

业绩稳定增长，股权激励彰显公司信心

增持|维持

——博瑞医药 2020 年业绩预告点评

事件:

2021年01月25日，公司发布2020年年度业绩预增公告：预计2020年实现归母净利润约为1.61-1.78亿元，较2019年的1.11亿元同比增加45-60%；实现扣非归母净利润为1.48-1.63亿元，较2019年的1.02亿元同比增长45-60%。

国元观点:

● 整体业绩稳定增长，未来业绩成长可期

从全年来看，2020全年归母净利润预告中枢为1.69亿元，同比增长52.50%，实现稳定增长，预计卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、恩替卡韦、吡美莫司等核心品种保持高速放量趋势。从单季度业绩表现看，公司2020Q4预计实现归母净利润为0.39-0.56亿元，以业绩预告中枢(0.48亿元)来看，较2019年同期的0.47亿元同比增长0.75%，基本维持稳定。公司2020Q1-Q3营收和利润保持超高速增长，Q4利润同比增速放缓，预计为公司加大研发，相关费用计提影响。

● 限制性股权激励落地，绑定核心员工彰显公司经营信心

2021年1月20日，公司发布2021年限制性股票激励计划(草案)，拟向激励对象授予限制性股票数量200万股，授予价格为33元/股，股权激励的业绩考核要求为：以2020年营收或者归母净利润(剔除股权激励费用)为基数，2021-2023年增长率分别不低于30%、70%和120%。本次股权激励对象包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员共84人，充分绑定公司核心员工，有助于调动员工积极性，吸引和留住核心管理和技术人才，利好公司业绩可持续发展。

● 高难度品种布局贡献盈利增长点，产能扩建打开快速成长空间

公司持续布局高难度、高壁垒的原料药品种，包括补铁剂、吸入制剂、艾日布林等前景广阔的产品，进一步丰富产品管线，提供新的盈利增长点。同时，公司不断扩充原料药和制剂产能，2019-2020年先后投资建设泰兴原料药和制剂生产基地(一期)项目、苏州工业园区海外高端制剂药品生产项目、枣庄市原料药生产项目、江苏泰兴经济开发原料药和高端制剂项目，密集的产能扩张计划保障公司核心品种的稳定放量，前瞻性地满足在研品种未来增厚业绩的产能需求。

● 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，拥有原料药制剂一体化优势，议价能力强，多种盈利模式并行。长期来看，公司产品管线持续铺设中，预计未来10年有望达成100个品种的商业化，业绩可持续性较强。我们预计公司20-22年营收为8.03/10.74/14.49亿元，增速为59.61%/33.71%/34.91%，归母净利润为1.69/2.62/4.06亿元，增速为52.48%/54.81%/54.96%，20-22年EPS为0.41/0.64/0.99元/股，PE为120/78/50倍，考虑到公司布局产品逐渐进入到商业化阶段、国内国外销售释放确定性增强、管线产品具有竞争优势，维持“增持”评级。

● 风险提示

研发进度不及预期；疫情恢复不及预期；技术收入波动风险；产能建设不及预期。

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 | 803.07 | 1073.76 | 1448.62 |
| 收入同比(%) | 28.64 | 23.47 | 59.61 | 33.71 | 34.91 |
| 归母净利润(百万元) | 73.20 | 111.08 | 169.39 | 262.22 | 406.34 |
| 归母净利润同比(%) | 59.56 | 51.75 | 52.48 | 54.81 | 54.96 |
| ROE(%) | 9.51 | 8.46 | 11.65 | 15.29 | 19.16 |
| 每股收益(元) | 0.18 | 0.27 | 0.41 | 0.64 | 0.99 |
| 市盈率(P/E) | 277.97 | 183.18 | 120.13 | 77.60 | 50.08 |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价：49.63元

基本数据

52周最高/最低价(元)：69.35 / 38.69

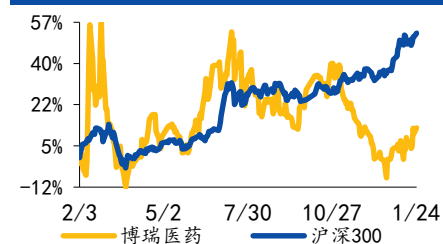
A股流通股(百万股)：180.48

A股总股本(百万股)：410.00

流通市值(百万元)：8957.13

总市值(百万元)：20348.30

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)2020 三季报点评：Q3 业绩表现靓丽，持续布局高难度品种》
2020.10.23

《国元证券公司研究-博瑞医药(688166)2020 半年报点评：销售放量业绩稳定，管线产品值得期待》
2020.08.19

报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 朱琪璋

电话 021-68869125

邮箱 zhuqizhang@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 | |
| 流动资产 | 562.81 | 1062.05 | 1152.86 | 1459.51 | 1887.38 | |
| 现金 | 206.45 | 564.97 | 761.89 | 1050.37 | 1463.93 | |
| 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 | 112.05 | 121.11 | 131.73 | |
| 非流动资产 | 312.52 | 359.25 | 397.48 | 353.84 | 330.38 | |
| 长期投资 | 7.47 | 6.31 | 20.27 | 18.00 | 16.00 | |
| 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 | 103.13 | 69.10 | 57.43 | |
| 资产总计 | 875.33 | 1421.30 | 1550.34 | 1813.35 | 2217.76 | |
| 流动负债 | 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 | |
| 非流动负债 | 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 | |
| 负债合计 | 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 | 345.05 | 607.27 | 1013.61 | |
| 归属母公司股东权益 | 769.80 | 1313.09 | 1453.85 | 1715.33 | 2120.50 | |
| 负债和股东权益 | 875.33 | 1421.30 | 1550.34 | 1813.35 | 2217.76 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 经营活动现金流 | 63.99 | 61.33 | 234.36 | 283.88 | 407.17 | |
| 净利润 | 73.20 | 111.08 | 169.39 | 262.22 | 406.34 | |
| 折旧摊销 | 27.11 | 33.38 | 11.55 | 11.89 | 12.06 | |
| 财务费用 | -1.32 | -2.87 | -6.63 | -9.06 | -12.57 | |
| 投资损失 | 0.41 | -3.36 | 0.50 | 1.00 | 2.00 | |
| 营运资金变动 | -48.43 | -70.19 | 120.33 | -16.62 | -15.06 | |
| 其他经营现金流 | 13.02 | -6.70 | -60.77 | 34.45 | 14.39 | |
| 投资活动现金流 | -212.48 | -155.99 | -15.46 | -3.73 | -5.00 | |
| 资本支出 | 112.47 | 89.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 长期投资 | 100.53 | 66.67 | 13.96 | -2.27 | -2.00 | |
| 其他投资现金流 | 0.52 | 0.21 | -1.50 | -6.00 | -7.00 | |
| 筹资活动现金流 | 249.59 | 439.76 | -21.99 | 8.32 | 11.40 | |
| 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 | -21.99 | 8.32 | 11.40 | |
| 现金净增加额 | 103.47 | 346.88 | 196.92 | 288.48 | 413.56 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|---------|--|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 营业收入 | 407.50 | 503.16 | 803.07 | 1073.76 | 1448.62 | |
| 营业成本 | 169.30 | 180.91 | 343.61 | 434.58 | 579.78 | |
| 营业税金及附加 | 2.92 | 3.12 | 3.00 | 2.60 | 3.00 | |
| 营业费用 | 13.11 | 15.23 | 20.08 | 30.07 | 28.97 | |
| 管理费用 | 43.84 | 60.73 | 101.99 | 135.29 | 185.42 | |
| 研发费用 | 96.12 | 124.88 | 155.00 | 195.00 | 220.00 | |
| 财务费用 | -1.32 | -2.87 | -6.63 | -9.06 | -12.57 | |
| 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 | |
| 营业利润 | 81.84 | 121.33 | 187.03 | 284.28 | 442.01 | |
| 营业外收入 | 0.03 | 0.01 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | |
| 营业外支出 | 2.65 | 1.40 | 5.00 | 2.00 | 4.00 | |
| 利润总额 | 79.22 | 119.94 | 183.03 | 283.28 | 439.01 | |
| 所得税 | 6.02 | 8.86 | 13.65 | 21.06 | 32.67 | |
| 净利润 | 73.20 | 111.08 | 169.39 | 262.22 | 406.34 | |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 归属母公司净利润 | 73.20 | 111.08 | 169.39 | 262.22 | 406.34 | |
| EBITDA | 107.63 | 151.84 | 191.95 | 287.11 | 441.51 | |
| EPS (元) | 1.51 | 0.27 | 0.41 | 0.64 | 0.99 | |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 28.64 | 23.47 | 59.61 | 33.71 | 34.91 |
| 营业利润 (%) | 66.37 | 48.25 | 54.15 | 51.99 | 55.48 |
| 归属母公司净利润 (%) | 59.56 | 51.75 | 52.48 | 54.81 | 54.96 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 58.45 | 64.04 | 57.21 | 59.53 | 59.98 |
| 净利率 (%) | 17.96 | 22.08 | 21.09 | 24.42 | 28.05 |
| ROE (%) | 9.51 | 8.46 | 11.65 | 15.29 | 19.16 |
| ROIC (%) | 13.15 | 15.04 | 26.77 | 40.55 | 62.97 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 12.06 | 7.61 | 6.22 | 5.41 | 4.39 |
| 净负债率 (%) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动比率 | 5.33 | 9.81 | 11.95 | 14.89 | 19.41 |
| 速动比率 | 4.35 | 8.47 | 10.59 | 13.50 | 18.02 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.58 | 0.44 | 0.54 | 0.64 | 0.72 |
| 应收账款周转率 | 3.91 | 3.01 | 4.77 | 7.81 | 10.17 |
| 应付账款周转率 | 4.85 | 4.42 | 8.54 | 10.98 | 14.48 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.18 | 0.27 | 0.41 | 0.64 | 0.99 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.16 | 0.15 | 0.57 | 0.69 | 0.99 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 1.88 | 3.20 | 3.55 | 4.18 | 5.17 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 277.97 | 183.18 | 120.13 | 77.60 | 50.08 |
| P/B | 26.43 | 15.50 | 14.00 | 11.86 | 9.60 |
| EV/EBITDA | 183.56 | 130.12 | 102.93 | 68.81 | 44.75 |

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 |