

# 博瑞医药 (688166.SH)

## 业绩增长快，管线进展多，公司有望长期快速发展

**事件。**公司发布2020年年报。2020年公司实现营业收入7.85亿元，同比增长56.09%；实现归母净利润1.70亿元，同比增长52.93%；实现扣非净利润1.57亿元，同比增长53.86%；实现EPS 0.41元；与业绩快报一致。

**观点：业绩增长快，管线进展多，公司有望长期快速发展。**

**1. 业绩与快报一致，全年实现快速增长，各业务条线进展多：**

- **原料药：**卡泊芬净原料药占比大幅上升，中间体占比减少；米卡芬净由于专利到期，在欧洲已实现商业化放量，在美国和日本即将实现商业化放量，下游制剂客户对米卡芬净采购量大幅增加；阿尼芬净已在欧洲实现商业化放量，2020年销售收入稳定增长。恩替卡韦原料药受益于国内集采，下游中标制剂客户对恩替卡韦原料药采购量大幅增加。下游客户的吡美莫司制剂在美国上市，对公司吡美莫司中间体（子囊霉素）采购量有较大增长。
- **制剂类：**收入3617万元，毛利率69.53%。公司制剂产品商业化销售的第一年，主要包括磺达肝癸钠注射液和注射用醋酸卡泊芬净。
- **技术转让或服务：**收入4701万元，同比下降40.60%。
- **产品权益分成：**收入6624万元，同比增长76.42%。收入增长较多主要是由于公司与合作伙伴合作的卡泊芬净制剂、阿尼芬净制剂及吡美莫司原料药因下游制剂销售稳定成长，公司分得的产品利润持续成长所致。

**2. 研发持续高投入，有望支撑公司长期快速发展。**公司2020年研发投入1.41亿元，同比增长12.79%，占营业收入17.93%。研发人员270人，较2019年增加36人。作为高壁垒药物研发企业，公司2020年收获颇丰。此外，创新药BGC0228准备申报IND，4个制剂和2个原料药国内提交注册申请，艾立布林等6个原料药和1个中间体向欧美日韩监管机构递交注册申请。公司通过股权投资博诺康源和启德医药，战略性进入呼吸吸入和肿瘤免疫领域。公司在研发上的高投入，有望支撑长期快速发展，并不断拓展新的领域。

**3. 从财务指标来看：**公司销售费用率2.21%，比2019年下降0.82pct，销售费用率呈现下降趋势；管理费用率10.07%，比2019年下降2.00pct，管理效率提高；财务费用率0.60%，比2019年上升1.17pct。经营性现金流1.55亿元，大幅增长153.42%；应收账款1.77亿元，下降4.32%。

**盈利预测与结论。**根据最新年报，我们调整了盈利预测。预计公司2021-2023年收入可达11.93亿元、18.09亿元、27.68亿元，同比增长为51.9%、51.7%、53.0%；归母净利润为2.51亿元、3.81亿元、5.83亿元，同比增长为47.9%、51.5%、53.2%；对应PE为73x、48x、32x。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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	503	785	1,193	1,809	2,768
增长率 yoy (%)	23.5	56.1	51.9	51.7	53.0
归母净利润(百万元)	111	170	251	381	583
增长率 yoy (%)	51.7	52.9	47.9	51.5	53.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.27	0.41	0.61	0.93	1.42
净资产收益率(%)	8.5	11.8	14.9	18.5	22.2
P/E(倍)	165.6	108.3	73.2	48.3	31.6
P/B(倍)	14.0	12.8	10.9	9.0	7.0

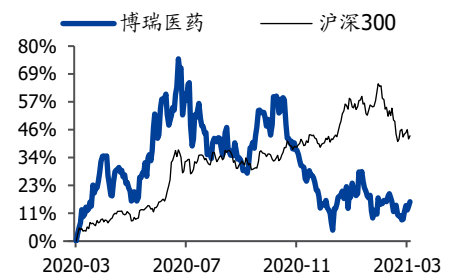
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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	44.87
总市值(百万元)	18,396.70
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)	0.56

### 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)：业绩位于预告中值左右，未来三年有望持续高增长》2021-02-24
- 2、《博瑞医药(688166.SH)：全年业绩符合预期，未来三年有望持续高增长》2021-01-25
- 3、《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》2021-01-20



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1062	946	1327	1862	2803	<b>营业收入</b>	503	785	1193	1809	2768
现金	565	340	457	693	1060	营业成本	181	354	491	744	1135
应收票据及应收账款	185	177	373	461	814	营业税金及附加	3	2	8	11	15
其他应收款	5	1	8	6	15	营业费用	15	17	36	54	71
预付账款	7	32	27	62	74	管理费用	61	79	131	190	291
存货	137	203	268	446	644	研发费用	125	141	243	369	567
其他流动资产	163	194	194	194	194	财务费用	-3	5	8	23	47
<b>非流动资产</b>	359	881	1098	1385	1839	资产减值损失	-6	-9	0	0	0
长期投资	6	30	53	76	98	其他收益	7	11	0	0	0
固定资产	226	233	438	696	1079	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	50	49	56	63	71	投资净收益	3	4	-1	-1	-1
其他非流动资产	76	569	551	551	591	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1421	1828	2425	3247	4642	<b>营业利润</b>	121	193	275	418	641
<b>流动负债</b>	108	292	651	1113	1943	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	0	140	425	828	1532	营业外支出	1	2	2	2	2
应付票据及应付账款	53	80	104	174	251	<b>利润总额</b>	120	191	273	416	639
其他流动负债	55	72	122	110	161	所得税	9	22	22	36	57
<b>非流动负债</b>	0	104	91	79	71	<b>净利润</b>	111	169	251	380	582
长期借款	0	78	65	53	45	少数股东损益	0	-1	0	0	-1
其他非流动负债	0	26	26	26	26	<b>归属母公司净利润</b>	111	170	251	381	583
<b>负债合计</b>	108	395	741	1192	2015	EBITDA	136	234	330	515	788
少数股东权益	0	1	1	0	0	EPS (元)	0.27	0.41	0.61	0.93	1.42
股本	410	410	410	410	410						
资本公积	701	701	701	701	701						
留存收益	209	346	578	922	1435						
归属母公司股东权益	1313	1432	1683	2055	2628						
<b>负债和股东权益</b>	1421	1828	2425	3247	4642						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	61	155	106	238	284
净利润	111	169	251	380	582
折旧摊销	33	39	49	76	102
财务费用	-3	5	8	23	47
投资损失	-3	-4	1	1	1
营运资金变动	-70	-79	-203	-242	-448
其他经营现金流	-7	25	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-156	-542	-267	-365	-557
资本支出	90	355	194	265	431
长期投资	-67	-218	-23	-22	-23
其他投资现金流	-133	-405	-96	-122	-149
<b>筹资活动现金流</b>	440	186	-6	-41	-63
短期借款	0	140	0	404	703
长期借款	0	78	-13	-11	-8
普通股增加	362	0	0	0	0
资本公积增加	78	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	-32	6	-434	-758
<b>现金净增加额</b>	347	-214	-167	-168	-336

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.5	56.1	51.9	51.7	53.0
营业利润(%)	48.2	59.1	42.2	52.2	53.3
归属于母公司净利润(%)	51.7	52.9	47.9	51.5	53.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	64.0	54.9	58.8	58.9	59.0
净利率(%)	22.1	21.6	21.1	21.0	21.1
ROE(%)	8.5	11.8	14.9	18.5	22.2
ROIC(%)	7.3	10.3	11.6	13.5	14.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	7.6	21.6	30.6	36.7	43.4
净负债比率(%)	-43.0	-6.5	4.4	11.3	21.4
流动比率	9.8	3.2	2.0	1.7	1.4
速动比率	7.0	2.4	1.6	1.2	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.1	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	3.9	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.41	0.61	0.93	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.38	0.26	0.58	0.69
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.49	4.10	5.01	6.41
<b>估值比率</b>					
P/E	165.6	108.3	73.2	48.3	31.6
P/B	14.0	12.8	10.9	9.0	7.0
EV/EBITDA	130.8	77.5	55.5	35.8	23.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 一、事件

公司发布 2020 年年报。2020 年公司实现营业收入 7.85 亿元，同比增长 56.09%；实现归母净利润 1.70 亿元，同比增长 52.93%；实现扣非净利润 1.57 亿元，同比增长 53.86%；实现 EPS 0.41 元；与业绩快报一致。

公司 2020 年 Q4 单季度实现营业收入 2.75 亿元，同比增长 44.91%；实现归母净利润 0.48 亿元，同比增长 1.77%；实现扣非净利润 0.42 亿元，同比下降 9.76%。

## 二、观点：业绩增长快，管线进展多，公司有望长期快速发展

### 1. 业绩与快报一致，全年实现快速增长，各业务条线进展多：

#### ● 原料药：

- **抗真菌类：**收入 2.51 亿元，同比增长 23.39%；毛利率 68.04%，增加 9.00pct。其中，卡泊芬净原料药占比大幅上升，中间体占比减少；米卡芬净由于专利到期，在欧洲已实现商业化放量，在美国和日本即将实现商业化放量，下游制剂客户对米卡芬净采购量大幅增加；阿尼芬净已在欧洲实现商业化放量，2020 年销售收入稳定增长。
- **抗病毒类：**收入 1.51 亿元，同比增长 201.30%；毛利率 19.83%，减少 2.51pct。收入大幅增长但毛利率略有下降主要由于恩替卡韦原料药受益于国内集采，下游中标制剂客户对恩替卡韦原料药采购量大幅增加所致。
- **免疫抑制类：**收入 7171 万元，同比增长 68.56%；毛利率 60.48%，减少 8.12pct。收入有较大增长主要由于下游客户的吡美莫司制剂在美国上市，对公司吡美莫司中间体（子囊霉素）采购量有较大增长。
- **其他：**收入 1.60 亿元，同比增长 77.76%；毛利率 40.15%，减少 19.20pct。

● **制剂类：**收入 3617 万元，毛利率 69.53%。2020 年为公司制剂产品商业化销售的第一年，主要包括磺达肝癸钠注射液和注射用醋酸卡泊芬净。

● **技术转让或服务：**收入 4701 万元，同比下降 40.60%。

● **产品权益分成：**收入 6624 万元，同比增长 76.42%。收入增长较多主要是由于公司与合作伙伴合作的卡泊芬净制剂、阿尼芬净制剂及吡美莫司原料药因下游制剂销售稳定成长，公司分得的产品利润持续成长所致。

2. 研发持续高投入，有望支撑公司长期快速发展。公司 2020 年研发投入 1.41 亿元，同比增长 12.79%，占营业收入 17.93%。研发人员 270 人，较 2019 年增加 36 人。作为高壁垒药物研发企业，公司 2020 年收获颇丰：

- 1 月，注射用醋酸卡泊芬净获批；
- 4 月，注射用米卡芬净钠中国获批；
- 6 月，恩替卡韦 CEP 获批；
- 9 月，注射用米卡芬净钠欧洲上市。

此外，创新药 BGC0228 准备申报 IND，4 个制剂和 2 个原料药国内提交注册申请，艾立布林等 6 个原料药和 1 个中间体向欧美日韩监管机构递交注册申请。公司通过股权投资博诺康源和启德医药，战略性进入呼吸吸入和肿瘤免疫领域。公司在研发上的高投入，有望支撑长期快速发展，并不断拓展新的领域。

**3.从财务指标来看：**公司销售费用率 2.21%，比 2019 年下降 0.82pct，销售费用率呈现下降趋势；管理费用率 10.07%，比 2019 年下降 2.00pct，管理效率提高；财务费用率 0.60%，比 2019 年上升 1.17pct。经营性现金流 1.55 亿元，大幅增长 153.42%；应收账款 1.77 亿元，下降 4.32%。

**4.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，且新增布局吸入制剂平台，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。

### 三、盈利预测与结论

根据最新年报，我们调整了盈利预测。预计公司 2021-2023 年收入可达 11.93 亿元、18.09 亿元、27.68 亿元，同比增长为 51.9%、51.7%、53.0%；归母净利润为 2.51 亿元、3.81 亿元、5.83 亿元，同比增长为 47.9%、51.5%、53.2%；对应 PE 为 73x、48x、32x。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。

### 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