

博瑞医药 (688166.SH)

进一步建立健全长效激励约束机制，公司有望持续高速增长

事件。公司公告 2021 年股权激励计划（草案）。

1.数量：200 万股，约占公司股本总额 41,000 万股的 0.49%。

2.授予价格：33.00 元/股。

3.授予人数：84 人，包括任职的董事、高级管理人员、核心技术人员及董事会认为需要激励的其他人员。

4.禁售期：激励对象为公司董事和高级管理人员的，在任职期间每年转让的股份不得超过所持有股份总数的 25%，且在离职后半年内，不得转让；在买入后 6 个月内卖出，或者在卖出后 6 个月内又买入，所得收益归公司所有。

5.考核要求：以 2020 年营业收入或净利润为基数，2021-2023 年增长率分别不低于 30%/70%/120%（净利润为归母净利润剔除股权激励费用）。

6.激励摊销费用：摊销总费用为 2630 万元，2021-2024 年摊销费用分别为 1150.63 万元/942.42 万元/449.30 万元/87.65 万元。

点评：进一步建立健全公司长效激励约束机制，股权激励提供保底增速预期，大概率将持续超预期高速增长。

1.进一步建立健全公司长效激励约束机制，有利于长远发展。此次激励计划纳入了董事、高管、核心技术人员等 84 人，占比公司员工总数（745 人）的 11.28%，进一步建立健全公司长效激励约束机制，吸引和留住优秀人才，有利于公司的长远发展。

2.股权激励提供保底增速预期，大概率将持续超预期高速增长。按照我们的盈利预测，公司 2020 年营业收入预计为 7.79 亿元，归母净利润预计为 1.72 亿元。按照股权激励考核要求，公司 2021-2023 年保底营业收入分别为 10.13 亿元/13.24 亿元/17.14 亿元，或保底净利润分别为 2.24 亿元/2.92 亿元/3.78 亿元，同比增长年化约 30%。我们认为，股权激励考核要求是对公司业绩的保底预期，实际增速大概率将持续超预期高速增长。

3.公司投资逻辑再梳理。公司是稀缺的高壁垒药物合成专家，已有发酵半合成平台、多手性药物技术平台、非生物大分子平台、靶向高分子偶联平台等四个先进的技术平台，且正在布局吸入平台，未来有望建设成更多先进技术平台，逐步形成“4+n”高技术平台，拓宽业务管线。历史成功案例证明了公司具有较强的技术能力+专利挑战能力+品种选择能力，并有较高议价权。公司已有 5 个制剂品种获批上市，制剂一体化布局已实现。公司后续还有丰富的原料药及制剂在研管线，且商业模式灵活多样，在建产能储备丰富，未来三年业绩有望实现快速增长。

盈利预测与估值。预计公司 2020-2022 年收入可达 7.79 亿元、11.61 亿元、17.42 亿元，同比增长为 54.8%、49.0%、50.1%；归母净利润为 1.72 亿元、2.61 亿元、4.01 亿元，同比增长为 55.0%、51.6%、53.5%；对应 PE 为 110x、72x、47x。维持“买入”评级。

风险提示：原料药价格波动风险；制剂销售不及预期风险；新品种研发失败风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	408	503	779	1,161	1,742
增长率 yoy（%）	28.6	23.5	54.8	49.0	50.1
归母净利润（百万元）	73	111	172	261	401
增长率 yoy（%）	59.6	51.7	55.0	51.6	53.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.18	0.27	0.42	0.64	0.98
净资产收益率（%）	9.5	8.5	11.9	15.3	19.1
P/E（倍）	256.7	169.2	109.2	72.0	46.9
P/B（倍）	24.4	14.3	12.9	11.0	9.0

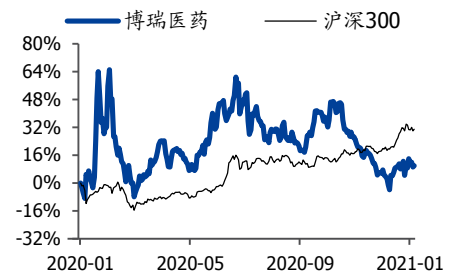
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	46.15
总市值(百万元)	18,921.50
总股本(百万股)	410.00
其中自由流通股(%)	44.02
30 日日均成交量(百万股)	1.32

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gszq.com

相关研究

1、《博瑞医药（688166.SH）：博学宏才，祥瑞瑞凤，稀缺的高难度仿制药专家》2020-12-31



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	563	1062	1301	1528	2257
现金	206	565	587	619	930
应收票据及应收账款	138	185	315	430	689
其他应收款	1	5	4	9	11
预付账款	8	7	17	19	35
存货	103	137	214	287	429
其他流动资产	105	163	163	163	163
非流动资产	313	359	342	484	667
长期投资	7	6	5	3	1
固定资产	211	226	210	338	507
无形资产	50	50	57	66	74
其他非流动资产	43	76	70	78	84
资产总计	875	1421	1643	2012	2924
流动负债	106	108	191	308	829
短期借款	0	0	0	95	488
应付票据及应付账款	40	53	84	112	167
其他流动负债	65	55	108	101	174
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	106	108	191	308	829
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	48	410	410	410	410
资本公积	623	701	701	701	701
留存收益	98	209	368	605	958
归属母公司股东权益	770	1313	1452	1704	2094
负债和股东权益	875	1421	1643	2012	2924

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	64	61	52	113	163
净利润	73	111	172	261	401
折旧摊销	27	33	30	39	57
财务费用	-1	-3	-17	-15	-6
投资损失	0	-3	0	1	1
营运资金变动	-48	-70	-134	-173	-290
其他经营现金流	13	-7	0	0	0
投资活动现金流	-212	-156	-13	-182	-240
资本支出	112	90	-16	144	184
长期投资	-101	-67	2	2	2
其他投资现金流	-201	-133	-27	-37	-54
筹资活动现金流	250	440	-16	7	-5
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	4	362	0	0	0
资本公积增加	246	78	0	0	0
其他筹资现金流	-0	-0	-16	7	-5
现金净增加额	103	347	22	-63	-82

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	408	503	779	1161	1742
营业成本	169	181	264	377	539
营业税金及附加	3	3	6	10	13
营业费用	13	15	31	46	71
管理费用	44	61	93	139	209
研发费用	96	125	213	320	479
财务费用	-1	-3	-17	-15	-6
资产减值损失	-5	-6	0	0	0
其他收益	5	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-0	-0
投资净收益	-0	3	-0	-1	-1
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	82	121	188	283	435
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	3	1	1	1	2
利润总额	79	120	188	281	434
所得税	6	9	15	20	33
净利润	73	111	172	261	401
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	73	111	172	261	401
EBITDA	100	136	200	306	485
EPS (元)	0.18	0.27	0.42	0.64	0.98

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	28.6	23.5	54.8	49.0	50.1
营业利润(%)	66.4	48.2	54.8	50.5	54.0
归属于母公司净利润(%)	59.6	51.7	55.0	51.6	53.5
获利能力					
毛利率(%)	58.5	64.0	66.1	67.5	69.0
净利率(%)	18.0	22.1	22.1	22.5	23.0
ROE(%)	9.5	8.5	11.9	15.3	19.1
ROIC(%)	8.8	7.3	10.8	13.7	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	12.1	7.6	11.7	15.3	28.4
净负债比率(%)	-26.8	-43.0	-40.4	-30.8	-21.1
流动比率	5.3	9.8	6.8	5.0	2.7
速动比率	3.3	7.0	4.7	3.4	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.6	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	4.8	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.27	0.42	0.64	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.15	0.13	0.28	0.40
每股净资产(最新摊薄)	1.88	3.20	3.54	4.16	5.11
估值比率					
P/E	256.7	169.2	109.2	72.0	46.9
P/B	24.4	14.3	12.9	11.0	9.0
EV/EBITDA	185.6	133.7	90.8	59.8	37.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com