

业绩维持高增长，管线布局+产能扩充有序进行

增持|维持

——博瑞医药 2020 年年报点评

事件：

2021年3月22日，公司发布2020年年度报告：2020全年实现营收为7.85亿元，同比增长56.09%；实现归母净利润为1.70亿元，同比增长52.93%；实现扣非归母净利润为1.57亿元，同比增长53.86%。

国元观点：

● 全年业绩表现亮眼，海外收入高速增长

公司全年业绩表现亮眼，实现营收7.85亿元(+56.09%)，实现归母净利润1.70亿元(+52.93%)，其中Q3营收同比增长100.82%。疫情期间公司积极拓展海外市场，外销收入为4.08亿元，同比大幅增长76.35%，主要系芬净类产品、子囊霉素等海外加速放量所致；内销收入同比增长38.29%，主要系国内恩替卡韦原料药纳入集采，下游制剂客户采购需求加大所致。**分收入类别看**，技术服务收入为0.47亿元(-40.60%)；权益分成收入为0.66亿元(+76.42%)，主要由于下游合作客户的卡泊芬净、阿尼芬净等制剂销量增长带动公司分成收入稳定增长；产品销售收入为6.70亿元(+73.52%)，以原料药为主(占比94.6%)，其中抗病毒类(恩替卡韦等)和免疫抑制剂类(吡美莫司等)原料药贡献主要增速，分别同比增长201.3%和68.56%，制剂销售收入为0.36亿元(+69.53%)，主要包括磺达肝癸钠和醋酸卡泊芬净两个品种。2020年毛利率为54.95%(-9.1pct)，仍维持较高水平。

● 费用率持续摊薄，研发投入加大，现金流表现优异

公司经营质量持续提升，研发投入持续加码。销售费用率和管理费用率分别为2.21%(-0.81pct)和10.07%(-2.0pct)；研发费用率为17.93%，维持较高水平。经营现金流净额为1.55亿元(+153.42%)，主要系营收大幅增加、营运成本控制良好。应收账款为1.77亿元，较2019年略有下降，在营收高增长的情况下体现了公司对营运资本的高效管理。

● 国内外多产品研发注册快速推进，产能持续扩充打开快速成长空间

产品国内外研发申报稳步推进，持续打造稀缺性产品管线，不断拓宽护城河。2020年，公司国内市场多个原料药和制剂产品申报进展顺利：卡泊芬净原料药和制剂获批上市；米卡芬净制剂获批上市且一致性评价申请获得受理；恩替卡韦等4个制剂、泊沙康唑等3个原料药处于申报注册中；创新药BGC0228准备申报IND。在国际注册方面，公司恩替卡韦和米卡芬净原料药分别获得欧洲CEP证书和FDA批准，艾日布林等多个原料药产品已向欧美日韩监管机构提交注册申请。同时，公司积极布局补铁剂、吸入制剂、ADC创新药物等前景广阔、壁垒极高的管线，持续构筑核心竞争力。此外，公司多个原料药和高端制剂生产基地在建设中，建成达产后有望保障公司核心品种的稳定放量，前瞻性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

预计公司21-23年营收为11.36/16.42/23.90亿元，增速为44.60%/44.59%/45.58%，归母净利润为2.59/3.98/6.02亿元，增速为52.30%/53.65%/51.45%，EPS为0.63/0.97/1.47元/股，PE为71/46/31倍，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；行业政策风险；产能建设不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	503.16	785.38	1135.67	1642.03	2390.39
收入同比(%)	23.47	56.09	44.60	44.59	45.58
归母净利润(百万元)	111.08	169.88	258.74	397.55	602.09
归母净利润同比(%)	51.75	52.93	52.30	53.65	51.45
ROE(%)	8.46	11.87	15.18	18.94	22.31
每股收益(元)	0.27	0.41	0.63	0.97	1.47
市盈率(P/E)	165.61	108.29	71.10	46.28	30.55

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价：44.87元

基本数据

52周最高/最低价(元)：67.49/38.69

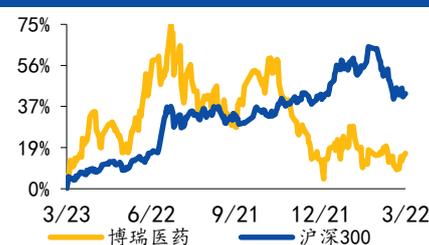
A股流通股(百万股)：180.48

A股总股本(百万股)：410.00

流通市值(百万元)：8098.06

总市值(百万元)：18396.70

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年业绩预告点评：业绩稳定增长，股权激励彰显公司信心》
2021.01.26

《国元证券公司研究-博瑞医药(688166)2020年三季报点评：Q3业绩表现靓丽，持续布局高难度品种》
2020.10.23

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

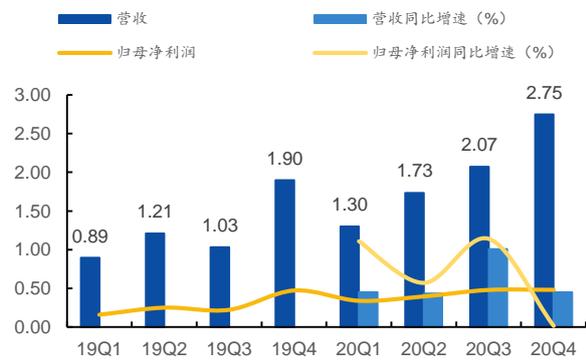
邮箱 zhuqizhang@gyzq.com.cn

图 1：公司营收和归母净利润及增速（亿元、%）



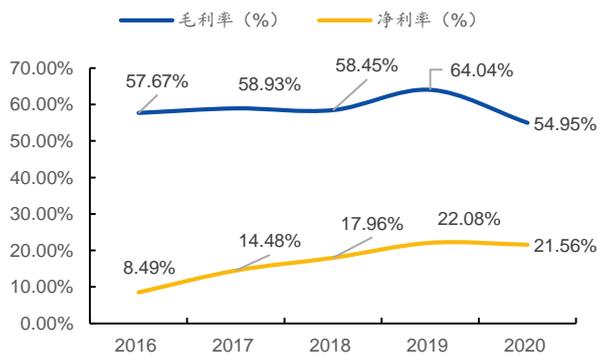
资料来源：2020 年年报，国元证券研究所

图 2：公司单季度营收和归母净利润及增速（亿元、%）



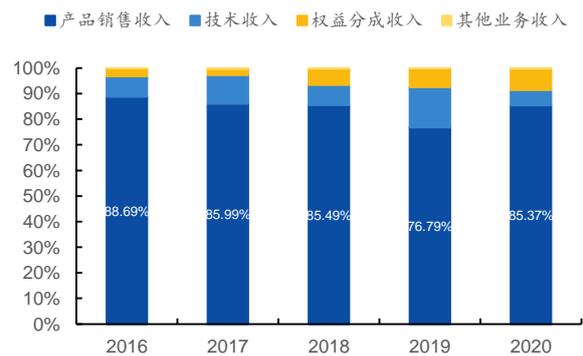
资料来源：2020 年年报，国元证券研究所

图 3：公司毛利率和净利率情况（%）



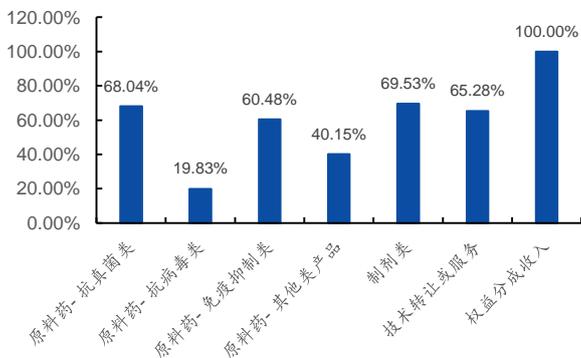
资料来源：2020 年年报，国元证券研究所

图 4：公司分业务营收占比（%）



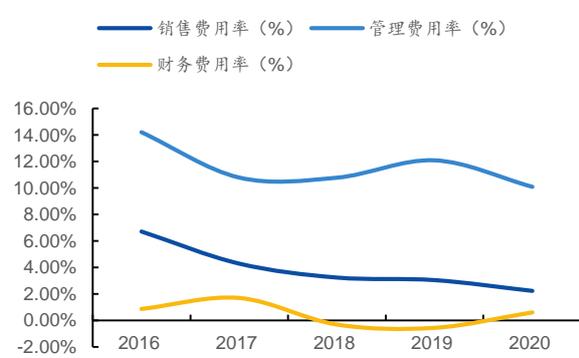
资料来源：2020 年年报，国元证券研究所

图 5：公司分业务板块毛利率（%）

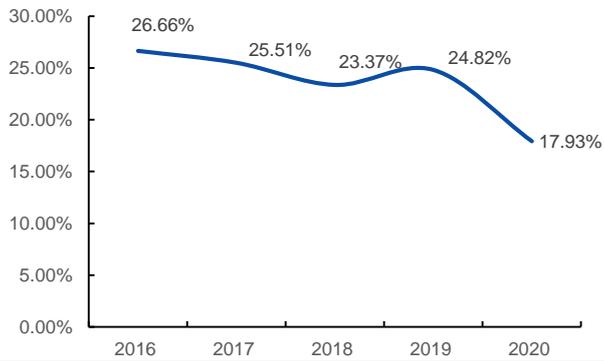


资料来源：2020 年年报，国元证券研究所

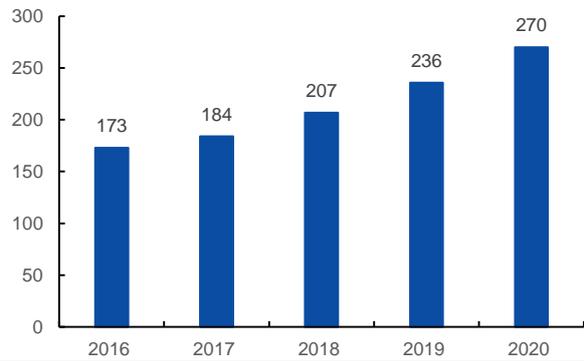
图 6：公司费用率情况（%）



资料来源：2020 年年报，国元证券研究所

图 7：公司研发投入情况 (%)


资料来源：2020 年年报，国元证券研究所

图 8：公司研发人员数量逐年稳定增长


资料来源：2020 年年报，国元证券研究所

表 1：公司产能扩建情况

产能扩建项目	城市	拟投入金额	生产产品	目前进展	预计建设周期	达产后经济效益
泰兴原料药和制剂生产基地（一期）项目-IPO 募投项目	泰兴市	约 3.6 亿元	卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、恩替卡韦等 11 种产品的原料药生产，年产量为 3450 kg	2020 年 5 月已开工，结构封顶完成，其他结构施工按照既定计划有序进行	24 个月	新建工厂顺利达产后，预计年可新增销售收入为 47 亿元
苏州工业园区海外高端制剂药品生产项目-IPO 募投项目	苏州市	约 3.5 亿元	醋酸卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、磺达肝癸钠、蔗糖铁、羟基麦芽糖铁、甲磺酸艾立布林、曲贝替定等注射剂产品	结构封顶完成，其他建设按照既定计划有序进行	2 年	-
枣庄市原料药生产项目	枣庄市	约 3 亿元	-	自 2020 年 11 月至 2022 年 10 月建成	24 个月	项目全部达产后，综合亩均税收不低于 30 万元/年
博瑞生物医药泰兴市有限公司原料药项目	泰兴市	约 8 亿元	-	2022.03	30 个月	竣工后三年最低亩均销售达 500 万元/亩/年
博瑞生物医药泰兴市有限公司高端制剂项目	泰兴市	约 5 亿元	-	2022.10	30 个月	竣工后三年最低亩均销售达 400 万元/亩/年

资料来源：公司公告，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1062.05	946.36	1259.50	1710.92	2349.33
现金	564.97	339.53	801.64	1227.14	1845.65
应收账款	184.69	177.27	135.00	140.00	145.00
其他应收款	5.02	0.92	2.27	2.27	2.05
预付账款	7.05	31.52	19.52	21.44	22.48
存货	136.89	203.20	184.04	190.43	188.30
其他流动资产	163.43	193.93	117.04	129.63	145.86
非流动资产	359.25	881.42	643.82	590.60	556.92
长期投资	6.31	30.23	20.27	18.00	16.00
固定资产	226.48	233.36	314.76	333.33	320.50
无形资产	50.05	48.76	48.76	48.76	48.76
其他非流动资产	76.41	569.07	260.03	190.50	171.66
资产总计	1421.30	1827.79	1903.32	2301.52	2906.25
流动负债	108.21	291.71	120.20	124.53	129.49
短期借款	0.00	140.02	0.00	0.00	0.00
应付账款	41.42	79.63	60.36	63.62	65.20
其他流动负债	66.79	72.07	59.85	60.90	64.28
非流动负债	0.00	103.52	77.52	77.52	77.52
长期借款	0.00	77.52	77.52	77.52	77.52
其他非流动负债	0.00	26.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	108.21	395.23	197.72	202.04	207.00
少数股东权益	0.00	0.78	0.78	0.78	0.78
股本	410.00	410.00	410.00	410.00	410.00
资本公积	701.01	701.01	701.01	701.01	701.01
留存收益	209.28	345.54	604.28	1001.83	1603.92
归属母公司股东权益	1313.09	1431.78	1704.82	2098.69	2698.47
负债和股东权益	1421.30	1827.79	1903.32	2301.52	2906.25

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	61.33	155.43	399.87	424.38	612.06
净利润	111.08	169.36	258.74	397.55	602.09
折旧摊销	33.38	39.24	28.18	36.21	40.23
财务费用	-2.87	4.71	-2.00	-8.54	-13.76
投资损失	-3.36	-3.55	0.50	1.00	2.00
营运资金变动	-70.19	-78.89	-86.01	-21.59	-14.95
其他经营现金流	-6.70	24.55	200.47	19.74	-3.55
投资活动现金流	-155.99	-541.92	188.50	-3.73	-5.00
资本支出	89.54	355.27	0.00	0.00	0.00
长期投资	66.67	218.46	-9.96	-2.27	-2.00
其他投资现金流	0.21	31.80	178.54	-6.00	-7.00
筹资活动现金流	439.76	185.73	-126.27	4.86	11.45
短期借款	0.00	140.02	-140.02	0.00	0.00
长期借款	0.00	77.52	0.00	0.00	0.00
普通股增加	361.64	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	78.35	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-0.23	-31.80	13.75	4.86	11.45
现金净增加额	346.88	-213.79	462.11	425.51	618.50

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	503.16	785.38	1135.67	1642.03	2390.39
营业成本	180.91	353.99	466.39	659.36	933.14
营业税金及附加	3.12	2.40	3.00	2.60	3.00
营业费用	15.23	17.38	28.39	41.05	59.76
管理费用	60.73	79.07	121.92	172.63	253.07
研发费用	124.88	140.84	227.13	328.41	478.08
财务费用	-2.87	4.71	-2.00	-8.54	-13.76
资产减值损失	-6.38	-9.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.36	3.55	-0.50	-1.00	-2.00
营业利润	121.33	193.06	291.85	445.53	675.10
营业外收入	0.01	0.21	1.00	1.00	1.00
营业外支出	1.40	1.95	5.00	2.00	4.00
利润总额	119.94	191.32	287.85	444.53	672.10
所得税	8.86	21.96	29.11	46.98	70.01
净利润	111.08	169.36	258.74	397.55	602.09
少数股东损益	0.00	-0.52	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	111.08	169.88	258.74	397.55	602.09
EBITDA	151.84	237.02	318.02	473.20	701.57
EPS (元)	0.27	0.41	0.63	0.97	1.47

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.47	56.09	44.60	44.59	45.58
营业利润(%)	48.25	59.12	51.17	52.66	51.53
归属母公司净利润(%)	51.75	52.93	52.30	53.65	51.45
获利能力					
毛利率(%)	64.04	54.93	58.93	59.84	60.96
净利率(%)	22.08	21.63	22.78	24.21	25.19
ROE(%)	8.46	11.87	15.18	18.94	22.31
ROIC(%)	15.04	21.38	29.72	45.33	70.80
偿债能力					
资产负债率(%)	7.61	21.62	10.39	8.78	7.12
净负债比率(%)	0.00	55.69	39.20	38.37	37.45
流动比率	9.81	3.24	10.48	13.74	18.14
速动比率	8.47	2.55	8.95	12.21	16.69
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.48	0.61	0.78	0.92
应收账款周转率	3.01	4.14	7.27	11.94	16.77
应付账款周转率	4.42	5.85	6.66	10.64	14.49
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.41	0.63	0.97	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.38	0.98	1.04	1.49
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.49	4.16	5.12	6.58
估值比率					
P/E	165.61	108.29	71.10	46.28	30.55
P/B	14.01	12.85	10.79	8.77	6.82
EV/EBITDA	117.86	75.50	56.27	37.82	25.51

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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。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连带损失承担任何责任。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售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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

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