

## 符合预期，业绩稳健成长

持有|维持

### ——博瑞医药 2019 年报点评

#### 事件：

2020年4月9日，公司公告2019年报：报告期内实现营收5.03亿元，同比增长23.47%，归母净利润1.11亿元，同比增长51.75%，扣非后归母净利润1.02亿元，同比增长42.05%。

#### 国元观点：

##### ● 除恩替卡韦小幅波动，其余产品均实现稳健增长

2019年，除恩替卡韦，各板块各产品增长势头强劲，其中真菌类实现收入2.04亿元(+6.25%)，略有增长，系卡泊芬净生产场地的申请变更，影响了欧洲区域前三季度的生产和出货，阿尼芬净实现商业化放量，米卡芬净稳定增长；抗病毒类实现收入0.50亿元(-6.37%)，系恩替卡韦受集采扩围影响，制剂价格下降传导到原料药端；免疫抑制类实现收入0.43亿元(+40.92%)，系下游客户的吡美莫司制剂在美国上市，使得公司的相关中间体实现商业化放量；技术转让或服务实现收入0.79亿元(+147.13%)，大幅增长，系公司转让了创新药BGC0222和磺达肝葵钠2个产品/技术；获得产品权益分成0.38亿元(+44.40%)，系公司合作方的卡泊芬净、阿尼芬净、吡美莫司制剂销售稳定成长，公司获得的权益分成也增长稳健。

##### ● 内销增长明显，毛利率提升

公司在国内市场实现收入2.72亿元(+53.08%)，增长幅度较大，一方面系公司深化国内大客户的开发，紧抓恒瑞、齐鲁、是药等大客户的合作，均实现良好成长；另一方面系公司的技术转让或服务收入主要针对国内，较上年增长较大。报告期内公司毛利率提升5.59pct至64.04%，主要是高毛利的技术服务和权益分成收入大幅提高；公司费用控制良好，销售费用较低，销售费用率保持稳定，为3.03%；管理费用率为12.07%，较去年同期略微提升(+1.31pct)；研发费用率为24.82%(+1.23pct)，有小幅提升。

##### ● 投资建议与盈利预测

公司原料药聚焦于高技术壁垒产品，竞争环境较为宽松，议价能力强，全球多市场、产业链多环节均是利润贡献点，随着后续产品逐渐实现商业化销售，我们预计公司20-22年营业收入为6.14/7.61/9.54亿元，增速为22.12%/23.92%/25.33%，归母净利润为1.65/2.48/3.77亿元，增速为48.31%/50.43%/52.18%，20-22年EPS为0.40(+0.01)/0.60(+0.05)/0.92元/股，PE为115/76/50倍，维持“持有”评级。

##### ● 风险提示

研发进度不及预期，技术收入波动风险，环保政策风险，汇率风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	407.50	503.16	614.45	761.46	954.33
收入同比(%)	28.64	23.47	22.12	23.92	25.33
归母净利润(百万元)	73.20	111.08	164.75	247.84	377.16
归母净利润同比(%)	59.56	51.75	48.31	50.43	52.18
ROE(%)	9.51	8.46	11.11	14.33	17.91
每股收益(元)	0.18	0.27	0.40	0.60	0.92
市盈率(P/E)	257.92	169.97	114.60	76.18	50.06

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价： 47.57 元

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 69.35 / 26.8

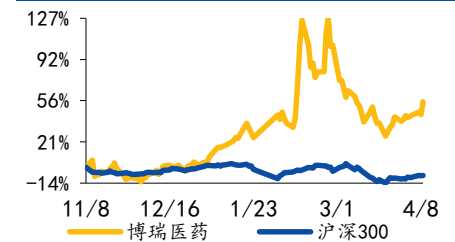
A股流通股(百万股): 36.96

A股总股本(百万股): 410.00

流通市值(百万元): 1758.40

总市值(百万元): 19503.70

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-博瑞医药(688166)公司事件点评：合作美国公司，研发实力获强有力印证》  
2020.04.03

《国元证券公司研究-博瑞医药(688166)深度：技破高难，蓄势待发，取胜后仿制药时代》2020.02.26

#### 报告作者

分析师 常启辉  
执业证书编号 S0020517090001  
电话 021-51097188-1936  
邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏  
电话 021-51097188  
邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 刘巧  
电话 021-51097188  
邮箱 liuqiao@gyzq.com.cn

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	562.81	1062.05	1250.11	1511.11	1898.80
现金	206.45	564.97	861.97	1106.65	1482.76
应收账款	132.91	184.69	135.00	140.00	145.00
其他应收款	0.81	5.02	2.84	3.23	3.40
预付账款	8.49	7.05	9.50	8.51	8.60
存货	103.33	136.89	131.59	136.30	134.73
其他流动资产	110.83	163.43	109.22	116.42	124.31
<b>非流动资产</b>	312.52	359.25	329.21	316.84	304.38
长期投资	7.47	6.31	7.00	6.00	5.00
固定资产	211.29	226.48	224.03	216.69	206.90
无形资产	50.36	50.05	50.05	50.05	50.05
其他非流动资产	43.40	76.41	48.13	44.10	42.43
<b>资产总计</b>	875.33	1421.30	1579.32	1827.94	2203.18
<b>流动负债</b>	105.52	108.21	96.45	98.00	97.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	40.42	41.42	39.08	40.08	39.97
其他流动负债	65.10	66.79	57.37	57.91	57.27
<b>非流动负债</b>	0.00	0.00	0.04	0.01	0.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.04	0.01	0.02
<b>负债合计</b>	105.52	108.21	96.49	98.01	97.26
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	48.36	410.00	410.00	410.00	410.00
资本公积	622.67	701.01	701.01	701.01	701.01
留存收益	98.20	209.28	374.03	621.86	999.03
归属母公司股东权益	769.80	1313.09	1482.83	1729.93	2105.92
<b>负债和股东权益</b>	875.33	1421.30	1579.32	1827.94	2203.18

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	63.99	61.33	287.05	240.57	370.34
净利润	73.20	111.08	164.75	247.84	377.16
折旧摊销	27.11	33.38	11.55	11.89	12.06
财务费用	-1.32	-2.87	-7.13	-9.84	-12.95
投资损失	0.41	-3.36	0.50	1.00	2.00
营运资金变动	-48.43	-70.19	123.16	-14.77	-12.33
其他经营现金流	13.02	-6.70	-5.77	4.45	4.39
<b>投资活动现金流</b>	-212.48	-155.99	-2.19	-5.00	-6.00
资本支出	112.47	89.54	0.00	0.00	0.00
长期投资	100.53	66.67	0.69	-1.00	-1.00
其他投资现金流	0.52	0.21	-1.50	-6.00	-7.00
<b>筹资活动现金流</b>	249.59	439.76	12.13	9.11	11.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	3.72	361.64	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	246.28	78.35	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-0.41	-0.23	12.13	9.11	11.77
<b>现金净增加额</b>	103.47	346.88	297.00	244.68	376.11

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	407.50	503.16	614.45	761.46	954.33
营业成本	169.30	180.91	204.72	241.78	285.92
营业税金及附加	2.92	3.12	3.00	2.95	3.00
营业费用	13.11	15.23	17.00	17.00	18.00
管理费用	43.84	60.73	68.00	72.00	75.00
研发费用	96.12	124.88	149.85	167.83	172.87
财务费用	-1.32	-2.87	-7.13	-9.84	-12.95
资产减值损失	-5.34	-6.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.41	3.36	-0.50	-1.00	-2.00
<b>营业利润</b>	81.84	121.33	180.02	268.74	410.49
营业外收入	0.03	0.01	1.00	1.00	1.00
营业外支出	2.65	1.40	3.00	2.00	4.00
<b>利润总额</b>	79.22	119.94	178.02	267.74	407.49
所得税	6.02	8.86	13.28	19.90	30.32
<b>净利润</b>	73.20	111.08	164.75	247.84	377.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	73.20	111.08	164.75	247.84	377.16
EBITDA	107.63	151.84	184.44	270.79	409.60
EPS (元)	1.51	0.27	0.40	0.60	0.92

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	28.64	23.47	22.12	23.92	25.33
营业利润(%)	66.37	48.25	48.37	49.28	52.75
归属母公司净利润(%)	59.56	51.75	48.31	50.43	52.18
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	58.45	64.04	66.68	68.25	70.04
净利率(%)	17.96	22.08	26.81	32.55	39.52
ROE(%)	9.51	8.46	11.11	14.33	17.91
ROIC(%)	13.15	15.04	25.78	38.43	58.98
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	12.06	7.61	6.11	5.36	4.41
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	5.33	9.81	12.96	15.42	19.53
速动比率	4.35	8.47	11.60	14.03	18.14
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.58	0.44	0.41	0.45	0.47
应收账款周转率	3.91	3.01	3.65	5.54	6.70
应付账款周转率	4.85	4.42	5.09	6.11	7.14
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.27	0.40	0.60	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.15	0.70	0.59	0.90
每股净资产(最新摊薄)	1.88	3.20	3.62	4.22	5.14
<b>估值比率</b>					
P/E	257.92	169.97	114.60	76.18	50.06
P/B	24.53	14.38	12.73	10.91	8.97
EV/EBITDA	169.92	120.45	99.16	67.54	44.65

\*国元持仓不足1%，无需披露

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188