

2020年08月18日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

业绩维持高速增长，重研发下产品全面推进 买入（首次）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	503	666	865	1,168
同比(%)	23.5%	32.4%	29.8%	35.0%
归母净利润(百万元)	111	161	247	366
同比(%)	51.7%	45.3%	53.4%	47.8%
每股收益(元/股)	0.27	0.39	0.60	0.89
P/E(倍)	199.97	137.66	89.76	60.75

投资要点

- **事件:** 2020年上半年公司实现营业收入3.03亿元,同比增长44.24%;实现归母净利润7372万元,同比增长78.27%;扣非归母净利润7006万元,同比增长87.79%;实现经营性现金流5873万元,同比增长1735.12%。
- **Q2收入盈利维持高增,产品强势推进全年业绩可期。**公司半年度业绩超预期,Q2单季度来看,实现营业收入1.73亿元,同比增长43.56%,实现归母净利润3970万元,同比增长57.32%,维持高增速。**分业务来看**,上半年,产品销售收入2.42亿元,同比增长45.64%;权益分成收入3288万元,同比增长47.51%;技术转让和服务收入2853万元,同比增长30.04%。海外业务方面,疫情影响得到控制,公司顺利向美国出口恩替卡韦片,和美国客户签订艾日布林的合作协议并收到里程碑付款,恩替卡韦原料药亦获得欧洲EMBA签发的CEP证书;国内市场,公司磺达肝酸钠注射液、注射用醋酸卡泊芬净等制剂上市销售,恩替卡韦片、磷酸奥司他韦干混悬剂、阿加曲班注射液、泊沙康唑原料药注册申请和注射用米卡芬净钠仿制药一致性评价申报获得NMPA受理。核心产品扩大销售及新产品上市推动下,公司业绩高速增长得到保证。
- **费用率持续摊薄,研发投入不断加大驱动业绩高增。**公司主力产品集中在高壁垒的原料药、中间体和制剂领域,卡泊芬净、吡美莫司、米卡芬净等销售收入不断扩大,权益分成收入逐渐进入收获期,形成业绩支撑。公司费用率不断摊薄,2020H1,公司销售费用率2.44%,同比降低0.48个百分点;管理费用率9.25%,同比降低2.29个百分点;研发方面,公司坚持高投入,2020H1研发费用6312万元,同比增长13.66%,研发费用率20.81%,维持高位。“仿创结合”、研发驱动的业务模式确保公司较强的议价权,使得公司未来面对的市场竞争环境相对宽松,且顺应带量采购、一致性评价等政策环境。公司目前在研项目超40项,未来多款产品上市将提供新的增长点,进一步驱动业绩高增。
- **四大平台构建护城河,产业链一体化战略确保公司持续盈利。**公司发酵半合成、多手性原料药技术、靶向高分子偶联平台和非生物大分子平台均为行业公认的技术难度大、进入门槛高的领域,在创新药和高端仿制药原料药领域构成公司核心竞争力,为公司未来高价值属性产品的研发打下基础。同时公司采用“起始物料→高难度中间体→特色原料药→制剂”全链条的布局,价值转化不断向下游延伸,带动盈利模式多元化。公司客户覆盖面广,合作关系牢固,有效保证自身收入与盈利质量。
- **盈利预测与投资评级:** 预计2020-2022年归母净利润分别为1.61亿、2.47亿和3.66亿元,相应EPS分别为0.39元、0.60元和0.89元,对应PE估值分别为138倍、90倍、61倍。考虑到公司是优秀的特色难仿原料药企业,同时产业链顺势延伸至高难仿制药和创新药,未来三年盈利复合增速有望达49%,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进度低于预期;环保政策影响;原料药降价;汇率风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	54.18
一年最低/最高价	26.18/72.43
市净率(倍)	16.52
流通 A 股市值(百万元)	2110.31

基础数据

每股净资产(元)	3.28
资产负债率(%)	12.12
总股本(百万股)	410.00
流通 A 股(百万股)	38.95

相关研究

博瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,062	1,212	1,355	1,716	营业收入	503	666	865	1,168
现金	565	674	707	824	减:营业成本	181	272	340	445
应收账款	185	207	310	392	营业税金及附加	3	5	6	8
存货	137	224	227	364	营业费用	15	17	19	26
其他流动资产	176	106	111	136	管理费用	186	217	255	332
非流动资产	359	413	486	596	财务费用	-3	-2	-3	-11
长期股权投资	6	7	9	10	资产减值损失	-6	0	-7	-8
固定资产	226	283	349	453	加:投资净收益	3	2	2	2
在建工程	18	15	16	20	其他收益	7	3	5	5
无形资产	50	59	69	78	营业利润	121	162	262	384
其他非流动资产	58	49	43	35	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	1,421	1,625	1,841	2,312	利润总额	120	161	261	383
流动负债	108	184	164	282	减:所得税费用	9	0	13	18
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	53	78	85	132	归属母公司净利润	111	161	247	366
其他流动负债	55	106	79	150	EBIT	103	143	240	360
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	136	177	284	416
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	108	184	164	282	每股收益(元)	0.27	0.39	0.60	0.89
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.20	3.51	4.09	4.95
归属母公司股东权益	1,313	1,441	1,677	2,030	发行在外股份(百万股)	410	410	410	410
负债和股东权益	1,421	1,625	1,841	2,312	ROIC(%)	13.2%	19.3%	24.2%	29.3%
					ROE(%)	8.5%	11.2%	14.8%	18.0%
					毛利率(%)	64.0%	59.2%	60.7%	61.9%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	22.1%	24.2%	28.6%	31.3%
经营活动现金流	61	232	155	283	资产负债率(%)	7.6%	11.3%	8.9%	12.2%
投资活动现金流	-156	-91	-115	-163	收入增长率(%)	23.5%	32.4%	29.8%	35.0%
筹资活动现金流	440	-32	-8	-2	净利润增长率(%)	51.7%	45.3%	53.4%	47.8%
现金净增加额	347	109	33	118	P/E	199.97	137.66	89.76	60.75
折旧和摊销	33	35	44	56	P/B	16.92	15.42	13.25	10.94
资本开支	90	57	72	108	EV/EBITDA	158.75	121.46	75.75	51.39
营运资本变动	-70	35	-130	-126					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

