

## 业绩高速增长，研发和产能建设稳步推进

增持|维持

——博瑞医药 2021 年半年报点评

### 事件:

2021年8月24日，公司发布2021年半年报：实现营收4.79亿元，同比增长57.97%；实现归母净利润1.07亿元，同比增长44.96%；实现扣非归母净利润1.04亿元，同比增长47.79%。

### 国元观点:

#### ● Q2 创单季度业绩新高，核心品种贡献主要业绩增速

Q2 单季度营收和归母净利润分别为 2.90 亿元(+67%) 和 0.58 亿元(+47%)，增速在 Q1 高增长的基础上进一步提升，收入和利润均创单季度历史新高。公司三大业务中，**产品销售收入是业绩高速增长的主要驱动力**：

- **产品销售**：收入为 4.21 亿元(+74%)，毛利率为 53% (+1.28pct)。米卡芬净原料药收入同比增长 137%，主要由于制剂专利到期，日本和欧美下游客户制剂上市驱动公司原料加速放量；集采品种恩替卡韦原料药收入同比增长 61%，且规模效应下毛利率同比提升 6.1pct；卡泊芬净原料药收入同比增长 58%；磺达肝癸钠原料药在海外新冠患者高凝血状态治疗需求旺盛和一带一路市场拓展的驱动下，收入同比增长 222%。制剂产品收入为 0.24 亿元，达到 2020 全年的 66%；
- **海外权益分成收入**：0.36 亿元(+9.9%)，主要系欧洲客户销售稳定增长所致；
- **技术收入**：0.20 亿元(-29%)，主要系研发资源向自有产品集中所致。上半年毛利率为 56.47% (-2.69pct)，维持相对稳定；费用控制良好，销售费用率和管理费用率分别为 3.29% (+0.85pct) 和 25.84% (-4.22pct)。

#### ● 国内外研发注册稳步推进，产能持续扩充打开快速成长空间

产品研发申报稳步推进，持续打造稀缺性产品管线，不断拓宽护城河。产品申报注册方面，**国内**奥拉西坦注射液获批，米卡芬净钠通过一致性评价，吡美莫司和甲磺酸艾立布林原料药在审评中；**海外**米卡芬净钠中间体、阿加曲班原料药、舒更葡糖钠原料药、磷酸奥司他韦原料药在欧美和日韩市场的申报和审评进展顺利。公司现有在研管线 39 个，重点布局补铁剂、吸入制剂、ADC 创新药物等前景广阔、壁垒极高的管线，其中 BGC1201、BGM0504 两个创新药处于临床前研究阶段，蔗糖铁等铁剂和吸入用布地奈德混悬液等吸入制剂完成小试，**后续在研管线的梯队式放量是公司业绩高成长性和持续性的有力保障**。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

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，全球多市场、产业链多环节均是利润贡献点，储备产品丰富。预计公司 21-23 年营收为 11.36/ 16.42/ 23.90 亿元，归母净利润为 2.59/ 3.97/ 6.02 亿元，EPS 为 0.63/ 0.97/ 1.47 元/股，PE 为 54/ 35/ 23 倍，**维持“增持”评级**。

#### ● 风险提示

研发不及预期；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	2019A	2020A	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	258.54	397.16	601.69
归母净利润同比(%)	51.75	52.93	52.19	53.61	51.50
ROE(%)	8.46	11.87	15.48	19.25	22.59
每股收益(元)	0.27	0.41	0.63	0.97	1.47
市盈率(P/E)	125.38	81.98	53.87	35.07	23.15

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价： 33.97 元

### 基本数据

52 周最高/最低价(元)： 61.62 / 33.17

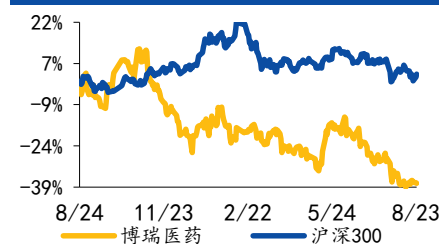
A 股流通股(百万股)： 180.48

A 股总股本(百万股)： 410.00

流通市值(百万元)： 6130.84

总市值(百万元)： 13927.70

### 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) 2021 年一季报点评：Q1 利润创历史新高，看好长期成长空间》  
2021.04.28

《国元证券公司研究-博瑞医药(688166) 2020 年年报点评：业绩维持高增长，管线布局+产能扩充有序进行》  
2021.03.23

### 报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1062.05	946.36	1224.87	1675.90	2313.91
现金	564.97	339.53	758.88	1182.64	1801.20
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	192.17	199.91	197.33
其他流动资产	163.43	193.93	117.04	129.63	145.86
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	1421.30	1827.79	1868.69	2266.49	2870.83
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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	569.65	966.81	1568.50
归属母公司股东权益	1313.09	1431.78	1670.19	2063.67	2663.05
<b>负债和股东权益</b>	1421.30	1827.79	1868.69	2266.49	2870.83

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	61.33	155.43	391.76	423.07	612.55
净利润	111.08	169.36	258.54	397.16	601.69
折旧摊销	33.38	39.24	28.18	36.21	40.23
财务费用	-2.87	4.71	-1.79	-8.11	-13.32
投资损失	-3.36	-3.55	0.50	1.00	2.00
营运资金变动	-70.19	-78.89	-65.59	-22.94	-14.50
其他经营现金流	-6.70	24.55	171.92	19.74	-3.55
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	439.76	185.73	-160.92	4.42	11.00
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	-20.90	4.42	11.00
现金净增加额	346.88	-213.79	419.35	423.76	618.56

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	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	-1.79	-8.11	-13.32
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
<b>营业利润</b>	121.33	193.06	291.64	445.09	674.66
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
<b>利润总额</b>	119.94	191.32	287.64	444.09	671.66
所得税	8.86	21.96	29.09	46.93	69.97
<b>净利润</b>	111.08	169.36	258.54	397.16	601.69
少数股东损益	0.00	-0.52	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	111.08	169.88	258.54	397.16	601.69
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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	23.47	56.09	44.60	44.59	45.58
营业利润 (%)	48.25	59.12	51.06	52.62	51.58
归属母公司净利润 (%)	51.75	52.93	52.19	53.61	51.50
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	64.04	54.93	58.93	59.84	60.96
净利率 (%)	22.08	21.63	22.77	24.19	25.17
ROE (%)	8.46	11.87	15.48	19.25	22.59
ROIC (%)	15.04	21.38	29.44	44.84	70.04
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	7.61	21.62	10.58	8.91	7.21
净负债比率 (%)	0.00	55.69	39.20	38.37	37.45
流动比率	9.81	3.24	10.19	13.46	17.87
速动比率	8.47	2.51	8.59	11.85	16.35
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.44	0.48	0.61	0.79	0.93
应收账款周转率	3.01	3.97	6.91	11.94	16.77
应付账款周转率	4.42	5.85	6.66	10.64	14.49
<b>每股指标 (元)</b>					
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	0.96	1.03	1.49
每股净资产 (最新摊薄)	3.20	3.49	4.07	5.03	6.50
<b>估值比率</b>					
P/E	125.38	81.98	53.87	35.07	23.15
P/B	10.61	9.73	8.34	6.75	5.23
EV/EBITDA	88.43	56.65	42.22	28.37	19.14

## 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