

博瑞医药 (688166.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

吡美莫司原料药获批, 拓宽免疫类管线事件

2022年11月18日, 公司公告, 子公司博瑞制药(苏州)的吡美莫司原料药上市申请获得国家药监局批准。

点评

中国首个吡美莫司原料药获批, 发酵半合成平台合成实力再获验证。(1) 公司是国内稀缺的聚焦高难仿制药合成工艺开发的公司, 依托发酵半合成技术平台, 成功开发了卡泊芬净、米卡芬净、吡美莫司等多个技术难度和附加值较高品种。此前, 公司吡美莫司系列产品收入主要来源于中间体子囊霉素, 此次获批的是吡美莫司原料药, 且是中国现阶段唯一获批该原料药的厂家。此外, 吡美莫司原料药亦向美国提交 DMF 申请并获得受理, 现正处于评审阶段。(2) 吡美莫司是亲脂性抗炎性的子囊霉素巨内酰胺的衍生物, 可抑制前 T 细胞及巨噬细胞产生和释放炎症细胞因子及介质, 用于轻度至中度特应性皮炎(湿疹)的治疗。(3) 制剂端销售情况: 根据 Newport 数据, 2017 年全球吡美莫司制剂端的销售额为 2.48 亿美元; 根据米内网数据, 2021 年吡美莫司乳膏在中国样本医院的销售额约为 5000 万元。

定增募集 2.26 亿元, 加强高端吸入制剂创新投入。(1) 公司以简易程序, 拟以 18.18 元/股的价格发行 1246 万股向特定对象共募集 2.26 亿元用于博瑞生物医药(苏州)股份有限公司吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目(二期)。此前, 公司通过发行 4.65 亿元的可转债, 用于一期项目开发。(2) 吸入制剂是具有高技术壁垒的器械一体产品, 目前国内市场几乎处于外资垄断状态。吸入制剂开发难点在于①处方设计②药物粉体技术③装置设计三方面。目前, 公司在该领域有 4 款产品在研; 进度最快的是吸入用布地奈德混悬液, 已经进入中试阶段。(3) 创新持续, 聚焦高端制剂、高难仿制药、创新药研发。截至 2022 年三季度, 公司已经拥有发明专利 348 件, 布局国内外多个地区。公司在仿制药上重点布局高端补铁剂和吸入剂、在创新药上重点布局偶联药物, BGC1201 片已经取得药物临床试验批准通知书。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测, 预计公司 2022/23/24 年实现营业收入 11.08/13.26/16.23 亿元, 同比增加 5.31%/19.64%/22.38%; 归母净利润 2.72/3.18/3.75 亿元, 同比增加 11.57%/16.70%/18.02%。当前股价对应 2022/23/24 年 35/30/25X PE, 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。

医药组

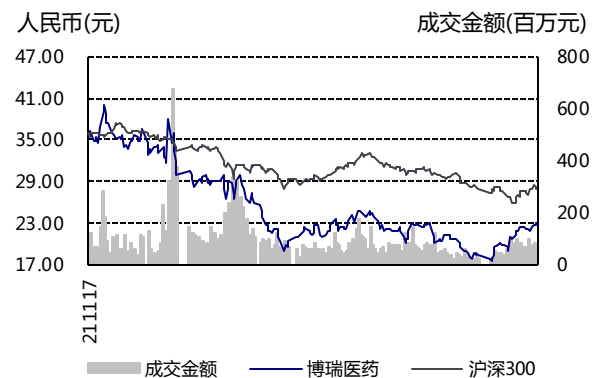
分析师: 赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价(人民币): 23.07 元

相关报告:

- 《博瑞医药季报点评-疫后恢复确定, 利润端环比改善 67%》, 2022.10.28
- 《博瑞医药-半年报点评-原料药受疫情影响增速放缓, 制剂放量迅速》, 2022.8.25
- 《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



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	1,108	1,326	1,623
营业收入增长率	56.09%	34.00%	5.31%	19.64%	22.38%
归母净利润(百万元)	170	244	272	318	375
归母净利润增长率	53%	44%	11.57%	16.70%	18.02%
摊薄每股收益(元)	0.414	0.595	0.664	0.775	0.914
每股经营性现金流净额	0.38	0.44	0.57	0.86	1.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.87%	14.54%	14.32%	14.67%	15.10%
P/E	110.54	61.70	34.75	29.78	25.23
P/B	3.17	8.97	4.98	4.37	3.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	503	785	1,052	1,108	1,326	1,623
增长率	23.5%	56.1%	34.0%	5.3%	19.6%	22.4%
主营业务成本	-181	-354	-461	-483	-602	-761
%销售收入	36.0%	45.1%	43.8%	43.6%	45.4%	46.9%
毛利	322	431	592	625	724	862
%销售收入	64.0%	54.9%	56.2%	56.4%	54.6%	53.1%
营业税金及附加	-3	-2	-4	-3	-5	-6
%销售收入	0.6%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
销售费用	-15	-17	-43	-66	-80	-97
%销售收入	3.0%	2.2%	4.1%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-61	-79	-103	-89	-93	-114
%销售收入	12.1%	10.1%	9.8%	8.0%	7.0%	7.0%
研发费用	-125	-141	-173	-155	-186	-227
%销售收入	24.8%	17.9%	16.5%	14.0%	14.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	118	192	269	312	361	417
%销售收入	23.5%	24.4%	25.5%	28.1%	27.2%	25.7%
财务费用	3	-5	-6	-35	-49	-53
%销售收入	-0.6%	0.6%	0.5%	3.1%	3.7%	3.3%
资产减值损失	-11	-8	-20	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	3	4	9	10	10	10
%税前利润	2.8%	1.9%	3.6%	3.4%	2.9%	2.5%
营业利润	121	193	259	292	341	404
营业利润率	24.1%	24.6%	24.6%	26.3%	25.7%	24.9%
营业外收支	-1	-2	-2	-2	-2	-2
税前利润	120	191	257	290	340	402
利润率	23.8%	24.4%	24.5%	26.2%	25.6%	24.8%
所得税	-9	-22	-20	-23	-27	-32
所得税率	7.4%	11.5%	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	111	169	238	267	313	370
少数股东损益	0	-1	-6	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	111	170	244	272	318	375
净利率	22.1%	21.6%	23.2%	24.6%	24.0%	23.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	111	169	238	267	313	370
少数股东损益	0	-1	-6	-5	-5	-5
非现金支出	44	48	72	42	48	49
非经营收益	-12	6	-6	31	45	50
营运资金变动	-82	-67	-123	-108	-53	-28
经营活动现金净流	61	155	180	233	352	441
资本开支	-89	-355	-910	-435	-331	-331
投资	-67	-218	1	-370	-10	-10
其他	0	32	19	10	10	10
投资活动现金净流	-156	-542	-890	-795	-331	-331
股权募资	440	1	87	0	0	0
债权募资	0	220	671	549	135	78
其他	0	-35	-54	-88	-106	-116
筹资活动现金净流	440	186	704	461	29	-38
现金净流量	347	-214	-3	-100	50	73

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	565	340	337	236	287	360
应收款项	190	178	378	415	457	470
存货	137	203	200	251	297	334
其他流动资产	170	225	79	313	325	341
流动资产	1,062	946	993	1,216	1,365	1,504
%总资产	74.7%	51.8%	33.4%	32.5%	32.6%	32.6%
长期投资	8	157	348	498	498	498
固定资产	245	453	1,369	1,743	2,031	2,318
%总资产	17.2%	24.8%	46.1%	46.6%	48.6%	50.3%
无形资产	73	82	114	117	120	124
非流动资产	359	881	1,977	2,527	2,818	3,108
%总资产	25.3%	48.2%	66.6%	67.5%	67.4%	67.4%
资产总计	1,421	1,828	2,970	3,743	4,183	4,612
短期借款	0	143	284	445	580	658
应付款项	56	84	214	191	222	238
其他流动负债	52	65	85	114	130	151
流动负债	108	292	583	750	931	1,047
长期贷款	0	78	619	619	619	619
其他长期负债	0	26	26	414	414	414
负债	108	395	1,228	1,783	1,964	2,080
普通股股东权益	1,313	1,432	1,678	1,901	2,165	2,483
其中：股本	410	410	410	410	410	410
未分配利润	189	313	511	734	998	1,316
少数股东权益	0	1	63	58	53	48
负债股东权益合计	1,421	1,828	2,970	3,743	4,183	4,612

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.271	0.414	0.595	0.664	0.775	0.914
每股净资产	3.203	3.492	4.093	4.637	5.282	6.056
每股经营现金净流	0.150	0.379	0.438	0.569	0.859	1.076
每股股利	0.082	0.084	0.120	0.120	0.130	0.140
回报率						
净资产收益率	8.46%	11.87%	14.54%	14.32%	14.67%	15.10%
总资产收益率	7.82%	9.29%	8.21%	7.27%	7.59%	8.13%
投入资本收益率	8.34%	10.27%	9.38%	8.41%	8.72%	9.14%
增长率						
主营业务收入增长率	23.47%	56.09%	34.00%	5.31%	19.64%	22.38%
EBIT 增长率	43.89%	62.05%	40.15%	16.00%	15.74%	15.60%
净利润增长率	51.75%	52.93%	43.60%	11.57%	16.70%	18.02%
总资产增长率	62.37%	28.60%	62.47%	26.03%	11.77%	10.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	115.2	84.1	95.5	130.0	120.0	100.0
存货周转天数	242.3	175.3	159.8	190.0	180.0	160.0
应付账款周转天数	82.6	62.4	114.1	140.0	130.0	110.0
固定资产周转天数	164.3	108.5	82.4	102.7	82.7	64.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.03%	-20.91%	32.42%	51.76%	49.54%	43.63%
EBIT 利息保障倍数	-41.2	40.7	46.8	9.0	7.3	7.8
资产负债率	7.61%	21.62%	41.35%	47.64%	46.95%	45.11%

来源：公司年报、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

来源：聚源数据

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
2	2022-08-25	买入	21.96	N/A
3	2022-10-28	买入	20.90	N/A

来源：国金证券研究所

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



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，而不应视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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	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