

博瑞医药 (688166)

业绩高增速符合预期, 产能和管线加速落地 买入 (首次)

2022年04月21日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

研究助理 徐梓煜

执业证书: S0600122010013

xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,052	1,394	1,814	2,404
同比	34%	32%	30%	33%
归属母公司净利润 (百万元)	244	324	429	579
同比	44%	33%	32%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.60	0.79	1.05	1.41
P/E (现价&最新股本摊薄)	37.29	28.06	21.20	15.72

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年报, 2021 全年实现营收 10.52 亿元 (+34.00%, 括号内为同比增速, 下同); 归母净利润 2.44 亿元 (+43.60%); 扣非归母净利润 2.24 亿元 (+42.71%); 经营性现金流净额 1.76 亿元 (+13.28%)。
- **原料药多管线落地放量, 业绩动能强劲:** 公司 2021 年原料药实现收入 8.78 亿元 (+38.5%), 毛利率为 53.6% (+4.9pct), 多款高附加值品种上市放量, 原料药业务结构改善; 其中 1) 米卡芬净钠关联客户在欧美和日本市场上市后快速放量, 2021 年收入同比增长 103.3%, 毛利率 76.2%; 2) 阿尼芬净制剂上市后放量带动原料药收入同比增加 56.7%, 毛利率 73.0%; 3) 黄达肝葵钠受益于在印度和欧洲获批治疗新冠重症患者的高凝血状态, 原料药收入同比增长 243.6%, 毛利率为 59.0%; 4) 恩替卡韦原料药受益于集采放量, 卡泊芬净原料药受益于下游客户制剂申请, 均保持稳定增长。制剂业务方面, 2021 年注射用米卡芬净钠通过一致性评价, 奥司他韦胶囊获批生产, 恩替卡韦在印尼获批上市, 2021 年制剂收入 4959 万元 (+37.1%), 保持稳定推进。海外权益分成收入 5458 万元 (-17.6%), 下滑主要因为对应品种竞争加剧。技术收入 6778 万元 (+44.2%), 受益于多个技术服务订单完成里程碑支付, 且 ADC 药物技术开客户需求良好。
- **高壁垒研发型原料药企业, 不断加大研发实力:** 公司 2021 年研发投入 1.73 亿元 (+23.04%), 研发费用率达到 16.47%。公司加强 PDC 耦联、非生物大分子、吸入制剂等技术平台建设; 2021 年长效多肽靶向偶联药物 BGC0228 获批 IND, 进入临床 I 期, 多肽类降糖药 BGM0504、小分子药物 BGC1201 处于临床前阶段; 2 类新药硫酸阿托品滴眼液已申报临床, 秋水仙碱外用贴剂完成药学研究, 此外仍有蔗糖铁注射液、沙美特罗替卡松干粉吸入剂、吸入用布地奈德混悬液等管线, 研发实力卓越。
- **产能加速投放, 提供业绩高增速基础:** 公司泰兴原料药和制剂一期项目设计产能 3450kg, 主要芬净类、恩替卡韦等原料药, 已于 2021 年 1 月封顶, 进入设备验证阶段。山东博瑞原料药一期项目设计产能 1600kg, 主要生产甾体、肿瘤和呼吸系统药物原料药, 截至 2021 年底已完成安装进入验证阶段。此外, 公司苏州海外高端制剂项目、苏州吸入剂及其他制剂生产基地、生物医药研发中心项目、博瑞印尼项目均顺利推进。
- **盈利预测与投资评级:** 受到疫情和短期原料涨价等因素影响, 我们将 2022-2023 年归母净利润预测由 4.21/6.13 亿元下调至 3.24/4.29 亿元, 预计 2024 年归母净利润为 5.79 亿元, 2022-2024 年同比增速分别为 33%、32%、35%, 2022-2024 年对应 PE 估值分别为 28X、21X、16X。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, 首次覆盖, 给予"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)	22.19
一年最低/最高价	21.67/47.49
市净率(倍)	5.42
流通 A 股市值(百万元)	4,680.15
总市值(百万元)	9,097.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.09
资产负债率(% ,LF)	41.35
总股本(百万股)	410.00
流通 A 股(百万股)	210.91

相关研究

《博瑞医药(688166): 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》

2021-03-23

《博瑞医药(688166): Q3 业绩超预期, 原料药及制剂放量加速》

2020-10-22

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	993	1,046	1,153	1,434	营业总收入	1,052	1,394	1,814	2,404
货币资金及交易性金融资产	338	150	66	-46	营业成本(含金融类)	461	589	750	996
经营性应收款项	410	481	601	852	税金及附加	4	6	7	10
存货	200	346	399	516	销售费用	43	60	85	114
合同资产	0	0	0	0	管理费用	103	135	178	235
其他流动资产	46	69	88	111	研发费用	173	237	310	412
非流动资产	1,977	2,378	2,877	3,435	财务费用	6	38	45	51
长期股权投资	52	67	88	107	加:其他收益	6	16	19	22
固定资产及使用权资产	248	653	1,030	1,401	投资净收益	9	9	12	18
在建工程	1,131	1,044	1,075	1,164	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	81	91	105	123	减值损失	20	0	0	0
商誉	8	10	13	18	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	26	31	36	41	营业利润	259	354	469	624
其他非流动资产	432	482	532	582	营业外净收支	-2	-2	-2	-2
资产总计	2,970	3,424	4,031	4,869	利润总额	257	352	467	623
流动负债	583	617	700	869	减:所得税	20	31	44	54
短期借款及一年内到期的非流动负债	284	284	284	284	净利润	238	321	424	569
经营性应付款项	212	215	263	391	减:少数股东损益	-6	-3	-6	-10
合同负债	20	22	38	44	归属母公司净利润	244	324	429	579
其他流动负债	67	96	116	151	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.60	0.79	1.05	1.41
非流动负债	645	745	845	945	EBIT	255	367	483	636
长期借款	619	719	819	919	EBITDA	307	449	608	806
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	56.23	57.75	58.67	58.54
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	23.18	23.26	23.66	24.07
其他非流动负债	26	26	26	26	收入增长率(%)	34.00	32.45	30.10	32.54
负债合计	1,228	1,362	1,545	1,814	归母净利润增长率(%)	43.60	32.93	32.34	34.82
归属母公司股东权益	1,678	2,002	2,432	3,010					
少数股东权益	63	60	55	45					
所有者权益合计	1,742	2,063	2,486	3,055					
负债和股东权益	2,970	3,424	4,031	4,869					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	176	230	476	552	每股净资产(元)	4.09	4.88	5.93	7.34
投资活动现金流	-890	-491	-629	-727	最新发行在外股份(百万股)	410	410	410	410
筹资活动现金流	704	59	54	49	ROIC(%)	10.94	11.70	13.16	14.81
现金净增加额	-6	-202	-100	-126	ROE-摊薄(%)	14.54	16.19	17.65	19.22
折旧和摊销	52	83	125	170	资产负债率(%)	41.35	39.77	38.32	37.25
资本开支	-910	-416	-551	-655	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.29	28.06	21.20	15.72
营运资本变动	-131	-212	-109	-234	P/B(现价)	5.42	4.54	3.74	3.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

