

2020 年年报点评: 全年业绩高增长符合预期, 难仿药专家  
蓄势待发

买入 (维持)

2021 年 03 月 22 日

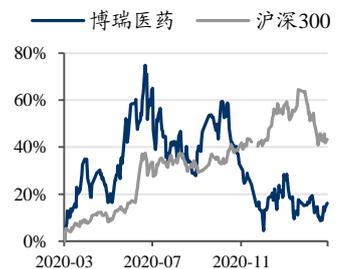
证券分析师 朱国广  
执业证号: S0600520070004  
021-60199793  
zhugg@dwzq.com.cn  
证券分析师 周新明  
执业证号: S0600520090002  
zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	785	1,182	1,723	2,413
同比 (%)	56.1%	50.5%	45.8%	40.0%
归母净利润 (百万元)	170	255	421	613
同比 (%)	52.9%	50.2%	65.1%	45.4%
每股收益 (元/股)	0.41	0.62	1.03	1.49
P/E (倍)	108.29	72.08	43.66	30.03

投资要点

- **事件:** 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%; 扣非归母净利润 1.57 亿元, 同比增长 53.86%; 经营性现金流净额 1.55 亿元, 同比增长 153.42%。
- **Q4 业绩符合预期, 原料药持续快速放量, 制剂收入增厚业绩。** 公司 2020 年 Q4 单季度实现营业收入 2.75 亿元 (+44.91%), 实现归母净利润 4815 万元 (+1.77%), 毛利率 48.9% 与净利率 17.3% 环比、同比有所下降, 为 Q4 国内非大品种原料药毛利率下降所致。分业务看, 公司 2020 年实现原料药销售收入 6.34 亿元 (+64.2%), 其中抗真菌类 2.51 亿元 (+23.39%), 抗病毒类 1.51 亿元 (+201.3%), 免疫抑制类 7171 万元 (+68.56%), 其他原料药 1.60 亿元 (+77.76%); 制剂销售收入 3617 万元; 技术转让或服务类收入 4701 万元 (-40.6%); 产品权益分成收入 6624 万元 (+76.42%)。全年业绩驱动力主要来自优势原料药品种的持续高速放量及制剂类产品增量收入。抗真菌类原料中卡泊芬净原料药占比提升, 米卡芬净专利到期, 与阿尼芬净在欧洲持续商业化放量, 销量分别同比增长 110.64%、74.78% 和 30.17%。抗病毒类原料药恩替卡韦受益国内集采政策, 下游中标制剂客户采购量大幅增加, 销量同比增长 325.2%。免疫抑制类原料药子囊霉素受益客户吡美莫司制剂在美国上市, 中间体采购量大幅增长, 销量同比增长 57.52%。制剂方面, 国内公司通过与扬子江、海南海灵合作销售磺达肝癸钠、醋酸卡泊芬净等产品, 海外则与合作伙伴共同开拓市场, 且 2020 年公司与美国客户签订艾立布林的原料药和制剂独家合作协议, 将获得不超过 850 万美元里程碑付款。
- **专注难仿药, 原料药制剂一体化优势显著。** 公司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合成技术, 其中芬净类、吡美莫司等均为难仿药, 竞争格局良好, 公司未来有望占据全球主要原料药供应商地位。制剂方面, 一致性评价+集采政策下公司依靠低成本、强工艺优势有望迅速打开国内市场, 海外则通过制剂上市后权益分成及合作方式逐步提高市占率。产能方面, “泰兴原料药和制剂生产基地 (一期)” 与 “苏州海外高端制剂药品生产项目” 均已完成结构封顶, 未来产能释放有望助力制剂一体化及国际化布局。
- **研发驱动, 核心技术平台+丰富管线打开想象空间。** 截至 2020 年, 公司拥有研发人员 270 人, 占总人数的 36%, 传统核心技术平台发酵半合成、多手性原料药技术、偶联药物和非生物大分子平台壁垒极高, 持续为公司提供技术优势。基于上述平台, 公司构建了丰富的研发管线, 包括抗肿瘤创新药、铁剂注射剂等, 同时 2020 年公司战略性进入吸入剂领域, 已开展 2 个研发项目, 未来新品种上市为公司成长打开广阔空间。
- **盈利预测与投资评级:** 由于公司毛利率有所降低, 我们调整 2021-2022 年 EPS 至 0.62(-0.07) / 1.03(-0.01) 元, 预计 2023 年 EPS 为 1.49 元, 当前市值对应 2021-2023 年 PE 估值分别为 72/44/30 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, 维持 “买入” 评级。
- **风险提示:** 制剂放量不及预期; 研发进度不及预期; 原料药价格波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元) 44.87  
一年最低/最高价 38.51/72.43  
市净率(倍) 12.85  
流通 A 股市值(百万元) 8098.06

基础数据

每股净资产(元) 3.49  
资产负债率(%) 21.62  
总股本(百万股) 410.00  
流通 A 股(百万股) 180.48

相关研究

- 1、《博瑞医药 (688166): Q3 业绩超预期, 原料药及制剂放量加速》2020-10-22
- 2、《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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>946</b>	<b>1,235</b>	<b>1,400</b>	<b>1,878</b>	<b>营业收入</b>	<b>785</b>	<b>1,182</b>	<b>1,723</b>	<b>2,413</b>
现金	340	270	265	212	减:营业成本	354	533	772	1,074
应收账款	177	474	479	822	营业税金及附加	2	6	8	11
存货	203	309	433	599	营业费用	17	30	43	63
其他流动资产	226	183	223	245	管理费用	220	346	457	613
<b>非流动资产</b>	<b>881</b>	<b>870</b>	<b>1,129</b>	<b>1,445</b>	财务费用	5	1	-1	2
长期股权投资	30	39	48	62	资产减值损失	-9	-14	-21	-29
固定资产	233	410	615	852	加:投资净收益	4	2	3	3
在建工程	219	216	232	264	其他收益	11	8	9	9
无形资产	49	59	60	62	<b>营业利润</b>	<b>193</b>	<b>289</b>	<b>476</b>	<b>692</b>
其他非流动资产	350	146	175	206	加:营业外净收支	-2	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	<b>1,828</b>	<b>2,106</b>	<b>2,529</b>	<b>3,323</b>	<b>利润总额</b>	<b>191</b>	<b>287</b>	<b>474</b>	<b>690</b>
<b>流动负债</b>	<b>292</b>	<b>332</b>	<b>333</b>	<b>513</b>	减:所得税费用	22	33	54	79
短期借款	140	47	62	83	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
应付账款	80	138	182	241	<b>归属母公司净利润</b>	<b>170</b>	<b>255</b>	<b>421</b>	<b>613</b>
其他流动负债	72	147	88	189	EBIT	195	286	472	689
<b>非流动负债</b>	<b>104</b>	<b>87</b>	<b>90</b>	<b>92</b>	EBITDA	234	332	541	787
长期借款	78	61	64	66					
其他非流动负债	26	26	26	26	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>395</b>	<b>419</b>	<b>422</b>	<b>605</b>	每股收益(元)	0.41	0.62	1.03	1.49
少数股东权益	1	0	-1	-3	每股净资产(元)	3.49	4.11	5.14	6.64
归属母公司股东权益	1,432	1,687	2,108	2,721	发行在外股份(百万股)	410	410	410	410
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,828</b>	<b>2,106</b>	<b>2,529</b>	<b>3,323</b>	ROIC(%)	20.8%	18.6%	23.9%	25.9%
					ROE(%)	11.8%	15.1%	19.9%	22.5%
					毛利率(%)	54.9%	54.9%	55.2%	55.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	21.6%	21.6%	24.4%	25.4%
经营活动现金流	155	-53	314	357	资产负债率(%)	21.6%	19.9%	16.7%	18.2%
投资活动现金流	-542	82	-343	-437	收入增长率(%)	56.1%	50.5%	45.8%	40.0%
筹资活动现金流	186	-98	24	27	净利润增长率(%)	52.5%	50.2%	65.1%	45.4%
现金净增加额	-214	-70	-5	-53	P/E	108.29	72.08	43.66	30.03
折旧和摊销	39	46	69	97	P/B	12.85	10.91	8.73	6.76
资本开支	355	177	212	262	EV/EBITDA	77.46	54.83	33.70	23.23
营运资本变动	-79	-358	-169	-349					

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>