

博瑞医药 (688166.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

创新研发进展顺利，制剂业务放量迅速

事件

2023年4月24日，公司发布2022年年报及2023年一季度报，2022年/2023年一季度营收10.17/3.05亿元，同比减少3.33%/增长22.77%；归母净利润2.40/0.71亿元，同比减少1.77%/增长16.48%。业绩符合预期。

点评

原料药产品毛利改善，生产基地增资扩建，制剂业务增长迅猛。

(1) 2022年营业收入小幅减少主要系原料药产品收入较2021年减少11.51%，为7.77亿元；原料药产品毛利率较同期上升3.51个百分点，其中抗真菌类原料药毛利高达72.17%。2023年一季度，产品销售2.68亿元，同比增加20%，其中制剂收入0.47亿元，同比增长196%。(2) 项目推进：泰兴一期项目，恩替卡韦原料药、磷酸奥司他韦原料药已通过药监局GMP认证；泰兴二期项目增资扩建由总投资额3.1亿元拟增加至5亿元；泰兴二期主要为纽莫康定、子囊霉素等中间体和原料药的生产，已经完成建筑物、消防验收。(3) 2022年制剂产品收入超1亿元，同比增长102.46%；2023年一季度收入0.47亿元，同比增长196.10%。制剂端的增长主要是注射用米卡芬净钠在纳入集采后迅速放量，流感爆发拉动磷酸奥司他韦制剂相关需求提升。随着2023年注射用伏立康唑、甲磺酸艾立布林等获批上市，公司制剂产品组合进一步丰富，未来会贡献新的收入增量。

创新持续，聚焦高端制剂、高难仿制药、创新药研发。(1) 2022年，公司研发投入2.07亿元，同比增长19.47%。(2) 在研管线中，多肽类降糖药BGM0504注射液获批开展减重和2型糖尿病适应症临床试验，已完成Ia期临床给药和观察，初步数据显示了良好药效(体重下降)、安全性和药代动力学特征；比上市同类产品具有更佳的有效性。公司自主研发长效多肽靶向偶联药物BGC0228处于临床I期阶段，该药能将药物最大限度地运送到靶区，目前已开展四个剂量组爬坡研究，安全性和药代动力学良好。

盈利预测、估值与评级

我们预计2023/24/25年收入12/14/16亿元，同比增长15%/16%/17%；归母净利润2.8/3.4/4.0亿元，同比增加17%/20%/20%。维持“买入”评级。

风险提示

产品销售增长不达到预期、产能投建低于预期、创新药研发不及预期的风险。

医药组

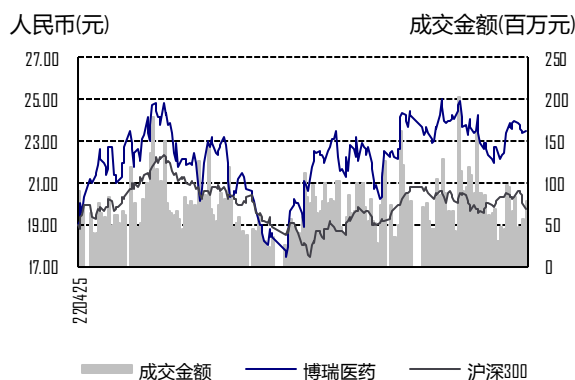
分析师：赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：23.53 元

相关报告：

- 《博瑞医药公司点评：艾立布林注射液首仿成功，静待制剂放量》，2023.3.5
- 《博瑞医药点评-吡美莫司原料药获批，拓宽免疫类管线》，2022.11.18
- 《博瑞医药三季报点评-疫后恢复确定，利润端环比改善67%》，2022.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,052	1,017	1,170	1,357	1,592
营业收入增长率	34.00%	-3.33%	14.96%	16.00%	17.31%
归母净利润(百万元)	244	240	281	336	402
归母净利润增长率	44%	-2%	17.24%	19.54%	19.61%
摊薄每股收益(元)	0.595	0.567	0.665	0.795	0.951
每股经营性现金流净额	0.44	0.80	0.83	1.00	1.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.54%	10.93%	11.97%	12.78%	13.53%
P/E	61.70	39.79	36.69	30.69	25.66
P/B	2.54	4.35	4.39	3.92	3.47

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	785	1,052	1,017	1,170	1,357	1,592	货币资金	340	337	1,180	557	277	326
增长率	23.5%	34.0%	-3.3%	15.0%	16.0%	17.3%	应收款项	178	378	326	427	492	490
主营业务成本	-354	-461	-376	-433	-502	-589	存货	203	200	280	285	330	387
%销售收入	45.1%	43.8%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	其他流动资产	225	79	151	197	204	213
毛利	431	592	641	737	855	1,003	流动资产	946	993	1,938	1,466	1,303	1,415
%销售收入	54.9%	56.2%	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%	%总资产	51.8%	33.4%	41.6%	30.6%	25.3%	25.3%
营业税金及附加	-2	-4	-5	-6	-7	-8	长期投资	157	348	206	196	196	196
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	453	1,369	2,068	2,708	3,230	3,540
销售费用	-17	-43	-70	-64	-75	-88	%总资产	24.8%	46.1%	44.4%	56.6%	62.6%	63.4%
%销售收入	2.2%	4.1%	6.9%	5.5%	5.5%	5.5%	无形资产	82	114	116	126	136	144
管理费用	-79	-103	-115	-117	-136	-159	非流动资产	881	1,977	2,723	3,323	3,853	4,171
%销售收入	10.1%	9.8%	11.3%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	48.2%	66.6%	58.4%	69.4%	74.7%	74.7%
研发费用	-141	-173	-207	-211	-244	-286	资产总计	1,828	2,970	4,661	4,789	5,156	5,586
%销售收入	17.9%	16.5%	20.3%	18.0%	18.0%	18.0%	短期借款	143	284	440	365	390	400
息税前利润 (EBIT)	192	269	244	339	393	462	应付款项	84	214	254	285	330	387
%销售收入	24.4%	25.5%	24.0%	29.0%	29.0%	29.0%	其他流动负债	65	85	117	140	161	186
财务费用	-5	-6	-10	-35	-41	-45	流动负债	292	583	812	789	881	974
%销售收入	0.6%	0.5%	1.0%	3.0%	3.1%	2.8%	长期贷款	78	619	1,170	1,170	1,170	1,170
资产减值损失	-8	-20	-13	-10	-10	-10	其他长期负债	26	26	438	438	438	438
公允价值变动收益	0	1	-3	0	0	0	负债	395	1,228	2,420	2,397	2,489	2,582
投资收益	4	9	4	4	4	4	普通股股东权益	1,432	1,678	2,192	2,346	2,627	2,970
%税前利润	1.9%	3.6%	1.6%	1.3%	1.1%	0.9%	其中：股本	410	410	422	422	422	422
营业利润	193	259	242	314	376	451	未分配利润	313	511	685	915	1,196	1,539
%营业收入	24.6%	24.6%	23.8%	26.8%	27.7%	28.3%	少数股东权益	1	63	50	45	40	35
营业外收支	-2	-2	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,828	2,970	4,661	4,789	5,156	5,586
税前利润	191	257	242	314	376	451	比率分析						
利润率	24.4%	24.5%	23.8%	26.8%	27.7%	28.3%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-22	-20	-31	-38	-45	-54	每股指标						
所得税率	11.5%	7.7%	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.414	0.595	0.567	0.665	0.795	0.951
净利润	169	238	211	276	331	397	每股净资产	3.492	4.093	5.188	5.554	6.219	7.029
少数股东损益	-1	-6	-28	-5	-5	-5	每股经营现金净流	0.379	0.438	0.796	0.830	0.996	1.350
归属于母公司的净利润	170	244	240	281	336	402	每股股利	0.082	0.084	0.120	0.120	0.130	0.140
净利率	21.6%	23.2%	23.6%	24.0%	24.8%	25.2%	回报率						
							净资产收益率	11.87%	14.54%	10.93%	11.97%	12.78%	13.53%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.29%	8.21%	5.14%	5.87%	6.51%	7.19%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	10.27%	9.38%	5.00%	6.89%	7.47%	8.15%
净利润	169	238	211	276	331	397	增长率						
少数股东损益	-1	-6	-28	-5	-5	-5	主营业务收入增长率	56.09%	34.00%	-3.33%	14.96%	16.00%	17.31%
非现金支出	48	72	75	77	96	109	EBIT增长率	62.05%	40.15%	-9.25%	39.12%	16.00%	17.31%
非经营收益	6	-6	6	46	45	45	净利润增长率	52.93%	43.60%	-1.77%	17.24%	19.54%	19.61%
营运资金变动	-67	-123	44	-49	-51	19	总资产增长率	28.60%	62.47%	56.97%	2.73%	7.67%	8.34%
经营活动现金净流	155	180	336	351	421	571	资产管理能力						
资本开支	-355	-910	-726	-676	-617	-417	应收账款周转天数	84.1	95.5	121.3	120.0	120.0	100.0
投资	-218	1	-153	-50	-10	-10	存货周转天数	175.3	159.8	233.0	240.0	240.0	240.0
其他	32	19	8	4	4	4	应付账款周转天数	62.4	114.1	206.4	200.0	200.0	200.0
投资活动现金净流	-542	-890	-872	-722	-623	-423	固定资产周转天数	108.5	82.4	144.3	169.1	151.7	131.5
股权募资	1	87	293	-76	0	0	偿债能力						
债权募资	220	671	1,172	-75	25	10	净负债/股东权益	-20.91%	32.42%	35.02%	53.70%	59.59%	51.60%
其他	-35	-54	-100	-102	-103	-109	EBIT利息保障倍数	40.7	46.8	24.9	9.8	9.5	10.3
筹资活动现金净流	186	704	1,365	-252	-78	-99	资产负债率	21.62%	41.35%	51.91%	50.06%	48.27%	46.21%
现金净流量	-214	-3	844	-623	-280	49							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-09	买入	23.02	27.13~27.13
2	2022-08-25	买入	21.96	N/A
3	2022-10-28	买入	20.90	N/A
4	2022-11-18	买入	23.07	N/A
5	2023-03-05	买入	23.70	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402