

2019年6月6日

科创板医药生物系列之十六：博瑞医药
医药生物
主要财务指标（单位：百万元）

	2016	2017	2018
营业收入	201	317	411
(+/-)		57.7%	29.8%
营业利润	16	49	85
(+/-)		209.1%	73.6%
归属母公司净利润	17	46	76
(+/-)		168.9%	66.2%
EPS (元)	0.05	0.13	1.58

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

科创板已受理企业名单中，医药生物占据 27 席。截止 6 月 6 日，科创板已受理企业达 119 家，其中医药生物公司占 27 席，分别为：科前生物、安瀚科技、微芯生物、特宝生物等。本系列我们接着介绍科创板中的医药生物企业——博瑞医药。博瑞医药的主营业务为医药中间体和原料药研发生产。

- **公司主营原料药的研发生产。**公司成立于 2001 年，主营医药中间体和原料药的研发生产。凭借自身在微生物发酵、高难度药物合成工艺等方面的技术优势，建立了发酵半合成技术平台、多手性药物技术平台等核心药物研发技术平台，并借助这些平台，开发出抗真菌、抗病毒、心脑血管、抗肿瘤等领域的一系列产品，形成了高技术附加值的医药中间体和原料药销售、药品技术转让以及合作开发并获得销售分成等多元化的盈利模式。

- **仿制药快速增长推动 API 行业的良好发展。**近年来全球医药市场持续扩容，仿制药的增速和占比快速提升。2017 年我国仿制药市场规模在整体药品市场规模中的占比维持 60% 以上，是我国医药市场的主导力量。中国凭借成熟的基础工业体系、成本优势以及发酵类产品优势，正在技术、产品质量体系和 DMF 认证等方面快速发展，目前我国已经成为全球第一大原料药生产国与出口国。

- **营收和利润快速增长。**2016-2018 年公司营业收入快速增长，2018 年实现营业收入 41127 万元，复合增长率达 43.07%；2018 年公司实现归母净利润 7624 万元、扣非净利润 7496 万元。近三年公司销售毛利率基本维持稳定，销售净利率逐年上升，2018 年分别达到 58.83% 和 18.54%；公司 2018 年 ROE 水平为 9.87%。总体来看，公司盈利能力较好。

- **风险提示：**行业政策风险；技术研发风险。

分析师：杜永宏
 执业证书编号：S1050517060001
 电话：021-54967706
 邮箱：duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编：200030
 电话：(8621) 64339000
 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

1. 公司概况.....	3
2. 公司所处行业分析.....	4
3. 公司主营业务分析.....	5
4. 公司财务状况分析.....	7
5. 可比公司估值分析.....	9
6. 公司募投项目情况.....	10
7. 风险提示.....	10

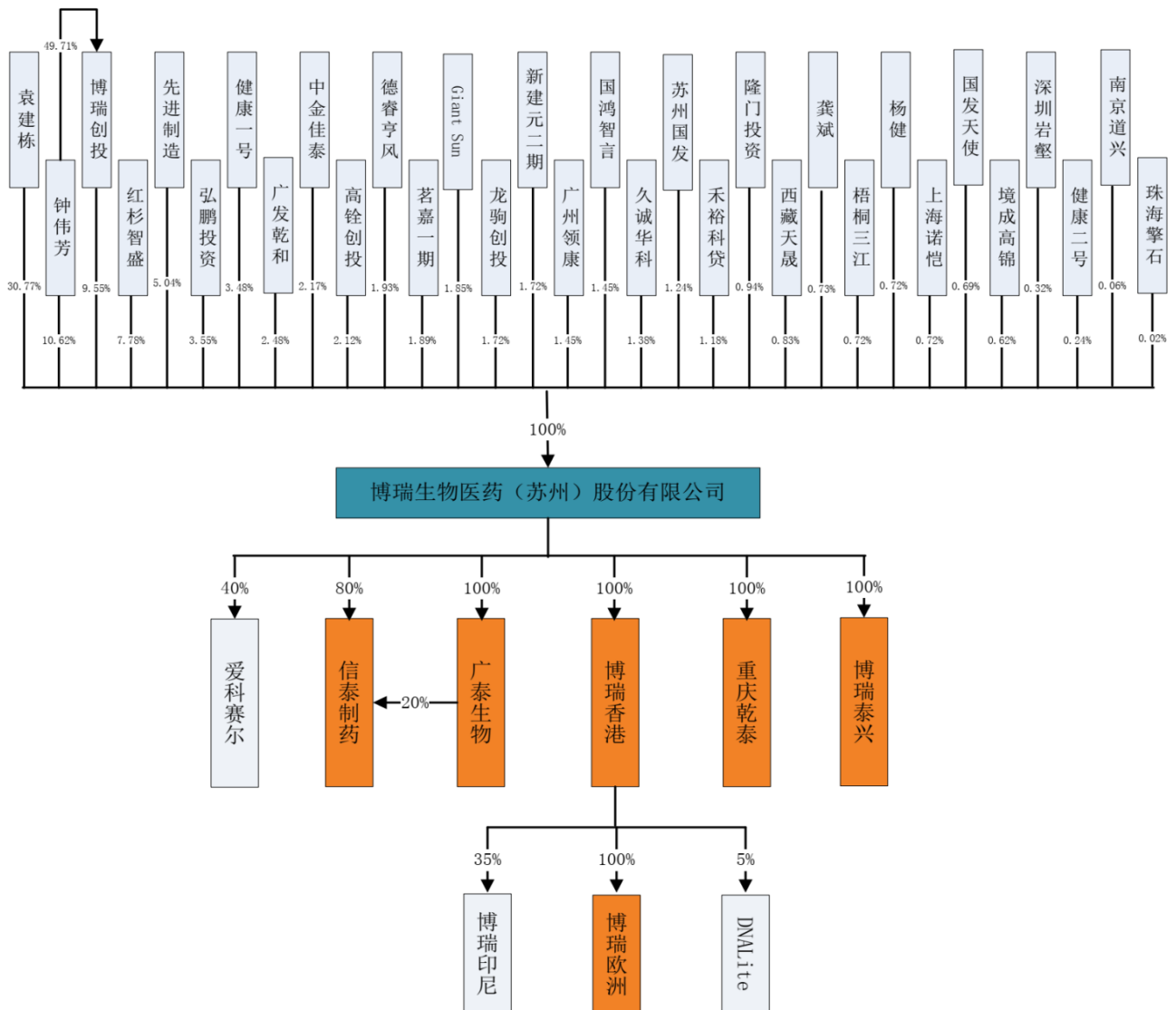
图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	3
图表 2: 2009-2022 年全球药品销售情况.....	4
图表 3: 2011-2021 我国仿制药市场规模.....	5
图表 4: 公司主要产品销售情况.....	6
图表 5: 公司主营业务构成.....	6
图表 6: 公司盈利模式.....	7
图表 7: 2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）.....	7
图表 8: 2016-2018 年公司盈利能力分析.....	8
图表 9: 2016-2018 年公司研发投入情况.....	8
图表 10: 2016-2018 年公司资产负债状况.....	9
图表 11: 可比公司估值分析.....	9
图表 12: 特色原料药行业估值情况.....	10
图表 13: 公司募集资金用途.....	10

1. 公司概况

博瑞医药成立于 2001 年，是一家主营医药中间体和原料药研发生产的化学制药公司。经过多年积累，公司目前已形成发酵半合成平台、多手性药物平台、靶向高分子偶联平台以及非生物大分子平台等药物技术研发平台，产品覆盖抗肿瘤、抗感染、心脑血管、补铁剂、免疫抑制、兽药等多个领域。袁建栋和钟伟芳合计控制公司 50.94% 的表决权，为公司实际控制人。

图表 1：公司股权结构

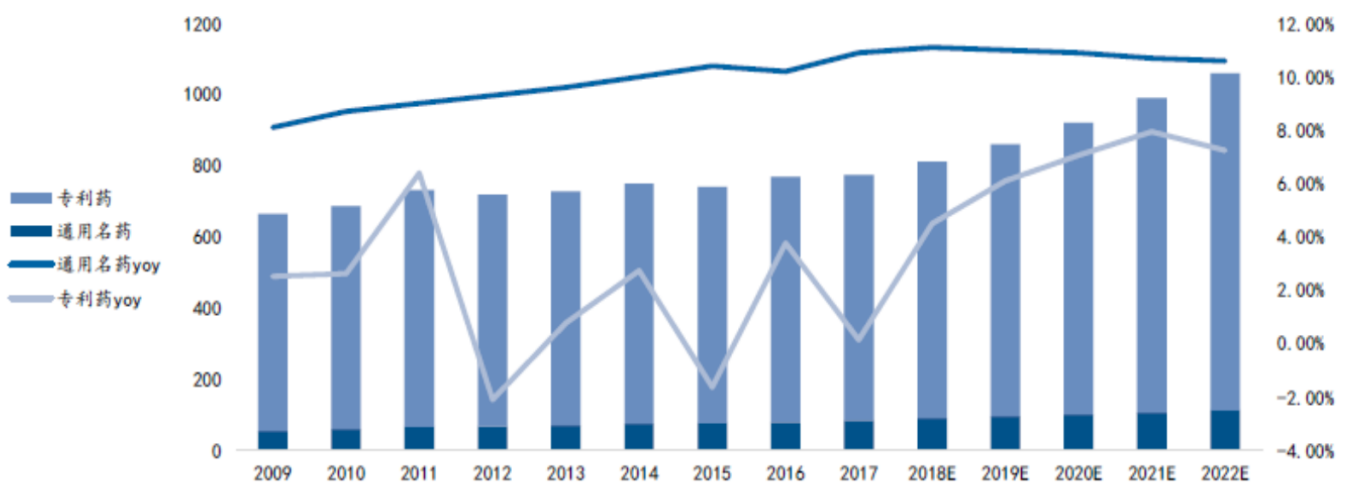


资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

2. 公司所处行业分析

近年来全球医药市场持续扩容，医药支出总额稳步增加，但出现结构性分化，表现为原研药增长逐步放缓，仿制药的增速和占比都在快速提升。2013-2030 年间，全球药品中共有 1,666 个化合物专利到期。大批世界级畅销专利名药相继到期为国际通用市场的繁荣提供了强大原动力，进而带动 API 需求量持续增加。

图表 2：2009-2022 年全球药品销售情况



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

我国是仿制药使用大国，仿制药是我国医药市场的主导力量。根据《中国仿制药蓝皮书》，2017 年我国仿制药市场规模在整体药品市场规模中的占比维持在 60%以上。受我国慢病患病率逐年加大，人口持续老龄化、医保控费等因素的驱动，预计未来我国仿制药市场规模仍将保持高速增长。2021 年我国仿制药市场规模预计可达 15,887 亿元，2017 至 2021 年复合增长率预计为 11.69%。另一方面，一致性评价和集中采购促使医药行业格局加速洗牌，重新定义仿制药核心竞争要素，API 企业产业链优势凸显。

过去十年中，全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移，印度和中国成为主要承接者。中国凭借成熟的基础工业体系、成本优势以及发酵类产品优势，正在技术、产品质量体系和 DMF 认证等方面快速发展，逐步追赶印度。目前，我国已经成为全球第一大原料药生产国与出口国，产品种类齐全，产能旺盛，且价格低廉。

图表 3：2011-2021 我国仿制药市场规模



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

目前，我国原料药行业市场化程度较高，尤其是大宗原料药行业，国内的生产工艺成熟、产品种类齐全、产能充足，中国已是世界最大的大宗原料药生产国和出口国。但是，国内特色原料药行业整体集中度较低，技术水平、研发实力较美国、欧洲等发达国家仍有一定差距，技术壁垒不高的低端产品竞争激烈。随着中国的环保、人力成本压力的逐渐显现，原料药企业必须进行产品和技术升级，向高毛利的高技术壁垒原料药产品、制剂领域进军。

3. 公司主营业务分析

公司从事高技术壁垒的医药中间体、原料药和制剂产品的研发和生产业务。凭借自身在微生物发酵、高难度药物合成工艺、药物合成原创路线设计、药物新品型及药物靶向递送等方面积累的技术优势，建立了发酵半合成技术平台、多手性药物技术平台、靶向高分子偶联技术平台和非生物大分子技术平台等核心药物研发技术平台，并借助这些平台，发展出覆盖抗真菌、抗病毒、心脑血管、抗肿瘤等领域一系列产品。

公司业务沿着两条主线发展：（1）在多手性合成和发酵半合成领域实现了一系列市场相对稀缺、技术难度较高的药物的仿制，现已掌握了包括恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净、泊沙康唑、依维莫司及磺达肝癸钠在内的四十多种高端化学药物的生产核心技术。（2）创新药物研发领域，公司采用多手性药物技术拆分出的高活性单体，已获得国家药监局一类新药临床批件；凭借自身原创的靶向高分子偶联技术开发的抗肿瘤药物 BGC0222 已经向国家药监局递交了临床申请。此外，公司尚有多个抗病毒感染

和抗肿瘤的新药进入临床前研究。

图表 4：公司主要产品销售情况

产品系列	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
	(万元)	(%)	(万元)	(%)	(万元)	(%)
卡泊芬净	9,089.89	26.09	6,787.12	24.92	1,174.97	6.59
恩替卡韦	5,288.28	15.18	5,525.96	20.29	4,602.85	25.83
米卡芬净	4,446.23	12.76	2,666.26	9.79	2,568.43	14.41
阿尼芬净	3,946.30	11.33	2,623.35	9.63	1,241.61	6.97
吡美莫司	2,732.97	7.84	27.65	0.1	1.62	0.01
安丝菌素	1,464.02	4.20	1,482.02	5.44	1,178.91	6.62
磺达肝癸钠	1,259.63	3.62	576.65	2.12	2,405.76	13.50
多拉菌素	1,125.02	3.23	1,393.07	5.11	1,505.78	8.45

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

公司形成了高技术附加值的医药中间体和原料药销售、药品技术转让以及利用自身技术和产品优势与其它具有品牌或销售渠道优势的医药企业合作开发并获得销售分成等多元化的盈利模式，覆盖“起始物料→高难度中间体→特色原料药→制剂”全产业链。公司产品已在全球数十个国家和地区实现销售，产品和服务的最终客户主要为全球知名仿制药厂家，包括：以色列梯瓦制药（Teva）、美国迈兰（Mylan）、日本日医工、日本明治、印度西普拉（Cipla）、印度太阳制药（Sun）、印度卡迪拉（Cadila）、韩国 Penmix 和印度卢平（Lupin）等，以及恒瑞医药、正大天晴、华东医药、扬子江药业、齐鲁制药和豪森药业等国内大型制药企业。

图表 5：公司主营业务构成

业务类别	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
产品销售收入	34,841.16	84.72	27,241.09	86.00	17,820.68	88.69
技术收入	3,202.53	7.79	3,560.98	11.24	1,614.95	8.04
权益分成收入	2,976.66	7.24	766.33	2.42	645.56	3.21
主营业务收入小计	41,020.35	99.75	31,568.40	99.66	20,081.19	99.94
其他业务收入	106.65	0.26	108.65	0.34	11.29	0.06
营业收入合计	41,127.00	100.00	31,677.05	100.00	20,092.48	100.00

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 6：公司盈利模式

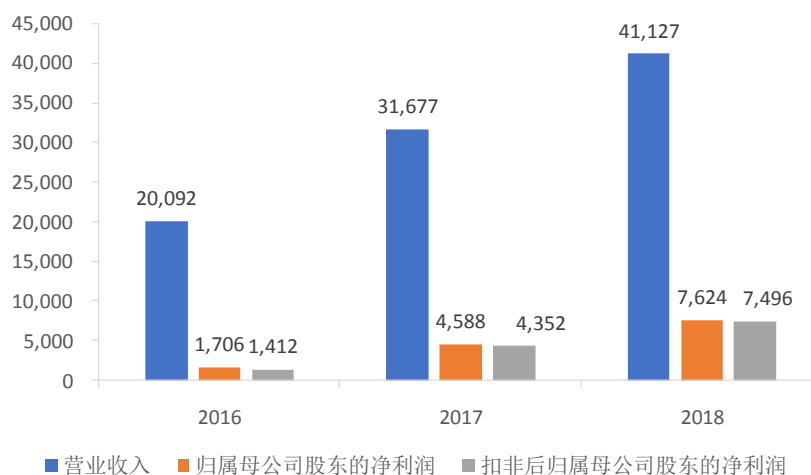


资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

4. 公司财务状况分析

2016-2018 年间，公司收入和利润均实现快速增长。公司 2018 年实现营业收入 41127 万元，三年复合增长率达到 43.07%；归母净利润和扣非净利润达到 7624 万元和 7496 万元，三年复合增长率分别为 111.40%和 130.41%。

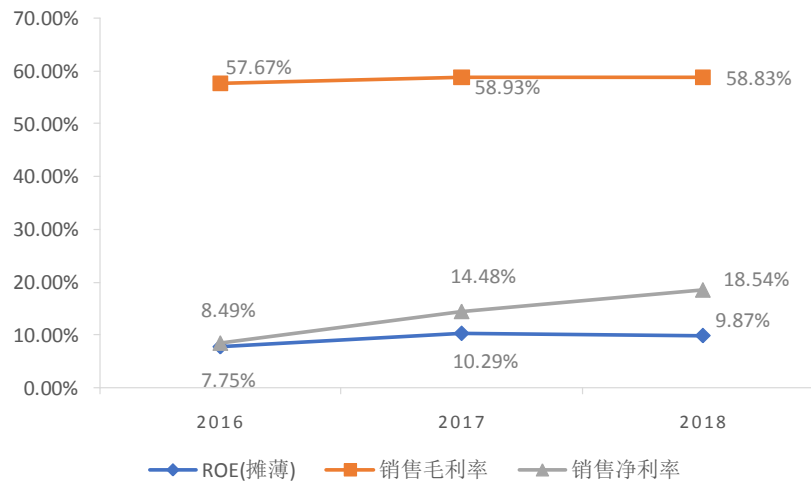
图表 7：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

2016-2018 年间，公司销售毛利率基本保持稳定，2018 年为 58.83%；公司销售净利率呈现逐年上升趋势，2018 年达 18.54%；ROE 水平在 2018 年达到 9.87%。总体来看，公司盈利能力较好。

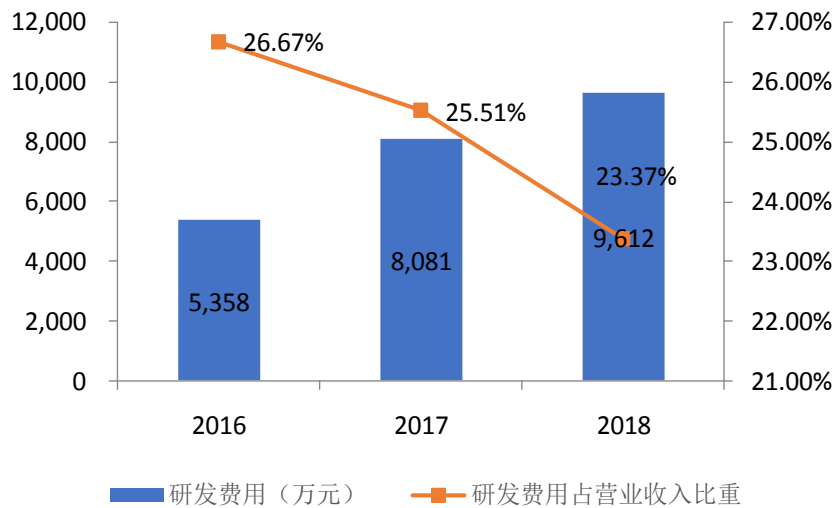
图表 8：2016-2018 年公司盈利能力分析



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

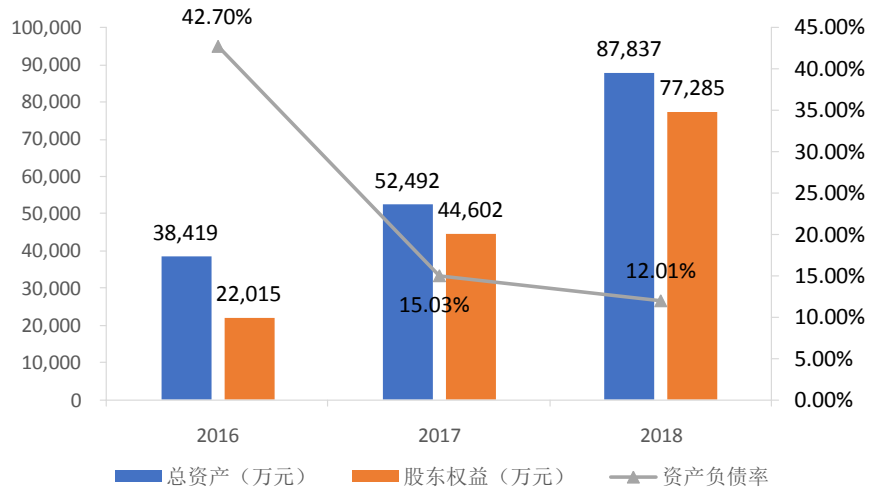
2016-2018 年间，公司的研发支出持续增长，2018 年达到 9612 万元，占营业收入比重为 23.37%，处于较高水平。公司总资产保持增长，2018 年达到 8.78 亿元，股东权益增长至 7.73 亿元，资产负债率逐年降低，2018 年为 12.01%。

图表 9：2016-2018 年公司研发投入情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

图表 10：2016-2018 年公司资产负债状况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

5. 可比公司估值分析

根据公司的业务特点及行业属性，选取药石科技和天宇股份作为可比上市公司。

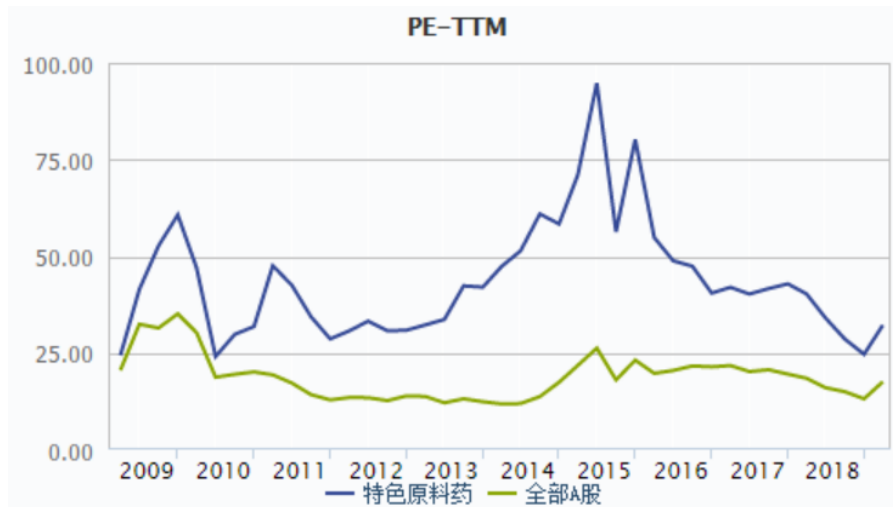
从估值角度来看，目前特色原料药行业整体估值水平在 32 倍左右，可比公司的平均估值水平在 41 倍左右。

图表 11：可比公司估值分析

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300725	药石科技	61.66	88	1.03	1.38	1.99	60.1	44.7	31.0
300702	天宇股份	31.17	57	1.49	2.42	3.00	20.9	12.9	10.4
	平均值						40.5	28.8	

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（数据日期为 2019 年 6 月 6 日）

图表 12：特色原料药行业估值情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

6. 公司募投资项目情况

公司本次拟向社会公众首次公开发行股票数量不超过 4100 万股，不低于本次发行完成后股份总数的 10%。募集资金扣除发行费用后拟投资于以下项目。

图表 13：公司募集资金用途

序号	项目名称	拟使用募投资金（万元）	项目备案情况	环评批复文号
1	泰兴原料药和制剂生产基地（一期）	35,955.20	泰发改备[2017]4号	泰行审批（泰兴）[2019]20144号
合计		35,955.20	-	

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

7. 风险提示

- 1) 行业政策风险；
- 2) 技术研发风险。

分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>