

博瑞医药(688166)

从“难”到“大”拓展的API平台

——博瑞医药深度报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：毛雅婷
✉️：maoyating@stocke.com.cn

报告导读

公司是非典型原料药供应商，从做精高壁垒、高溢价利基品种，过渡到技术平台化、规模化，在国内集采推进、国外合作伙伴放量的背景下，公司制剂端弹性、高难度品种（吸入制剂、ADC等）拓展有望超预期，首次覆盖，给予“增持”评级。

投资要点

□ 博瑞医药：从做精利基、高壁垒品种（0到1），到规模化拓展（1到N）

非典型原料药供应商，公司从做精高壁垒、高溢价利基品种，过渡到拓展品种梯队、分享下游规模化优势。我们认为，相比于其他以原料药为主营收入的公司，博瑞医药的显著特点源于高研发强度（研发人员支出高、占比高）、高净利率，从商业模式上看也采用行业少有的销售权益分成。通过分析公司的产品结构、收入构成、资本开支投向等因素，我们预期公司正在加速拓展品种梯队和下游规模化市场份额，从依赖单一的利基、高壁垒品种，过渡到分享多品种、大体量、高壁垒的市场空间。

□ 规模化拓展之一：基于技术能力的品种延伸

① 技术能力：在工艺设计、高难度品类形成护城河

我们分析了公司公开披露的专利情况，我们认为公司在发酵类品种的发酵工艺、合成品种的工艺路线&反应步骤等领域具有较深厚的技术经验积累，最终实现了工业放大生产的低成本、高效率，典型案例如艾日布林收率从现有技术的65%提高到87%、磺达肝癸钠新纯化方法实现一次性纯化99.5%以上、BGC0222相比传统能够将相对肿瘤增值率降至17%-20%。

② 品种迭代：从依赖高难利基品种，到品类丰富、大小兼顾

2016-2020年间，公司贡献收入的产品数量经历了“先集中、再分散”的阶段，我们认为这体现出公司业绩收入占单API品种收入占比下降，业绩增长的波动性有望下降。从产能建设情况看，公司高壁垒新原料药（吸入制剂类、未上市抗肿瘤类）储备增加，此外公司通过投资合作等形式推进另类高难度API（ADC及创新药）布局。我们认为，从博瑞医药的发展阶段、收入体量等角度看，通过少数股权投资推进吸入制剂、ADC及创新药合作更具容易控制投资风险、放大研发协同。

□ 规模化拓展之二：基于品种升级的规模效应

① 品种：竞争格局相对较好，优势品种一体化+新品种储备并存

产能储备：无菌吸入制剂产能扩张多，优势品种一体化+新品种储备并存，根据公司环评，一体化优势品种产能可能在2021年陆续投产、部分高壁垒品种可能在2024年起陆续投产，我们关注公司制剂投产节奏及其可能带来的业绩弹性，公司制剂业绩刚进入兑现期。

评级

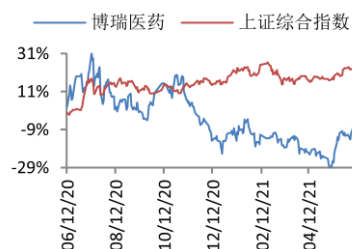
增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥43.83

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.12
4Q/2020	0.12
3Q/2020	0.12
2Q/2020	0.10



公司简介

公司从事高技术壁垒的医药中间体、原料药和制剂产品的研发和生产业务，凭借自身在微生物发酵、高难度药物合成工艺、药物合成原创路线设计、药物新品型及药物靶向递送等方面积累的技术优势，建立了发酵半合成技术平台、多手性药物技术平台、靶向高分子偶联技术平台和非生物大分子技术平台等核心药物研发技术平台。

相关报告

②方式：自主申报和联合审评相结合

自主申报和联合审评相结合，借力集采实现规模优势。我们分析了公司国内制剂申报情况，发现优势 API 品种一体化过程中，公司灵活通过自主申报和联合审评相结合的方式参与带量采购，我们认为这有助于快速推进商业化和一体化，分享下游制剂规模化红利，在公司 API 品种横向迭代加速的背景下，我们认为有助于加速下游制剂的规模化扩张。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.6、0.85、1.21 元/股，2021 年 6 月 15 日收盘价对应 2021 年 73 倍 PE，低于可比公司平均（注：可比公司选择标准为产品结构、发展阶段、战略发展方向等）。我们认为，公司正在从依赖单一原料药放量，逐步过渡到国内外市场并行、大小品种兼顾，公司在高难度吸入类 API 及制剂领域的技术、产能投资具有稀缺性，带量采购下国内制剂及原料药端业绩弹性有望超预期，假如 ADC 和创新药项目取得新进展，有望进一步提升估值，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 催化剂

创新药项目取得新进展；国内外制剂发展超预期。

□ 风险提示

生产安全事故及质量风险；核心制剂品种销售不及预期风险；创新药投入过大或项目失败风险；汇率波动风险；订单交付波动性风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	785	1173	1655	2285
(+/-)	56.09%	49.40%	41.06%	38.08%
净利润	170	246	350	496
(+/-)	52.93%	44.53%	42.43%	41.71%
每股收益(元)	0.41	0.60	0.85	1.21
P/E	105.76	73.17	51.38	36.25

正文目录

1. 博瑞医药：从做精到做大的技术驱动型 API 平台	5
2. 增长弹性之基于技术能力的品种延伸	7
2.1. 技术能力：在工艺设计、高难度品类形成护城河	7
2.2. 品种迭代：从依赖高难利基品种，到品类丰富、大小兼顾	9
3. 增长弹性之基于品种升级的规模效应	12
3.1. 品种：竞争格局好，优势品种一体化+新品种储备并存	12
3.2. 方式：自主申报和联合审评相结合	14
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 增长驱动：国内外、大小品种齐发力	16
4.2. 收入拆分与盈利预测	17
4.3. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：博瑞医药在可比公司中研发水平（2020 年报）	5
图 2：博瑞医药在可比公司中盈利能力（2020 年报）	5
图 3：收入构成：产品销售为主，特有权益分成模式	5
图 4：产品构成：抗菌&抗病毒为强项	5
图 5：从商业模式&竞争壁垒看待不同赛道下的广义药品制造业	6
图 6：BGC0222 相对于伊立替康及 NKTR102 明显改善疗效	9
图 7：BGC0222 的设计及合成	9
图 8：中国主要 API 公司激活且商业化 DMF 平均竞争情况	9
图 9：估算中国部分 API 公司 API 单价及全球吨位	9
图 10：启光德健创新药布局	11
图 11：主要原料药上市公司资本开支相对强度	12
图 12：2020 年公司主要在建工程项目投向及完工度	12
图 13：公司主要 API 销售量/该品种全球 API 销售量	16
图 14：博瑞医药部分品种美国销售额（万美元）	16
图 15：恩替卡韦制剂国内集采后销售量大幅增长	16
图 16：磺达肝癸钠制剂销售额市占率变化	16
表 1：公司主要专利情况：公司在工艺优化、降本增效等领域具有技术积累	7
表 2：公司已激活的 DMF 及 COS 品种	10
表 3：山东博瑞 2021 年 5 月新环评项目中涉及高壁垒原料药（吸入制剂、抗肿瘤 API 等）的产能	10
表 4：公司 4 个主要生产厂区在建环评项目投资情况	12
表 5：公司环评中在建制剂产品及产能情况	13
表 6：公司环评中在建制剂产品对应竞争格局及主要空间	14

表 7: 博瑞医药&信泰制药在审品种情况	14
表 8: 公司收入主要构成及预测	17
表 9: 可比公司估值情况	18
表附录: 三大报表预测值	19

1. 博瑞医药：从做精到做大的技术驱动型 API 平台

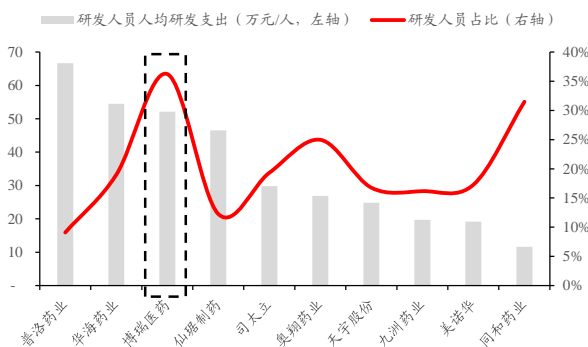
非典型原料药供应商，公司从做精高壁垒、高溢价利基品种，过渡到拓展品种梯队、分享下游规模化优势。我们认为，相比于其他以原料药为主营收入的公司，博瑞医药的显著特点源于高研发强度（研发人员支出高且占比高）、高净利率，从商业模式上看也采用行业少有的销售权益分成。通过分析公司的产品结构、收入构成、资本开支投向等因素，我们预期公司正在加速拓展品种梯队和下游规模化市场份额，从依赖单一的利基、高壁垒品种，过渡到分享多品种、大体量、高壁垒的市场空间，具体看：

①销售品种上，从依赖卡泊芬净、米卡芬净等品种全球专利到期后仿制药放量（利基品种），到恩替卡韦（国内集采持续放量）、子囊霉素、磺达肝癸钠等贡献增量，品种梯队更丰富；

②收入构成上，2020 年制剂收入占比约 4.6%，主要来自于磺达肝癸钠注射液和注射用醋酸卡泊芬净，我们认为随着公司销售合作的拓展和国内集采推进，制剂端弹性有望超预期；

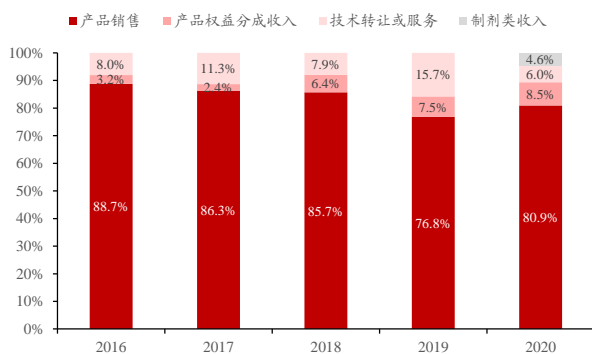
③资本开支上，公司是可比公司中资本开支强度最大的公司之一，2020-2023 年间公司加强了呼吸科&甾体类 API 及吸入制剂产能投资，同时储备了较多国内暂无制剂上市的肿瘤药原料药品种和产能，从资本回报率、资产周转率等角度看，公司仍处在业绩兑现初期。

图 1：博瑞医药在可比公司中研发水平（2020 年报）



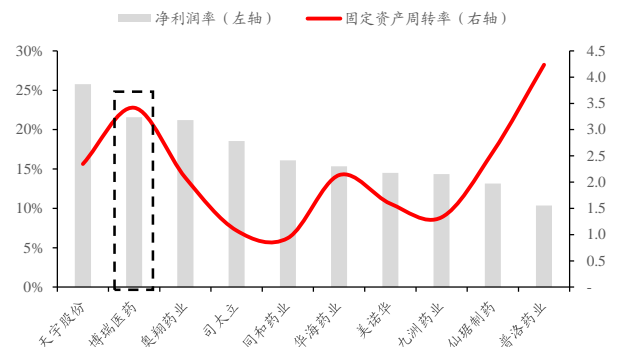
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：收入构成：产品销售为主，特有权益分成模式



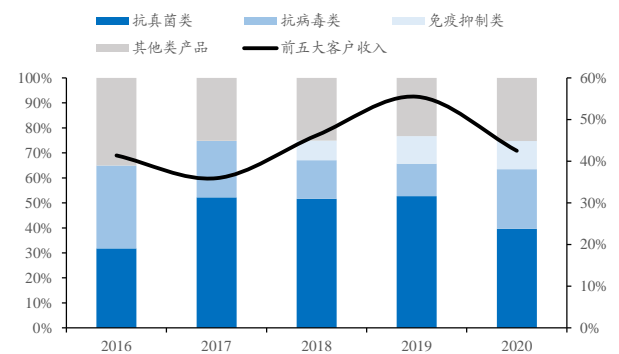
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：博瑞医药在可比公司中盈利能力（2020 年报）



资料来源：浙商证券研究所

图 4：产品构成：抗菌&抗病毒为强项

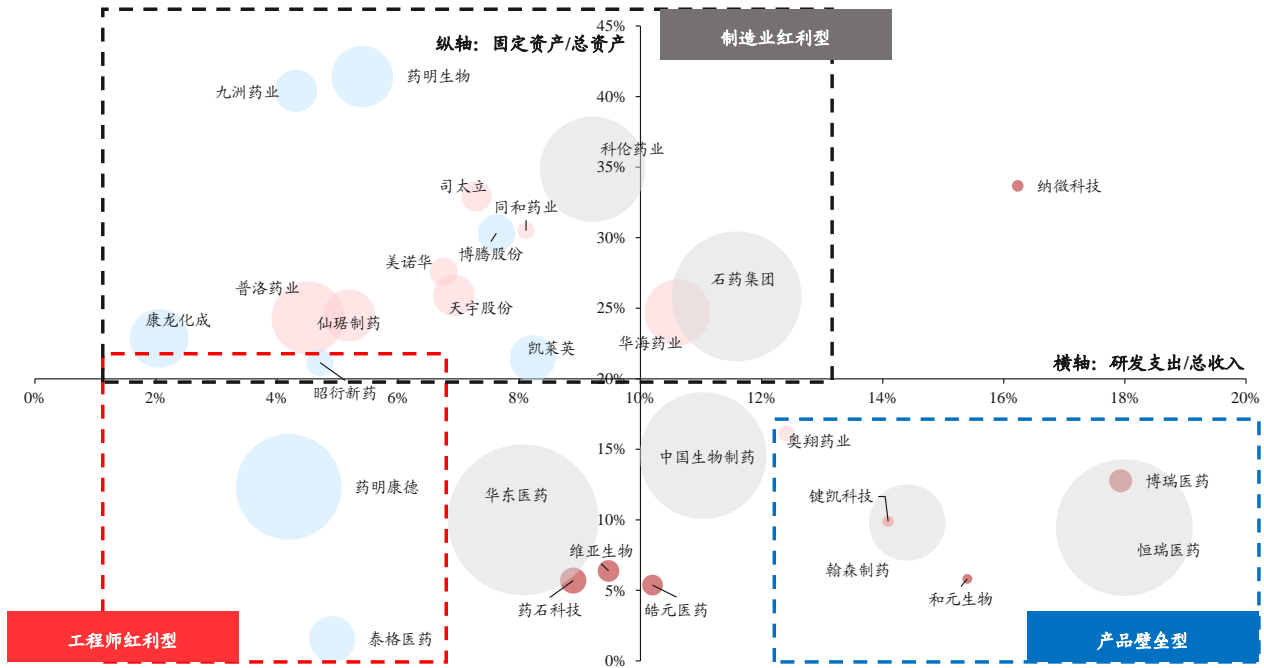


资料来源：Wind，浙商证券研究所

从另一个视角看待博瑞医药的竞争力和中长期增长驱动：是制造业红利，还是研发壁垒？我们从“固定资产/总资产”和“研发支出/总收入”两个维度看广义药品制造业，

希望从财务数据的角度看待公司增长的驱动因素，我们认为制造业要素占主导的公司长期增长要素来自于中国的工业基础、综合成本优势，人力要素占主导的公司长期增长要素来自于工程师红利，产品壁垒占主导的公司长期增长要素来自于品种迭代和研发投入，几种模式并无高下优劣之分。从这个角度看博瑞医药，我们认为公司不是典型的依靠制造业红利的原料药公司，这既由公司的人才基础、团队基因所决定，又受到发展阶段、资源积累影响，我们建议关注公司在收入体量增大、制剂端加速延伸、规模效应初步显现的阶段的业绩弹性和成长空间。

图 5：从商业模式&竞争壁垒看待不同赛道下的广义药品制造业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 增长弹性之基于技术能力的品种延伸

2.1. 技术能力：在工艺设计、高难度品类形成护城河

公司的技术优势源于核心研发团队在合成工艺、放大生产等领域的积累。我们分析了公司公开披露的专利情况并总结了公司在几个技术平台下主要品种专利的特点、相对于原有工艺的改善之处。我们认为，公司在发酵类品种的发酵工艺、合成品种的工艺路线&反应步骤等领域具有较深厚的技术经验积累，最终实现了工业放大生产的低成本、高效率，典型案例如：

- 显著提高收率：公司新路线合成的艾日布林收率从现有技术的 65%提高到 87%，同时不需要用到铬试剂，在降低生产成本的同时也减少了环境污染。
- 降低成本&提高纯度：磺达肝癸钠新纯化方法下，仅通过一次过柱纯化纯度就能达到 99.5%以上，降低了生产成本与工艺难度。
- 改善临床效果：
 - BGC0222 相比传统药物具有更强的肿瘤抑制性：在结肠癌的抗肿瘤药效实验中，BGC0222 相比传统能够将相对肿瘤增值率降至 17%-20%左右，而 NKTR102 能够将相对肿瘤增值率降至 34.7%、伊立替康则能够将相对肿瘤增值率降至 69%。
 - CD44 靶向多臂偶联物相比未偶联的药物能够使药物在人体或其他动物体内组织更加富集，从而有效抑制肿瘤增殖。在对人小细胞肺癌细胞 NCI-H446 的抑制中，该药物能够将相对肿瘤增值率降至 4%-13%左右，而伊立替康只能将相对肿瘤增值率降至 66%。该化合物在效果上还超过了新药 BGC0222，在对人乳腺癌 MDA-MB-231 的抗肿瘤药效实验中，能够将相对肿瘤增值率降至 1%-3%左右，BGC0222 则只能将其降至 17%左右。除了乳腺癌和小细胞肺癌，该化合物亦可用于其他高表达 CD44 的肿瘤，包括胃癌、胰腺癌、结肠癌等。

我们认为，原料药领域的技术壁垒往往不在于绝对的“合成/发酵难度”，化合物或大分子的商业化难点很多应用卡在了合成路线设计、杂质控制等领域，比如存在生产成本极高、产品质量稳定性&均一性差等问题，体现在部分品种罕见仿制药供应（如造影剂）；有的 API 品种商业化卡在特殊剂型下的粒径控制、给药效果上，如吸入制剂。我们认为，在部分高难度仿制药&创新药领域，原料药的合成和放大生产是主要壁垒，中国虽然不缺合成人才，但高端合成路线设计、化合物创新性突破的人才比较稀缺；博瑞医药的技术优势建立对工业化放大生产工艺的理解之上，并在创新药等领域有一定研究积累，而这些又来自于公司核心管理层兼核心技术人员（如董事长袁建栋等）的研发能力、充足经费支持的研发团队和灵活的校企产业化合作。

表 1：公司主要专利情况：公司在工艺优化、降本增效等领域具有技术积累

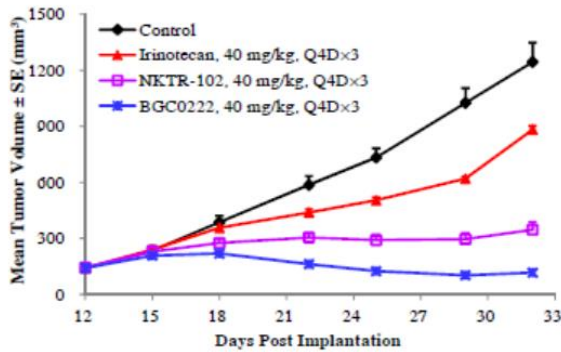
技术平台	代表性药物	专利前应用情况	专利改善点	专利改善后效果	专利名称
发酵半合成	奥利万星		降低成本、 提高产量	将两种杂质的比例分别由 48%和 15%降至 38%和 2%，同时将原本的发单单位提高 224.27%	一种酸降解液 (CN201910259134)
	米卡芬净		新发酵方法、 降低成本、提高产量	将 FR901379 到 FR179642 的摩尔转化率提升至 90%到 96%，同时简化了生产过	一种米卡芬净钠前体 FR179642 的发酵方法

			程	(CN201810536316.0)
	有的方案发酵单位过低, 仅有100mg/L 左右, 有的方案将发酵单位提升至 300-400mg/L, 但在溶氧偏低的问题	培养基方案、提高产量	显著改善溶氧问题, 同时将产量提升至 2.8-3.5g/L	一种发酵生产 FR901379 的培养基及其方法 (CN201611019780.X)
卡泊芬净		新发酵工艺、降低杂质	将杂质纽莫康定 C0 的含量从原本的 6% 降至 1.5%	卡泊芬净发酵中间体的发酵方法 (CN201710048169.8)
		提高产量	有效降低了菌体粘度, 同时也提高了同期效果, 将现有纽莫康定 B0 发酵技术约纽莫康定 B0 的发酵方法 800-1000mg/L 的发酵单位提升至 2000-2500mg/L	(CN201710048503.X)
		全新路线和中间体制备关键中间体 ERB	提高收率、手性中心选择性更强	一种艾日布林中间体的制备方法 (CN201910509222.9)
艾日布林		提高产率、保护环境	将合成其中化合物 AL01 的收率从现有技术的 65% 提高到 87%, 同时不需要用到铬试剂, 在降低生产成本的同时也减少了环境污染	艾日布林中间体及其制备方法 (CN201910197071.8)
泊沙康唑		提高产率	得到的 POB 中非对映异构体含量 ≤0.01%, 在避免了前人专利中异构体超标问题的同时也能将收率提高至 15% 左右 (前人为 6% 到 8%)	一种制备泊沙康唑的中间体 (CN201910259128.2)
多手性合成平台	①开环反应产率低 ②开环反应产物分离提纯困难 ③鸟嘌呤上的氨基在后续反应中需要保护, 产物不稳定, 且分离繁杂 ④硅烷作为羟基前体的方法影响目标产物的纯度和产率	精简合成路线、简化提纯、提高产率	避免了用鸟嘌呤开环, 反应产率大大提升	恩替卡韦中间体及合成方法 (CN201010181642.8)
磺达肝癸钠	美国专利 US4818816 的制备方法需要 50 多步, 但产率仅有 0.1%, 且污染严重, 不利于大规模生产	提高纯度、提高产率	所得中间体均为固体, 易于纯化, 且整个合成路线较为简单, 产品纯度和产率大大提高, 适合工业化生产	一种戊糖化合物的中间体及其制备方法 (CN201310380690.3)
	活性炭纯化磺达肝癸钠的方法纯度较高, 但是操作方法复杂, 不易操作	提高纯度、提高产率	仅通过一次过柱纯化纯度就能达到 99.5% 以上, 降低了生产成本与工艺难度	一种戊糖化合物的纯化方法 (CN201210278232.4)
靶向高分子偶联平台	BGC0222 NKTR102 靶向性较差的劣势使得不良反应的概率仍然较高	改善临床效果	能够从商业可利用原材料中获得, 其水溶性的聚合物修饰可增强该偶联物的水溶性, 从而提高载药量。同时靶向分子增加靶向性, 使得该偶联物在目标组织的浓度更高。该药物亦具有较小的毒性。	多臂靶向抗癌偶联物 (CN201710263114.9)
	多支链药物偶联物	改善临床效果	相比未偶联的药物能够使药物在人体或其他动物体内组织更加富集, 从而有效抑制肿瘤增殖	CD44 靶向多臂偶联物 (CN201910131331)
非生物大分子平	超顺磁氧化铁	缩短反应步骤、	省略了将聚葡萄糖山梨醇羧甲醚反应液	一种超顺磁氧化铁的制备方

台	降低成本	提纯及固化的步骤,在保证产品质量指法(CN108403716A)标不变的情况下,缩短了生产步骤,从而节省了生产时间和生产成本
异麦芽糖酐铁 1000	缩短生产周期、 降低成本	避免了多聚糖水解、纯化的复杂工序,使得整个生产周期大幅缩短,生产成本降低,同时所得原料药分子量和粒径与现有技术制备得到的原料药一致

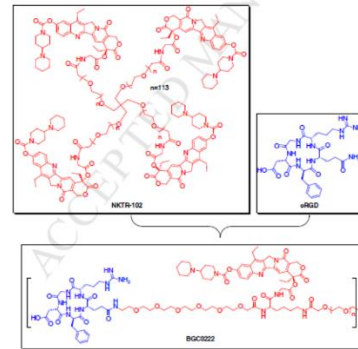
资料来源: 专利局, 浙商证券研究所

图 6: BGC0222 相对于伊立替康及 NKTR102 明显改善疗效



资料来源: European Journal of Medicinal Chemistry, 浙商证券研究所

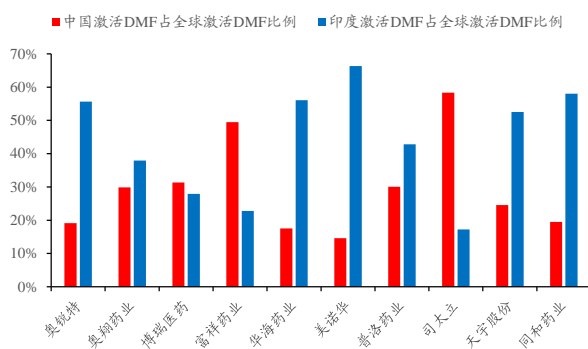
图 7: BGC0222 的设计及合成



资料来源: European Journal of Medicinal Chemistry, 浙商证券研究所

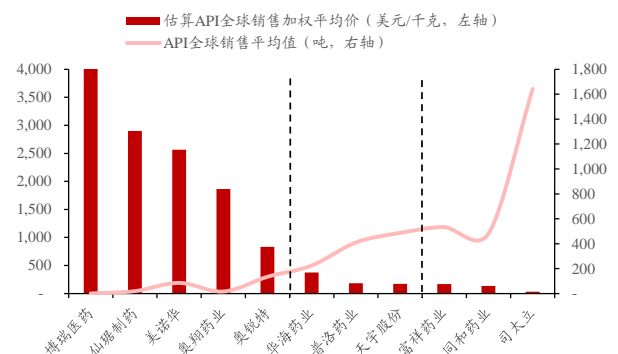
从结果上,体现为公司 API 品种相对较高的单价和较好的竞争格局。我们根据公司主要激活 DMF 品种全球需求吨数、对应制剂的销售额来估算主要原料药公司的销售均价,我们发现博瑞医药较成熟的品种大多具有高单价、小吨位的特点(注:估算结果仅供参考,不代表公司实际销售情况)。从 DMF 激活情况看全球竞争格局,我们认为公司已激活品种中印度 DMF 占比相对较低、全球激活个数相对较少,可能从侧面反映出公司原料药品种的研发、生产能力。

图 8: 中国主要 API 公司激活且商业化 DMF 平均竞争情况



资料来源: Newport, 浙商证券研究所

图 9: 估算中国部分 API 公司 API 单价及全球吨位



资料来源: Newport, 浙商证券研究所

2.2. 品种迭代: 从依赖高难利基品种, 到品类丰富、大小兼顾

从依赖单品放量,到国内外市场、多品种销售。2016-2020 年间,公司贡献收入的产品数量经历了“先集中、再分散”的阶段:2016 年公司总收入中“其他类产品”收入占比约 31.1%、“抗真菌类”收入占比约 28.2%;2018 年“其他类产品”收入占比约 21.5%、“抗真菌类”收入占比约 44.2%,源于抗真菌类卡泊芬净、米卡芬净下游专利到期后下游需求增加、原料药销售占比提升,进而导致收入增长集中于几个利基品种。2020 年“其

他类产品”收入占比基本持平（约 20.4%）、“抗真菌类”收入占比下降（约 32%）、抗病毒类收入占比提升（约 19.3%），源于带量采购下恩替卡韦原料药的销售弹性。我们认为这体现出公司业绩收入占单 API 品种收入占比下降，业绩增长的波动性有望下降。

表 2：公司已激活的 DMF 及 COS 品种

中文名	适应症	首次注册日	美国激活 DMF	日本激活 DMF	激活 COS/CEP	全球销售额 (亿美元)	全球 API 消耗 (吨)	全球 DMF 激活且商业化 API 厂商数量	其中中国厂商数/中印厂商数
培美曲塞二钠	抗肿瘤药	2013	Yes	No	No	2,605	1.4	32	40.6%
阿加曲班	抗血栓形成药	2014	No	Yes	No	120	0.1	7	28.6%
非达霉素	消化道及代谢	2014	Yes	No	No	162	0.3	-	
泊沙康唑	系统用药的抗真菌药	2014	Yes	No	No	645	2.5	8	37.5%
阿尼芬净	系统用药的抗真菌药	2015	Yes	No	No	161	0.1	2	50.0%
米卡芬净钠	系统用药的抗真菌药	2015	Yes	Yes	No			6	50.0%
吡美莫司	皮肤病用药	2015	Yes	No	No	238	1.3	5	20.0%
醋酸卡泊芬净	系统用药的抗真菌药	2015	Yes	No	No	484	0.2	6	33.3%
恩替卡韦	系统用药的抗病毒药	2015	Yes	Yes	Yes	1,001	0.5	19	15.8%
磺达肝癸钠	抗血栓形成药	2016	Yes	No	No	166	0.1	8	25.0%
依维莫司	抗肿瘤药	2017	Yes	Yes	No	1,824	0.108	7	28.6%
舒更葡糖钠	择性松弛拮抗剂	2019	Yes	No	No	969	2.8	4	0.0%

资料来源：FDA, Bloomberg, 公司官网, 浙商证券研究所

从产能建设情况看，公司高壁垒原料药（吸入制剂类、未上市抗肿瘤类）储备增加。我们分析了公司主要原料药生产厂区的环评及资本开支情况，根据 2021 年 5 月公示的《博瑞（山东）原料药一期项目环境影响报告书》，博瑞山东原料药一期项目预期 2021 年 3 月开工、2021 年 10 月投产，计划投资 3 亿元，主要涉及 API 品种包括成人慢性阻塞性肺疾病（COPD）如马来酸茚达特罗、荒地溴铵等，此外也包括在国内暂无制剂上市的布加替尼、帕纳替尼、帕唑帕尼等。根据公司环评规划，此项目满产后有望贡献 5.14 亿收入、19%投资收益率，约对应 2.1 的固定资产周转率（假设 3 亿投资中 80%为固定资产投资）。

我们认为，吸入制剂原料药产值高、市场空间大、研发具有一定难度，在现有的国内外竞争和研发格局下后发者很难通过完全自研实现快速商业化，博瑞医药选择控股公司、少数股权投资等方式布局吸入类原料药及制剂具有现实性。根据公司年报，公司在吸入制剂平台合作的公司包括艾特美（60%控股子公司）、博诺康源（17.9%股权投资）、博泽格霖（与博诺康源合资建立，估算博瑞医药股权占比大于 50%），根据博诺康源官网和公司专利基础，我们认为该公司在吸入类原料药及制剂领域的战略布局和博瑞医药具有一致性，建议关注相关品种的商业化进展。

表 3：山东博瑞 2021 年 5 月新环评项目中涉及高壁垒原料药（吸入制剂、抗肿瘤 API 等）的产能

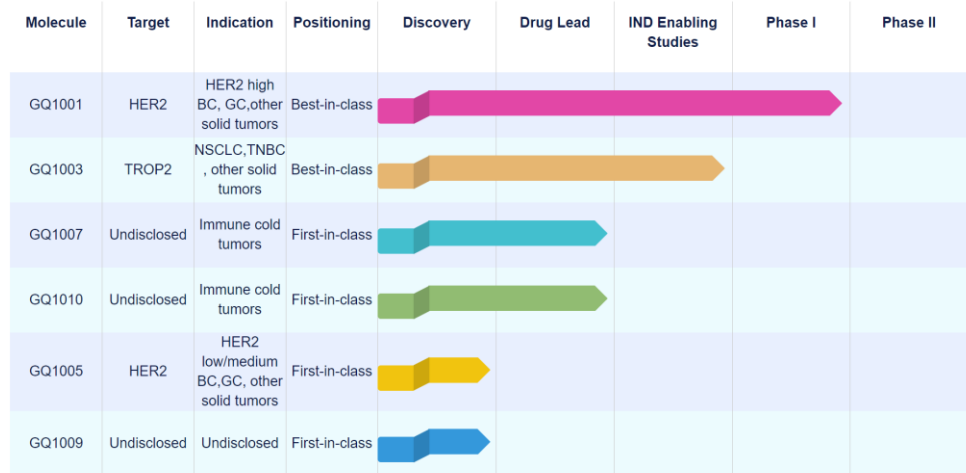
产品名称	生产规模 (kg/a)	生产线条数	制剂美国销售额 (百万美元)	适应症
丙酸氟替卡松	100	1 条	6,335	皮质甾体激素类皮肤病治疗药
布地奈德	100		3,071	阻塞性气管疾病用药
糠酸氟替卡松	100	1 条	257	鼻腔用药
昔萘酸沙美特罗	100		130	阻塞性气管疾病用药
维兰特罗	100		1,027	阻塞性气管疾病用药
荒地溴铵	100		1	阻塞性气管疾病用药

格隆溴铵	100			阻塞性气管疾病用药
马来酸茚达特罗	100		1,618	阻塞性气管疾病用药
布加替尼	200		38	非小细胞肺癌
帕纳替尼	100	1 条	396	成人慢性粒细胞白血病 (CML)、一费城染色体阳性 (Ph+) 急性淋巴细胞白血病 (ALL)
帕唑帕尼	500		445	晚期肾细胞癌 (一种在肾小管中发现癌细胞的肾癌类型)、软组织肉瘤(STS)、上皮性卵巢癌和非小细胞肺癌(NSCLC)

资料来源: Bloomberg, 《博瑞(山东)原料药一期项目环境影响报告书》, 浙商证券研究所

另类高难度 API 拓展: 通过投资合作等形式推进 ADC 及创新药布局。根据公司年报及招股书, 公司自主研发了美登素中间体、安丝菌素中间体等 ADC 药物中间体, 此外公司又通过与启光德健的少数股权投资 (7.3% 股权占比) 加强 ADC 领域布局。根据启德医药官网, 公司进展最快的项目 “GQ1001 是一种抗体偶联药物 (ADC), 目前在全球多中心临床试验中用于治疗 HER2+ 实体瘤。GQ1001 是根据启德医药独特的连接酶催化偶联技术和拥有专利的开环连接子技术, 通过毒素 DMI 与 trastuzumab 的定点特异性偶联产生的 ADC”, 启德医药在 LDC (Ligase Dependent Conjugation) 技术、Linker 技术、高度集成连续流工艺等角度部分解决了传统 ADC 药物异质性高、稳定性差、工艺开发与放大复杂等问题。我们认为, 从博瑞医药的发展阶段、收入体量等角度看, 通过少数股权投资推进 ADC 及创新药合作更具容易控制投资风险、放大研发协同。

图 10: 启光德健创新药布局



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3. 增长弹性之基于品种升级的规模效应

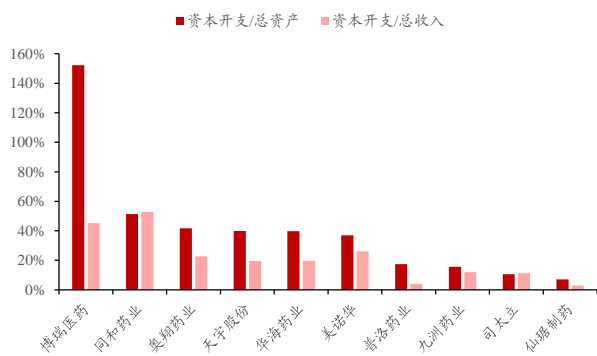
相比于其他原料药公司，博瑞医药近两年资本开支强度明显加大，我们通过分析资本开支的方向，发现公司加速推动制剂产能建设，尤其在注射剂、吸入制剂领域拓展较快。2020年是公司制剂收入元年，根据2020年年报，公司制剂收入“主要包括磺达肝癸钠注射液和注射用醋酸卡泊芬净，制剂销售采用和外部代理商合作的销售模式，在不增加现有销售团队的情况下达到最大化产品价值的目标”。我们认为，前向一体化是具有竞争优势的原料药的重要选择，有助于将原料药公司的成本优势&技术优势转化为仿制药的规模优势，我们在下文将从博瑞医药制剂领域的品种拓展、制剂销售的能力建设两个角度看待公司基于品种延伸的规模效应实现方式。

表 4：公司 4 个主要生产厂区在建环评项目投资情况

厂区	制剂增量 (万单位)			原料药增量 (kg)	投资额 (万元)	预期投产时间
	注射剂	吸入剂/喷雾剂	片剂/胶囊剂			
信泰制药大环内脂类抗生素、三唑类抗真菌药、新型肌松药扩产项目				435	2,000	2020年6月
苏州博瑞海外高端制剂	500				8,000	2020年11月
苏州瑞博制剂生产项目	5,700				2,000	2021年2月
苏州瑞博制剂生产&研发扩建	6,000	22,500	20,000		2,000	2024年3月
博瑞山东原料药一期项目				1,600	30,000	2021年10月
博瑞泰兴生物原料药和制剂一期				3,650	35,955	2022年2月

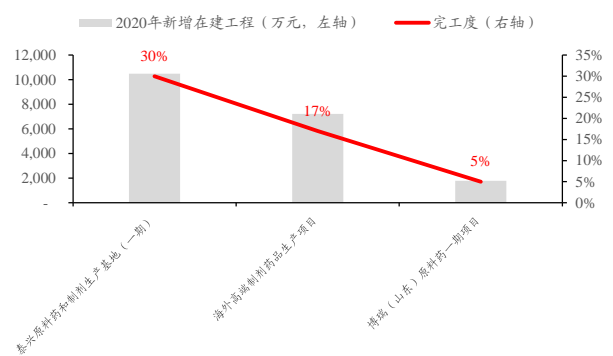
资料来源：公司公告，《博瑞（山东）原料药一期项目环境影响报告书》，《博瑞制药（苏州）有限公司制剂生产和研发药品扩建项目》，《博瑞制药（苏州）有限公司制剂生产项目》，《博瑞生物医药（苏州）股份有限公司建设海外高端制剂药品生产项目》，《信泰制药（苏州）有限公司大环内脂类抗生素、三唑类抗真菌药、新型肌松药扩产项目》，浙商证券研究所

图 11：主要原料药上市公司资本开支相对强度



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：2020 年公司主要在建工程项目投向及完工度



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

3.1. 品种：竞争格局好，优势品种一体化+新品种储备并存

产能储备：无菌吸入制剂产能扩张多，优势品种一体化+新品种储备并存。根据公司环评，公司制剂产能主要集中在苏州瑞博工厂，近2年扩产中既包括注射用醋酸卡泊芬净、注射用米卡芬净钠、磺达肝癸钠注射液等具有原料药优势的品种，又包括布地奈德混悬吸入剂、舒利迭干粉吸入剂等正在研发储备的高难度吸入制剂品种，同时公司海外制剂项目主要为磺达肝癸钠注射液，建设成本显著高于其他项目，可能反映出公司未来制剂国际化布局。根据公司环评，一体化优势品种产能可能在2021年陆续投产、部分高壁垒品

种或从2024年起陆续投产，环评估算进度仅供参考，但我们关注公司制剂投产节奏及其可能带来的业绩弹性，公司制剂业绩刚进入兑现期。

表 5：公司环评中在建制剂产品及产能情况

厂区及项目	主体工程	产品名称	规格	设计能力 (万支/a)	备注
苏州博瑞-制剂生产项目	激素水针线	卡前列素氨丁三醇注射液	1ml:250µg	500	非最终灭菌激素水针
	抗肿瘤粉针水针线	注射用聚乙二醇伊立替康	10mg	200	非最终灭菌抗肿瘤粉针
		注射用曲贝替定	1mg	200	非最终灭菌抗肿瘤粉针
		艾日布林注射液	2ml:1mg	200	非最终灭菌抗肿瘤水针
	普通制剂非最终灭菌粉针水针线	注射用醋酸卡泊芬净	50mg	200	抗真菌冻干粉针
			70mg	200	抗真菌冻干粉针
	普通制剂非最终灭菌预充针线	注射用米卡芬净钠	50mg	200	抗真菌冻干粉针
	普通制剂非最终灭菌预充针线	磺达肝葵钠注射液	0.5ml:2.5mg	500	静脉血栓栓塞预防
	普通制剂非最终灭菌卡式瓶线	度拉糖肽注射液	0.5ml:1.5mg	500	长效降血糖
	普通制剂最终灭菌水针线	多聚糖超顺磁氧化铁注射液	17ml:510mg	1,000	贫血补铁剂
			羧基麦芽糖铁注射液	10ml:500mg	1,000
蔗糖铁注射液			5ml:100mg	1,000	贫血补铁剂
高活性制剂软雾吸入剂车间	噻托溴铵喷雾剂	4.5ml: 1mg	500万瓶/年	治疗慢性阻塞性肺病	
高活性制剂混悬吸入剂车间	布地奈德混悬吸入剂	2ml: 0.5mg	1亿支/年	治疗支气管哮喘	
		2ml: 1mg	1亿支/年		
高活性制剂干粉吸入剂车间	舒利迭干粉吸入剂	50µg/250µg	500万盒/年	治疗可逆性阻塞性气道疾病	
		50µg/500µg	500万盒/年		
高活性制剂口服抗肿瘤固体车间	依维莫司片	5mg	5000万片/年	治疗晚期肾细胞癌	
高活性制剂口服激素固体车间	地诺孕素片	2mg	5000万片/年	治疗子宫内膜异位症	
苏州博瑞-制剂生产和研发	普通制剂干粉吸入剂车间	拉尼米韦干粉吸入剂	20mg	1000万瓶/年	治疗流感病毒
药品扩建项目	普通制剂最终灭菌安瓿水针车间	阿加曲班注射液	2ml: 10mg	5000万支/年	慢性动脉闭塞症状改善
	普通制剂滴眼剂车间	硫酸阿托品滴眼液	0.4ml:0.04mg	2亿支/年	治疗短暂性近视
		磷酸奥司他韦胶囊	75mg	1亿粒/年	治疗流感病毒
	普通制剂口服车间	磷酸奥司他韦干混悬剂	6mg/mL	5000万袋/年	治疗流感病毒
		磷酸奥司他韦糖浆	0.03	5000万瓶/年	治疗流感病毒
普通制剂非最终灭菌西林瓶粉针分装车间	注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	4.0g/0.5g	500万支/年	治疗细菌感染	
		注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠	4.0g/0.5g	500万支/年	治疗细菌感染
苏州博瑞-海外高端制剂药品生产项目	制剂车间	磺达肝葵钠注射液	0.5ml: 2.5mg	500万支/年	静脉血栓栓塞预防

资料来源：CDE，Wind 医药库，《博瑞制药（苏州）有限公司制剂生产和研发药品扩建项目》，《博瑞制药（苏州）有限公司制剂生产项目》，《博瑞生物医药（苏州）股份有限公司建设海外高端制剂药品生产项目》，浙商证券研究所

竞争格局：相对较好，原料药优势品种注册相对领先。我们分析了公司环评中涉及的品种的竞争格局及国内市场空间，我们认为，从公司品种立项看，大部分品种暂未集采；部分品种竞争格局相对较好，预期短期内较难进行带量采购，如舒利迭干粉吸入剂、噻托溴铵喷雾剂等，公司在具有原料药优势品种如恩替卡韦片、注射用醋酸卡泊芬净、注射用米卡芬净钠等注册进度相对靠前；此外，公司也布局了注册厂家较多的大品种，我们预期随着公司制剂产能投放和品种注册推进，公司在一体化的规模效应有望进一步体现。

表 6：公司环评中在建制剂产品对应竞争格局及主要空间

制剂	国内销售额	国内销量	通过一致性评价	申请通过一致性评	临床试验数	临床申请数	集采情况
	(2020, 万元)	(2020, 万单位)	公司数量	价公司个数			
注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠	177,074	3,025	2	5-10	0	0	×
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	175,848	4,835	4	2	0	5-10	×
布地奈德混悬吸入剂	119,997	8,538	5	0	5-10	2	第五轮集采
注射用伏立康唑	87,814	406	3	5-10	10-20	5-10	第四轮集采
注射用醋酸卡泊芬净	84,849	62	5-10	2	0	5-10	×
阿卡波糖片	48,844	61,776	5-10	5-10	大于 20	5-10	第二轮集采
恩替卡韦片	40,825	4,274	10-20	5-10	大于 20	1	第一轮集采
磷酸奥司他韦胶囊	26,978	1,683	1	10-20	10-20	0	×
奥拉西坦注射液	22,423	507	5-10	5-10	0	1	×
舒利迭干粉吸入剂	21,860	3,812	1	5-10	4	5-10	×
阿加曲班注射液	19,541	146	5-10	5-10	0	1	×
蔗糖铁注射液	16,981	368	0	1	0	2	×
注射用米卡芬净钠	16,138	40	5	5	0	1	×
卡前列素氨丁三醇注射液	14,055	40	0	4	0	0	×
噻托溴铵喷雾剂	7,048	13	1	0	0	1	×
枸橼酸托法替布片	6,852	264	5-10	5-10	大于 20	大于 20	第三轮集采
恩替卡韦胶囊	4,276	5,759	5-10	0	5-10	大于 20	第一轮集采
盐酸帕罗西汀肠溶缓释片	1,418	417	2	1	4	2	×
地诺孕素片	1,192	62	2	1	4	5-10	×
度拉糖肽注射液	961	2	1	0	1	1	×
依维莫司片	28	3,550	1	1	2	5-10	×
西地沙星片	0	0	1	5	5-10	大于 20	×

资料来源：CDE，Wind 医药库，《博瑞制药（苏州）有限公司制剂生产和研发药品扩建项目》，《博瑞制药（苏州）有限公司制剂生产项目》，《博瑞生物医药（苏州）股份有限公司建设海外高端制剂药品生产项目》，浙商证券研究所

注：数据统计时间截至 2021 年 6 月中旬。

3.2. 方式：自主申报和联合审评相结合

自主申报和联合审评相结合，借力集采实现规模优势变现。我们分析了公司国内制剂申报情况，发现优势 API 品种一体化过程中，公司灵活通过自主申报和联合审评相结合的方式参与带量采购，我们认为这有助于快速推进商业化和一体化，分享下游制剂规模化红利，在公司 API 品种横向迭代加速的背景下，我们认为有助于加速下游制剂的规模化扩张。

表 7：博瑞医药&信泰制药在审品种情况

药品名称	注册类型	申请人	审评状态	审评结论	CFDA 开始日
阿卡波糖片	仿制,4	信泰制药/乐普药业	制证完毕-已发批件	批准生产	2021-04-02
奥拉西坦注射液	仿制,6	信泰制药	制证完毕-已发批件	批准生产	2021-03-16
磺达肝癸钠注射液	补充申请	扬子江药业/博瑞制药	制证完毕-已发批件	批准补充	2021-03-02
	仿制,4	双鼎制药/博瑞制药	在审评审批中		2021-02-20
注射用伏立康唑	仿制,4	博瑞制药	在审评审批中		2020-12-01
阿加曲班注射液	仿制,4	博瑞制药	在审评审批中		2020-06-17
注射用米卡芬净钠	补充申请	信泰制药	在审评审批中		2020-05-09

恩替卡韦片	仿制,4	海南华益泰康药业/博瑞生物	在审评审批中	批准临床	2020-03-20
磷酸奥司他韦干混悬剂	仿制,3	信泰制药	在审评审批中		2020-03-20
注射用醋酸卡泊芬净	仿制,6	信泰制药	制证完毕-已发批件	批准生产	2020-01-14
磷酸奥司他韦胶囊	仿制,4	信泰制药	在审评审批中		2019-12-04
注射用埃索美拉唑钠	仿制,6	信泰制药	制证完毕-已发批件	批准生产	2019-12-02
磺达肝癸钠注射液	仿制,6	信泰制药	制证完毕-已发批件	批准生产	2019-11-28
注射用伏立康唑	仿制,4	信泰制药/苏州扬厉医药	在审评审批中	批准临床	2019-07-29
恩替卡韦片	补充申请	信泰制药/苏州扬厉医药	制证完毕-已发批件	批准补充	2019-07-02
	仿制,4	信泰制药	制证完毕-已发批件		2019-07-02

资料来源：CDE，Wind 医药库，浙商证券研究所

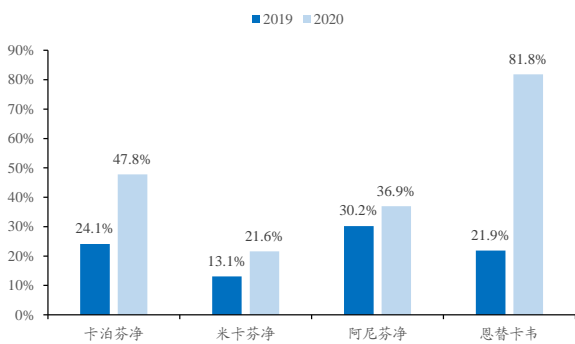
4. 盈利预测与投资建议

4.1. 增长驱动：国内外、大小品种齐发力

公司 2018-2020 年收入端复合增速为 39%，净利润端复合增速为 52.3%，我们认为，公司近今年的业绩增长主要来自于：

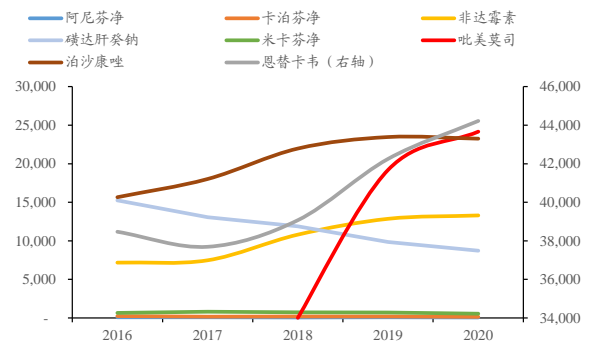
①**下游制剂专利到期+陆续放量**。根据公司招股书及年报，米卡芬净、阿尼芬净、舒更葡糖钠的美国专利陆续在 2019-2020 年到期，我们预期公司合作伙伴下游制剂放量有望带动 API 供应量增长。我们结合 Newport 数据分析，公司 2020 年卡泊芬净、米卡芬净市占率快速提升，可能源于“米卡芬净由于专利到期，在欧洲已实现商业化放量，在美国和日本即将实现商业化放量，下游制剂客户对米卡芬净采购量大幅增加”，随着阿尼芬净美国放量，我们预期公司优势品种全球 API 市占率有望进一步提升。

图 13：公司主要 API 销售量/该品种全球 API 销售量



资料来源：Newport，浙商证券研究所

图 14：博瑞医药部分品种美国销售额（万美元）

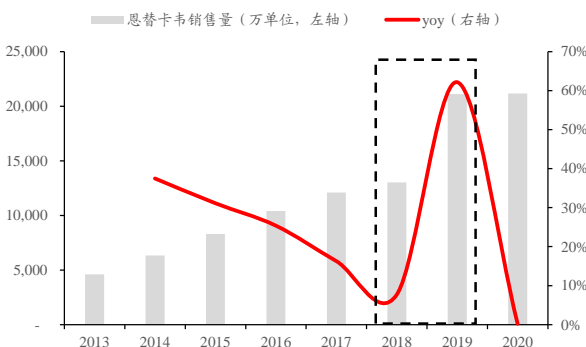


资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

②**国内集采新增量**。根据 2020 年报，“2020 年销售收入较上年有较大增长，毛利率较上年略有下降，主要由于恩替卡韦原料药受益于国内集中采购政策，下游中标制剂客户对公司恩替卡韦原料药采购量大幅增加”，考虑到国内乙肝患者基数、用药习惯等因素，我们预期恩替卡韦片/胶囊仿制药销售量有望维持 20% 以上增长，贡献国内收入新增量。此外，公司与扬子江联合申报的磺达肝癸钠注射液已通过补充申请，该品种暂未集采且已有多家申报过评，我们预期未来该品种集采后有望贡献新增量。

③**新品种和制剂投产的潜力**。根据上文分析，我们认为，随着公司新 API 及制剂产能陆续释放，吡美莫司等小品种持续贡献增量、平滑各品种带来的业绩波动，补铁剂等高难度品种有望在中期贡献新增量。

图 15：恩替卡韦制剂国内集采后销售量大幅增长



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

图 16：磺达肝癸钠制剂销售额市占率变化



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

4.2. 收入拆分与盈利预测

综合上文的分析，我们对公司各个业务进行分析和预测：

- 产品销售板块：我们预期 2021-2023 年增长主要由抗真菌和抗病毒类品种放量带来，前者受益于欧美市场主要芬净品种专利到期后合作伙伴放量，后者受益于带量采购下恩替卡韦终端下沉、销售放量，此外考虑到公司新品种产能陆续投放，我们预期其他类销售额在未来 3 年保持较快增长。
- 产品权益分成：考虑到该板块收入和“产品销售”中芬净类、免疫抑制类具有相关性，我们假设该品类收入占“抗真菌类”和“免疫抑制类”收入之和保持稳定比例。
- 技术转让或服务：由于该板块收入受到公司创新药研发、转让进度影响，我们假设该部分收入占总收入比例保持稳定。
- 制剂类：考虑到公司的制剂申报进度、带量采购进展和产能释放节奏，我们看好公司制剂端放量趋势，我们预期主要品种如注射用醋酸卡泊芬净等品种陆续集采后可能对公司带来纯增量，我们假设制剂维持较高速增长。

表 8：公司收入主要构成及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	503	785	1,173	1,655	2,285
yoy	23.5%	56.1%	49.4%	41.1%	38.1%
毛利率	64.0%	54.9%	55.9%	55.6%	55.7%
产品销售	38,639	63,429	95,682	133,907	182,575
yoy	10.9%	64.2%	50.8%	39.9%	36.3%
毛利率	64.0%	54.9%	49.6%	49.2%	49.2%
收入占比	76.8%	80.8%	81.5%	80.9%	79.9%
产品权益分成	3,755	6,624	9,796	13,224	17,853
yoy	44.4%	76.4%	47.9%	35.0%	35.0%
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%
收入占比	7.5%	8.4%	8.3%	8.0%	7.8%
技术转让或服务	7,915	4,701	5,280	7,448	10,284
yoy	147.1%	-40.6%	12.3%	41.1%	38.1%
毛利率	89.3%	65.28	70%	70%	70%
收入占比	15.7%	6.0%	4.5%	4.5%	4.5%
制剂类		3,617	6,578	10,934	17,826
yoy			81.8%	66.2%	63.0%
毛利率		69.5%	70%	70%	70%
收入占比		4.6%	5.6%	6.6%	7.8%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

毛利率及净利率假设：我们预期恩替卡韦 API 及中间体业务仍将是公司毛利率最低的板块，而随着制剂收入占比提升及新 API 收入贡献增量，预期恩替卡韦类收入占比略有下降，带来毛利率在 2023 年略有提升。净利润率端，我们考虑到 2021 年股权激励可能带来的 1000-1500 万元股权激励费用，假设管理费用率略有提升，在研发费用率基本稳定的前提下，我们预期 2021-2023 年净利润率先降后升。

4.3. 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.6、0.85、1.21 元/股，2021 年 6 月 15 日收盘价对应 2021 年 73 倍 PE，略低于可比公司平均（注：可比公司选择标准为产品结构、发展阶段、战略发展方向等）。我们认为，公司正在从依赖单一利基原料药放量，逐步过渡到国内外市场驱动、大小品种兼顾，公司在高难度吸入类 API 及制剂领域的技术、产能投资具有稀缺性，带量采购下国内制剂及原料药端业绩弹性有望超预期，假如 ADC 和创新药项目取得新进展，有望进一步提升估值，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：可比公司估值情况

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		6 月 15 日	2020A	2021E	2022E	TTM	2021E	2022E	
603229.SH	奥翔药业	35.68	0.36	0.75	1.13	77.8	47.4	31.6	无评级
688356.SH	键凯科技	221.68	1.43	1.75	2.31	120.1	126.7	96.0	增持
688131.SH	皓元医药	314.49	2.30	2.62	3.78	137.7	120.0	83.2	无评级
平均						111.8	98.0	70.3	
博瑞医药						97.4	73.2	51.4	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：键凯科技 EPS 为浙商证券研究所估计值，其余公司 EPS 为 Wind 一致预期。

5. 风险提示

生产安全事故及质量风险：生产安全事故可能导致生产交付拖延、重要客户丢失风险等，也可能触发监管部门的重新审查、罚款等措施，对公司经营、企业形象产生负面影响。

核心制剂品种销售不及预期风险：公司原料药品种销售依赖于下游制剂的放量情况，假如公司主要合作客户的恩替卡韦、卡泊芬净等制剂在国内和国外销售增速不及预期或被竞品替代，可能对公司的原料药收入带来负面影响。

创新药投入过大或项目失败风险：根据公司年报，2020 年公司仍在推进的创新药项目包括 BGC0222、BGC0228 等，假如创新药临床失败，可能对公司业绩预期产生不利影响。

汇率波动风险：公司的部分客户在海外，人民币快速、大幅升值可能对公司利润产生明显的负面影响，汇兑损益的大小一定程度上取决于公司套期保值政策和执行情况。

订单交付波动性风险：原料药订单不会季度平均交付，可能带来季度业绩波动性。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	946	964	1166	1548	营业收入	785	1173	1655	2285
现金	340	282	248	343	营业成本	354	518	735	1012
交易性金融资产	180	0	0	0	营业税金及附加	2	6	8	11
应收账款	177	258	361	496	营业费用	17	23	33	46
其它应收款	1	2	3	5	管理费用	79	135	190	247
预付账款	32	41	59	81	研发费用	141	205	290	400
存货	203	285	404	557	财务费用	5	9	8	12
其他	14	94	91	66	资产减值损失	8	11	8	10
非流动资产	881	1097	1530	1862	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	4	2	3	3
长期投资	30	30	30	30	其他经营收益	11	11	11	11
固定资产	233	401	622	848	营业利润	193	279	397	561
无形资产	49	60	62	66	营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
在建工程	219	442	602	644	利润总额	191	277	395	560
其他	350	163	214	274	所得税	22	32	45	64
资产总计	1828	2061	2696	3410	净利润	169	246	350	496
流动负债	292	296	579	793	少数股东损益	(1)	0	0	0
短期借款	140	47	229	314	归属母公司净利润	170	246	350	496
应付款项	80	104	147	202	EBITDA	231	304	434	616
预收账款	0	70	99	137	EPS (最新摊薄)	0.41	0.60	0.85	1.21
其他	72	76	104	139					
非流动负债	104	86	89	93	主要财务比率				
长期借款	78	78	78	78		2020	2021E	2022E	2023E
其他	26	9	12	15	成长能力				
负债合计	395	382	668	886	营业收入	56.09%	49.40%	41.06%	38.08%
少数股东权益	1	1	1	1	营业利润	59.12%	44.47%	42.23%	41.53%
归属母公司股东权益	1432	1677	2027	2523	归属母公司净利润	52.93%	44.53%	42.43%	41.71%
负债和股东权益	1828	2061	2696	3410	获利能力				
					毛利率	54.93%	55.87%	55.59%	55.71%
					净利率	21.56%	20.92%	21.13%	21.69%
					ROE	12.37%	15.79%	18.87%	21.78%
					ROIC	10.13%	13.54%	15.00%	17.12%
					偿债能力				
					资产负债率	21.62%	18.56%	24.78%	25.99%
					净负债比率	55.69%	32.69%	46.07%	44.40%
					流动比率	3.24	3.25	2.01	1.95
					速动比率	2.55	2.29	1.32	1.25
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.60	0.70	0.75
					应收帐款周转率	4.34	5.25	5.09	5.04
					应付帐款周转率	5.85	5.65	5.87	5.79
					每股指标(元)				
					每股收益	0.41	0.60	0.85	1.21
					每股经营现金	0.38	0.72	0.50	0.83
					每股净资产	3.49	4.09	4.94	6.15
					估值比率				
					P/E	105.76	73.17	51.38	36.25
					P/B	12.55	10.71	8.86	7.12
					EV/EBITDA	80.04	58.67	41.53	29.27

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	155	293	207	339
净利润	169	246	350	496
折旧摊销	39	27	37	49
财务费用	5	9	8	12
投资损失	(4)	(2)	(3)	(3)
营运资金变动	204	(102)	(23)	(12)
其它	(258)	117	(162)	(203)
投资活动现金流	(542)	(247)	(416)	(318)
资本支出	(208)	(407)	(407)	(307)
长期投资	(24)	0	0	0
其他	(310)	160	(9)	(11)
筹资活动现金流	186	(104)	175	73
短期借款	140	(93)	182	85
长期借款	78	0	0	0
其他	(32)	(10)	(7)	(12)
现金净增加额	(201)	(57)	(34)	95

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>