

博瑞医药 (688166.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

原料药出口季度波动，创新管线值得期待

事件

2023年10月26日，公司公告，2023年前三季度营收9.15亿元，同比+18.46%，归母/扣非净利润1.92/1.88亿元，同比-2.95%/+3.59%。2023年三季度营收3.27亿元，同比+20.38%；归母/扣非净利润0.82/0.83亿元，同比-3.82%/-4.09%。业绩符合预期。

点评

原料药与制剂放量迅速，在建工程进度符合预期。（1）公司主营业务收入分为产品销售收入、权益分成收入和技术收入。2023年1-9月，公司产品销售收入7.76亿元，同比+12.32%；其中，原料药产品收入6.74亿元，同比+9.71%；制剂产品收入1.02亿元，同比+33.34%，制剂产品收入占产品销售收入的13.15%，同比增长2.07个百分点。技术收入0.82亿元，同比+59.79%；权益分成收入0.45亿元，较上年同期增长75.04%。（2）在建工程：泰兴原料药和制剂生产基地（一期）已完成环保竣工验收，二期项目前期试生产资料准备完成，准备申报中。博瑞（山东）原料药一期项目已具备试生产条件。未来随着公司在建工程逐步投产，有望为公司进一步贡献业绩增量。

原料药与制剂陆续上市，创新研发进展顺利。（1）国内注册：3Q23年，溴夫定原料药取得化学原料药上市申请批准通知书，吸入用布地奈德混悬液、瑞加诺生注射液、瑞加诺生原料药等9个产品在国内申报；国际注册：3Q23年，碘达肝癸钠注射剂向美国递交ANDA，碘普罗胺原料药向欧洲递交CEP。（2）目前，噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、噻托溴铵吸入喷雾剂、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂已完成工艺验证，噻托溴铵吸入粉雾剂已完成中试；注射用BGC0228处于临床I期试验阶段，目前正在125mg/m²剂量水平开展剂量扩展研究，扩展瘤种包括宫颈癌、卵巢癌和胃食管癌等，已完成13例受试者入组给药；BGM0504注射液减重和2型糖尿病治疗两项适应症已获得II期临床试验伦理批件，2型糖尿病治疗及减重适应症的II期临床已开始入组。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计2023/24/25年营收12/14/16亿元，同比增长18%/13%/17%；归母净利润2.5/2.9/3.5亿元，同比增长2%/18%/19%。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等风险。

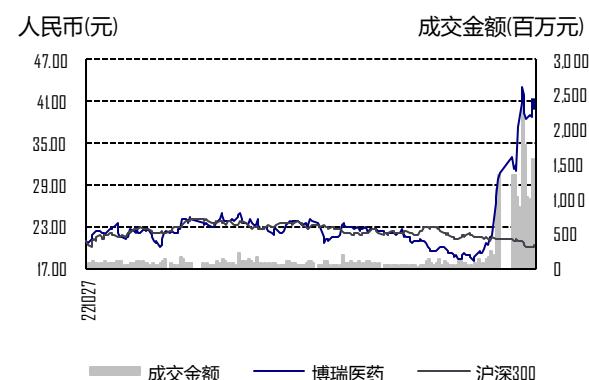
医药组

分析师：赵海春 (执业S1130514100001)
zhaohc@gjzq.com.cn

市价（人民币）：41.31元

相关报告：

- 《博瑞医药公司点评：奥司他韦放量，创新管线与产能值得期待》，2023.8.29
- 《博瑞医药公司点评：创新研发进展顺利，制剂业务放量迅速》，2023.4.26
- 《博瑞医药公司点评：艾立布林注射液首仿成功，静待制剂放量》，2023.3.5



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,052	1,017	1,202	1,357	1,592
营业收入增长率	34.00%	-3.33%	18.11%	12.91%	17.31%
归母净利润(百万元)	244	240	245	290	346
归母净利润增长率	44%	-2%	2.36%	18.35%	19.11%
摊薄每股收益(元)	0.595	0.567	0.581	0.687	0.818
每股经营性现金流净额	0.44	0.80	0.71	0.92	1.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.54%	10.93%	10.62%	11.40%	12.21%
P/E	61.70	39.79	42.03	35.51	29.81
P/B	2.54	4.35	4.46	4.05	3.64

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	785	1,052	1,017	1,202	1,357	1,592
增长率	23.5%	34.0%	-3.3%	18.1%	12.9%	17.3%
主营业务成本	-354	-461	-376	-487	-543	-637
%销售收入	45.1%	43.8%	37.0%	40.5%	40.0%	40.0%
毛利	431	592	641	715	814	955
%销售收入	54.9%	56.2%	63.0%	59.5%	60.0%	60.0%
营业税金及附加	-2	-4	-5	-6	-7	-8
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-17	-43	-70	-71	-80	-94
%销售收入	2.2%	4.1%	6.9%	5.9%	5.9%	5.9%
管理费用	-79	-103	-115	-123	-138	-162
%销售收入	10.1%	9.8%	11.3%	10.2%	10.2%	10.2%
研发费用	-141	-173	-207	-216	-244	-286
%销售收入	17.9%	16.5%	20.3%	18.0%	18.0%	18.0%
息税前利润 (EBIT)	192	269	244	299	345	404
%销售收入	24.4%	25.5%	24.0%	24.9%	25.4%	25.4%
财务费用	-5	-6	-10	-35	-44	-51
%销售收入	0.6%	0.5%	1.0%	2.9%	3.3%	3.2%
资产减值损失	-8	-20	-13	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	1	-3	0	0	0
投资收益	4	9	4	4	4	4
%税前利润	1.9%	3.6%	1.6%	1.5%	1.2%	1.0%
营业利润	193	259	242	273	324	387
营业利润率	24.6%	24.6%	23.8%	22.7%	23.9%	24.3%
营业外收支	-2	-2	0	0	0	0
税前利润	191	257	242	273	324	387
利润率	24.4%	24.5%	23.8%	22.7%	23.9%	24.3%
所得税	-22	-20	-31	-33	-39	-46
所得税率	11.5%	7.7%	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	169	238	211	240	285	341
少数股东损益	-1	-6	-28	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	170	244	240	245	290	346
净利率	21.6%	23.2%	23.6%	20.4%	21.4%	21.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	169	238	211	240	285	341
少数股东损益	-1	-6	-28	-5	-5	-5
非现金支出	48	72	75	77	96	109
非经营收益	6	-6	6	46	47	52
营运资金变动	-67	-123	44	-65	-41	18
经营活动现金净流	155	180	336	298	387	520
资本开支	-355	-910	-726	-676	-617	-417
投资	-218	1	-153	-50	-10	-10
其他	32	19	8	4	4	4
投资活动现金净流	-542	-890	-872	-722	-623	-423
股权募资	1	87	293	-76	0	0
债权募资	220	671	1,172	-75	127	69
其他	-35	-54	-100	-102	-106	-115
筹资活动现金净流	186	704	1,365	-252	21	-46
现金净流量	-214	-3	844	-676	-215	51

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	340	337	1,180	504	289	340
应收账款	178	378	326	439	492	490
存货	203	200	280	320	357	419
其他流动资产	225	79	151	203	208	218
流动资产	946	993	1,938	1,466	1,346	1,466
%总资产	51.8%	33.4%	41.6%	30.6%	25.9%	26.0%
长期投资	157	348	206	196	196	196
固定资产	453	1,369	2,068	2,708	3,230	3,540
%总资产	24.8%	46.1%	44.4%	56.6%	62.1%	62.8%
无形资产	82	114	116	126	136	144
非流动资产	881	1,977	2,723	3,323	3,853	4,171
%总资产	48.2%	66.6%	58.4%	69.4%	74.1%	74.0%
资产总计	1,828	2,970	4,661	4,789	5,200	5,637
短期借款	143	284	440	365	492	561
应付款项	84	214	254	320	357	418
其他流动负债	65	85	117	140	157	182
流动负债	292	583	812	825	1,006	1,162
长期贷款	78	619	1,170	1,170	1,170	1,170
其他长期负债	26	26	438	438	438	438
负债	395	1,228	2,420	2,433	2,614	2,770
普通股股东权益	1,432	1,678	2,192	2,311	2,546	2,833
其中：股本	410	410	422	422	422	422
未分配利润	313	511	685	879	1,115	1,401
少数股东权益	1	63	50	45	40	35
负债股东权益合计	1,828	2,970	4,661	4,789	5,200	5,637

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.414	0.595	0.567	0.581	0.687	0.818
每股净资产	3.492	4.093	5.188	5.469	6.026	6.705
每股经营现金净流	0.379	0.438	0.796	0.706	0.917	1.230
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	11.87%	14.54%	10.93%	10.62%	11.40%	12.21%
总资产收益率	9.29%	8.21%	5.14%	5.12%	5.58%	6.13%
投入资本收益率	10.27%	9.38%	5.00%	6.13%	6.52%	7.11%
增长率						
主营业务收入增长率	56.09%	34.00%	-3.33%	18.11%	12.91%	17.31%
EBIT增长率	62.05%	40.15%	-9.25%	22.72%	15.18%	17.31%
净利润增长率	52.93%	43.60%	-1.77%	2.36%	18.35%	19.11%
总资产增长率	28.60%	62.47%	56.97%	2.73%	8.58%	8.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.1	95.5	121.3	120.0	120.0	100.0
存货周转天数	175.3	159.8	233.0	240.0	240.0	240.0
应付账款周转天数	62.4	114.1	206.4	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	108.5	82.4	144.3	164.6	151.7	131.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.91%	32.42%	35.02%	56.73%	64.89%	59.17%
EBIT利息保障倍数	40.7	46.8	24.9	8.5	7.8	7.9
资产负债率	21.62%	41.35%	51.91%	50.81%	50.27%	49.13%

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
4	2022-11-18	买入	23.07	N/A
5	2023-03-05	买入	23.70	N/A
6	2023-04-26	买入	22.73	N/A
7	2023-08-29	买入	18.26	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。

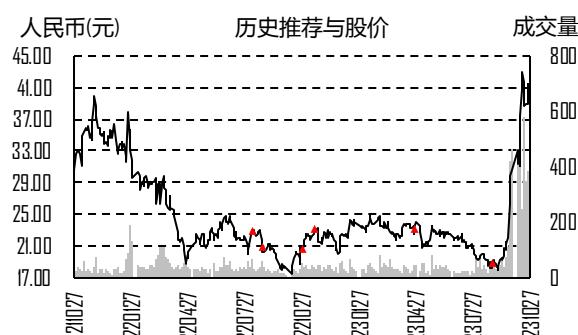
市场中相关报告评级比率分析说明：

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



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。

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认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：021-80234211
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 5 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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806
