

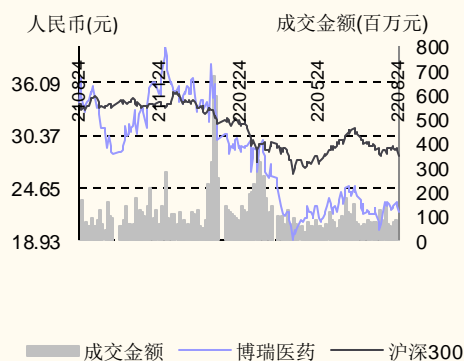
## 博瑞医药 (688166.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 21.96 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.10
已上市流通 A 股(亿股)	2.11
总市值(亿元)	90.04
年内股价最高最低(元)	40.40/19.10
沪深 300 指数	4082
上证指数	3215



## 相关报告

1.《国金医药-博瑞医药深度-精于稀缺高难合成药物, 布局高端制剂产...》, 2022.8.9

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001  
(8621)61038261  
zhaohc@gjzq.com.cn

## 原料药受疫情影响增速放缓, 制剂放量迅速

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	785	1,052	1,257	1,515	1,853
营业收入增长率	56.09%	34.00%	19.45%	20.54%	22.30%
归母净利润(百万元)	170	244	266	319	386
归母净利润增长率	53%	44%	9.13%	19.65%	21.17%
摊薄每股收益(元)	0.414	0.595	0.649	0.777	0.941
每股经营性现金流净额	0.38	0.44	0.44	0.92	1.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.87%	14.54%	14.05%	14.74%	15.51%
P/E	110.54	61.70	33.82	28.26	23.33
P/B	3.17	8.97	4.75	4.17	3.62

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2022年8月24日, 公司公告半年度业绩, 2022年上半年实现营收5亿元, 同比增长4.43%; 归母净利润1.12亿元, 同比增长4.8%。生产与物流受疫情影响, 营收增速低于预期。

## 点评

- 原料药销售与往年基本持平, 制剂销售放量迅速。(1) 2022年上半年, 公司生产与物流, 受到各地疫情相关物流政策影响, 增速减缓。公司主要收入来源于产品销售, 上半年实现销售4.51亿元, 同比增长7.25%, 产品销售毛利率59.48%, 较同期上升6.91%; 其中原料药收入3.93亿元, 同比减少0.87%; 制剂产品销售收入5786万元, 同比增长142.05%。(2) 制剂端: 公司新取得恩替卡韦片、阿加曲班注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂生产批件, 注射用米卡芬净钠在印尼获批。公司转型“制剂一体化”成功, 获批产品均为光脚型品种, 是少数受益于集采的企业。公司掌握上游复杂原料药生产技术, 较制剂厂家具有更强的成本控制能力。(3) 产能释放: 公司多个在建工程已经进入后期验收阶段, 但上半年疫情期间工程建设节奏部分放缓, 现已恢复; 公司现阶段产能已近满产, 且为高壁垒市场稀缺品种原料药, 新厂房投产后会缓解部分产能紧张问题。
- 研发高投入, 仿制药聚焦高端吸入制剂, 创新药重点布局偶联药物平台。(1) 2022H1 公司研发投入9385万元, 同比增长18.29%, 研发费用率为18.76%。公司在从原料药生产企业向创新型制药企业转型。(2) 创新药进展: 长效多肽靶向偶联药物 BGC0228 临床 I 期试验已经完成, 已开展 2 个剂量组爬坡研究, 目前安全性良好。具有靶向肿瘤生长和肿瘤免疫双重机制创新药 BGC1201、多肽类降糖药 BGM0504 处临床前阶段。(3) 仿制药进展: 公司布局高端补铁剂和吸入剂; 补铁剂中蔗糖铁注射液完成小试、羧基麦芽糖铁进入中试; 吸入剂中, 吸入用布地奈德混悬液进入中试、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂和噻托溴铵吸入粉雾剂完成小试。

## 盈利预测与投资建议

- 我们维持营收预测, 预计 2022/23/24 年营收 12.57/15.15/18.53 亿元, 同比增长 19.4%/20.5%/22.3%; 考虑到随着制剂放量, 推广费用有所增加, 我们上调公司销售费用, 将 2022 年归母净利润下调 8.20%/8.72%/8.96%至 2.66/3.19/3.86 亿元。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 制剂销售不及预期、产能投建低于预期、创新药研发不及预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	503	785	1,052	1,257	1,515	1,853	货币资金	565	340	337	283	337	415
增长率	23.5%	56.1%	34.0%	19.4%	20.5%	22.3%	应收账款	190	178	378	471	522	537
主营业务成本	-181	-354	-461	-568	-690	-869	存货	137	203	200	265	283	310
%销售收入	36.0%	45.1%	43.8%	45.2%	45.5%	46.9%	其他流动资产	170	225	79	321	334	351
毛利	322	431	592	689	825	984	流动资产	1,062	946	993	1,340	1,476	1,612
%销售收入	64.0%	54.9%	56.2%	54.8%	54.5%	53.1%	%总资产	74.7%	51.8%	33.4%	34.2%	32.9%	32.0%
营业税金及附加	-3	-2	-4	-3	-3	-4	长期投资	8	157	348	498	498	498
%销售收入	0.6%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	245	453	1,369	1,766	2,162	2,556
销售费用	-15	-17	-43	-75	-91	-111	%总资产	17.2%	24.8%	46.1%	45.1%	48.2%	50.7%
%销售收入	3.0%	2.2%	4.1%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	73	82	114	147	179	211
管理费用	-61	-79	-103	-113	-121	-139	非流动资产	359	881	1,977	2,580	3,008	3,433
%销售收入	12.1%	10.1%	9.8%	9.0%	8.0%	7.5%	%总资产	25.3%	48.2%	66.6%	65.8%	67.1%	68.0%
研发费用	-125	-141	-173	-189	-223	-259	<b>资产总计</b>	<b>1,421</b>	<b>1,828</b>	<b>2,970</b>	<b>3,920</b>	<b>4,484</b>	<b>5,045</b>
%销售收入	24.8%	17.9%	16.5%	15.0%	14.7%	14.0%	短期借款	0	143	284	598	855	1,050
息税前利润 (EBIT)	118	192	269	309	388	471	应付款项	56	84	214	225	254	272
%销售收入	23.5%	24.4%	25.5%	24.6%	25.6%	25.4%	其他流动负债	52	65	85	110	128	152
财务费用	3	-5	-6	-39	-60	-70	流动负债	108	292	583	933	1,237	1,475
%销售收入	-0.6%	0.6%	0.5%	3.1%	4.0%	3.8%	长期贷款	0	78	619	619	619	619
资产减值损失	-11	-8	-20	-10	-10	-10	其他长期负债	0	26	26	414	414	414
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	<b>负债</b>	<b>108</b>	<b>395</b>	<b>1,228</b>	<b>1,966</b>	<b>2,270</b>	<b>2,508</b>
投资收益	3	4	9	10	10	10	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,313</b>	<b>1,432</b>	<b>1,678</b>	<b>1,895</b>	<b>2,160</b>	<b>2,489</b>
%税前利润	2.8%	1.9%	3.6%	3.5%	2.9%	2.4%	其中：股本	410	410	410	410	410	410
营业利润	121	193	259	285	342	416	未分配利润	189	313	511	728	993	1,322
营业利润率	24.1%	24.6%	24.6%	22.7%	22.6%	22.4%	少数股东权益	0	1	63	58	53	48
营业外收支	-1	-2	-2	-2	-2	-2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,421</b>	<b>1,828</b>	<b>2,970</b>	<b>3,920</b>	<b>4,484</b>	<b>5,045</b>
税前利润	120	191	257	284	341	414	<b>比率分析</b>						
利润率	23.8%	24.4%	24.5%	22.6%	22.5%	22.3%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-9	-22	-20	-23	-27	-33	<b>每股指标</b>						
所得税率	7.4%	11.5%	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%	每股收益	0.271	0.414	0.595	0.649	0.777	0.941
净利润	111	169	238	261	314	381	每股净资产	3.203	3.492	4.093	4.622	5.269	6.071
少数股东损益	0	-1	-6	-5	-5	-5	每股经营现金净流	0.150	0.379	0.438	0.440	0.918	1.161
归属于母公司的净利润	111	170	244	266	319	386	每股股利	0.082	0.084	0.120	0.120	0.130	0.140
净利率	22.1%	21.6%	23.2%	21.2%	21.0%	20.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	8.46%	11.87%	14.54%	14.05%	14.74%	15.51%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	7.82%	9.29%	8.21%	6.79%	7.10%	7.65%
净利润	111	169	238	261	314	381	投入资本收益率	8.34%	10.27%	9.38%	7.99%	8.75%	9.43%
少数股东损益	0	-1	-6	-5	-5	-5	<b>增长率</b>						
非现金支出	44	48	72	39	41	44	主营业务收入增长率	23.47%	56.09%	34.00%	19.45%	20.54%	22.30%
非经营收益	-12	6	-6	36	57	68	EBIT增长率	43.89%	62.05%	40.15%	15.06%	25.38%	21.48%
营运资金变动	-82	-67	-123	-155	-35	-17	净利润增长率	51.75%	52.93%	43.60%	9.13%	19.65%	21.17%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>61</b>	<b>155</b>	<b>180</b>	<b>181</b>	<b>377</b>	<b>476</b>	总资产增长率	62.37%	28.60%	62.47%	31.99%	14.39%	12.52%
资本开支	-89	-355	-910	-485	-461	-461	<b>资产管理能力</b>						
投资	-67	-218	1	-370	-10	-10	应收账款周转天数	115.2	84.1	95.5	130.0	120.0	100.0
其他	0	32	19	10	10	10	存货周转天数	242.3	175.3	159.8	170.0	150.0	130.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-156</b>	<b>-542</b>	<b>-890</b>	<b>-845</b>	<b>-461</b>	<b>-461</b>	应付账款周转天数	82.6	62.4	114.1	140.0	130.0	110.0
股权募资	440	1	87	0	0	0	固定资产周转天数	164.3	108.5	82.4	68.3	55.7	44.4
债权募资	0	220	671	703	257	196	<b>偿债能力</b>						
其他	0	-35	-54	-93	-118	-134	净负债/股东权益	-43.03%	-20.91%	32.42%	57.40%	59.79%	56.82%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>440</b>	<b>186</b>	<b>704</b>	<b>610</b>	<b>139</b>	<b>62</b>	EBIT利息保障倍数	-41.2	40.7	46.8	8.0	6.4	6.7
<b>现金净流量</b>	<b>347</b>	<b>-214</b>	<b>-3</b>	<b>-54</b>	<b>55</b>	<b>77</b>	资产负债率	7.61%	21.62%	41.35%	50.16%	50.62%	49.71%

来源：公司半年报，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	8
增持	0	2	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.83	1.88	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

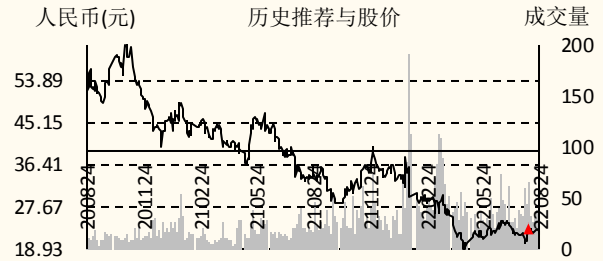
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-09	买入	23.02	27.13 ~ 27.13

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402