

# 博瑞医药 (688166.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

## 奥司他韦放量，创新管线与产能值得期待

### 事件

2023年8月24日，公司公告，2023年上半年营收5.88亿元，同比+17.41%，归母/扣非净利润1.09/1.05亿元，同比-2.29%/+10.57%。2023年二季度营收2.83亿元，同比+12.13%；归母/扣非净利润0.39/0.35亿元，同比-24.54%/+1.85%。业绩符合预期。

### 点评

原料药与制剂销售快速放量，大单品优势渐显，在建项目稳步推进。(1)产品销售收入5.3亿元，同比+16.68%：原料药产品收入4.42亿元，同比+12.44%，其中抗病毒类产品收入同比+185.38%，主要为客户对奥司他韦原料药需求增加。制剂产品收入0.84亿元，同比+45.53%，其中2022年注射用米卡芬净钠第七批集采中标，中标价为134.43元/盒，首年约定采购量基数为11.01万盒。(2)在建工程：泰兴一期项目环保竣工验收中，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；泰兴二期项目前期试生产资料准备完成，准备申报中。博瑞一期项目规划产能为1600kg，已具备试生产条件。

创新研发聚焦肿瘤免疫和靶向治疗领域，仿制药呼吸吸入领域提升竞争力。研发费用1.03亿元，同比+10.16%：(1)创新药端CD44 PDC处于临床I期试验阶段，目前正在第7剂量组(175mg/m<sup>2</sup>)进行剂量爬坡研究，并在包括结肠直肠癌和宫颈等多个瘤种观察到疗效信号，同时在125mg/m<sup>2</sup>剂量水平开展剂量扩展研究，已完成3例受试者入组给药。GLP-1/GIP双重激动剂已完成Ia期临床，安全性与耐受性良好，2.5-15mg剂量下给药期末随访(第8/15天)平均体重较基线期下降3.24%~8.30%，目前减重和2型糖尿病治疗均已获得II期临床试验伦理批件。(2)仿制药端多产品研发进度稳步推进，依维莫司片已在国内申报，羧基麦芽糖铁注射液、吸入用布地奈德混悬液、碘普罗胺注射液处于稳定性阶段，噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂处于工艺验证阶段，噻托溴铵吸入喷雾剂、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂处于中试阶段，噻托溴铵吸入粉雾剂已经完成小试。

### 盈利预测、估值与评级

我们上调盈利预测，预计2023/24/25年营收12/14/16亿元，归母净利润；归母净利润2.5/2.9/3.5亿元。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等风险。

医药组

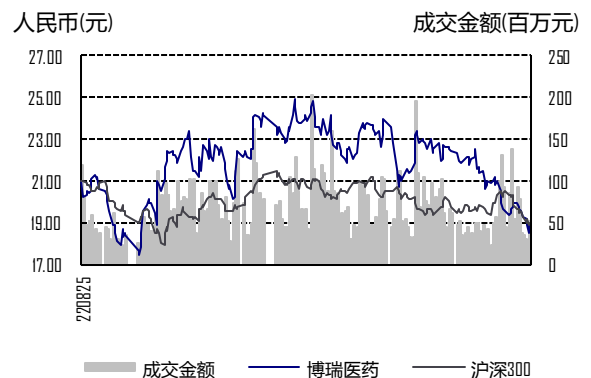
分析师：赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价(人民币)：18.92元

相关报告：

- 1.《博瑞医药公司点评：创新研发进展顺利，制剂业务放量迅速》，2023.4.26
- 2.《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
- 3.《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



### 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	1,202	1,357	1,592
营业收入增长率	34.00%	-3.33%	18.11%	12.91%	17.31%
归母净利润(百万元)	244	240	251	290	346
归母净利润增长率	44%	-2%	4.59%	15.89%	19.13%
摊薄每股收益(元)	0.595	0.567	0.593	0.688	0.819
每股经营性现金流净额	0.44	0.80	0.72	0.91	1.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.54%	10.93%	10.82%	11.38%	12.19%
P/E	61.70	39.79	41.13	35.49	29.79
P/B	2.54	4.35	4.45	4.04	3.63

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
<b>主营业务收入</b>	<b>785</b>	<b>1,052</b>	<b>1,017</b>	<b>1,202</b>	<b>1,357</b>	<b>1,592</b>	货币资金	340	337	1,180	511	289	340
增长率	23.5%	34.0%	-3.3%	18.1%	12.9%	17.3%	应收款项	178	378	326	439	492	490
<b>主营业务成本</b>	<b>-354</b>	<b>-461</b>	<b>-376</b>	<b>-481</b>	<b>-543</b>	<b>-637</b>	存货	203	200	280	316	357	419
%销售收入	45.1%	43.8%	37.0%	40.0%	40.0%	40.0%	其他流动资产	225	79	151	202	208	218
<b>毛利</b>	<b>431</b>	<b>592</b>	<b>641</b>	<b>721</b>	<b>814</b>	<b>955</b>	流动资产	946	993	1,938	1,468	1,346	1,466
%销售收入	54.9%	56.2%	63.0%	60.0%	60.0%	60.0%	总资产	51.8%	33.4%	41.6%	30.6%	25.9%	26.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	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
<b>销售费用</b>	<b>-17</b>	<b>-43</b>	<b>-70</b>	<b>-71</b>	<b>-80</b>	<b>-94</b>	总资产	24.8%	46.1%	44.4%	56.5%	62.1%	62.8%
%销售收入	2.2%	4.1%	6.9%	5.9%	5.9%	5.9%	无形资产	82	114	116	126	136	144
<b>管理费用</b>	<b>-79</b>	<b>-103</b>	<b>-115</b>	<b>-123</b>	<b>-138</b>	<b>-162</b>	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%	10.2%	10.2%	10.2%	总资产	48.2%	66.6%	58.4%	69.4%	74.1%	74.0%
<b>研发费用</b>	<b>-141</b>	<b>-173</b>	<b>-207</b>	<b>-216</b>	<b>-244</b>	<b>-286</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,828</b>	<b>2,970</b>	<b>4,661</b>	<b>4,790</b>	<b>5,200</b>	<b>5,637</b>
%销售收入	17.9%	16.5%	20.3%	18.0%	18.0%	18.0%	短期借款	143	284	440	365	486	555
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>192</b>	<b>269</b>	<b>244</b>	<b>305</b>	<b>345</b>	<b>404</b>	应付款项	84	214	254	316	357	418
%销售收入	24.4%	25.5%	24.0%	25.4%	25.4%	25.4%	其他流动负债	65	85	117	141	157	182
<b>财务费用</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-35</b>	<b>-44</b>	<b>-51</b>	流动负债	292	583	812	821	1,000	1,156
%销售收入	0.6%	0.5%	1.0%	2.9%	3.3%	3.2%	长期贷款	78	619	1,170	1,170	1,170	1,170
<b>资产减值损失</b>	<b>-8</b>	<b>-20</b>	<b>-13</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	其他长期负债	26	26	438	438	438	438
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	395	1,228	2,420	2,430	2,608	2,764
<b>投资收益</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,432</b>	<b>1,678</b>	<b>2,192</b>	<b>2,316</b>	<b>2,551</b>	<b>2,838</b>
%税前利润	1.9%	3.6%	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%	其中：股本	410	410	422	422	422	422
<b>营业利润</b>	<b>193</b>	<b>259</b>	<b>242</b>	<b>279</b>	<b>324</b>	<b>388</b>	未分配利润	313	511	685	885	1,120	1,407
%营业收入	24.6%	24.6%	23.8%	23.2%	23.9%	24.3%	少数股东权益	1	63	50	45	40	35
<b>营业外收支</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,828</b>	<b>2,970</b>	<b>4,661</b>	<b>4,790</b>	<b>5,200</b>	<b>5,637</b>
<b>税前利润</b>	<b>191</b>	<b>257</b>	<b>242</b>	<b>279</b>	<b>324</b>	<b>388</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	24.4%	24.5%	23.8%	23.2%	23.9%	24.3%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>所得税</b>	<b>-22</b>	<b>-20</b>	<b>-31</b>	<b>-33</b>	<b>-39</b>	<b>-47</b>	<b>每股指标</b>						
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	0.593	0.688	0.819
<b>净利润</b>	<b>169</b>	<b>238</b>	<b>211</b>	<b>246</b>	<b>285</b>	<b>341</b>	每股净资产	3.492	4.093	5.188	5.482	6.039	6.718
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	0.721	0.915	1.230
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>170</b>	<b>244</b>	<b>240</b>	<b>251</b>	<b>290</b>	<b>346</b>	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%	20.9%	21.4%	21.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	11.87%	14.54%	10.93%	10.82%	11.38%	12.19%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.29%	8.21%	5.14%	5.23%	5.59%	6.14%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	10.27%	9.38%	5.00%	6.24%	6.52%	7.11%
<b>净利润</b>	<b>169</b>	<b>238</b>	<b>211</b>	<b>246</b>	<b>285</b>	<b>341</b>	<b>增长率</b>						
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%	18.11%	12.91%	17.31%
<b>非现金支出</b>	<b>48</b>	<b>72</b>	<b>75</b>	<b>77</b>	<b>96</b>	<b>109</b>	EBIT增长率	62.05%	40.15%	-9.25%	25.18%	12.91%	17.31%
非经营收益	6	-6	6	46	47	52	净利润增长率	52.93%	43.60%	-1.77%	4.59%	15.89%	19.13%
<b>营运资金变动</b>	<b>-67</b>	<b>-123</b>	<b>44</b>	<b>-64</b>	<b>-42</b>	<b>18</b>	总资产增长率	28.60%	62.47%	56.97%	2.77%	8.54%	8.42%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>155</b>	<b>180</b>	<b>336</b>	<b>304</b>	<b>386</b>	<b>520</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-355</b>	<b>-910</b>	<b>-726</b>	<b>-676</b>	<b>-617</b>	<b>-417</b>	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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-542</b>	<b>-890</b>	<b>-872</b>	<b>-722</b>	<b>-623</b>	<b>-423</b>	固定资产周转天数	108.5	82.4	144.3	164.6	151.7	131.5
<b>股权募资</b>	<b>1</b>	<b>87</b>	<b>293</b>	<b>-76</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>220</b>	<b>671</b>	<b>1,172</b>	<b>-75</b>	<b>121</b>	<b>69</b>	净负债/股东权益	-20.91%	32.42%	35.02%	56.34%	64.54%	58.84%
其他	-35	-54	-100	-102	-106	-115	EBIT利息保障倍数	40.7	46.8	24.9	8.7	7.8	8.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>186</b>	<b>704</b>	<b>1,365</b>	<b>-252</b>	<b>15</b>	<b>-46</b>	资产负债率	21.62%	41.35%	51.91%	50.72%	50.16%	49.03%
<b>现金净流量</b>	<b>-214</b>	<b>-3</b>	<b>844</b>	<b>-670</b>	<b>-221</b>	<b>51</b>							

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
6	2023-04-26	买入	22.73	N/A

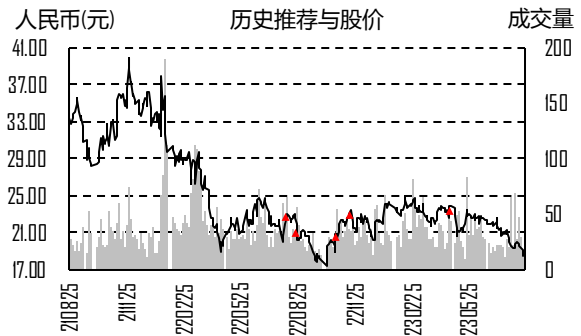
来源：国金证券研究所

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。

任何形式的复制、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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806