1,526.05	2,079.32	利息保障倍数	6.63	51.88	741.04	152.54	116.78
少数股东权益	0.06	-2.37	-22.97	-46.39	-73.49	分红指标					
股本	542.75	542.75	542.75	542.75	542.75	DPS(元)	0.05	0.10	0.09	0.14	0.19
留存收益	2,420.65	2,582.95	2,784.42	3,025.32	3,340.55	分红比率	20.5%	30.4%	20.4%	23.8%	24.9%
股东权益	2,883.22	3,064.32	3,304.19	3,521.68	3,809.81	股息收益率	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	111.44	179.62	248.27	314.33	422.37	EPS(元)	0.23	0.34	0.46	0.58	0.78
加:折旧和摊销	124.65	117.15	123.41	133.74	145.28	BVPS(元)	5.31	5.65	6.13	6.57	7.15
资产减值准备	11.90	29.63	-	-	-	PE(X)	142.73	95.77	71.57	56.53	42.07
公允价值变动损失	0.86	-0.02	-	-	-	PB(X)	6.16	5.79	5.34	4.98	4.58
财务费用	52.93	38.59	0.42	2.62	4.60	P/FCF	42.85	-33.47	27.05	180.15	26.38
投资收益	-46.34	-7.83	-	-	-	P/S	15.00	11.45	8.60	6.89	5.57
少数股东损益	-13.05	-5.93	-21.69	-23.81	-27.72	EV/EBITDA	46.96	34.03	38.06	30.45	23.62
营运资金的变动	-154.99	-254.62	-231.90	120.73	-281.08	CAGR(%)	37.6%	30.0%	33.8%	37.6%	30.0%
经营活动产生现金流量	193.62	351.37	118.52	547.62	263.45	PEG	3.79	3.19	2.11	1.50	1.40
投资活动产生现金流量	-655.92	174.55	-113.61	-121.28	-127.95	ROIC/WACC	0.76	0.94	1.23	1.43	1.92
融资活动产生现金流量	1,520.14	-804.81	621.59	-292.50	323.49	REP	11.40	9.49	6.56	5.56	3.77

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438