

Q3 业绩超预期，原料药及制剂放量加速 买入（维持）

2020 年 10 月 22 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号：S0600520090002

zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	503	724	1,029	1,434
同比（%）	23.5%	43.8%	42.2%	39.4%
归母净利润（百万元）	111	179	284	425
同比（%）	51.7%	61.2%	58.8%	49.4%
每股收益（元/股）	0.27	0.44	0.69	1.04
P/E（倍）	204.59	126.92	79.92	53.50

投资要点

- **事件：**2020 年前三季度公司实现营业收入 5.10 亿元，同比增长 62.86%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比增长 90.89%；扣非归母净利润 1.15 亿元，同比增长 107.44%；经营性现金流 8899 万元，同比增长 1260.87%。
- **Q3 表现超预期，原料药及制剂国内加速放量，国际业务提供新增长点。**公司 Q3 单季度实现营业收入 2.07 亿元，同比增长 100.82%，实现归母净利润 4801 万元，同比增长 114.17%，业绩表现超预期。公司作为创新型产品和技术平台企业，业务板块覆盖高端医药中间体、原料药和制剂的研发与生产，贯通药物生产全产业链。在仿制药领域掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净、泊沙康唑等四十多种高端化药的核心生产技术，其中恩替卡韦、芬净类等众多产品处于快速放量期。公司原料药产品市占率极高加之自身制剂获批后，恩替卡韦国内市占率有望超 70%，卡泊芬净可达 80%，带动公司业绩高增。在国际市场，公司恩替卡韦原料药已于 20 年 6 月获得欧洲 EMBA 签发的 CEP 证书，并实现向美国出口。未来芬净类制剂等大品种海外申报配合在建工程中苏州“海外高端制剂生产项目”落地有望为公司业绩提供更多增长点，刺激业绩增长。
- **技术平台构建深护城河，公司战略定位清晰，盈利模式多元，具有广阔成长空间。**公司拥有研发人员约 250 人，占公司总人数的 30%以上，四大核心技术平台发酵半合成、多手性原料药技术、靶向高分子偶联和非生物大分子平台壁垒极高。聚焦高端技术领域及“仿创”结合的研发驱动模式下，公司战略发展定位清晰，一致性评价+带量采购政策环境凸显公司核心竞争优势。同时公司依靠自主立项并通过将研究开发成果向下游客户转让的形式，获得技术转让和服务收入，并利用相关合作加速产品商业化进程，带动公司中间体和原料药的销售；凭借研发优势，公司在制药产业链中亦拥有较强话语权，可按比例享受下游客户制剂销售利润分成。该商业模式在国内企业中较为少见，体现公司产品与服务的高附加值。截止 20 年上半年，公司在研项目已超 40 项，未来新品种上市为公司业务发展打开广阔空间。
- **毛利率回调，规模化生产持续摊薄期间费用，公司盈利能力稳步向上。**2020 年前三季度，公司实现毛利率 58.17%，同比下滑 3.86pt，应为产品销售结构调整所致，但销售费用率及管理费用率（扣除研发费用）持续摊薄，20 年前三季度分别为 2.15%和 8.99%，同比降低 0.94pt 和 2.85pt。综合影响下，公司实现净利率 23.85%，同比增长 3.5pt。未来公司制剂产品不断获批及下游客户权益分成有望带动公司盈利能力进一步增强。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.79、2.84、4.25 亿元，相应 EPS 分别为 0.44、0.69、1.04 元，对应 PE 估值分别为 127、80、54 倍。考虑到公司原料药高壁垒，仿制药和创新药业务发展前景广阔，未来三年盈利复合增速有望超 55%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原料药价格波动；研发进度不及预期；汇兑损益风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.43
一年最低/最高价	26.22/72.43
市净率(倍)	16.37
流通 A 股市值(百万 元)	2159.00

基础数据

每股净资产(元)	3.39
资产负债率(%)	16.63
总股本(百万股)	410.00
流通 A 股(百万股)	38.95

相关研究

- 1、《博瑞医药 (688166)：业绩维持高速增长，重研发下产品全面推进》
2020-08-18

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	1,226	1,369	1,816	营业收入	503	724	1,029	1,434
现金	565	620	601	738	减:营业成本	181	296	402	546
应收账款	185	241	375	488	营业税金及附加	3	5	7	10
存货	137	256	278	447	营业费用	15	20	26	32
其他流动资产	176	109	116	143	管理费用	186	223	300	402
非流动资产	359	439	561	712	财务费用	-3	4	7	17
长期股权投资	6	7	9	10	资产减值损失	-6	0	-8	-10
固定资产	226	308	421	565	加:投资净收益	3	2	2	2
在建工程	18	15	19	24	其他收益	7	3	5	5
无形资产	50	59	69	78	营业利润	121	180	300	446
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	1,664	1,930	2,527	利润总额	120	179	300	445
流动负债	108	206	198	384	减:所得税费用	9	0	15	20
短期借款	0	0	0	45	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	53	90	104	162	归属母公司净利润	111	179	284	425
其他流动负债	55	116	95	176	EBIT	103	161	281	426
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	136	197	330	491
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	206	198	384	每股收益(元)	0.27	0.44	0.69	1.04
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.20	3.56	4.22	5.23
归属母公司股东权益	1,313	1,459	1,732	2,144	发行在外股份(百万股)	410	410	410	410
负债和股东权益	1,421	1,664	1,930	2,527	ROIC(%)	13.2%	19.9%	24.3%	28.7%
					ROE(%)	8.5%	12.3%	16.4%	19.8%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	64.0%	59.1%	60.9%	62.0%
经营活动现金流	61	210	168	335	销售净利率(%)	22.1%	24.7%	27.6%	29.6%
投资活动现金流	-156	-117	-168	-214	资产负债率(%)	7.6%	12.4%	10.3%	15.2%
筹资活动现金流	440	-38	-19	-30	收入增长率(%)	23.5%	43.8%	42.2%	39.4%
现金净增加额	347	55	-19	92	净利润增长率(%)	51.7%	61.2%	58.8%	49.4%
折旧和摊销	33	36	48	65	P/E	204.59	126.92	79.92	53.50
资本开支	90	82	120	150	P/B	17.31	15.58	13.12	10.60
营运资本变动	-70	-11	-170	-169	EV/EBITDA	162.51	112.22	67.11	44.86

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>