战略转型初获成功助推公司走出低谷，2019年迎来业绩拐点
——博腾股份（300363）

首次覆盖报告

崔文亮（分析师）
010-83561311
cuiwenliang@xsdzq.cn
证书编号：S0280518120002

战略转型初获成功，建设CDMO一体化服务能力
2017年以前，公司实行“大客户”、“大品种”战略，2012~2016年取得了快速增长，但2017年开始，伴随索非布韦和卡格列净中间体收入持续下滑，公司收入和净利润受到较大影响，迫使公司2017年开始战略转型。2017年以来，公司实施了全面的战略调整、营销改革，通过收购J-STAR和大力度研发投入，搭建了CRO+CDMO一体化服务体系，同时，推动“3+5+N”客户战略，在原有3大核心战略客户基础上，加大力度开发5大潜力大客户，开发北美中小型客户和中国客户，2017~2019H1，公司新客户数量、新产品数量持续快速增长，CRO业务占比持续提升，客户集中度和产品集中度持续下降，不仅分散了风险，同时培育了未来增长点。

2019年是公司业绩拐点年，期权激励行权条件彰显经营信心

未来3年净利润复合增速有望超过35%，估值水平有望持续修复
我们预计，公司2019~2021年收入15.2亿、19.0亿和23.5亿元，同比增长28%、25%和24%，净利润1.63亿、2.28亿和3.38亿元，同比增长31%、40%和48%，当前股价对应2019~2021年估值分别为36X/26X/18X，2020年PEG小于1，考虑到经过两年战略转型，公司已经走出低谷，2019年有望迎来中长期业绩拐点，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：公司订单和收入增长低于预期；毛利率和净利率不能持续提升；因关联方非经营性资金占用事项收到中国证券监督管理委员会重庆监管局调查通知书。

财务摘要和估值指标

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>营业收入(百万元)</td>
<td>1,184</td>
<td>1,185</td>
<td>1,520</td>
<td>1,900</td>
<td>2,350</td>
</tr>
<tr>
<td>增长率(%)</td>
<td>-10.7</td>
<td>0.1</td>
<td>28.3</td>
<td>25.0</td>
<td>23.7</td>
</tr>
<tr>
<td>净利润(百万元)</td>
<td>107</td>
<td>124</td>
<td>163</td>
<td>228</td>
<td>338</td>
</tr>
<tr>
<td>增长率(%)</td>
<td>-37.2</td>
<td>15.9</td>
<td>31.0</td>
<td>40.0</td>
<td>48.0</td>
</tr>
<tr>
<td>毛利率(%)</td>
<td>36.7</td>
<td>33.5</td>
<td>37.0</td>
<td>38.5</td>
<td>40.0</td>
</tr>
<tr>
<td>净利率(%)</td>
<td>9.1</td>
<td>10.5</td>
<td>10.7</td>
<td>12.0</td>
<td>14.4</td>
</tr>
<tr>
<td>ROE(%)</td>
<td>6.5</td>
<td>3.9</td>
<td>5.4</td>
<td>7.1</td>
<td>9.5</td>
</tr>
<tr>
<td>EPS(摊薄/元)</td>
<td>0.20</td>
<td>0.23</td>
<td>0.30</td>
<td>0.42</td>
<td>0.62</td>
</tr>
<tr>
<td>P/E(倍)</td>
<td>55.1</td>
<td>47.5</td>
<td>36.3</td>
<td>25.9</td>
<td>17.5</td>
</tr>
<tr>
<td>P/B(倍)</td>
<td>4.3</td>
<td>2.1</td>
<td>2.0</td>
<td>1.8</td>
<td>1.7</td>
</tr>
</tbody>
</table>

推荐（首次评级）

市场数据
time 2019.08.01
收盘价(元): 10.9
一年最低/最高(元): 7.04/11.84
总股本(亿股): 5.43
总市值(亿元): 59.16
流通股本(亿股): 4.3
流通市值(亿元): 46.82
近3月换手率: 50.88%

收益涨幅（%）

<table>
<thead>
<tr>
<th>类型</th>
<th>一个月</th>
<th>三个月</th>
<th>十二个月</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>相对</td>
<td>33.28</td>
<td>27.45</td>
<td>-0.86</td>
</tr>
<tr>
<td>绝对</td>
<td>29.92</td>
<td>24.65</td>
<td>9.47</td>
</tr>
</tbody>
</table>

相关报告

2018/08 2018/11 2019/01 2019/05 2019/08
博腾股份 沪深300

--

敬请参阅最后一页免责声明

-1- 证券研究报告
目录

1、 历史回顾：2017 年战略转型前公司所面临的问题……………………………………………………………………4
2、 2017 年底开始战略转型，建设 CDMO 一体化服务能力…………………………………………………………...6
  2.1、 从“CMO 向 CDMO 转型，全面加大研发投入…………………………………………………………………6
  2.2、 从“大客户”战略到“3+5+N”战略……………………………………………………………………………...9
  2.3、 全面实施营销转型，销售架构逐步完善………………………………………………………………………12
  2.4、 推动产品向 API 升级…………………………………………………………………………………………12
  2.5、 打造全球领先的制药企业服务平台……………………………………………………………………………13
3、 2019 年是公司业绩拐点之年，多个因素正在积极变化…………………………………………………………...14
  3.1、 公司毛利率有较大提升空间……………………………………………………………………………………14
  3.2、 费率有望持续下降………………………………………………………………………………………………14
  3.3、 出售浙江博腾，不再受其亏损拖累……………………………………………………………………………16
  3.4、 中报业绩向好超预期，经营拐点已经明确…………………………………………………………………16
  3.5、 激励条件要求苛刻，2019 年收入规模将突破历史新高………………………………………………….17
4、 CDMO 行业加速向中国转移…………………………………………………………………………………………17
  4.1、 从 CMO 向 CDMO 发展是产业升级必然趋势…………………………………………………………………17
  4.2、 CDMO 产业加速向中国转移……………………………………………………………………………………18
5、 盈利预测与投资建议………………………………………………………………………………………………….19
  5.1、 收入与净利润测算…………………………………………………………………………………………………19
  5.2、 投资逻辑……………………………………………………………………………………………………………20
  5.3、 盈利预测与投资建议………………………………………………………………………………………………21
6、 风险提示…………………………………………………………………………………………………………………21
附：财务预测摘要…………………………………………………………………………………………………………22

图表目录

图 1：吉利德抗丙肝药物收入与增速………………………………………………………………………………..4
图 2：公司抗丙肝中药中间体收入与增速……………………………………………………………………….4
图 3：强生卡列宁（复方）销售收入及增速……………………………………………………………………5
图 4：公司卡列宁中间体收入与增速………………………………………………………………………………5
图 5：公司收入及增速………………………………………………………………………………………………5
图 6：公司归母净利润及增速………………………………………………………………………………………6
图 7：公司实现 CDMO 业务转型……………………………………………………………………………………7
图 8：CRO 业务收入及增速…………………………………………………………………………………………7
图 9：CRO 业务毛利率………………………………………………………………………………………………7
图 10：公司研发中心分布………………………………………………………………………………………..8
图 11：公司重点搭建的技术平台………………………………………………………………………………….9
图 12：研发人员数量增长…………………………………………………………………………………………9
图 13：研发费用投入增长…………………………………………………………………………………………9
图 14：公司向“3+5+N”战略转型……………………………………………………………………………………10
图 15：来自中国和北美客户的收入………………………………………………………………………………10
图 16：来自潜在大客户收入……………………………………………………………………………………11
图 17：扣除卡列宁中间体和索非布韦中间体的收入及增速…………………………………………………11
图 18：API 业务收入及增速………………………………………………………………………………………13
图 19：公司搭建全球领先的制药企业服务平台…………………………………………………………………13
图 20: 公司毛利率开始回升
图 21: 可比公司毛利率
图 22: 公司三项期间费用率变化
图 23: 可比公司合全药业三项期间费用率变化
图 24: 公司净利率变化
图 25: 可比公司合全药业净利率率变化
图 26: 浙江博腾持续拖累公司业绩
图 27: 公司收入增长拐点已现
图 28: 公司扣非净利润呈现增长
图 32: 公司服务客户数量持续增加
图 33: 公司服务新产品数量持续增加
图 34: 客户收入占比集中度
图 35: 产品收入占比集中度

未找到目录项。
1. 历史回顾：2017 年战略转型前公司所面临的问题

公司专注于创新药中间体/API 定制 CMO 业务，2017 年以前，公司奉行“大客户、大品种”战略，这与公司的成长历史有关，公司早期在一定程度上是依赖于强生发展起来的，2013 年，公司来自强生一个客户的收入占比高达 62.56%，对应收入 4.6 亿元，此后，公司又重点开拓了吉利德，成为吉利德抗丙肝药物索非布韦中间体的核心供应商，同时伴随强生抗糖尿病药物卡格列净（卡格列净）、吉利德抗丙肝药物索非布韦上市后的快速放量，公司作为这两个大品种中间体的核心供应商，订单和收入也随之快速增长，公司从 2009 年收入 2.89 亿，增长到 2016 年收入 13.27 亿元，7 年复合增长率 24%，在这一特定阶段，可以说，公司上述“大客户、大品种”战略取得了成功，2016 年，仅抗糖尿病+抗丙肝药物中间体收入合计 6.6 亿，收入占比达到 50%。

但是，上述“大客户、大品种”战略最致命的问题就是对单一客户、单一品种依赖度过高，当对应的客户与品种收入产生波动时，对公司的收入影响很大。

2017 年开始，吉利德抗丙肝药物销售开始颓势尽显，一方面丙肝患者逐渐治愈，患者群越来越小，另一方面，越来越多的抗丙肝药上市，竞争持续加剧，同时，吉利德此前中间体备货较多，2016 年仅向博腾采购中间体就高达 4.4 亿左右，因此，2017 年开始，吉利德抗丙肝药物中间体采购额迅速下降到 1 亿左右，2018 年更是进一步下滑到 0。


图 1：吉利德抗丙肝药物收入与增速

图 2：公司抗丙肝药物中间体收入与增速

资料来源：新时代证券研究所
综上，曾经为公司贡献半壁江山的两个“大品种”因销售下降而带来公司中间体订单和收入下降，导致公司2017和2018年两年收入停滞不前，出现下滑。

表面看，2017年公司表观收入11.84亿元，同比下滑11%，但并购的J-star为公司带来7000万收入，扣除J-star并表因素，公司真实收入下滑16%。

利润方面，2017年，公司不仅受到核心品种收入下滑的影响，同时受财务费用（财务费用高达6653万元）和浙江博腾子公司亏损拖累（浙江博腾亏损4000万，控股65%），汇兑损失1800万，公司2017年归母净利润仅1.07亿，同比下降37%，2018年，公司归母净利润1.24亿元，表面看实现增长15.86%，但其中处置浙江博腾60%股权带来投资收益3691万，扣非净利润仅7205万元，同比下滑20%。是公司经营谷底，一方面，公司产能利用率较低，折旧拉低毛利率，2018年毛利率仅...
33%，为历史上最低，同时，公司2017年开始转型，研发人员数量增加和研发投入加大，导致管理费用率提升。因此，导致公司2018年扣非净利润仅0.72亿元，净利润率仅6%。

图6：公司归母净利润及增速

![公司归母净利润及增速图表](image)

资料来源：公司年报、新时代证券研究所

2、2017年底开始战略转型，建设CDMO一体化服务能力

面对2017年“大客户、大品种”销售波动带来的影响，公司管理层全面分析行业现状和趋势，调整经营思路，在保持原有优势的同时，加大决心和力度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”的业务变革举措，同时确立公司的长期奋斗目标为“全球领先的制药服务平台”。

2.1、从“CMO向CDMO转型，全面加大研发投入

2017年4月，公司以2600万美元完成对美国CRO公司J-STAR的收购，公司从传统CMO向CRO+CMO一体化的CDMO转型。CDMO业务处于临床早期的业务，以提供研发服务为主，CMO业务是处于临床后期及商业化阶段的业务，以提供生产服务为主。

- CMO业务特点：以商业化产品为主的CMO业务具有单个项目商业价值较高（价值可达百万美金至数千万美金）、产能需求大、持续性及客户粘性较强的特点。这类项目处于临床三期以后，工艺路线基本成熟，对质量的稳定性和供应链安全性的要求高，公司主要为其提供持续的工艺优化及生产服务。

- CRO业务特点：与CMO业务不同，CRO业务存在项目数量多，但单个项目价值总量较CMO业务偏低的特点（平均20-30万美金）。CRO项目一般处于临床早期，客户对交付速度敏感性更高，对成本敏感性更低。相比CMO业务侧重于生产和工艺放大能力，CRO业务则侧重于高效交付和灵活的研发及资源配置能力。
目前，公司 CRO 业务主要由中国研发中心和美国 J-STAR 承接，作为公司战略性新业务，CRO 业务一方面可以直接贡献业绩，但更重要的是，通过 CRO 业务，公司可以更早地介入客户项目，储备项目管线并起到引流作用，为 CMO 业务发展奠定基础。

2017 年以来，公司 CRO 业务收入规模显著增长，毛利率也持续提升。此外，值得一提的是，公司对 J-STAR 收购完成后进行了有效的整合与对接，J-STAR 研发人员从 46 个增加到 81 人，销售收入从 2017 年 1 亿左右（2017 年 4-12 月收入 7000 万）增长到 2018 年 1.32 亿元，2019 年上半年已经达到 8136 万元，增长趋势明确。
博腾股份


目前，公司已经在美国新泽西、上海、重庆、成都均设立研发中心，其中，美国新泽西已经整合了公司原有关美国研发中心与 J-STAR，研发人员达到 90 多个，占公司总体研发人员数量接近三分之一，公司是国内 CDMO 领域真正在美国布局规模化研发中心的唯一公司；上海研发中心人数也达到 134 人，占比超过三分之一，作为超一线城市，能够更好地吸引全球顶尖人才；成都研发人员 30 人左右，主要服务于 MCP 业务；重庆作为公司总部，研发人员数量在 80 人左右。

图10：公司研发中心分布

博腾股份主要研发中心

重庆研发中心，总部：研发人员80人左右。

成都研发中心：研发人员30人左右，主要服务于MCP业务。

上海研发中心：研发人员达到134人，占比超过1/3。

美国新泽西研发中心：整合公司原有关美国研发中心和J-STAR，研发人员90人左右，占比接近1/3。

公司目前已经在上述 4 大研发中心建成合成、分析、氢化、公斤级、安全、酶催化、结晶、流体化学等各类实验室共计 57 个，在建实验室 4 个，并确立了以“结晶+酶催化+流体+高活+SCF”五位一体的技术平台建设，对于 CRO 业务，技术是立足之本，J-STAR 原本在结晶技术方面处于全球领先水平，公司将借助 J-STAR 在结晶领域的技术优势搭建技术平台，同时，2018 年 4 月，公司与美国 Codexis 签署战略合作协议，获得 Codexis 在酶催化领域的技术合作，同时，公司还在全球范围内网罗顶尖技术人才，技术平台逐步形成，为公司承接更多高附加值、高技术难度的 CRO 项目打下基础。
研发费用方面，虽然 2017 年和 2018 年，公司收入和利润出现下滑，但公司的研发投入稳步提升，2019 年上半年研发支出 6244 万，同比增长 54%。

图 12: 研发人员数量增长

图 13: 研发费用投入增长

2.2、从“大客户”战略到“3+5+N”战略

历史上，公司一直坚持“大客户”及“大客户+”战略，2017 年底，公司开始提出“3+5+N”战略，3 即是公司传统大客户强生、吉利德及近几年成为战略合作伙伴的 GSK；5 分别指辉瑞、诺华、罗氏、勃林格殷格翰（B1）、艾尔建，上述 5 家客户经过多年培育，已经开始取得成果，开始为其提供商业化药品中间体；N 是指中小客户，公司意识到仅服务大客户带来的潜在弊端，开始着力培育中小客户，特别是 2017 年上半年收购的美国 J-star，原本在服务中小创新药企客户方面具有优
势，收购完成后为公司带来了众多及潜在的中小客户。

借助美国 CRO 平台 J-STAR，公司将北美生物技术企业作为 2018 年业务开拓的重点，2018 年获得北美 20 家生物技术企业的业务订单，来自北美中小客户收入首次超过 5000 万元，成为公司业务增长新动力之一。

与此同时，随着 MAH 制度的推出，将打破中国现行药品上市许可与生产许可“捆绑制”管理模式，国内医药外包服务市场容量有望得到进一步释放，2017 年下半年，公司开始主动出击国内市场，为国内不同需求的制药企业和医药研发机构提供从中间体到 API 的 MAH 委托生产服务。

### 图14：公司向“3+5+N”战略转型

<table>
<thead>
<tr>
<th>“大客户”、“大客户+”</th>
<th>“3+5+N”市场联动的营销转型策略</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>强生</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>吉利德</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>N</td>
<td>着力培育中小客户</td>
</tr>
</tbody>
</table>
| 北美中小客户、中国客户 | 收购美国 J-star 后为公司带来众多潜在的中小客户。

在上述战略转型下，2018 年，公司对中国制药企业及药物研发机构客户实现销售收入 5000 万元左右，同比实现翻倍增长；对北美生物技术公司的销售则实现从无到有的突破，全年实现销售 5000 万左右。2019 年上半年，来自中国制药企业及北美生物科技公司收入超过 6000 万元，继续保持良好的发展势头。

### 图15：来自中国和北美客户的收入

<table>
<thead>
<tr>
<th>年份</th>
<th>2017年</th>
<th>2018年</th>
<th>2019H</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>金额（万元）</td>
<td>2000</td>
<td>10000</td>
<td>5000</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司年报、新时代证券研究所
与此同时，除了强生、吉利德和 GSK，公司持续重点服务的潜在大客户辉瑞、罗氏、诺华、罗氏、勃林格殷格翰、艾尔建也逐步培育壮大，2018 年收入合计超过 1 亿，同比增长 140%。2019 年上半年收入合计 6542 万元，同比增长 37%。

图16：来自潜在大客户的收入

<table>
<thead>
<tr>
<th>年份</th>
<th>收入（百万元）</th>
<th>YOY</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2017</td>
<td>393</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2018</td>
<td>551</td>
<td>40%</td>
</tr>
<tr>
<td>2019H</td>
<td>666</td>
<td>21%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司年报、新时代证券研究所

事实上，也正是由于公司 2017 年和 2018 年实施战略转型，通过 CRO 业务及开拓上述新客户（五大潜在客户 +北美中小客户 +中国客户）的方式，极大的抵御了公司收入因卡格列净中间体和丙肝药物中间体下降所带来的影响。2017 年，上述两个大产品收入下降 65%，但公司整体收入仅下降 11%，即使剔除掉 J-star 并表贡献，也仅下降 16%，主要就是公司上述战略转型的举措起到一定缓冲作用。

如下图所示，如果剔除掉卡格列净中间体和索非布韦中间体收入，公司其他产品的收入实际上一直是持续增长的，增长的来源包括 CRO 业务的培育与增长、来自五大潜在大客户的收入的增长、新开拓北美中小客户与中国客户收入的增长、传统大客户 GSK 收入增长等，体现了公司近两来战略转型的成果。

图17：扣除卡格列净中间体和索非布韦中间体的收入及增速

<table>
<thead>
<tr>
<th>年份</th>
<th>收入（百万元）</th>
<th>YOY</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2014</td>
<td>393</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2015</td>
<td>551</td>
<td>40%</td>
</tr>
<tr>
<td>2016</td>
<td>666</td>
<td>21%</td>
</tr>
<tr>
<td>2017</td>
<td>999</td>
<td>50%</td>
</tr>
<tr>
<td>2018</td>
<td>1,165</td>
<td>17%</td>
</tr>
<tr>
<td>2019H</td>
<td>625</td>
<td>22%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司年报、新时代证券研究所
2.3、全面实施营销转型，销售架构逐步完善

过去，由于公司执行“大客户”“大客户+”战略，对其他客户特别是中小客户的开发力度不够，在确立了战略转型后，2018年，公司新引入5名BD（市场开发人员），分别负责北美和中国市场的业务开发，公司引入的BD大部分为具有丰富CMO行业经验的欧美当地人。目前，公司BD数量已经达到12位，已形成欧洲、北美、中国及亚太三大主流市场业务团队，销售实力得到提升，预计后续BD人员数量还将稳步增加。

另一方面，公司过去虽然重视sales，但对marketing的重要性认识不够，在品牌建设与宣传等方面也较为不足。2017年营销改革后，公司重新成立了营销市场部，专门做市场推广，参加全球很多展会，管理客户信息和BD营销行为等，公司的营销架构更加成熟完善。

2.4、推动产品向API升级

过去，公司主要重点服务大客户，大型制药公司往往以自己内部生产API为主，公司仅能够为客户提供GMP中间体、GMP起始物料等定制研发及生产服务，这也是过去公司较难获得API级别订单的原因。

伴随着公司CDMO业务转型和覆盖中小客户，公司将实现产品向API业务升级，一方面，与大型制药公司不同，中小客户往往更倾向于API外包，同时，随着公司CRO能力和业务的建设，公司愈发具备向制药企业提供临床早期的API定制开发、临床后期的验证生产、上市注册、商业化生产等一体化服务的能力。

一方面，API的附加值往往更高，有利于提升客户粘性、客单价和销售收入，另一方面，API毛利率往往高于所对应的中间体毛利率。

2017年，公司两个API车间投入使用，完成了强生地瑞拉韦API的验证批生产及交付，并于2018年6月与杨森（强生子公司）签署《地瑞那韦原料药技术转移及授权协议》，获得强生地瑞拉韦API业务；公司首次获得来自美国Biotech公司的2个高潜临床三期API项目；公司收到来自中国客户的7个API项目。

2018年，公司成功交付44个以临床早期为主的API产品，实现收入8558万元，同比增长60%。2019年上半年，公司服务API产品数34个，实现收入4302万元，同比增长约8.53%。地瑞那韦API的项目目前正处于注册和技术转移工作，已经并取得WHO的注册备案号以及美国注册备案号，预计2020年开始正式生产并交付，预计收入有望在6000万元左右，带动公司API业务持续增长。
2.5、打造全球领先的制药企业服务平台

当前，公司主要聚焦小分子创新药 API 和中间体的 CDMO 业务，但与此同时公司还在推进大分子生物药 CDMO 业务和制剂 CDMO 业务能力的搭建。

2018 年 12 月，公司成立了参股公司苏州博腾生物制药有限公司（博腾生物），并于 2019 年上半年通过增资将持股比例提升至 36.25%。博腾生物作为公司生物药 CDMO 业务平台，目前已经启动一期建设项目，主要投向抗体及细胞基因疗法实验室的建设，预计博腾生物一期抗体实验室将于今年年底可以具备承接项目的能力。

制剂 CDMO 业务布局方面，公司以领先的结晶技术和复杂高端制剂技术作为切入点。2019 年上半年公司已经完成商业计划书的制定，并逐步确定制剂 CDMO 业务的发展方向，当前正在推进核心团队的招募和搭建。

展望未来，公司将全面建成具有提供从小分子创新药 API 到小分子制剂和大分子生物药抗体等全产业链 CDMO 服务的能力，成为全球领先的制药企业服务平台。
3、2019年是公司业绩拐点之年，多个因素正在积极变化

3.1、公司毛利率有较大提升空间

公司历史上毛利率都是在35%~40%，除了2015年是由于卡格列净中间体更行工艺导致成本上涨所致，但是，随着公司新车间陆续投入使用及至公司，2018年毛利率下降到33%。今年一季度更是下降到32%，而正常情况下，如果在相对理想和正常的开工率水平，公司毛利率水平能够达到40%左右的平均水平，同时，参考同行合全药业和凯莱英，其毛利率水平都能够达到40%甚至更高。

事实上，2019年中报，公司毛利率已经从Q1的32%提升至上半年的37%，Q2单季度毛利率达到42%。我们了解到，公司长寿基地设备2018年整体开工率仅有40%，是导致2018年毛利率较低的主要原因，今年上半年开工率已经提升至53%，目前开工率已经达到63%，开工率持续提升，根据排产情况，预计明年开工率有望提升到65%~70%，公司毛利率有望逐步恢复正常水平。

除了开工率，毛利率还与公司的产品、项目结构有关，而CRO业务还取决于研发投入与交付时效能，2019年上半年，公司CRO业务毛利率34.87%，正常情况下，CRO毛利率有望超出CMO毛利率。我们判断，这是由于公司CRO业务对应的研发团队的熟练度还有提升空间，随着研发团队项目管理能力的提升，经验的丰富，研发技术的提升，公司CRO项目交付效率有望进一步提升，毛利率还有提升空间。

![图20: 公司毛利率开始回升](image1)
![图21: 可比公司毛利率](image2)

资料来源：公司年报、新时代证券研究所

3.2、费用率有望持续下降

费率方面，公司2017年财务费用率高达5个百分点，由于负债率较高，仅利息支出就达到4895万元，同时汇兑损失1779万元，而公司2017年归母净利润仅1.07亿元，但随着2018年公司非公开增发募集资金到位后，公司财务费用率已经下降，但是，近2年公司实施战略转型，大力建设营销、研发等架构体系，导致销售费率和管理费率持续上升，如2019年上半年，公司研发投入同比增长54%。
2018 年和 2019 年上半年，公司三项费用率达到了 25%。而反观与公司可比性较强的合全药业，三项费用率均基本保持在 15%以下，最高也仅 17%，我们判断，这与合全药业的规模效应有关。合全药业 2018 年收入规模达到 27 亿元，较大规模的收入较好的摊薄了研发、销售的费用。因此，我们判断，公司近两正正好处于战略转型和投入期，随着公司未来几年收入较快增长，未来公司三项费用率有望稳步下降。

图 22：公司三项期间费用率变化

图 23：可比公司合全药业三项期间费用率变化

资料来源：公司年报、新时代证券研究所

资料来源：合全药业年报、新时代证券研究所

图 24：公司销售净利率变化

图 25：可比公司合全药业净利率变化

资料来源：公司年报、新时代证券研究所

资料来源：合全药业年报、新时代证券研究所

综上，由于 2017 年以来公司毛利率较低，费用率较高，导致公司净利润也处于较低水平。2017 年净利润仅 8%，2018 年如果扣除非经常性收益，净利率仅 6%，但随着公司 2019Q2 毛利率提升，公司 Q2 单季度净利润已经提升到 13%，上半年公司整体净利率也已经提升至 10%，但相比合全药业 20%以上的净利率水平，差距仍然较大，预计未来随着公司收入规模增长，净利率率有望稳步提升。
3.3、出售浙江博腾,不再受其亏损拖累

2014年4月，公司通过增资1.3亿元，收购浙江博腾（上虞）65%股权，作为公司定制生产非GMP中间体的生产基地，但多年以来，浙江博腾一直处于亏损状态。2017年和2018年，浙江博腾分别亏损3998万和5000万，对公司拖累严重。因此，2018年9月，公司将持有的60%浙江博腾股权以1.38亿元转让，甩掉了亏损包袱。因此，2019年开始，公司将轻装上阵，不再受到其拖累。

其中，2018年1-9月份浙江博腾亏损已经达到3998万元，全年亏损达到5000万元，但公司2018年9月份实现了对浙江博腾的转让，如果没有转让，全年亏损5000万对公司归母净利润的影响将达到3200万元。

图26：浙江博腾持续拖累公司业绩

3.4、中报业绩向好超预期，经营拐点已经明确

2019年上半年，公司实现收入6.25亿元，同比增长22.46%，归母净利润0.65亿元，同比增长70%，由于去年同期有处置海腾进出口房产带来的资产处臵收益2260万，因此，今年上半年扣非净利润0.58亿元，同比增长225%，经营情形改善。

各项指标看，公司上半年毛利率已经提升到37.15%，而2018年和2019Q1分别只有33.46%和31.74%，公司净利润率也已经提升到10.46%，而2017年、2018年和2019Q1净利润率分别为7.98%、9.41%和6.54%（其中2018年非经常性收益影响较大，真实净利润率在6%左右）。

上述指标如果单独看Q2单季度会更加突出，公司向上态势明显，如前文所述，随着公司产能开工率逐渐提升、收入增长带来规模效应、研发和销售持续加强，我们判断，公司未来毛利率和净利润率还将持续提升。
3.5、激励条件要求苛刻，2019年收入规模将突破历史新高

2019年7月，公司发布2019年股票期权与限制性股票激励计划（草案），拟向72位公司高级管理人员及核心骨干授予865.4万份股票期权和225.5万份限制性股票，其中，激励计划首次授予的股票期权行权价格为8.86元/份，首次授予的限制性股票授予价格为4.43元/股。

本激励计划首次授予的股票期权行权/限制性股票解除限售考核年度为2019-2021年，要求2019-2021年营业收入分别不低于14亿、17亿和20.5亿元。

我们认为，上述激励方案及行权条件充分显示了公司对未来发展的信心，首先，公司选择大部分通过股票期权的方式而非限制性股票，二者价格相差一倍，充分显示了公司对股价的信心，同时，历史上最好的一年，2016年公司峰值收入13.26亿元，而公司今年开始就要突破历史最好水平，而2016年，公司来选索非布韦和卡格列净两大产品中间体的收入占比超过50%，而2019年，公司在这两个产品基本没有收入贡献的背景下，实现了超越当年的水平，实际上依赖的是公司2017年以来的战略转型，公司来选核心客户GSK、5大潜力客户、北美中小客户、中国客户的订单持续增长，CRO业务也持续增长，并为公司更好的引流CMO业务。

激励条件要求，公司2020年和2021年收入要分别达到17亿和20.5亿元，凯莱英2018年收入也仅18.35亿元，但凯莱英市值达到了218亿元。

4、CDMO行业加速向中国转移

4.1、从CMO向CDMO发展是产业升级必然趋势

CMO是伴随着制药产业专业化分工和经济全球化逐步发展起来的，起源于欧美地区，逐步向以中国、印度等为代表的亚太地区转移。传统医药CMO企业基本不涉及自创技术外，依靠制药企业研发的生产工艺和技术支持，利用自身的生产设施进行工艺实施，为客户提供扩大化规模生产服务。而在目前医药产业链专业化细分程度愈发提升的环境下，制药企业希望外包企业能够承担工艺研发、改进
的职能，为制药企业提供具备创新性的技术服务，进一步帮助制药企业降低成本，提高研发效率，降低研发风险。因此，高技术附加值的工艺研发及产业化运用代表了未来医药外包行业的发展趋势。

在这样的背景下，CDMO(Contract Development Manufacture Organization)这一概念应运而生。医药CDMO企业提供创新药生产所需的工艺开发、配方开发、临床试验用药、化学或生物合成的原料药生产、中间体制造、制剂生产以及包装等服务。医药CDMO企业的主要工作是在确保化学结构或者组份的试验、质量研究、工艺研究与优化的同时，提供从公斤级到吨级的定制生产服务。作为医药CMO行业的新发展趋势，类似公司这样具备高技术附加值工艺研发能力及规模生产能力的医药外包服务商能够从临床前研究、临床试验到商业化生产阶段同制药企业的研发、采购、生产等整个供应链体系深度对接，为制药企业提供创新性的工艺研发及规模化生产服务，以附加值技术输出取代单纯的产能输出，推动医药CMO行业从资本密集型向技术与资本复合密集型行业升级。

![CDMO 业务构成](image)

图29：CDMO 业务构成

图中显示了CDMO业务的产业链构成，包括药物发现、新药开发、药物生产和市场营销。制药企业成本构成显示了定制研发(CDO)和定制研发生产(CMO)的比重。

资料来源：公司年报、新时代证券研究所

4.2、CDMO产业加速向中国转移

最初的医药外包服务企业以欧美公司为主，但受制于高额的研发成本，欧美医药外包服务企业一般不主动和制药企业共同承担技术创新和工艺优化失败带来的风险，导致医药外包服务产业正在发生转移：以中国为代表的新兴国家凭借研发成本优势，建立完整研发体系，正在抢占欧美医药外包服务市场。

CDMO行业的门槛较高，中国虽然进入该行业的时间较晚，但是优势十分明显，一方面，与传统仿制药强国印度具有创新药仿造的政策，在知识产权保护方面不如中国，创新药公司在选择CDMO业务时往往对印度公司有所警惕，而中国凭借人才、基础设施和成本结构等各方面的竞争优势，已经日益成为跨国制药公司优先选择的战略外包目的地。

根据Informa的统计，发达国家制药企业每建设3-4万升反应体量的医药生产线需要固定资产投入在3-4亿美元，并且每年还需要额外0.8-1.2亿美元的维护成本。
本，如果考虑人力成本，中国 CDMO 业务的成本相当于美国的三分之一。

在此背景下，我们看到，近年来，中国 CMO 业务持续保持快速增长，如前文所述，凯莱英、合全药业、博腾股份在过去几年均保持了较快增长。

根据根据 Informa 的信息，2012-2017 年中国医药 CMO 市场平均增速为 17.4%，2017 年市场规模达 50 亿美元。而 2016 年我国 CRO 市场规模 21 亿元，根据沙利文预测，2021 年规模将达到 92 亿元。

图30: 中国 CMO 市场容量增长

图31: 中国 CRO 市场容量增长

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 收入与净利润测算

公司实施战略转型以来，服务的客户数量与项目产品数量均实现了较大增长，不再像 2017 年以前，过分依赖单一大客户和大品种。

2019 年上半年，公司服务客户数（仅包括有订单客户）172 家，其中新客户 15 家，新客户均来自美国和中国市场，公司重点开拓北美中小客户和中国客户的策略获得成果。

图32: 公司服务客户数量持续增加

图33: 公司服务新产品数量持续增加

资料来源：Informa、新时代证券研究所

资料来源：沙利文预测、新时代证券研究所

资料来源：公司年报、新时代证券研究所

资料来源：公司年报、新时代证券研究所
由于公司推行“3+5+N”策略，公司来自客户收入的集中度也持续下降，2016年，公司来自强生和吉利德两大客户的收入占比达到56.44%，前5大客户收入占比71.36%，而2019年上半年，公司前十大客户收入占比才63%。

产品集中度方面，2019年上半年，公司前十大产品的收入占比41%，预计最大单一品种收入占比不超过7%，历史上对单一大品种过多依赖的情况已经完全消除。

上半年，在公司开工率较低的情况下，公司实现收入6.24亿元，同比增长22.46%，随着下半年和明年开工率持续提升，及公司新客户、新产品数量持续增加，我们预计公司未来几年收入有望持续保持快速增长。

结合公司员工股权期权激励行权条件要求2019-2021年收入分别不低于14亿、17亿和20.5亿元，我们预计和测算，公司2019-2021年收入有望达到15.2亿、19.0亿和23.5亿元，分别同比增长28%、25%、24%。

净利润方面，随着公司毛利率持续提升和费用率持续下降，假设公司2019-2021年净利润率分别达到10.7%、12.0%、14.4%，则上述收入预测对应的2019-2021年净利润分别为1.63亿、2.28亿和3.38亿元，表现净利润增速分别为31%、40%和48%，由于公司2018年扣非净利润仅为0.72亿元，因此，实际上，公司真实的经营性净利润增速达到126%。

5.2、投资逻辑

2016年，凯莱英收入11.03亿元，净利润2.53亿元，合全药业收入16.38亿元，净利润4.35亿元，彼时，博腾股份收入13.27亿元，净利润1.71亿元，几家公司收入规模相差并不大。

2018年，凯莱英收入18.35亿元，净利润4.28亿元，2016-2018年收入复合增速29%，净利润复合增速30%，而凯莱英市值更是达到了221亿元(2019年8月1日收盘)；2018年，合全药业收入27.06亿元，净利润5.98亿元，2016-2018年收
入复合增速 28%，净利润复合增速 17%。

但是反观博腾股份，由于公司此前战略失误，导致公司 2017 年和 2018 年一直在弥补索非布韦和卡格列净中间体收入下降带来的较大影响，公司当前市值仅 59.16 亿元（2019 年 8 月 1 日收盘），不足凯莱英市值三分之一。

但是，值得庆幸的是，公司在 2017 年开始全面战略转型，如前文所述，经过两年调整期，公司已经成功搭建了 CDMO 业务能力和技术平台，根据我们预测，2020 年，公司收入将达到 19.0 亿元，超过凯莱英 2018 年收入 18.35 亿元的规模，而净利润方面，当前公司净利润率还比较低，但随着公司产能利用率提升、规模效应显现，CRO 业务人员项目交付能力（学习曲线）持续提高，公司的净利润率有望持续提升到至少 15%以上，凯莱英和合全药业的净利润率均在 20%以上，中长期看，作为同一行业的企业，毛利率和净利润率在一定程度上具有趋同性。

因此，我们预计，公司未来三年收入复合增速有望超过 25%，净利润增速伴随净利润率的提升增速有望超过收入增速，未来三年复合增速有望超过 35%，公司当前估值水平（2020 年估值 26 倍）低于可比上市公司凯莱英（wind 一致预期对应 2020 年估值 30 倍），同时，公司未来三年复合增速有望更快，市值成长空间有望更大。

2017 年和 2018 年作为公司经营低谷，导致公司过去两年市场关注度不高，我们判断，公司当前预期差较大。

5.3、盈利预测与投资建议

我们预计，公司 2019~2021 年收入有望达到 15.2 亿、19.0 亿和 23.5 亿元，分别同比增长 28%、25%、24%，净利润分别为 1.63 亿、2.28 亿和 3.38 亿元，分别同比增长 31%、40%和 48%，当前股价对应 2019~2021 年估值分别为 36X/26X/18X，2020 年 PEG 小于 1，考虑到经过两年战略转型，公司已经走出低谷，2019 年有望迎来中长期业绩拐点，首次覆盖给予“推荐”评级。

6、风险提示

公司订单和收入增长低于预期；毛利率和净利润率不能持续提升。

2019 年 8 月 1 日，公司公告收到中国证券监督管理委员会重庆监管局调查通知书，对公司立案调查，主要针对关联方非经营性资金占用事项。截至 2019 年 4 月 29 日，公司实际控制人已归还全部非经营性占用的资金本金及利息，此前 2019 年 4 月 30 日，公司也已经收到重庆监管局出具的《行政监管措施决定书》，对公司采取责令改正的监管措施。因此，我们认为，上述立案调查行为，是此事件此前的延续，但公司实际控制人已归还全部非经营性占用的资金本金及利息，我们认为此事虽然是负面因素，但对公司中长期基本面和发展没有重大影响。
### 财务预测摘要

<table>
<thead>
<tr>
<th>项目</th>
<th>2017年</th>
<th>2018年</th>
<th>2019年</th>
<th>2020年</th>
<th>2021年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>资产负债表(百万元)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>流动资产</td>
<td>1957</td>
<td>1615</td>
<td>1939</td>
<td>2299</td>
<td>2696</td>
</tr>
<tr>
<td>非流动资产</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>资产总计</td>
<td>2848</td>
<td>4374</td>
<td>4113</td>
<td>4297</td>
<td>4660</td>
</tr>
<tr>
<td>流动负债</td>
<td>975</td>
<td>1233</td>
<td>845</td>
<td>837</td>
<td>908</td>
</tr>
<tr>
<td>非流动负债</td>
<td>424</td>
<td>258</td>
<td>247</td>
<td>234</td>
<td>213</td>
</tr>
<tr>
<td>负债合计</td>
<td>1399</td>
<td>1491</td>
<td>1092</td>
<td>1071</td>
<td>1121</td>
</tr>
<tr>
<td>少数股东权益</td>
<td>74</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>股本</td>
<td>425</td>
<td>543</td>
<td>543</td>
<td>543</td>
<td>543</td>
</tr>
<tr>
<td>资本公积</td>
<td>261</td>
<td>1587</td>
<td>1587</td>
<td>1587</td>
<td>1587</td>
</tr>
<tr>
<td>留存收益</td>
<td>720</td>
<td>833</td>
<td>972</td>
<td>1165</td>
<td>1451</td>
</tr>
<tr>
<td>归属母公司股东权益</td>
<td>1376</td>
<td>2883</td>
<td>3021</td>
<td>3226</td>
<td>3540</td>
</tr>
<tr>
<td>资产负债表(百万元)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>流动资产</td>
<td>891</td>
<td>2760</td>
<td>2174</td>
<td>1997</td>
<td>1964</td>
</tr>
<tr>
<td>现金</td>
<td>307</td>
<td>1491</td>
<td>1131</td>
<td>790</td>
<td>686</td>
</tr>
<tr>
<td>其他应收款</td>
<td>268</td>
<td>265</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>预付账款</td>
<td>15</td>
<td>142</td>
<td>59</td>
<td>192</td>
<td>119</td>
</tr>
<tr>
<td>存货</td>
<td>12</td>
<td>15</td>
<td>20</td>
<td>24</td>
<td>31</td>
</tr>
<tr>
<td>其他流动资产</td>
<td>270</td>
<td>270</td>
<td>386</td>
<td>414</td>
<td>551</td>
</tr>
<tr>
<td>非流动资产</td>
<td>1957</td>
<td>1615</td>
<td>1939</td>
<td>2299</td>
<td>2696</td>
</tr>
<tr>
<td>长期投资</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
</tr>
<tr>
<td>固定资产</td>
<td>1475</td>
<td>1196</td>
<td>1470</td>
<td>1798</td>
<td>2187</td>
</tr>
<tr>
<td>无形资产</td>
<td>128</td>
<td>90</td>
<td>99</td>
<td>101</td>
<td>97</td>
</tr>
<tr>
<td>其他非流动资产</td>
<td>353</td>
<td>328</td>
<td>369</td>
<td>399</td>
<td>411</td>
</tr>
<tr>
<td>资产总计</td>
<td>2848</td>
<td>4374</td>
<td>4113</td>
<td>4297</td>
<td>4660</td>
</tr>
<tr>
<td>流动负债</td>
<td>975</td>
<td>1233</td>
<td>845</td>
<td>837</td>
<td>908</td>
</tr>
<tr>
<td>长期借款</td>
<td>424</td>
<td>258</td>
<td>247</td>
<td>234</td>
<td>213</td>
</tr>
<tr>
<td>其他非流动负债</td>
<td>1</td>
<td>2</td>
<td>2</td>
<td>2</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>负债合计</td>
<td>1399</td>
<td>1491</td>
<td>1092</td>
<td>1071</td>
<td>1121</td>
</tr>
<tr>
<td>少数股东权益</td>
<td>74</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>股本</td>
<td>425</td>
<td>543</td>
<td>543</td>
<td>543</td>
<td>543</td>
</tr>
<tr>
<td>资本公积</td>
<td>261</td>
<td>1587</td>
<td>1587</td>
<td>1587</td>
<td>1587</td>
</tr>
<tr>
<td>留存收益</td>
<td>720</td>
<td>833</td>
<td>972</td>
<td>1165</td>
<td>1451</td>
</tr>
<tr>
<td>归属母公司股东权益</td>
<td>1376</td>
<td>2883</td>
<td>3021</td>
<td>3226</td>
<td>3540</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 主要财务比率

<table>
<thead>
<tr>
<th>项目</th>
<th>2017年</th>
<th>2018年</th>
<th>2019年</th>
<th>2020年</th>
<th>2021年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>归属于母公司净利润</td>
<td>1184</td>
<td>1185</td>
<td>1520</td>
<td>1900</td>
<td>2350</td>
</tr>
<tr>
<td>营业收入</td>
<td>749</td>
<td>788</td>
<td>958</td>
<td>1169</td>
<td>1410</td>
</tr>
<tr>
<td>营业成本</td>
<td>18</td>
<td>17</td>
<td>18</td>
<td>25</td>
<td>30</td>
</tr>
<tr>
<td>营业费用</td>
<td>21</td>
<td>29</td>
<td>44</td>
<td>48</td>
<td>51</td>
</tr>
<tr>
<td>财务费用</td>
<td>0</td>
<td>76</td>
<td>152</td>
<td>183</td>
<td>214</td>
</tr>
<tr>
<td>营业利润</td>
<td>67</td>
<td>35</td>
<td>12</td>
<td>25</td>
<td>31</td>
</tr>
<tr>
<td>普通股增加</td>
<td>8</td>
<td>12</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>公允价值变动收益</td>
<td>1</td>
<td>-1</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>所得税</td>
<td>20</td>
<td>21</td>
<td>37</td>
<td>51</td>
<td>73</td>
</tr>
<tr>
<td>利润总额</td>
<td>115</td>
<td>133</td>
<td>200</td>
<td>280</td>
<td>410</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA</td>
<td>269</td>
<td>269</td>
<td>286</td>
<td>397</td>
<td>559</td>
</tr>
<tr>
<td>EPS (元)</td>
<td>0.20</td>
<td>0.23</td>
<td>0.30</td>
<td>0.42</td>
<td>0.62</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 增长能力

<table>
<thead>
<tr>
<th>项目</th>
<th>2017年</th>
<th>2018年</th>
<th>2019年</th>
<th>2020年</th>
<th>2021年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>毛利率(%)</td>
<td>36.7</td>
<td>33.5</td>
<td>37.0</td>
<td>38.5</td>
<td>40.0</td>
</tr>
<tr>
<td>净利率(%)</td>
<td>9.1</td>
<td>10.5</td>
<td>10.7</td>
<td>12.0</td>
<td>14.4</td>
</tr>
<tr>
<td>ROE(%)</td>
<td>6.5</td>
<td>3.9</td>
<td>5.4</td>
<td>7.1</td>
<td>9.5</td>
</tr>
<tr>
<td>ROIC(%)</td>
<td>6.4</td>
<td>6.2</td>
<td>7.6</td>
<td>8.7</td>
<td>11.2</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 营运能力

<table>
<thead>
<tr>
<th>项目</th>
<th>2017年</th>
<th>2018年</th>
<th>2019年</th>
<th>2020年</th>
<th>2021年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>总资产周转率</td>
<td>0.4</td>
<td>0.3</td>
<td>0.4</td>
<td>0.5</td>
<td>0.5</td>
</tr>
<tr>
<td>应收账款周转率</td>
<td>4.1</td>
<td>4.4</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
</tr>
<tr>
<td>应付账款周转率</td>
<td>2.3</td>
<td>2.7</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 偿债能力

<table>
<thead>
<tr>
<th>项目</th>
<th>2017年</th>
<th>2018年</th>
<th>2019年</th>
<th>2020年</th>
<th>2021年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>总资产负债率(%)</td>
<td>49.1</td>
<td>34.1</td>
<td>26.5</td>
<td>24.9</td>
<td>24.0</td>
</tr>
<tr>
<td>净负债比率(%)</td>
<td>45.1</td>
<td>-11.6</td>
<td>-6.0</td>
<td>5.0</td>
<td>7.2</td>
</tr>
<tr>
<td>流动比率</td>
<td>0.9</td>
<td>2.2</td>
<td>2.6</td>
<td>2.4</td>
<td>2.2</td>
</tr>
<tr>
<td>速动比率</td>
<td>0.6</td>
<td>2.0</td>
<td>2.1</td>
<td>1.9</td>
<td>1.5</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 财务费用

<table>
<thead>
<tr>
<th>项目</th>
<th>2017年</th>
<th>2018年</th>
<th>2019年</th>
<th>2020年</th>
<th>2021年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>归属于母公司净利润</td>
<td>-318</td>
<td>-656</td>
<td>-385</td>
<td>-445</td>
<td>-507</td>
</tr>
<tr>
<td>净利润</td>
<td>94</td>
<td>111</td>
<td>163</td>
<td>228</td>
<td>338</td>
</tr>
<tr>
<td>扣非净利润</td>
<td>116</td>
<td>125</td>
<td>78</td>
<td>99</td>
<td>125</td>
</tr>
<tr>
<td>财务费用</td>
<td>67</td>
<td>35</td>
<td>12</td>
<td>25</td>
<td>31</td>
</tr>
<tr>
<td>投资损失</td>
<td>0</td>
<td>-46</td>
<td>-11</td>
<td>-10</td>
<td>-10</td>
</tr>
<tr>
<td>营运资金周转率</td>
<td>20</td>
<td>-63</td>
<td>33</td>
<td>-186</td>
<td>-12</td>
</tr>
<tr>
<td>资产负债率</td>
<td>-8</td>
<td>32</td>
<td>-6</td>
<td>-5</td>
<td>-5</td>
</tr>
<tr>
<td>股东权益</td>
<td>159</td>
<td>168</td>
<td>324</td>
<td>360</td>
<td>397</td>
</tr>
<tr>
<td>长期投资</td>
<td>0</td>
<td>-562</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>番茄酱</td>
<td>-159</td>
<td>-1050</td>
<td>-61</td>
<td>-84</td>
<td>-110</td>
</tr>
<tr>
<td>财务费用</td>
<td>-138</td>
<td>1520</td>
<td>-243</td>
<td>-49</td>
<td>-64</td>
</tr>
<tr>
<td>长期借款</td>
<td>-382</td>
<td>327</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>普通股股利</td>
<td>239</td>
<td>-167</td>
<td>-11</td>
<td>-13</td>
<td>-21</td>
</tr>
<tr>
<td>资本公积</td>
<td>0</td>
<td>118</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>资本公积增加</td>
<td>-2</td>
<td>1327</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>番茄酱</td>
<td>-169</td>
<td>1068</td>
<td>-359</td>
<td>-342</td>
<td>-103</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### 估值比率

<table>
<thead>
<tr>
<th>项目</th>
<th>2017年</th>
<th>2018年</th>
<th>2019年</th>
<th>2020年</th>
<th>2021年</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>P/E</td>
<td>55.1</td>
<td>47.5</td>
<td>36.3</td>
<td>25.9</td>
<td>17.5</td>
</tr>
<tr>
<td>P/B</td>
<td>4.3</td>
<td>2.1</td>
<td>2.0</td>
<td>1.8</td>
<td>1.7</td>
</tr>
<tr>
<td>EV/EBITDA</td>
<td>24.7</td>
<td>18.7</td>
<td>18.0</td>
<td>13.9</td>
<td>10.0</td>
</tr>
</tbody>
</table>
特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券对本报告的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

崔文亮，9年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、中信证券、方正证券、安信证券等，2018年11月加入新时代证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

<table>
<thead>
<tr>
<th>评级</th>
<th>定义</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>推荐</td>
<td>未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。</td>
</tr>
<tr>
<td>中性</td>
<td>未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。</td>
</tr>
<tr>
<td>回避</td>
<td>未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。</td>
</tr>
</tbody>
</table>

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

<table>
<thead>
<tr>
<th>评级</th>
<th>定义</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>强烈推荐</td>
<td>未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。</td>
</tr>
<tr>
<td>推荐</td>
<td>未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%，该评级由分析师给出。</td>
</tr>
<tr>
<td>中性</td>
<td>未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%，该评级由分析师给出。</td>
</tr>
<tr>
<td>回避</td>
<td>未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。</td>
</tr>
</tbody>
</table>

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。
免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用。如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

新时代证券所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，但无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京
郝颖 销售总监
固话：010-69004649
邮箱：haoying1@xsdzq.cn

上海
吕谦琪 销售总监
固话：021-68865595 转258
邮箱：lyqouqi@xsdzq.cn

广深
吴林蔓 销售总监
固话：0755-82291898
邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼 邮编：100086
上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120
广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/