

制剂收入稳健增长，创新管线未来可期

投资要点

- 事件：**公司发布2023年三季报，2023Q1-3公司实现营业收入9.1亿元，同比增长18.5%，归母净利润1.9亿元，同比减少3%，扣非后归母净利润1.8亿元，同比增长3.6%；2023Q3公司实现营业收入3.3亿元，同比增长20.4%，实现归母净利润0.8亿元，同比减少3.8%；扣非后归母净利润0.8亿元，同比减少4.1%。
- 制剂端快速放量，原料药端收入结构调整。**公司主营业务分为产品销售收入、权益分成收入和技术收入，分业务看，2023Q1-3公司实现产品销售收入7.8亿元(+12.3%)，其中，原料药产品实现收入6.7亿元(+9.7%)，制剂产品实现收入1亿元(+33.3%)，制剂产品占产品销售收入的13.2%(+2.1pp)；权益分成收入0.4亿元(+75%)；技术收入0.8亿元(+59.8%)。原料药端由于疫情反复及流感爆发，客户对抗病毒产品奥司他韦原料药需求提升，同时抗真菌与免疫抑制类在下游需求影响下收入减少；2022年注射用米卡芬净钠第七批集采中标，叠加流感需求带动制剂销售增长；权益分成收入受益于合作伙伴销售增长。
- 创新研发聚焦肿瘤免疫及内分泌领域，吸入制剂领域提升竞争力。**2023Q1-3公司研发费用1.6亿元(+17.8%)，主要研发项目持续推进：1) 塞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；2) 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；3) BGM0504注射液减重和2型糖尿病治疗两项适应症已获II期临床试验伦理批件，2型糖尿病及减重适应症II期临床已开始入组。
- 原料药制剂新品国内外注册申报有序推进。**国内注册：2023Q3溴夫定原料药取得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、硫酸艾沙康唑原料药、碘普罗胺原料药、重酒石酸去甲肾上腺素原料药、盐酸多巴胺原料药、重酒石酸间羟胺原料药、吸入用低密度聚乙烯安瓿瓶在国内申报；国际注册：2023Q3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。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年EPS分别为0.67/0.83/1.03元，对应PE分别为62/50/40倍。考虑到公司身处具有较高技术壁垒的高端仿制药和创新药领域，在国际国内均有确切业绩增长来源，近几年有望维持较高速增长；公司创新研发实力有望为公司培育新的增长点保驾护航。维持“持有”评级。
- 风险提示：**仿制药降价风险，国际医药政策变动风险。

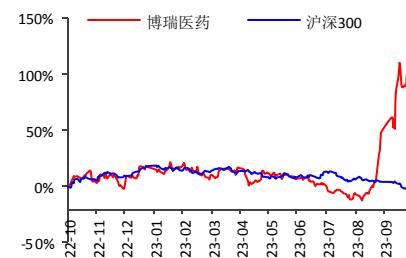
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1017.33	1155.18	1399.94	1748.43
增长率	-3.33%	13.55%	21.19%	24.89%
归属母公司净利润(百万元)	239.62	283.20	348.83	436.87
增长率	-1.77%	18.19%	23.17%	25.24%
每股收益EPS(元)	0.57	0.67	0.83	1.03
净资产收益率ROE	9.43%	10.79%	11.87%	13.20%
PE	73	62	50	40
PB	7.96	7.24	6.46	5.69

数据来源：Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.22
流通A股(亿股)	4.22
52周内股价区间(元)	17.81-43.64
总市值(亿元)	174.52
总资产(亿元)	49.66
每股净资产(元)	5.45

相关研究

- 博瑞医药 (688166)：多品种高速增长，产能建设持续推进 (2022-04-27)

盈利预测

关键假设：

假设 1：原料药产品收入：1) 抗真菌类药物主要包括卡泊芬净、米卡芬净和阿尼芬净等。2023-2025 年预计卡泊芬净受益于集采放量，销量增速分别为 15%、35%、20%；米卡芬净的专利 2021 年到期，下游客户制剂产品上市带动公司原料药放量，2023-2025 年预计销量增速分别为 15%、12%、10%；阿尼芬净在欧洲市场继续维持良好增长，预计 2023-2025 年销量增速分别为 15%、12%、10%；2) 抗病毒药物主要产品是恩替卡韦、奥司他韦，预计 2023-2025 年销量增速为 19.3%、8.5%、7.2%，平均价格较为平稳；3) 免疫抑制类产品主要是吡美莫司，该产品下游客户制剂于 2018 年上市，预计 2023-2025 年销量维持在 5% 左右；毛利率稳定在 54~56% 左右；

假设 2：制剂产品收入：假设存量品种米卡芬净、阿加曲班、奥司他韦等 2023-2025 年销量维持 15%、13%、10% 增长；艾立布林注射液等 2023 年开始处方，预计 2024-2025 年销量增速分别为 350%、49%；增量品种放量后毛利率将逐步提升至 70% 以上。

假设 3：技术服务增速较为稳定，预计 2023-2025 年收入增速分别为 10%、5%、5%，毛利率维持在 72~74%；权益分成收入增速稳中有升，预计 2023-2025 年收入增速分别为 20%、30%、40%，毛利率均为 100%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分类收入及毛利率预测

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
原料药产品收入	收入	7.8	8.6	9.8	11
	增速	-11.5%	11.2%	13.1%	12.5%
	毛利率	57.1%	56.6%	55.8%	54.9%
其中：抗真菌类	收入	3.3	3.6	3.9	4.1
	增速	-18.1%	9.3%	6.9%	5.5%
	毛利率	72.2%	72%	72%	72%
其中：抗病毒类	收入	1.0	1.2	1.3	1.4
	增速	-25.9%	19.3%	8.5%	7.2%
	毛利率	29.1%	32.0%	32.0%	32.0%
其中：免疫抑制类	收入	0.6	0.6	0.7	0.7
	增速	186.5%	5%	5%	5%
	毛利率	59.35%	62.00%	64.00%	65.00%
其中：其他原料药	收入	2.8	3.1	3.9	4.8
	增速	-9.7%	11.8%	23.6%	22.5%
	毛利率	51.4%	50%	49%	48%
制剂产品收入	收入	1.0	1.4	2.4	4.3
	增速	102.5%	35.9%	79.5%	77.4%
	毛利率	71.8%	63.8%	71.7%	76.7%
技术收入	收入	0.8	0.9	1.0	1.0

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
权益分成收入	增速	24.5%	10%	5%	5%
	毛利率	83.1%	72.3%	74.7%	73.7%
	收入	0.5	0.6	0.8	1.1
合计	增速	-5.9%	20%	30%	40%
	毛利率	100%	100%	100%	100%
	收入	10.2	11.6	14.0	17.5
	增速	-3.3%	13.6%	21.2%	24.9%
	毛利率	62.6%	61.0%	62.4%	64.4%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.67/0.83/1.03 元，对应 PE 分别为 62/50/40 倍。考虑到公司身处具有较高技术壁垒的高端仿制药和创新药领域，在国际国内均有确切的业绩增长来源，近几年有望维持较高速度增长；公司创新研发实力有望为公司培育新的增长点保驾护航。维持“持有”评级。

风险提示

仿制药降价风险，国际医药政策变动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1017.33	1155.18	1399.94	1748.43	净利润	211.43	263.16	320.90	400.38
营业成本	376.30	450.34	525.86	623.27	折旧与摊销	50.74	38.63	39.23	39.68
营业税金及附加	5.22	5.78	7.00	8.74	财务费用	9.80	10.00	12.00	15.00
销售费用	70.09	80.86	111.99	157.36	资产减值损失	-14.65	-8.00	-6.00	-5.00
管理费用	114.89	132.85	167.99	227.30	经营营运资本变动	16.68	-152.21	-99.23	-138.88
财务费用	9.80	10.00	12.00	15.00	其他	37.27	8.06	-3.99	18.89
资产减值损失	-14.65	-8.00	-6.00	-5.00	经营活动现金流净额	311.26	159.63	262.91	330.07
投资收益	3.96	5.00	5.00	5.00	资本支出	-735.01	-7.00	-20.00	0.00
公允价值变动损益	-3.39	-3.00	-3.00	-3.00	其他	-136.56	-128.00	-128.00	-128.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-871.58	-135.00	-148.00	-128.00
营业利润	242.16	296.08	361.10	451.49	短期借款	-132.67	-24.38	0.00	0.00
其他非经营损益	0.05	-0.92	-0.76	-0.59	长期借款	551.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	242.21	295.16	360.34	450.91	股权融资	281.59	0.00	0.00	0.00
所得税	30.78	32.00	39.44	50.53	支付股利	-49.20	-47.92	-56.64	-69.77
净利润	211.43	263.16	320.90	400.38	其他	713.44	-342.97	-12.00	-15.00
少数股东损益	-28.20	-20.04	-27.93	-36.48	筹资活动现金流净额	1364.69	-415.28	-68.64	-84.77
归属母公司股东净利润	239.62	283.20	348.83	436.87	现金流量净额	818.52	-390.65	46.27	117.31
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E					
货币资金	1180.38	789.73	836.00	953.31	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
应收和预付款项	366.73	411.06	509.35	625.14	成长能力				
存货	280.35	341.64	415.34	485.34	销售收入增长率	-3.33%	13.55%	21.19%	24.89%
其他流动资产	110.85	114.69	128.37	147.84	营业利润增长率	-6.50%	22.27%	21.96%	25.03%
长期股权投资	35.37	35.37	35.37	35.37	净利润增长率	-11.00%	24.47%	21.94%	24.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-2.27%	13.88%	19.62%	22.76%
固定资产和在建工程	2068.49	2048.70	2041.30	2013.46	获利能力				
无形资产和开发支出	89.14	79.99	70.84	61.69	毛利率	63.01%	61.02%	62.44%	64.35%
其他非流动资产	529.95	657.27	784.58	911.89	三费率	19.15%	19.37%	20.86%	22.86%
资产总计	4661.27	4478.45	4821.17	5234.06	净利润率	20.78%	22.78%	22.92%	22.90%
短期借款	124.38	100.00	100.00	100.00	ROE	9.43%	10.79%	11.87%	13.20%
应付和预收款项	315.10	298.50	371.47	446.67	ROA	4.54%	5.88%	6.66%	7.65%
长期借款	1170.22	1170.22	1170.22	1170.22	ROIC	9.76%	10.27%	11.94%	14.28%
其他负债	809.88	470.57	476.06	483.14	EBITDA/销售收入	29.75%	29.84%	29.45%	28.95%
负债合计	2419.59	2039.30	2117.76	2200.03	营运能力				
股本	422.47	422.47	422.47	422.47	总资产周转率	0.27	0.25	0.30	0.35
资本公积	1008.06	1008.06	1008.06	1008.06	固定资产周转率	3.18	2.94	3.70	4.84
留存收益	743.35	978.63	1270.81	1637.91	应收账款周转率	2.80	3.27	3.30	3.34
归属母公司股东权益	2191.64	2409.15	2701.34	3068.44	存货周转率	1.47	1.37	1.36	1.37
少数股东权益	50.04	30.00	2.07	-34.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.63%	—	—	—
股东权益合计	2241.69	2439.15	2703.41	3034.03	资本结构				
负债和股东权益合计	4661.27	4478.45	4821.17	5234.06	资产负债率	51.91%	45.54%	43.93%	42.03%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	带息债务/总负债	70.28%	82.19%	79.14%	76.18%
EBITDA	302.69	344.70	412.33	506.18	流动比率	2.39	3.84	3.71	3.74
PE	72.83	61.62	50.03	39.95	速动比率	2.04	3.05	2.89	2.92
PB	7.96	7.24	6.46	5.69	股利支付率	20.53%	16.92%	16.24%	15.97%
PS	17.15	15.11	12.47	9.98	每股指标				
EV/EBITDA	58.59	51.22	42.39	34.04	每股收益	0.57	0.67	0.83	1.03
股息率	0.28%	0.27%	0.32%	0.40%	每股净资产	5.19	5.70	6.39	7.26
					每股经营现金	0.74	0.38	0.62	0.78
					每股股利	0.12	0.11	0.13	0.17

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
北京	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryrf@swsc.com.cn