

首次覆盖
投资评级 优于大市

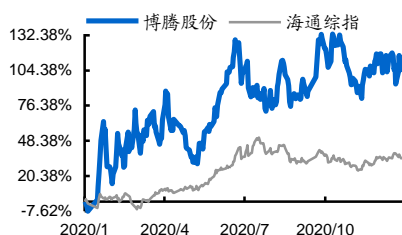
博腾股份: 战略转型下快速成长的 CDMO

股票数据

01月18日收盘价(元)	36.96
52周股价波动(元)	15.25-40.73
总股本/流通A股(百万股)	543/447
总市值/流通市值(百万元)	20060/16519

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.8	12.7	-5.5
相对涨幅(%)	-6.6	-0.2	-20.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755)82780398

Email: ywx9461@htsec.com

证书: S0850513110005

分析师: 范国钦

Tel: 02123154384

Email: fgq12116@htsec.com

证书: S0850520040001

联系人: 周航

Tel: (021)23219671

Email: zh13348@htsec.com

投资要点:

- 历史复盘——困境中的转型。**博腾股份是国内领先的 CDMO 公司。公司 2005 年成立，初期定位传统 CMO 大客户模式，深挖业务潜力，提高原有项目供应份额拉动业绩。2017 年大客户终端药品收入下滑，客户高度集中带来业绩滑坡后，积极推进“营销转型、产品升级、发展工艺化学 CRO”并布局原料药+制剂+生物药 CDMO 一体化服务。2019 年公司实现上市 5 年来最好的营业收入和净利润水平，全年营收 15.51 亿元，同比增长 30.93%；归母净利润 1.86 亿元，同比增长 49.04%，整体盈利能力水平和持续经营能力显著提升。
- 战略转型恢复业绩高速增长，公司已走出低谷。**1) 2017 年公司提出“3+5+N”战略，2018 年引入 BD 开发北美与中国市场。2019 年服务客户数目增长迅速，国内外合计达 201 家，第一、前五、前十大客户收入占比为 22%、45%、58%，客户集中度更加均衡。2) 收购 J-STAR 快速切入 CRO 市场，19 年营收 4.91 亿元，将市场触角延伸至 Biotech，介入客户早期项目，发挥引流效应，为 CDMO 业务储备管线。3) 由中间体向原料药的产品升级，2019 年 API 业务贡献收入近 1 亿元，随着公司能力不断提升和项目不断增长，API 有望凭借高粘性、高毛利成为公司未来的增长点。
- 增强持续获单能力、提升研发生产效率。**1) 公司已布局四大研发中心，建立以结晶技术和生物催化技术为代表的一体化技术平台，多类型实验室总计 76 个。通过实验室及技术平台建设增强承接订单能力，进一步扩大客户群，为公司带来更多订单。2) 2019 年研发投入 1.23 亿，研发人员达 393 人，研发投入较 2018 年增加 61%，CRO 研发效率提升至 4.2 人/周/步，整体生产效率同比提升 53%，我们预计，通过运营优化，CRO 生产效率还可再提高 10%。
- 优化资源利用效率，改善盈利水平。**2019 年公司 ROE 仅为 6.1%，行业可比公司 ROE 在 20% 左右。公司净利率 2015-19 年维持在 10%-12%，ROE 走低主要与资产周转率低有关。公司通过资产重组剥离亏损中间体产能，提高资产利用效率，周转率及 ROE 水平自 2018 年已有回升，2019 年整体毛利率为 37.84% (+4.38pct)，净利润率提升至 11.58% (+2.17pct)，认为公司毛利率水平提升主要受产能利用率带动，2020 年无新增产能建设，预计 2020 年毛利率可增长 2pct 至 40%，恢复行业正常水平。
- 布局制剂和生物 CDMO，未来 2-3 年为培育期。**自 2018 年来公司前瞻搭建生物 CDMO 基因细胞治疗一站式服务平台与制剂 CDMO 从处方前到商业化及 LCM 的制剂开发和生产平台。2019 年两大新业务板块对净利润影响约 -1096 万元，预计未来 2-3 年新业务板块仍将处于培育期。公司依靠抢占高景气度、竞争格局好的基因细胞治疗等赛道，通过差异化战略实现长期增长。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1185	1551	2089	2774	3609
(+/-)YoY(%)	0.1%	30.9%	34.6%	32.8%	30.1%
净利润(百万元)	124	186	270	381	515
(+/-)YoY(%)	15.9%	49.0%	45.5%	41.0%	35.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.23	0.34	0.50	0.70	0.95
毛利率(%)	33.5%	37.8%	39.8%	41.2%	42.5%
净资产收益率(%)	4.3%	6.1%	8.1%	10.2%	12.2%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

估值与盈利预测。博腾股份所处的 CDMO 与 CRO 行业景气度高，由于中国的产业优势，未来具有广阔的市场空间，预计高增速的持续时间长。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.50、0.70、0.95 元，参考可比公司估值，我们给予其 2021 年 65-70 倍 PE，合理价值区间 45.50-49.00 元，维持“优于大市”评级。

风险提示。药企研发投入下降；公司技术竞争力下滑；大客户产品收入下滑。

目 录

1. 战略转型下快速成长的博腾股份	6
1.1 博腾股份是国内领先的 CDMO	6
1.2 历史复盘——困境中迅速转型	6
2. 战略转型恢复业绩高速增长	8
2.1 “3+5+N” 战略，客户结构更加均衡	8
2.2 收购 J-STAR 意义重大，重点布局北美中小客户	9
2.3 产品结构升级：由中间体到 API	10
3. 精益运营、提升效率，全产业链布局实现可持续性业绩增长	12
3.1 看点一：搭建研发技术平台，增强持续获单能力	12
3.2 看点二：精益运营，研发效率及生产效率逐年提升	13
3.3 看点三：优化资源利用效率，改善盈利水平	14
3.3.1 加强固定资产管理，拉升 ROE 水平	14
3.3.2 产能充沛，产能利用率提升带动毛利率增长	15
3.4 看点四：CDMO 产业链一体化布局，助力长期发展	16
4. 投资建议	17
4.1 业务拆分	17
4.2 可比公司估值	18
4.3 投资建议	18
5. 风险提示	18

图目录

图 1	三名控股股东持股 26.83% (截止 2020.12.21)	6
图 2	博腾股份公司发展历程	7
图 3	2016 前两大客户占年度销售总额 56.4%	7
图 4	2016 抗病毒及抗糖尿病产品收入占总营收 74%	7
图 5	2019 营收 15.51 亿元创五年新高, 截止 2020Q3 连续七个季度财务表现强劲	8
图 6	公司服务客户数目稳步增长 2019 年达 201 家	9
图 7	2019 CRO 占比总营收 32%, 同比增长 66%	10
图 8	2019 CRO 国内营收 2.97 亿元, 占比 CRO 业务 60%	10
图 9	服务产品数目/个 (按临床分期)	10
图 10	公司 API 业务战略布局发展	11
图 11	2019 API 产品达 68 个	12
图 12	2019 API 收入 9779 万元	12
图 13	2019 研发人员 393 人, 较 2016 年实现 1.4 倍增长	13
图 14	2019 研发投入 1.23 亿元 研发费用率三年增长 3.18pct	13
图 15	2019 年 CRO 研发效率达 4.2 人/周/步	14
图 16	2015-2019 博腾股份 ROE 水平与资产周转率呈正相关	14
图 17	2015-2019 可比公司资产周转率/次	14
图 18	博腾股份在建工程自 2016 年迅速下降	15
图 19	2019 博腾股份固定资产与凯莱英相当 (单位: 亿元)	15
图 20	可比公司无形资产摊销 (单位: 万元)	15
图 21	可比公司固定资产折旧 (单位: 万元)	15
图 22	2019 博腾股份毛利率 37.8%	16
图 23	2019 博腾股份 CDMO 业务同比增长 21%	16

表目录

表 1	2014-2020Q3 博腾股份客户销售收入占比	9
表 2	博腾股份布局四大研发中心	12
表 3	搭建五位一体化学技术平台	12
表 4	可比公司研发人员及学历构成	13
表 5	博腾股份生产基地及产能划分（截止至 2019Q4）	15
表 6	制剂 CDMO 服务平台布局	17
表 7	博腾股份业务拆分预测	18
表 8	可比公司估值	18

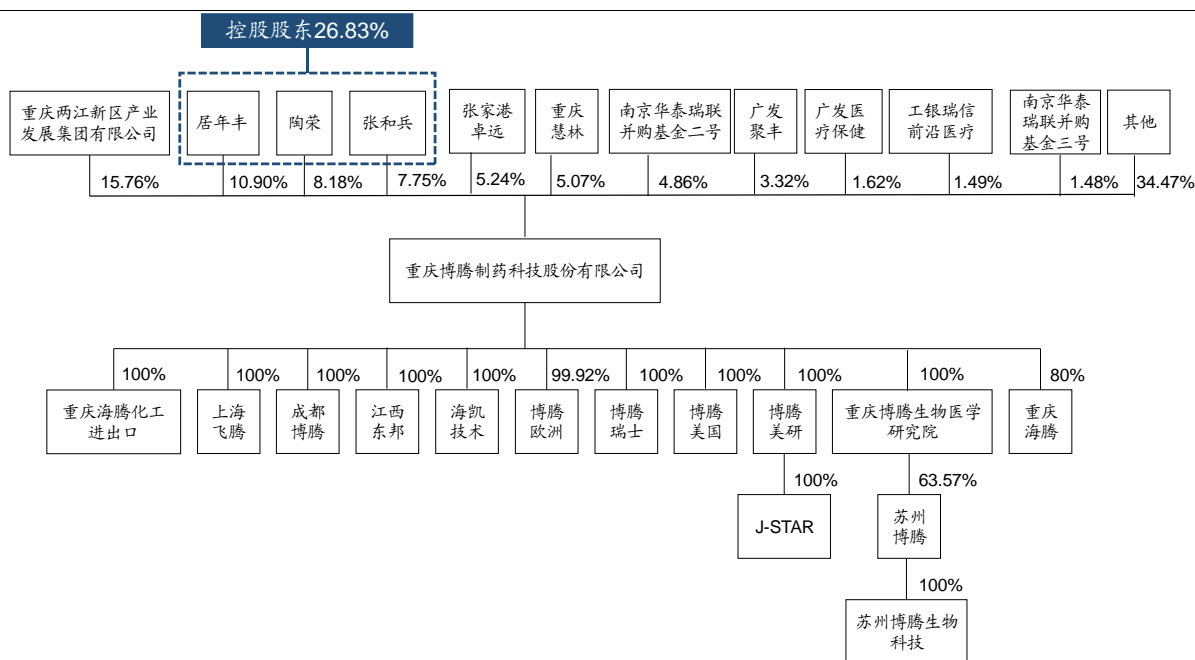
1. 战略转型下快速成长的博腾股份

1.1 博腾股份是国内领先的 CDMO

博腾股份于 2005 年成立，2014 年 1 月在创业板上市，是一家专注于为全球制药公司和药物研发机构提供药物开发阶段至商业化阶段所需中间体及原料药的 CDMO 公司。终端药品涉及抗艾滋病、肝炎、糖尿病、肿瘤等多种适应症，覆盖全球主要及重大疾病治疗领域，已累计与全球近 400 家客户建立业务联系。

公司控股股东及实际控制人为居年丰、张和兵和陶荣三位自然人，三名控股股东持股合计占比 26.83%，其中居年丰、张和兵二人曾就职于荷兰最大的化学制品公司阿克苏诺贝尔，具有丰富的化学制品工作经验。喻咏梅、吉耀辉、Dirk Torman 等多名高管曾就职于罗氏、诺华、强生等知名药企，拥有多年药学相关工作经历。

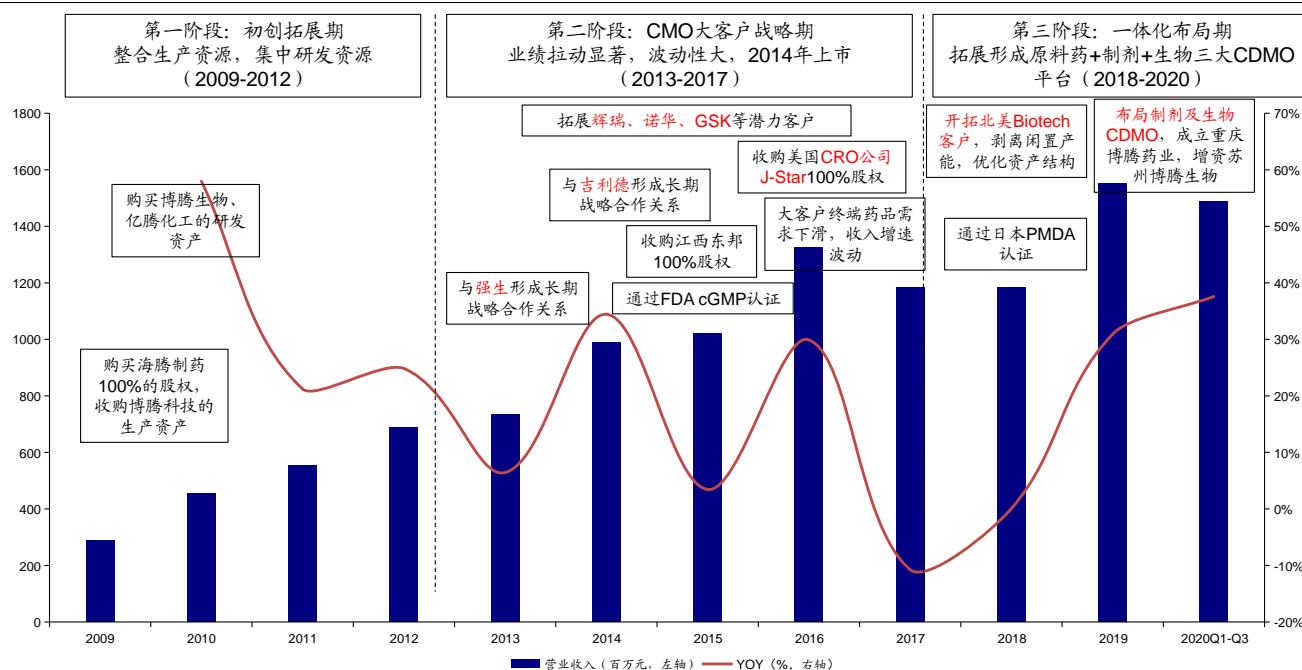
图1 三名控股股东持股 26.83% (截止 2020.12.21)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

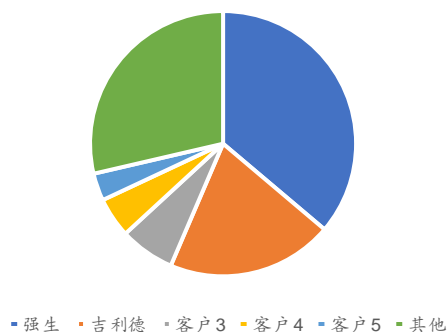
1.2 历史复盘——困境中迅速转型

通过对公司发展历程梳理，我们将博腾的发展分为 3 个阶段：第一阶段（2009-2012），成立初拓展期，整合集中生产研发资源；第二阶段（2013-2017），CMO 传统模式，大客户战略拉动业绩，业绩增速受终端影响波动；第三阶段（2018-2020），战略转型 CRO，完成原料药 CDMO+制剂 CDMO+生物药 CDMO 一体化布局。

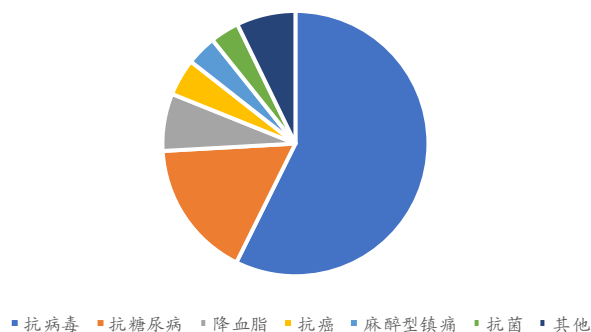
图2 博腾股份公司发展历程


资料来源：公司招股书、公司年报、公司公告（2018-007号），Wind，海通证券研究所

2013-2016 公司上市之初定位传统 CMO “大客户+”策略，深挖业务潜力，提高原有项目的供应份额，快速拉动业绩。2013 年与强生形成长期战略合作关系，在稳固作为 HIV、HCV 系列产品第一供应商的基础上，积极支持糖尿病的药物中间体二代工艺的开发和商业化，成功进入强生 2 个临床三期创新药项目供应链，持续获得新的项目储备。2014 年与第二大客户吉利德形成长期战略合作关系，并积极拓展辉瑞、诺华、GSK 等潜力客户。2014 年，强生贡献收入占公司总营收高达 66%。伴随产能释放，2016 年迎来业绩快速增长，全年营收 13.3 亿元，扣非归母净利润 1.7 亿元，同比增长约 61%。2012-16 年公司收入 CAGR 17.8%，归母净利润 CAGR 20.7%，“大客户+”策略拉动效用显著，公司服务能力和业绩均有较快提升。

图3 2016 前两大客户占年度销售总额 56.4%


资料来源：公司年报，海通证券研究所

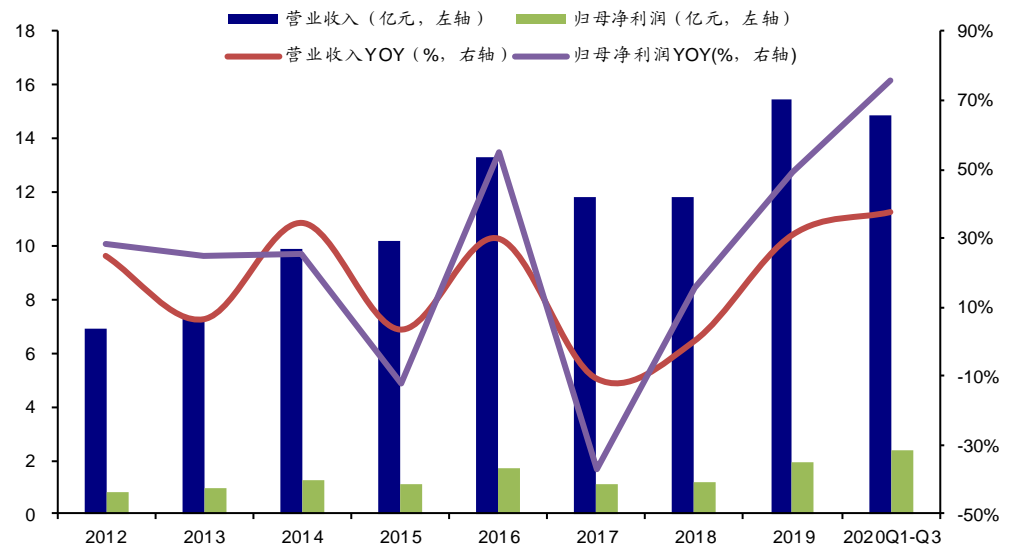
图4 2016 抗病毒及抗糖尿病产品收入占总营收 74%


资料来源：公司年报，海通证券研究所

2017-2019 大客户高度集中带来业绩波动，深度战略转型实现高增长。受大客户战略影响，2016 年收入中来自强生和吉利德两大客户占比 56.4%，前 5 大客户收入占比 71.4%，抗病毒类与抗糖尿病类产品收入占当年总营收 74%。2017 年由于核心客户吉利德抗丙肝产品市场终端需求减少，抗糖尿病产品客户调整备货策略，导致对应的抗丙肝和糖尿病产品收入下滑约 65%，全年营收 11.8 亿元，同比下降 10.7%。由于大客户贡献业绩占比高，终端药品波动对公司业绩影响较大。面对大客户核心产品波动带来的业绩不确定性和风险，2017 年公司管理层开始布局业务新增长点，推进“营销转型、产品升级、发展工艺化学 CRO”的业务变革，确立“全球领先的制药服务平台”为公司长期奋斗目标。经历两年调整，2019 全年营收 15.51 亿元，同比增长 30.93%；归母

净利润 1.86 亿元，同比增长+49.04%；整体毛利率为 37.84% (+4.38pct)；净利润率提升至 11.58% (+2.17pct)，我们认为，业绩的高速增长表明公司已通过战略转型走出低谷，整体盈利水平和持续经营能力均得到显著提升。截止 2020Q3，公司实现上市 5 年来最好的营业收入和净利润水平，深度战略转型以来，实现连续七个季度强劲的财务表现。

图5 2019 营收 15.51 亿元创五年新高，截止 2020Q3 连续七个季度财务表现强劲

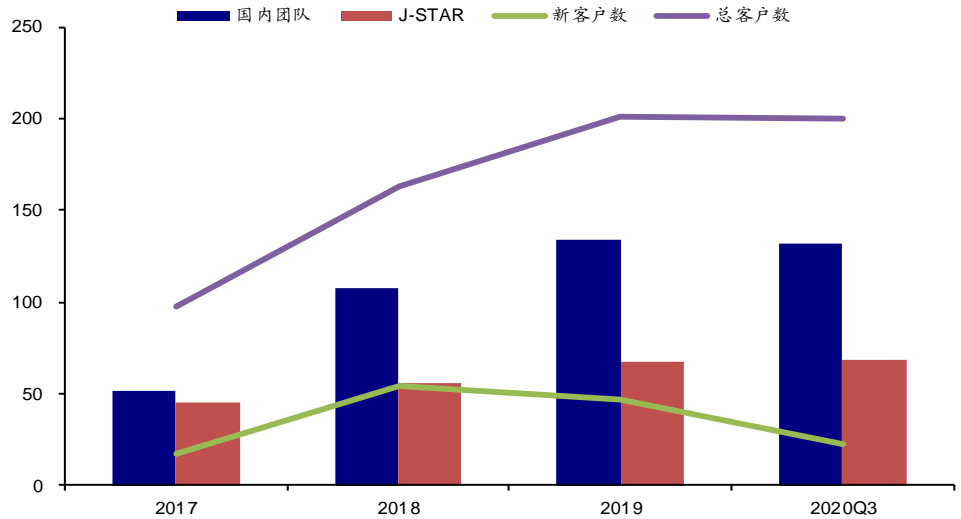


资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 战略转型恢复业绩高速增长

2.1 “3+5+N” 战略，客户结构更加均衡

“3+5+N”营销转型开拓中小客户市场，降低客户集中度。2017 年公司提出“3+5+N”战略，3 即是公司传统大客户强生、吉利德及 GSK，5 分别指辉瑞、诺华、罗氏、勃林格殷格翰、艾尔建，N 指中小客户。2018 年公司加大市场营销投入，销售费用较上年同期增长 43%，引入 5 名市场开发人员积极开拓中国和美国市场。当年获得北美 20 家 Biotech 的业务订单，成功打开北美中小客户市场。2020 年 1-9 月，公司国内团队服务客户数（仅包括有订单客户）132 家，J-STAR 团队服务客户数 68 家，前十大客户的销售占比约 59%，较去年同期下降 3 个百分点，公司客户结构更加均衡，**客户集中度过高的问题逐步得到解决。**我们认为“3+5”为大客户稳定原有收入，N 为中小企业打开增量市场，目前公司客户结构已达均衡状态。

图6 公司服务客户数目稳步增长 2019 年达 201 家


资料来源：2018、2019 年公司年报，2020 公司三季报，海通证券研究所

表 1 2014-2020Q3 博腾股份客户销售收入占比

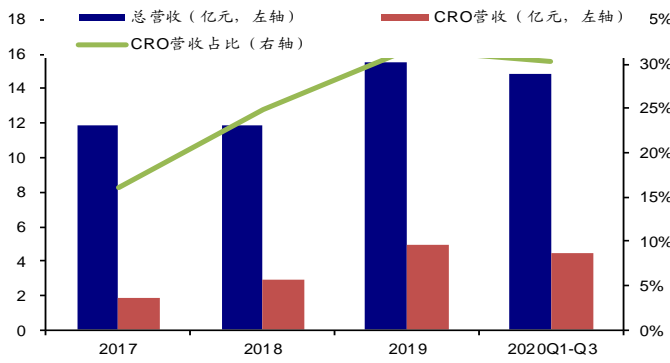
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1-Q3
TOP1 客户销售占比	66%	35%	36%	39%	27%	22%	/
TOP2 客户销售占比		51%	56%	50%	34%	32%	/
TOP5 客户销售占比	84%	76%	71%	68%	50%	45%	/
TOP10 客户销售占比				77%	62%	58%	59%

资料来源：Wind，公司年报，2020 年三季报，海通证券研究所

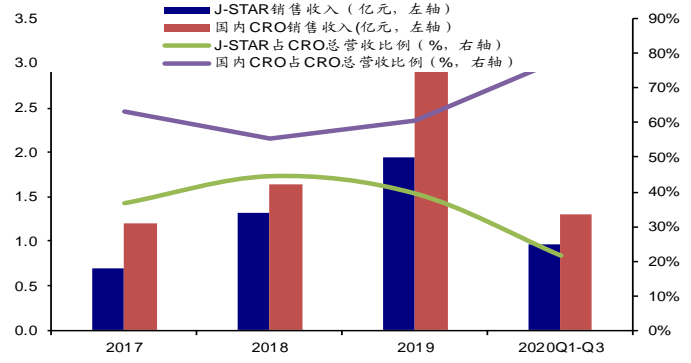
2.2 收购 J-STAR 意义重大，重点布局北美中小客户

收购 J-STAR 快速切入 CRO 市场，19 年 CRO 营收 4.91 亿元。J-STAR Research, Inc. 是一家位于美国，拥有超过 20 年医药外包服务经验的 CRO 企业，主要服务于全球大中型创新药公司和美国本土的各类创新药公司。博腾股份将 CRO 作为战略转型的重点发展业务，业务主要由中国（重庆、上海）研发中心和美国 J-STAR 研发技术中心承接。布局两年来，CRO 业务实现了较快增长，2019 年营收 4.91 亿元，收入占比由 2017 年 16% 迅速提升至 32%，同比增长 65.9%。2019 年 CRO 国内营收 2.97 亿元，占比 CRO 业务 60%。公司通过开发 CRO 业务，为公司贡献直接业绩和盈利。

收购 J-STAR 将市场触角延伸至中小企业。自 2016 年公司收购 J-STAR，顺势在北美重点布局 Biotech 业务。收购次年 2017 年公司新立项目 102 个，较 2016 年同比增长 50%，其中 65% 来自“3+5”第一阵营大客户、35% 来自中小生物医药客户，为实现临床中后期及后续商业化项目的导流效应奠定基础。截止 2019 年 11 月，收入来源约 60% 来自大的制药公司，12% 来自中小企业。向中小企业的延伸，有利于公司客户群更加均衡，降低大客户带来的业绩波动风险。

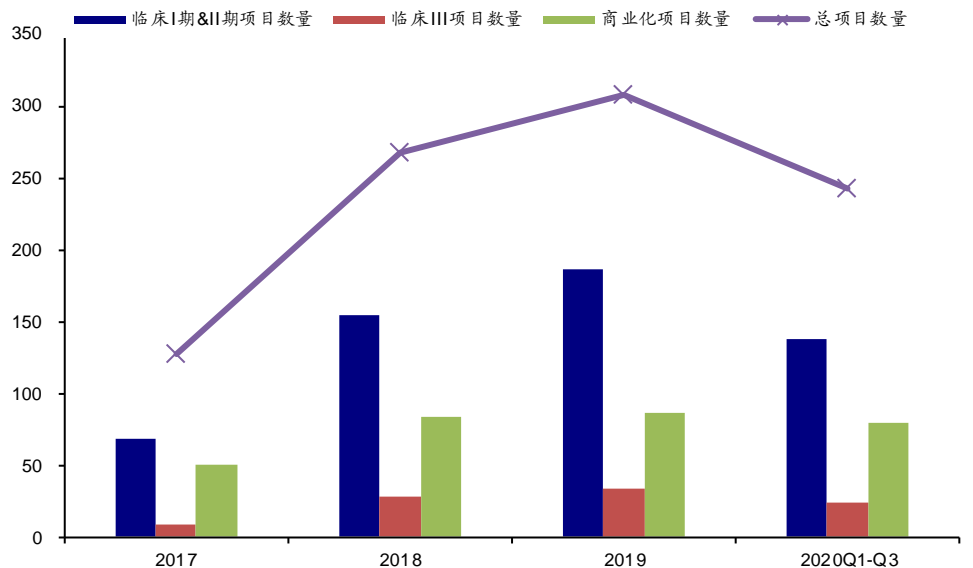
图7 2019 CRO 占比总营收 32%，同比增长 66%


资料来源: Wind, 公司年报, 公司 2020 年三季度报, 海通证券研究所

图8 2019 CRO 国内营收 2.97 亿元，占比 CRO 业务 60%


资料来源: Wind, 公司年报, 公司 2020 年三季度报, 海通证券研究所

CRO 发挥引流效用、为 CDMO 业务储备管线。CDMO 企业向上游 CRO 领域拓展，在药品生产开发的早期介入可避免后期重复研究，加快药品产业化进程，提高客户的粘性和满意度，最终把客户发展成io长期深度的战略合作伙伴。2017-19 年公司临床早期服务产品数目由 69 项增至 187 项，2019 年临床早期服务产品数占总产品比例已达到 61%；2019 年完成临床三期及商业化产品 121 项，为 2017 年的两倍。2020 年公司计划创立 25 人规模的新部门，对 CRO 业务进行更细致的切分与延伸，在临床前阶段介入新药开发，为客户提供更为高效的支持。我们认为，目前 CRO 业务处于增长轨道上，短期体现为在项目数量，长期将体现在业务的导流效应和黏性的增加。2020 年前三季度，公司 CDMO 业务实现收入 10.02 亿元，占公司营业总收入 67%，同比增长 33%，CRO 项目导流效果逐步凸显。

图9 服务产品数目/个（按临床分期）


资料来源: 2017、2018、2019 年公司年报, 2020 年公司三季度报, 海通证券研究所

2.3 产品结构升级: 由中间体到 API

由中间体向 API 的产品升级，高粘性与高毛利有望成为公司未来增长点。API 业务优势在于: 1) 根据产品发展战略，逐渐向 GMP 原料药延伸，可产生更高的附加值，提高客户粘性、客单价及销售收入; 2) API 毛利率往往高于对应的中间体毛利率。由于大型药企往往以自己内部生产 API 为主，“大客户+大产品”时期公司较难获得 API 级

别订单，主要订单为化学药医药中间体。J-STAR 在创新药 API 的化学合成、工艺分析、结晶技术等方面有着丰富的经验。公司通过收购 J-STAR，快速切入创新药 API 定制研发生产业务领域，带动产品由中间体向 API 的不断升级。我们认为，2019 年公司 API 收入接近 1 亿元，占比相对较低，但随着公司能力不断提升和项目不断增长，API 将成为公司未来的增长点。

图10 公司 API 业务战略布局发展



资料来源：2019 年公司年报，2020 年公司半年报，海通证券研究所

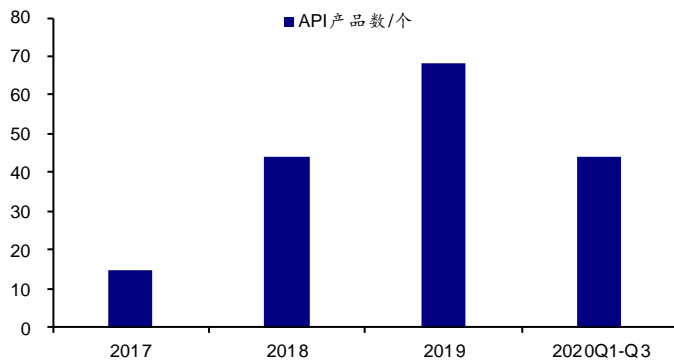
2017 年，公司成功引入第一个商业化 API 项目（地瑞拉韦），并顺利完成验证批生产及交付工作，同年，公司收到来自中国客户的 7 个 API 项目，并首次获得来自美国 Biotech 公司的 2 个高潜临床三期 API 项目，为后续 API 业务发展打下了良好基础。

2018 年，公司成功交付 44 个 API 产品，以临床早期项目为主，实现收入约 8558 万元，同比增长约 60%。通过多年合作，2018 年 3 月与强生成功签署了关于地瑞拉韦原料药于 100 多个国家销售授权和技术转移合同，证明公司具备商业化 API 的定制服务能力，成为杨森地瑞拉韦原料药规范市场备选供应商。预计 2020 年地瑞拉韦将逐渐产生收入贡献。

2019 年，公司成功交付 API 产品数 68 个，实现收入 9779 万元，同比增长 14%。预计有 6 个产品将于 2020 年进入工艺验证阶段。公司持续开展地瑞拉韦原料药的注册和技术转移工作，并取得世界卫生组织的注册备案号以及美国注册备案号。

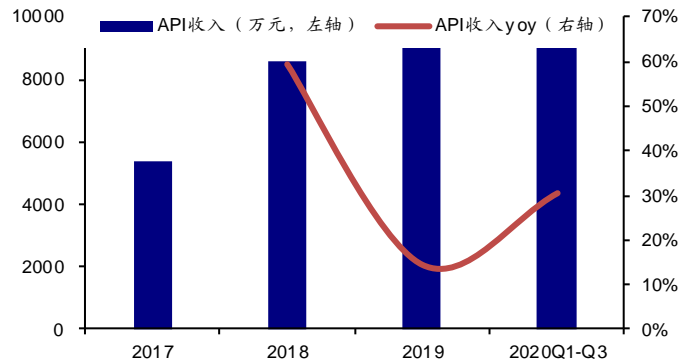
2020H1，API 服务项目数累计突破 200 大关。完成 1 个创新药工艺验证项目，2 个创新药项目的工艺验证工作正在进行中。收到来自杨森地瑞拉韦原料药的第一个商业化订单。目前，公司正积极开展地瑞拉韦原料药相关产品的三代工艺的技术转移和世界卫生组织的认证工作。

图11 2019 API 产品达 68 个



资料来源：公司年报，2020 年公司三季报，海通证券研究所

图12 2019 API 收入 9779 万元



资料来源：公司年报，2020 年公司三季报，海通证券研究所

3. 精益运营、提升效率，全产业链布局实现可持续性业绩增长

3.1 看点一：搭建研发技术平台，增强持续获单能力

建立四大研发中心，五位一体化学技术平台，打造订单可持续性增长。公司目前拥有重庆、上海、成都、美国四大研发技术中心，多种类型的实验室总计 76 个。2018 年建立以结晶技术和生物催化技术为代表的一体化技术平台。通过持续加大在 J-STAR 的结晶技术投入，建立全球领先的结晶技术团队，2019 年已为 28 个北美客户和 1 个中国客户提供了高质量的技术解决方案。由于酶催化技术可加速反应、减少反应步骤数，节约成本，公司积极与美国加州的蛋白质工程技术公司 Codexis 开展战略合作，获取其专有的蛋白质工程平台技术优先通道，仅用时一年半时间，已具备完善的酶开发、筛选、发酵和应用的生物催化技术能力，2019 年承接生物催化项目 38 个。我们认为，该技术将被应用到更多的商业化项目中。

我们认为，实验室及技术平台建设是承接订单、支撑公司 CDMO 战略转型的基础资源配置，随着实验室规模的不断扩大、五位一体技术平台成功搭建，有利于进一步扩大客户群，为公司带来更多订单收入。

表 2 博腾股份布局四大研发中心

研发中心	覆盖职能	人员配备(人)	实验室(个)	在建实验室(个)
重庆研发中心	CMO, 部分 CRO	120	22	
上海研发中心	CRO 业务, FTE 项目, 新业务研发及技术平台布局	150	29	5
成都研发中心	仿制药业务的研发	20	7	
美国研发中心 (J-STAR)	CRO 业务, 承接 CRO/结晶/临床早期 API/制剂等业务, 服务北美客户	70	18	3
合计		360	76	8

资料来源：公司年报，2019 年 12 月 5 日投资者关系活动记录表，海通证券研究所

表 3 搭建五位一体化学技术平台

技术平台	代表实验室(部分)	搭建方式	技术特点与规模
结晶	博腾医药结晶中心 (CfPC)	自建	实现中美两地良好的协同发展
	J-STAR	收购	2019 年为 28 个北美客户和 1 个中国客户提供解决方案
	上海研发中心的结晶	自建	2020 年计划启动 2 个新的结晶实验室的建设

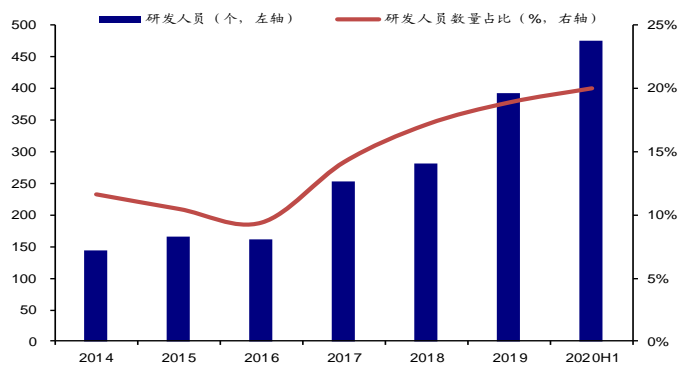
实验室			
酶催化	分子生物学实验室	与 Codexis 合作	具备完善的酶开发、筛选、发酵和应用的生物催化技术能力
	重庆发酵中试实验室	与 Codexis 合作	5 升、20 升和 300 升发酵罐运行, 具备从克级到公斤级酶粉制备能力 (满足中试规模及以下的化学品生产需求)。
高活	商业化生产车间 (OEB4)	自建	具备工业卫生 OEB4 (10>OEL>1 微克/立方米) 的密闭能力
	重庆水土研发中心高活性实验室 (OEB5)	自建	按照 OEB5 (OEL < 1µg/m ³) 进行设计装配, 具备良好的密闭性能, 未来将承担高活性化合物项目的研发工作
流体化学	连续反应专属实验室	自建	承接不同种类反应由间歇模式改为连续模式的研发工作、筛选及优化连续反应的工艺参数, 继续扩大实验室规模, 持续拓展可进行流体化学的反应种类
超临界色谱分离 SFC	prep-SFC 体系	自建	配有分析级的 SFC 设备和多款手性及非手性的分析柱, 快速筛选不同的 prep-SFC 分离条件

资料来源: 公司年报, 公司官网, 公司官方微信公众号, 海通证券研究所

3.2 看点二: 精益运营, 研发效率及生产效率逐年提升

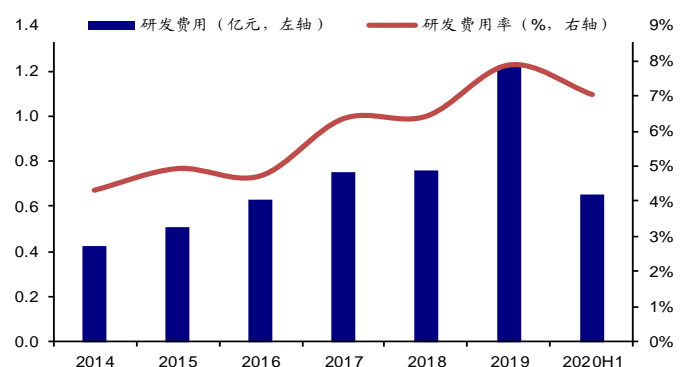
2019 年研发支出 1.23 亿, 研发人员达 393 人。CDMO 公司核心竞争力在于大量研发投入、及高质量人才。自 2017 年战略转型后, 公司持续加大研发投入, 2017-19 年研发费用从 0.75 亿元增长至 1.23 亿元, 较 2018 年同比增长 60.8%。公司积极扩充研发团队, 2019 年底研发团队人数已达 393 人, 较 2016 年实现 1.4 倍增长 (2016 年 162 人)。2019 年公司研发人员占比 18.9%, 硕士及以上学历人员占比为 16.3%, 与凯莱英、合全药业有一定差距, 公司计划在研发规模上, 每年增加 100 名研发人员, 我们预计随着研发投入增加及人员团队的稳步扩张, 可为公司进一步提升研发和生产效率打下良好基础。

图13 2019 研发人员 393 人, 较 2016 年实现 1.4 倍增长



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 2019 研发投入 1.23 亿元 研发费用率三年增长 3.18pct



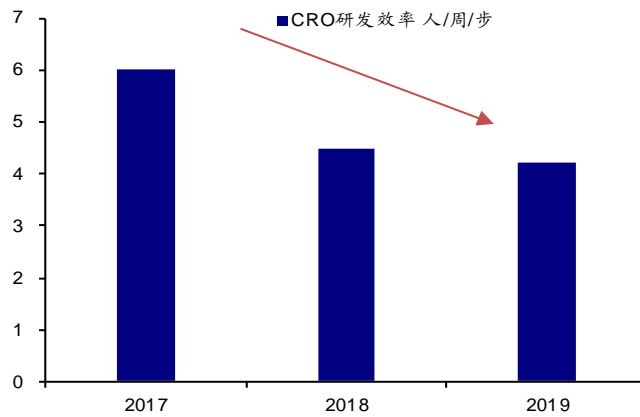
资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 可比公司研发人员及学历构成

	全部人员/人	研发人员/人	研发人员占比	硕士及以上学历人数/人	硕士及以上人数占比	统计截止日期
博腾股份	2077	393	18.9%	338	16.3%	2019 年 12 月
凯莱英	3840	1838	47.9%	754	19.6%	2019 年 12 月
合全药业	3736	1508	40.4%	1379	36.9%	2018 年 12 月
九洲药业	2998	496	16.5%	126	4.2%	2019 年 12 月

资料来源: 公司年报, Wind, 海通证券研究所

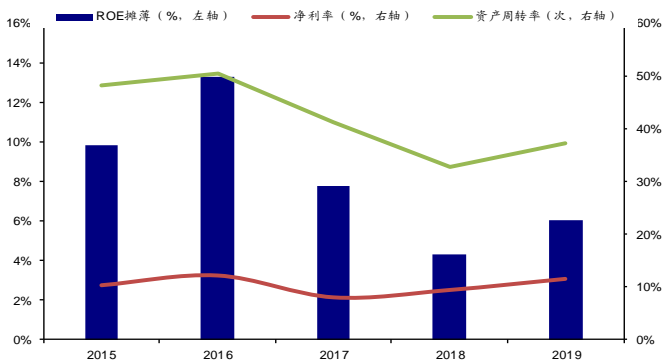
研发效率提升至 4.2 人/周/步, 整体生产效率同比提升 53%。公司 2017 年转型 CRO 业务之初, 研发效率较低, CRO 每周开发一步工艺需 6 人, 通过提升运营及管理效率, 2019 年公司 CRO 研发效率已达 4.2 人/周/步。生产效率方面, 此前 CRO 业务中小试生产主要为 304 以及 106 车间的一半。2019 年年报显示, 每周生产批次数量同比增长约 53%。

图15 2019年 CRO 研发效率达 4.2 人/周/步


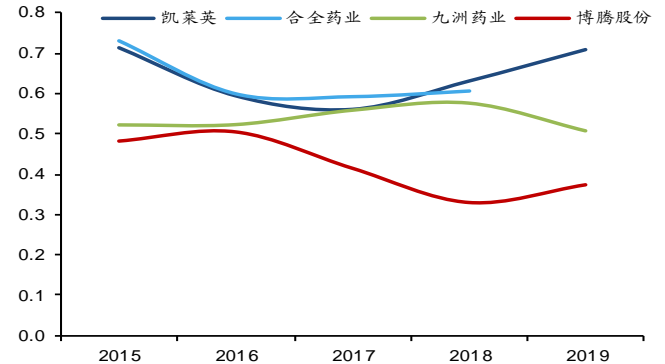
资料来源：投资者关系活动记录表，公司年报，海通证券研究所

3.3 看点三：优化资源利用效率，改善盈利水平

2019 年公司摊薄 ROE 仅为 6.1%，凯莱英以及合全药业近五年维持在 20% 左右。由于净利率 2015-19 年间多维持于 10-12% 间，我们认为 ROE 逐渐走低主要与资产周转率下降有关。公司通过资产重组的方式剥离亏损中间体产能、在建工程减少、转固增加提高资产利用效率，周转率及 ROE 水平自 2018 年起提升。

图16 2015-2019 博腾股份 ROE 水平与资产周转率呈正相关


资料来源：Wind，海通证券研究所

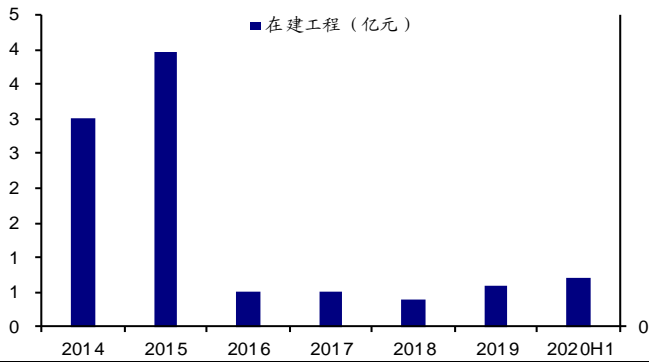
图17 2015-2019 可比公司资产周转率/次


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3.1 加强固定资产管理，拉升 ROE 水平

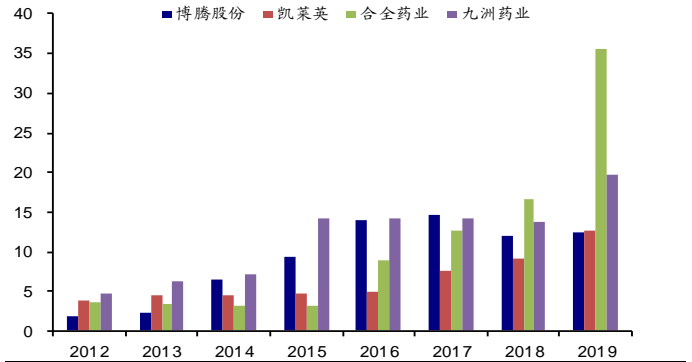
资产重组，剥离亏损中间体产能，提升资产利用效率。2014 年公司收购浙江博腾生产基地，新增 180 立方米产能 (占总产能的 13%)。浙江博腾自收购以来未得到有效利用，2015-17 年持续呈亏损状态，导致公司资产周转率于 2018 年跌至 0.33 次。我们认为资产利用效率低与固定资产未能匹配业务发展节奏有关。2018 年 9 月公司通过转让 60% 浙江博腾股权，剥离亏损中间体产能优化资产结构，资产周转率也呈上升趋势，2019 年已恢复至 0.37 次每年。由于距可比公司仍有较大差距，我们预计，资产周转率仍有较大提升空间，随公司新客户、新订单的持续拓展趋势，ROE 水平有望逐步改善。

图18 博腾股份在建工程自 2016 年迅速下降



资料来源: 2020 年半年度业绩会 PPT, 海通证券研究所

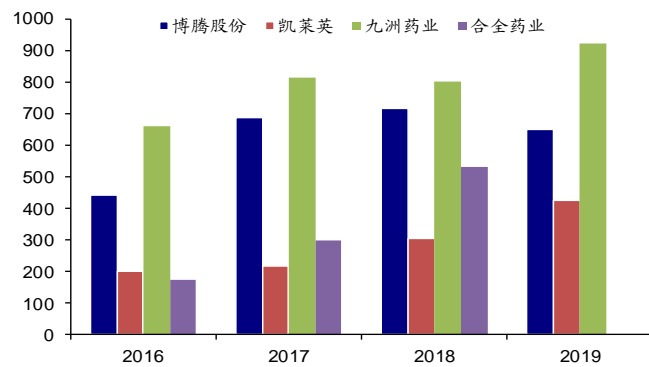
图19 2019 博腾股份固定资产与凯莱英相当 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

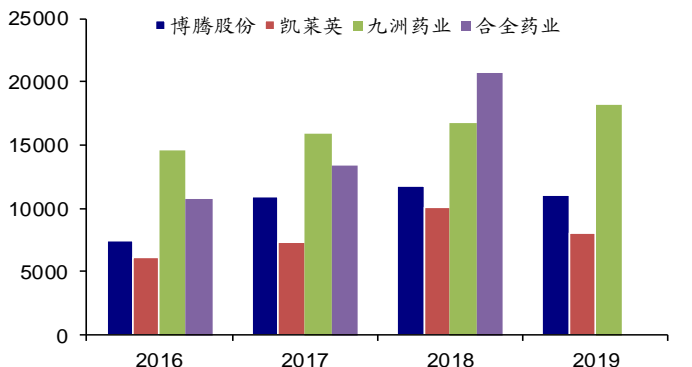
强化固定资产管理, 2019 年已与凯莱英相当, 折旧摊销 2018 年达峰值。公司自 2014 年上市以来, 由于前期产能不足持续加强固定资产投入, 投资力度较可比公司激进。2016 年公司浙江上虞一期、多功能 GMP 中试车间 (109)、101 车间等多项在建工程完工转固, 固定资产比上年末增加 4.68 亿元, 同比增加 50.3%。2017 年固定资产达 14.7 亿元, 高于九洲药业、凯莱英及合全药业。通过资产重组及对固定资产管理, 2019 年回落至 12.4 亿元, 与凯莱英相当。考虑固定资产折旧和无形资产摊销于 2018 年已达峰值, 2019 年摊销和折旧呈下降趋势, 我们预计盈利空间有望进一步扩大。

图20 可比公司无形资产摊销 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 可比公司固定资产折旧 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.3.2 产能充沛, 产能利用率提升带动毛利率增长

公司 2 个生产基地共计 1186M³ 保证充沛产能, 在建 109 车间预计 2021Q2 投产。对于 CMO/CDMO 企业, 体量取决于产能规模及利用率。产能是决定 CDMO 企业发展规模的重要因素。公司拥有两大生产基地, 涵盖 20L 到 10000L 不等规模的生产能力, 合计拥有产能约 1186M³, 满足客户从药物开发早期阶段所需的小规模生产到上市后所需的大规模生产的需求。公司目前在建 109 车间, 可提供 162 立方米产能, 预计 2021 年第二季度投产使用。

表 5 博腾股份生产基地及产能划分 (截止至 2019Q4)

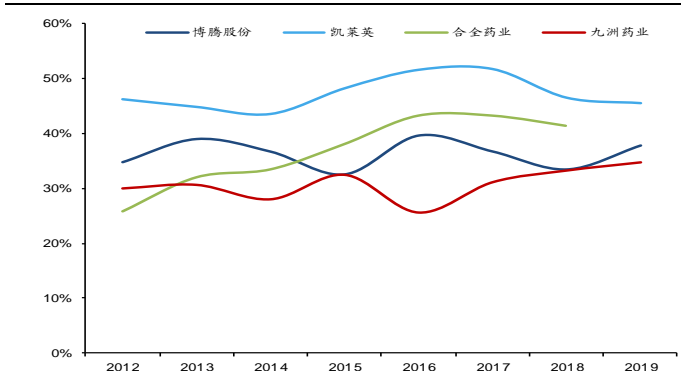
生产基地	已有产能	主要职能	在建产能
重庆长寿	695M ³	创新药定制业务、早期 CRO 落地平台	/
江西宜春	491M ³	多客户和初级中间体业务	109GMP 多功能车间 162M ³

资料来源: 公司年报、投资者关系活动记录, 海通证券研究所

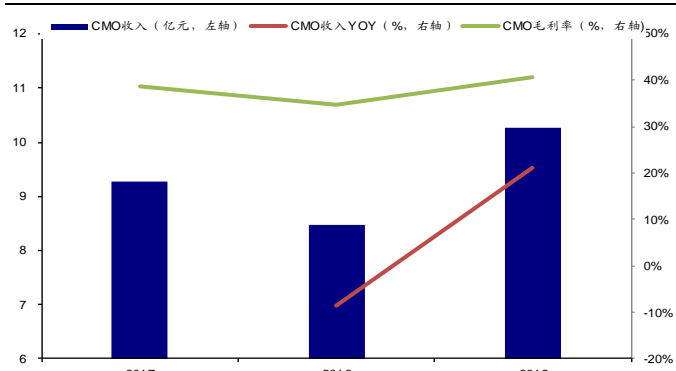
2019 年前三季度产能利用率达 60%, 拉动 CDMO 业务增长 22%。据投资者关系活动记录显示, 公司测算 2018 年一季度产能利用率仅为 45%, 经过运营管理效率提升,

2019 年长寿生产基地全年综合产能利用率大幅提升约 19 个百分点，2019 年前三季度整体产能利用率恢复至 60%。由于 CDMO 业务与产能及产能利用率密切相关，我们预计，随着 2018 年后相对后期项目进入商业化生产，早期项目 2020 年陆续过渡到三期，引流效用逐步兑现，CDMO 管线和收入规模可实现持续增长。

毛利率水平主要受产能利用率带动，预计 2020 年可达 40%。2019 年公司毛利率 37.8%，其中 CRO 业务 36.4%，CDMO 业务 40.8%，CDMO 毛利率高于 CRO，距凯莱英 2019 年毛利率 45.5%、合全药业 2018 年毛利率 41.5% 仍有差距。由于 2020 年无新增产能，我们认为公司毛利率水平提升主要受产能利用率带动。由于 CDMO 行业需要留有一定的富余产能接受新的业务订单，预计 75% 为较高水平，目前公司仍有较大提升空间。2019 年前三季度产能利用率提升至 60%，CDMO 业务毛利率随之恢复，预计 2020 年产能利用率的提升对毛利率将带来约 1% 的提升，预计 2020 年公司毛利率可达 40%，逐步恢复至行业正常水平。

图22 2019 博腾股份毛利率 37.8%


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 2019 博腾股份 CDMO 业务同比增长 21%


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.4 看点四: CDMO 产业链一体化布局, 助力长期发展

2019 正式启动制剂 CDMO 和生物 CDMO 两大新业务板块建设。自 2018 年来，公司迅速建立了基因细胞疗法一站式服务平台，打造包括从处方前到商业化及 LCM 的制剂开发和生产平台，并于 2020 年与晶泰科技签订战略合作协议，引入 AI 赋能研发，我们认为公司依靠抢占高景气度、竞争格局好的基因治疗、人工智能等赛道，有望通过差异化战略实现未来长期增长。2019 年两大新业务板块对公司合并财务报表层面净利润的影响金额约 -1096 万元。预计未来 2-3 年新业务板块仍将处于业务培育阶段。

2018 年成立博腾生物, 建立基因细胞疗法一站式服务平台。2018 年成立博腾生物，重点发展基因和细胞疗法，兼顾抗体的生物 CDMO 服务。搭建 GCT 平台三个：包括质粒工艺开发和生产、病毒载体 PD 和 cGMP 生产、细胞工艺开发和生产，预计 2020 年底完成工程平台建设，届时可提供质粒工艺开发及生产，Car-T 工艺开发及生产，腺病毒、慢病毒以及腺相关病毒的工艺开发和生产。

2019 成立博腾药业, 打造端到端的制剂服务平台。2019 年 8 月成立博腾药业，专注于搭建制剂工艺开发与生产技术平台，与化学原料药 CDMO 协同，打造包括从处方前到商业化及 LCM 的制剂开发和生产。服务剂型包括片剂、胶囊、颗粒剂、注射剂等多种常规和复杂制剂。公司在上海张江、重庆建立制剂研发中心，同时借助 J-STAR 在北美的技术优势和人才优势，启动 J-STAR 制剂实验室的建设，发展复杂制剂的研发能力。同时建立基于 QbD 的制剂工艺开发和优化，提供临床中后期及仿制药制剂工艺开发、优化和生命周期管理服务，确保药品质量和开发效率。预计 2020 年 11 月可以开始承接制剂 CDMO 实验室服务。

增加对外投资, 完善一体化 CDMO 制药服务平台的战略布局。2020 年 10 月 26 日，博腾股份发布公告，以 5000 万元向海普医药进行增资，增资后股权比例提升至

16.67%，海步医药承诺 2020、2021、2022 年度收入不低于人民币 8000/10000/13000 万元。海步医药主要业务包括自有产品业务 (API+制剂) 和 CRO 业务 (API+制剂)，在高难度和特色化学原料药研发与注册、化学仿制药制剂的研发、药物研发项目管理经验和药品注册方面具有丰富经验。已进行技术转移合计 100 余项，并在小分子化学药物的结构修饰改造、工艺路线优化创新、挑战晶型及工艺专利等技术创新方面申请相关发明专利 20 余项。该项投资将补足博腾股份多客户产品业务及制剂 CDMO 业务的研发团队能力和产品管线，为制剂 CDMO 业务快速进入仿制药业务奠定业务和客户群基础。

2020 年 12 月 9 日，公司使用自有资金 400 万元与居年丰以及重庆博英汇科技服务有限公司、杜金刚共同出资设立一家合资公司，致力于结合中国市场需求，探索搭建海外创新药引入服务，专注于全球创新医药产品和技术合作与引进，从全球范围内为中国制药企业筛选引进优质的创新药项目，丰富中国制药企业的创新药研发项目管线。通过参与海外创新药引入服务的布局，公司未来将逐步实现为客户提供全面一体化的研发、生产及产品、技术引入服务解决方案，有利于协同公司获得更全面的客户群体，有助于公司从全方位的角度更好的满足长尾客户服务需求，建立更加全面的客户、药物、靶点管线，提升公司 CDMO 服务的渗透率，建立更广泛的合作关系。

表 6 制剂 CDMO 服务平台布局

服务类别	基础资源配备	提供业务	具体内容
开发服务	上海张江、重庆、美国 J-STAR 研发中心	早期临床制剂和分析服务	晶型筛选、结晶工艺开发、粉体工程、增溶技术等处方前研究/药学研究
		制剂工艺开发及优化	基于 QbD 的制剂工艺开发和优化，提供临床中后期制剂工艺开发
		复杂制剂及仿制药开发	复杂制剂的研发需求；仿制药制剂开发
		制剂技术问题解决	支持临床及上市各阶段各类制剂开发的需求
生产服务	GMP 多功能车间； GMP 制剂商业化车间	临床样品生产、工艺放大、工艺验证和商业化生产	

资料来源：2020 年半年报业绩会 PPT，海通证券研究所

引入 AI 打造全新药物开发模式，提升药物研发和生产效率。2020 年 3 月博腾与深圳晶泰科技签订战略合作协议。将依托晶泰科技领先的人工智能药物研发平台，高效转化药物设计和晶型预测的计算结果，开启在药物结晶技术和工艺研究开发、药物智能开发平台、生物及制剂市场开拓等领域的多项深度合作，为全球客户提供“计算+实验+工艺开发制造”全新的药物设计与固态研发及工艺开发制造服务，以达到提升药物研发和生产效率目的，打造药物固态研发服务的行业新标杆。

2021 年 1 月 1 日，由于博腾股份投资的德心医药基金将进行提前清算并注销，公司直接继承润生药业有限公司 14.43% 股权，成为其第二大股东，由此介入了治疗哮喘和慢阻肺疾病的高端干粉吸入制剂领域。

4. 投资建议

4.1 业务拆分

将公司业务拆分为 CRO、原料药和制剂 CDMO，以及生物 CDMO 业务。

考虑到 CRO 业务基数较低，美国 J-SATR 业务发展较快，由于 2020 年受疫情影响，预计 CRO 收入增速 2020-2022 年分别为 22%/39%/30%。

原料药和制剂 CDMO 业务，预计原料药和制剂 CDMO 收入增速 2020-2022 分别为 38%/29%/26%，考虑到产能利用率的提高，毛利率整体呈现上升趋势。

生物 CDMO 业务，由于 2020 年下半年正式运营，从获得订单到转化收入仍需时间，预测生物 CDMO 收入 2020-2022 年分别为 0.2/0.8/2.0 亿元，基数低，增速快，毛

利率相对原料药和制剂 CDMO 业务更高。

表 7 博腾股份业务拆分预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
CRO	收入 (百万元)	3.0	4.9	6.0	8.3	10.7
	成本 (百万元)	2.0	3.1	3.5	4.8	6.1
	毛利率	32%	36%	41%	42%	43%
原料药和 制剂 CDMO	收入 (百万元)	8.5	10.3	14.2	18.2	22.9
	成本 (百万元)	5.5	6.1	8.5	10.7	13.3
	毛利率	35%	41%	40%	41%	42%
生物 CDMO	收入 (百万元)			0.2	0.8	2.0
	成本 (百万元)			0.1	0.4	1.0
	毛利率			45%	48%	50%
其他	收入 (百万元)	0.4	0.3	0.6	0.4	0.4
	成本 (百万元)	0.3	0.4	0.5	0.3	0.3
	毛利率	17%	-32%	20%	20%	20%
合计	收入 (百万元)	11.8	15.5	20.9	27.7	36.1
	成本 (百万元)	7.9	9.6	12.5	16.3	20.9
	毛利率	33%	38%	40%	41%	42%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 可比公司估值

考虑到公司核心业务为 CDMO 与 CRO, 我们选取主营业务相近的药明康德、凯莱英、九洲药业。

表 8 可比公司估值

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
药明康德	143.60	1.12	1.18	1.50	1.94	82.02	121.82	95.41	74.15
凯莱英	293.21	2.39	3.07	4.08	5.33	54.10	95.38	71.94	54.99
九洲药业	34.50	0.30	0.46	0.71	0.91	47.23	75.56	48.57	37.97
平均						97.59	71.97	55.70	

资料来源: Wind, 海通证券研究所 注: 股价日期为 2021/01/18 收盘价, 盈利预测为 Wind 一致预测

4.3 投资建议

博腾股份所处的 CDMO 与 CRO 行业景气度高, 由于中国的产业优势, 未来具有广阔的市场空间, 预计高增速的持续时间长。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.50、0.70、0.95 元, 参考可比公司估值, 我们给予其 2021 年 65-70 倍 PE, 合理价值区间 45.50-49.00 元, 维持“优于大市”评级。

5. 风险提示

药企研发投入下降; 公司技术竞争力下滑; 大客户产品收入下滑。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1551	2089	2774	3609
每股收益	0.34	0.50	0.70	0.95	营业成本	964	1257	1632	2076
每股净资产	5.65	6.15	6.85	7.80	毛利率%	37.8%	39.8%	41.2%	42.5%
每股经营现金流	0.65	0.38	0.46	1.00	营业税金及附加	13	26	33	40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	1.3%	1.2%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	45	96	133	180
P/E	108.11	74.29	52.69	38.94	营业费用率%	2.9%	4.6%	4.8%	5.0%
P/B	6.54	6.01	5.40	4.74	管理费用	198	267	366	487
P/S	12.93	9.60	7.23	5.56	管理费用率%	12.8%	12.8%	13.2%	13.5%
EV/EBITDA	21.33	43.54	39.10	28.32	EBIT	208	270	374	515
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	7	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	37.8%	39.8%	41.2%	42.5%	资产减值损失	-31	0	0	0
净利润率	12.0%	12.9%	13.7%	14.3%	投资收益	8	10	14	18
净资产收益率	6.1%	8.1%	10.2%	12.2%	营业利润	195	298	430	573
资产回报率	4.7%	6.2%	7.8%	9.1%	营业外收支	-1	9	0	0
投资回报率	5.7%	6.3%	8.1%	10.0%	利润总额	193	306	430	573
盈利增长 (%)					EBITDA	325	433	476	640
营业收入增长率	30.9%	34.6%	32.8%	30.1%	所得税	14	42	53	63
EBIT 增长率	68.1%	29.8%	38.5%	37.6%	有效所得税率%	7.1%	13.6%	12.3%	11.0%
净利润增长率	49.0%	45.5%	41.0%	35.3%	少数股东损益	-6	-5	-4	-5
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	186	270	381	515
资产负债率	22.5%	23.3%	24.1%	25.7%					
流动比率	2.98	3.12	3.17	3.13	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.43	2.51	2.53	2.50	货币资金	1175	1337	1549	2047
现金比率	1.82	1.74	1.66	1.68	应收账款及应收票据	349	470	623	812
经营效率指标					存货	343	443	571	732
应收账款周转天数	82.19	80.63	80.21	81.01	其它流动资产	60	146	220	207
存货周转天数	129.79	128.72	127.78	128.76	流动资产合计	1927	2397	2963	3798
总资产周转率	0.39	0.48	0.57	0.64	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.25	1.88	2.57	3.58	固定资产	1245	1111	1078	1009
					在建工程	63	84	97	115
					无形资产	85	113	108	114
					非流动资产合计	2029	1945	1921	1877
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3955	4342	4885	5675
净利润	186	270	381	515	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-6	-5	-4	-5	应付票据及应付账款	416	496	620	834
非现金支出	147	162	102	125	预收账款	24	27	38	51
非经营收益	34	-32	-38	-36	其它流动负债	208	245	276	330
营运资金变动	-9	-186	-189	-56	流动负债合计	647	769	935	1215
经营活动现金流	351	209	252	543	长期借款	242	242	242	242
资产	-170	-57	-54	-62	其它长期负债	2	2	2	2
投资	325	0	0	0	非流动负债合计	244	244	244	244
其他	20	10	14	18	负债总计	891	1013	1179	1459
投资活动现金流	175	-46	-40	-44	实收资本	543	543	543	543
债权募资	769	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3067	3337	3717	4233
股权募资	12	0	0	0	少数股东权益	-2	-8	-11	-17
其他	-1586	0	0	0	负债和所有者权益合计	3955	4342	4885	5675
融资活动现金流	-805	0	0	0					
现金净流量	-274	163	211	499					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 18 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
范国钦 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 人福医药,凯莱英,南微医学,片仔癀,华兰生物,迈瑞医疗,贝达药业,鱼跃医疗,泰格医药,贝瑞基因,万孚生物,天宇股份,智飞生物,老百姓,康弘药业,心脉医疗,一心堂,益丰药房,通策医疗,恒瑞医药,何氏眼科,金域医学,大参林,华夏眼科,长春高新,天坛生物,新产业,百奥泰-U,漱玉平民,吉贝尔

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com
联系人
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 周旭辉 zhx12382@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许耀之(755)82900465 xy121630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lw113065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 张钧博 zjb13446@htsec.com
 高瑞 gr13547@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com