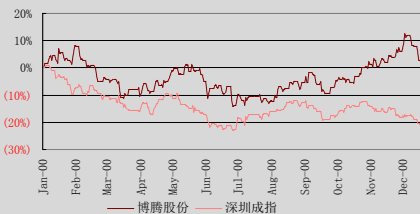


**300363.SZ**
**买入**

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 32.64

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	127.5	(7.2)	8.5	156.7
相对深证成指	98.2	(6.9)	5.0	114.8

发行股数(百万)	543
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	17,715
3个月日均交易额(人民币 百万)	197
净负债比率(%) (2020E)	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 2020 年 11 月 24 日收市价为标准

 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

## 原料药 CDMO 优质增长, 新战略布局稳步推进

公司 Q3 单季度实现收入 5.63 亿 (+23.16%), 扣非归母净利润 1.01 亿 (52.22%); 前三季度实现营业收入 14.88 亿 (+37.59%), 扣非归母净利润 2.20 亿 (+76.69%)。截至 2020Q3, 公司客户管线、产品管线的不断丰富和拓展, 新战略布局稳步推进。

### 支撑评级的要点

- “技术创新+服务创新”驱动, 原料药 CDMO 业务实现快速优质增长。2020 年 Q1-Q3, 公司 CRO 业务实现收入 4.50 亿元 (J-STAR 团队 1.54 亿元, 中国团队 2.96 亿元), 占公司营业总收入 30% (+48%); 公司 CMO 业务实现收入 10.02 亿元, 占公司营业总收入 67% (+33%)。
- 客户和产品管线不断丰富, 结构持续优化, API 方向发力, 助力公司长期发展。客户管线层面, 公司国内团队服务客户数 (仅包括有订单的客户) 132 家, J-STAR 团队服务客户数 68 家。2020 年 Q1-Q3 公司为全新的 23 家优质客户提供服务, 前十大客户的销售占比 59% (-3pct), 客户结构更加均衡; 产品管线层面, 公司已新确认 125 个产品订单, 创新药活跃项目数 (不含 J-STAR) 449 个, 相比于 2019 年末, 临床前和临床一期 270 个 (+37), 临床二期 63 个 (+14), 临床三期 49 个 (+2), NDA 有 10 个 (+4)。前十大产品的销售占比约 33% (-3pct), 产品结构持续优化; API 业务, 2020Q1-Q3 实现收入 9128 万元 (+30%), 服务 API 产品数为 44 个, 其中 6 个创新药 API 产品持续推进, 2 个完成工艺验证, 2 个工艺验证进行中。
- “医坚持研发投入, 生物、制剂 CDMO 产能逐步兑现中, 战略布局持续推进。2020 年 1-9 月, 公司研发投入 1.14 亿元, 占营收 7.67% (+27.21%)。生物 CDMO 和制剂 CDMO 早期布局基本完成。苏州腾飞创新国的研发中心和临床生产基地完成建设, 工艺开发实验室、技术平台和分析中心已投入使用, GMP 车间计划于 2020 年 11 月完成验证后投入使用。重庆三个制剂实验室已完成装修并初步具备项目承接能力, 上海张江研发中心计划于 2020 年 11 月正式投入使用。且公司计划投资 2.78 亿元在重庆两江新区启动制剂工厂一期建设, 布局制剂 GMP 产能。目前, 公司综合产能利用率已经提升至近 70%, 重庆长寿生产基地 109 车间预计 2021 年 6 月全面投入使用。

### 估值

- 我们预期 2020-2022 年净利润为 3.04/3.73/5.53 亿元, EPS 0.56/0.69/1.02 元, 当前股价对应 PE 58.3/47.5/32 倍。首次覆盖, 给予**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

- 市场需求波动, 新战略业务推进不达预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	1,185	1,551	2,239	3,306	5,059
变动(%)	0	31	44	48	53
净利润(人民币 百万)	201	246	304	373	553
全面摊薄每股收益(人民币)	0.229	0.342	0.560	0.687	1.020
变动(%)	15.9	49.0	63.7	22.8	48.4
全面摊薄市盈率(倍)	142.3	95.5	58.3	47.5	32.0
价格/每股现金流量(倍)	91.5	50.4	202.7	40.4	(85.2)
每股现金流量(人民币)	0.36	0.65	0.16	0.81	(0.38)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	54.7	47.1	36.7	29.2	22.7
每股股息(人民币)	0.046	0.103	0.113	0.161	0.250
股息率(%)	0.1	0.3	0.3	0.5	0.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	1,185	1,551	2,239	3,306	5,059
销售成本	(805)	(977)	(1,441)	(2,164)	(3,370)
经营费用	(67)	(218)	(346)	(583)	(952)
息税折旧前利润	313	356	453	558	736
折旧及摊销	(125)	(117)	(117)	(119)	(122)
经营利润(息税前利润)	188	239	336	439	615
净利息收入/(费用)	(35)	(7)	3	(12)	(17)
其他收益/(损失)	56	22	11	3	8
税前利润	209	254	350	430	606
所得税	(21)	(14)	(56)	(69)	(70)
少数股东权益	13	6	10	12	18
净利润	201	246	304	373	553
核心净利润	199	246	304	372	553
每股收益(人民币)	0.229	0.342	0.560	0.687	1.020
核心每股收益(人民币)	0.366	0.453	0.560	0.685	1.019
每股股息(人民币)	0.046	0.103	0.113	0.161	0.250
收入增长(%)	0	31	44	48	53
息税前利润增长(%)	15	27	41	31	40
息税折旧前利润增长(%)	12	14	27	23	32
每股收益增长(%)	16	49	64	23	48
核心每股收益增长(%)	120	24	23	22	49

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	209	254	350	430	606
折旧与摊销	125	117	117	119	122
净利息费用	35	7	(3)	12	17
运营资本变动	(38)	95	(290)	206	(305)
税金	(111)	(80)	(56)	(69)	(70)
其他经营现金流	(27)	(41)	(30)	(259)	(577)
经营活动产生的现金流	194	351	87	439	(208)
购买固定资产净值	(38)	(5)	16	16	20
投资减少/增加	41	7	5	5	5
其他投资现金流	(659)	173	(35)	(33)	(38)
投资活动产生的现金流	(656)	175	(14)	(12)	(13)
净增权益	(25)	(56)	(61)	(88)	(136)
净增债务	195	(806)	247	141	26
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,350	30	13	(114)	(240)
融资活动产生的现金流	1,520	(805)	252	43	(129)
现金变动	1,058	(279)	325	469	(350)
期初现金	307	1,491	1,175	1,499	1,969
公司自由现金流	(462)	526	73	427	(221)
权益自由现金流	(232)	(273)	317	580	(177)

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,068	1,200	1,516	1,985	1,639
应收帐款	407	372	897	976	1,891
库存	270	343	599	818	1,337
其他流动资产	15	12	40	30	83
流动资产总计	2,760	1,927	3,052	3,809	4,949
固定资产	1,240	1,308	1,218	1,126	1,036
无形资产	90	85	74	63	51
其他长期资产	26	387	146	186	240
长期资产总计	1,356	1,780	1,438	1,375	1,327
总资产	4,374	3,955	4,743	5,437	6,528
应付帐款	247	416	573	859	1,336
短期债务	642	0	200	250	300
其他流动负债	344	232	408	392	558
流动负债总计	1,233	647	1,181	1,500	2,193
长期借款	255	242	200	300	300
其他长期负债	2	2	2	2	2
股本	543	543	543	543	543
储备	2,421	2,583	2,829	3,116	3,531
股东权益	2,963	3,126	3,372	3,659	4,074
少数股东权益	0	(2)	(12)	(24)	(42)
总负债及权益	4,374	3,955	4,743	5,437	6,528
每股帐面价值(人民币)	5.46	5.76	6.21	6.74	7.51
每股有形资产(人民币)	5.29	5.60	6.08	6.63	7.41
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.09)	(1.72)	(2.03)	(2.61)	(1.88)

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	26.4	22.9	20.2	16.9	14.6
息税前利润率(%)	15.9	15.4	15.0	13.3	12.2
税前利润率(%)	17.6	16.4	15.6	13.0	12.0
净利率(%)	16.9	15.9	13.6	11.3	10.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.2	3.0	2.6	2.5	2.3
利息覆盖率(倍)	5.3	33.6	n.a.	36.6	36.0
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)	2.0	2.4	2.1	2.0	1.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	142.3	95.5	58.3	47.5	32.0
核心业务市盈率(倍)	89.2	72.0	58.3	47.7	32.0
市净率(倍)	6.0	5.7	5.3	4.8	4.3
价格/现金流(倍)	91.5	50.4	202.7	40.4	(85.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	54.7	47.1	36.7	29.2	22.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	122.3	114.4	119.3	119.5	116.7
应收帐款周转天数	106.3	91.6	103.4	103.4	103.4
应付帐款周转天数	88.7	78.0	80.6	79.1	79.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	12.5	22.7	20.2	23.5	24.6
净资产收益率(%)	9.2	8.1	9.3	10.6	14.3
资产收益率(%)	4.7	5.4	6.5	7.2	9.1
已运用资本收益率(%)	1.0	1.3	2.1	2.3	3.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测