博瑞医药（688166.SH） 买入（维持评级）

公司点评
证券研究报告

艾立布林注射液首仿成功，静待制剂放量

事件

2023 年 3 月 3 日，公司公告，公司全资子公司博瑞制药受到国家药监局签发的“甲磺酸艾立布林注射液”《药品注册证书》。

点评

化药合成届“珠峰”艾立布林注射剂成功获批，首仿成功，高超合成能力获验证。（1）甲磺酸艾立布林注射液原研由卫材开发的化疗药物，用于既往接受过至少两种化疗方案的局部晚期或转移性乳腺癌；因其含有 19 个手性中心、合成步骤长达 93 步而被誉为化药合成届珠穆拉玛峰。（2）此次艾立布林注射液的获批，是国内首个按照化学药品 4 类申请上市的获批，视同通过一致性评价，是公司又一个成功首仿的化药品种，再次验证公司的高超合成实力。此前，公司携手正大天晴突破恩替卡韦的进口垄断，成功实现恩替卡韦的首仿。（3）制剂管线丰富，产品结构优化。公司近年进行“制剂一体化”转型，艾立布林注射液的获批上市进一步丰富了肿瘤制剂类产品管线。根据 Cortellis 数据显示，2021.10-2022.9 月全球艾立布林销售额约为 3.53 亿美元。

单季度营收环比改善，生产基地增资扩建，聚焦 PDC 创新研发。（1）根据业绩快报，2022 年四季度营收依旧保持恢复趋势，Q4 实现营收 2.89 亿元，环比增加 6.25%。（2）博瑞（山东）原料药一期项目以及博瑞印尼项目建设基本完成，静待国内外产能释放。泰兴二期项目增资扩建，由总投资额 3.1 亿元拟增加至 5 亿元；泰兴原料药和制剂生产基地（二期）主要为纽莫康定、子囊霉素、米卡芬净钠、阿尼芬净、达巴万星等中间体和原料药的生产。（3）近期国家药监局同意 BGM0504 注射液开展减重和 2 型糖尿病适应症临床试验，目前在同类产品中诺和诺德的司格美鲁肽已经获批、礼来公司的 GIP/GLP-1 双受体激动剂 Tirzepatide 已于 2022 年 5 月获 FDA 批准用于成人 2 型糖尿病患者血糖控制，而减重适应症尚处于临床阶段。现有数据已展现公司该候选产品比上市产品更佳的有效性。

盈利预测、估值与评级

根据业绩快报，我们下调 2022/23/24 年 4.18%/9.04%/10.04%至 10.62/12.06/14.60 亿元，同比增加 0.91%/13.57%/21.03%；下调归母净利润 5.4%/9.3%/10.2%至 2.57/2.88/3.37 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

产品销售增长不达到预期、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 S1130514100001）
zhaohc@gjzq.com.cn

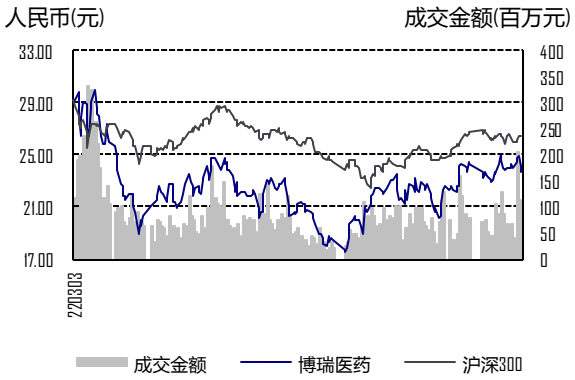
市价（人民币）：23.70 元

相关报告：

1.《博瑞医药点评-吡美莫司原料药获批，拓宽免疫类管线》，2022.11.18

2.《博瑞医药三季报点评-疫后恢复确定，利润端环比改善 67%》，2022.10.28

3.《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



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	1,062	1,206	1,460
营业收入增长率	56.09%	34.00%	0.91%	13.57%	21.03%
归母净利润(百万元)	170	244	257	288	337
归母净利润增长率	53%	44%	5.54%	11.94%	16.77%
摊薄每股收益(元)	0.414	0.595	0.628	0.703	0.821
每股经营性现金流净额	0.38	0.44	0.58	0.85	1.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.87%	14.54%	13.65%	13.59%	14.02%
P/E	110.54	61.70	37.74	33.72	28.87
P/B	3.17	8.97	5.15	4.58	4.05

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**	**1,062**	**1,206**	**1,460**
增长率	23.5%	56.1%	34.0%	0.9%	13.6%	21.0%
主营业务成本	-181	-354	-461	-463	-547	-685
%销售收入	36.0%	45.1%	43.8%	43.6%	45.4%	46.9%
毛利	322	431	592	599	659	775
%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	-64	-72	-88
%销售收入	3.0%	2.2%	4.1%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-61	-79	-103	-85	-84	-102
%销售收入	12.1%	10.1%	9.8%	8.0%	7.0%	7.0%
研发费用	-125	-141	-173	-152	-169	-204
%销售收入	24.8%	17.9%	16.5%	14.3%	14.0%	14.0%
息税前利润（EBIT）	118	192	269	295	328	375
%销售收入	23.5%	24.4%	25.5%	27.8%	27.2%	25.7%
财务费用	3	-5	-6	-35	-49	-53
%销售收入	-0.6%	0.6%	0.5%	3.3%	4.0%	3.6%
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%	3.6%	3.2%	2.8%
营业利润	121	193	259	276	309	362
营业利润率	24.1%	24.6%	24.6%	26.0%	25.6%	24.8%
营业外收支	-1	-2	-2	-2	-2	-2
税前利润	120	191	257	274	308	360
利润率	23.8%	24.4%	24.5%	25.8%	25.5%	24.7%
所得税	-9	-22	-20	-22	-25	-29
所得税率	7.4%	11.5%	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	111	169	238	252	283	332
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**	**257**	**288**	**337**
净利率	22.1%	21.6%	23.2%	24.2%	23.9%	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	252	283	332
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	44	49
营运资金变动	-82	-67	-123	-89	-26	-20
经营活动现金净流	**61**	**155**	**180**	**236**	**348**	**410**
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	536	121	98
其他	0	-35	-54	-88	-105	-115
筹资活动现金净流	**440**	**186**	**704**	**448**	**15**	**-17**
现金净流量	**347**	**-214**	**-3**	**-110**	**33**	**63**

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	565	340	337	227	260	322
应收款项	190	178	378	398	415	423
存货	137	203	200	241	270	300
其他流动资产	170	225	79	311	319	333
流动资产	1,062	946	993	1,177	1,264	1,378
%总资产	74.7%	51.8%	33.4%	31.8%	31.0%	30.7%
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%	47.1%	49.8%	51.7%
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%	68.2%	69.0%	69.3%
资产总计	**1,421**	**1,828**	**2,970**	**3,703**	**4,082**	**4,486**
短期借款	0	143	284	432	552	651
应付款项	56	84	214	183	202	214
其他流动负债	52	65	85	110	121	139
流动负债	108	292	583	725	875	1,004
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	1,758	1,908	2,037
普通股股东权益	1,313	1,432	1,678	1,886	2,121	2,400
其中：股本	410	410	410	410	410	410
未分配利润	189	313	511	719	954	1,233
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**	**3,703**	**4,082**	**4,486**

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.271	0.414	0.595	0.628	0.703	0.821
每股净资产	3.203	3.492	4.093	4.601	5.174	5.855
每股经营现金净流	0.150	0.379	0.438	0.577	0.849	1.000
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%	13.65%	13.59%	14.02%
总资产收益率	7.82%	9.29%	8.21%	6.95%	7.06%	7.50%
投入资本收益率	8.34%	10.27%	9.38%	8.03%	8.08%	8.40%
增长率						
主营业务收入增长率	23.47%	56.09%	34.00%	0.91%	13.57%	21.03%
EBIT 增长率	43.89%	62.05%	40.15%	9.96%	11.05%	14.33%
净利润增长率	51.75%	52.93%	43.60%	5.54%	11.94%	16.77%
总资产增长率	62.37%	28.60%	62.47%	24.70%	10.24%	9.88%
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	107.2	90.9	71.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.03%	-20.91%	32.42%	51.97%	50.52%	46.32%
EBIT 利息保障倍数	-41.2	40.7	46.8	8.6	6.7	7.0
资产负债率	7.61%	21.62%	41.35%	47.48%	46.73%	45.41%

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

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
2	2022-08-25	买入	21.96	N/A
3	2022-10-28	买入	20.90	N/A
4	2022-11-18	买入	23.07	N/A

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
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：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

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