

博腾股份(300363)

报告日期: 2023年04月23日

# 大订单减少, 人员进入兑现期

## ——2023Q1 点评报告

### 投资要点

□ 随着大订单交付进入尾声, 能力升级、产能升级了的新博腾迈入 2023 年。虽然表现收入增长仍然受到大订单带来的高基数影响, 利润增长受到 2022 年快速拓展升级带来的高费用影响, 但我们看到投资者最期待的常规业务高增长已经逐渐兑现。除去大订单影响后, 收入结构稳步升级、新业务逐步兑现, 我们看好后新冠时代新博腾股份的多角度快速发展。

□ **财务表现: 大订单影响逐渐削弱, 盈利能力趋近行业水平**

公司发布 2023Q1 财报, 2023Q1 实现收入 13.78 亿, YOY -4.5%; 归母净利润 3.04 亿, YOY -20.37%; 净利率 20.29%, YOY -4.54pct, 毛利率 50.23%, 环比基本持平, YOY +1.29pct。剔除新方向布局及参股公司的影响, 23Q1 实现净利润 3.58 亿, YOY -14%。

我们认为, 公司总收入的下滑主要是由于大订单交付同比减少, 净利率下滑主要是受到 2022 年技术平台、产能、人员快速扩张所造成的费用端上涨的影响, 随着大订单占比减少, 公司盈利水平正逐渐趋近于行业正常水平。

□ **成长能力: 常规业务或已恢复高增长, 小分子结构升级**

分板块来看,

**原料药 CDMO:** 2023Q1 实现收入 13.63 亿, YOY -5%, 制剂 CDMO 收入 677 万, YOY 330%, CGT CDMO 收入 766 万, 同比基本持平。我们认为, 公司原料药 CDMO 收入下滑主要是受到 2022Q1 大订单集中交付的影响。参考公司 2022 年报披露的未交付大订单总额, 我们预计扣除大订单后, 公司常规业务已经恢复较高增长。

从收入结构来看, 2023Q1 公司服务 API 产品数 73 个, 同比增加 17 个; 实现收入 1.02 亿, YOY 29%, 小分子收入结构稳步升级。

**CGT CDMO 及制剂 CDMO:** CGT 及制剂 CDMO 由于订单较少, 受确认节奏波动较大。从已签订单客户数来看, 制剂 CDMO 签定客户数 43 家, YOY 95%; CGT CDMO 签定客户数 37 家, YOY 68%, 对中短期业绩起到有力支撑。按照历史确认节奏推测, 我们认为 Q1 或是新业务全年兑现低点, 随着产能的逐渐完善, 23 年有望实现高增长。

□ **盈利能力: 从高速拓展到提升人效, 费用绝对值或同比微增**

公司 2023Q1 总体毛利率 50.23%, 在大订单占比减小的前提下, 毛利率同比略有提升。我们认为这主要来源于小分子 CDMO 生产效率的提升, 随着 2023H2 大订单交付基本完成, 单季度毛利率将逐渐恢复到行业水平。

净利率下滑主要受到 2022 年能力加速建设带来的费用上升的影响。公司 2023Q1 员工总数 5377 人, Q1 新增 45 人, 我们认为公司 2023 年将由高速拓展进入到提升人效阶段。从费用绝对值来看, 自 2022Q2 公司三项费用(除受汇兑及利息影响的财务费用)总额基本稳定。我们预测 2023 年公司费用端绝对值或较 2022 年同比微增, 净利率约为 15%。

□ **盈利预测与估值**

我们预测 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.85 亿、6.15 亿及 10.63 亿, EPS 分别为 1.25、1.13 及 1.95 元。对应 2023 年 4 月 21 日收盘价 2023 年 PE 约为 29 倍。参考可比公司估值及行业地位, 维持“买入”评级。

□ **风险提示**

新增固定资产折旧、股权激励、汇兑对表观业绩影响的波动性; 新业务的盈利周期的波动性; 创新药投融资景气度下滑。

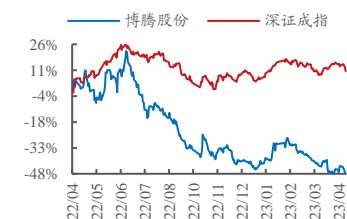
### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 36.84
总市值(百万元)	20,115.65
总股本(百万股)	546.03

### 股票走势图



### 相关报告

- 《能力建设加速, 新博腾蓄势待发》 2023.03.27
- 《CGT 产业化启动, 看好新弹性——博腾股份事件点评报告》 2022.12.22
- 《高增长、高盈利持续, 能力建设加速——2022 年三季度点评报告》 2022.10.25

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7035	4668	5253	7279
(+/-) (%)	127%	-34%	13%	39%
归母净利润	2005	685	615	1063
(+/-) (%)	283%	-66%	-10%	73%
每股收益(元)	3.67	1.25	1.13	1.95
P/E	10	29	33	19

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5463	4370	5519	6123
现金	2850	2849	2129	3335
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1457	359	1968	2270
其它应收款	61	40	45	63
预付账款	62	43	54	74
存货	902	929	840	231
其他	130	150	788	150
<b>非流动资产</b>	4682	5897	6361	6787
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	373	363	363	363
固定资产	2120	3477	4020	4420
无形资产	267	292	329	379
在建工程	1029	977	826	736
其他	893	787	822	888
<b>资产总计</b>	10144	10268	11880	12910
<b>流动负债</b>	3016	2508	3604	3566
短期借款	303	131	978	377
应付款项	1788	1667	1829	2190
预收账款	0	70	53	73
其他	925	640	744	927
<b>非流动负债</b>	656	488	388	388
长期借款	313	213	113	113
其他	343	276	276	276
<b>负债合计</b>	3672	2996	3993	3955
少数股东权益	469	451	451	253
归属母公司股东权益	6003	6821	7436	8702
<b>负债和股东权益</b>	10144	10268	11880	12910

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2564	1808	(726)	2675
净利润	1936	666	615	1045
折旧摊销	241	314	428	510
财务费用	(39)	(55)	(5)	0
投资损失	30	11	0	0
营运资金变动	577	861	(1588)	125
其它	(182)	11	(175)	994
<b>投资活动现金流</b>	(1436)	(1594)	(878)	(890)
资本支出	(1059)	(1600)	(800)	(800)
长期投资	5	9	0	0
其他	(381)	(4)	(78)	(90)
<b>筹资活动现金流</b>	261	(215)	884	(579)
短期借款	(86)	0	978	(601)
长期借款	289	(100)	(100)	0
其他	58	(115)	5	23
<b>现金净增加额</b>	1389	(2)	(720)	1206

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7035	4668	5253	7279
营业成本	3380	2564	3049	4211
营业税金及附加	63	23	26	36
营业费用	203	207	224	280
管理费用	604	610	659	824
研发费用	520	525	567	708
财务费用	(39)	(55)	(5)	0
资产减值损失	52	82	92	127
公允价值变动损益	22	30	10	30
投资净收益	(30)	(11)	0	0
其他经营收益	21	20	20	20
<b>营业利润</b>	2265	750	672	1141
营业外收支	(19)	0	0	0
<b>利润总额</b>	2246	750	672	1141
所得税	309	84	57	96
<b>净利润</b>	1936	666	615	1045
少数股东损益	(69)	(19)	0	(18)
<b>归属母公司净利润</b>	2005	685	615	1063
EBITDA	2488	1059	1124	1662
EPS (最新摊薄)	3.67	1.25	1.13	1.95

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	126.55%	-33.65%	12.54%	38.57%
营业利润	226.65%	-66.89%	-10.43%	69.89%
归属母公司净利润	282.78%	-65.84%	-10.22%	72.78%
<b>获利能力</b>				
毛利率	51.96%	45.06%	41.97%	42.15%
净利率	27.53%	14.28%	11.71%	14.35%
ROE	37.63%	9.97%	8.11%	12.34%
ROIC	27.96%	9.01%	7.22%	10.88%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.20%	29.18%	33.61%	30.63%
净负债比率	19.51%	10.45%	29.84%	14.92%
流动比率	1.81	1.74	1.53	1.72
速动比率	1.51	1.37	1.21	1.65
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.84	0.46	0.47	0.59
应收账款周转率	5.65	5.00	4.18	3.16
应付账款周转率	5.47	3.34	3.26	3.99
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	3.67	1.25	1.13	1.95
每股经营现金	4.70	3.31	(1.33)	4.90
每股净资产	10.99	12.49	13.62	16.30
<b>估值比率</b>				
P/E	10.03	29.36	32.71	18.93
P/B	3.35	2.95	2.71	2.26
EV/EBITDA	8.38	17.22	17.65	10.84

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>