



博瑞医药 (688166.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

制剂业务快速增长，创新进展值得关注

业绩简评

2024年8月23日，公司发布半年报，1H24公司营收/归母/扣非净利润6.58/1.06/1.05亿元，分别同比增长11.95%/-2.81%/0.25%。2Q24营收/归母/扣非净利润3.17/0.42/0.41亿元，分别同比增长12.39%/9.37%/16.34%。业绩符合预期。

点评

制剂业务快速增长，铁剂、吸入剂突破在即。(1) 营收：公司1H24产品销售收入6.14亿元，同比增长16.65%；其中，原料药与制剂收入5.04/1.10亿元，分别同比增长16.65%/30.8%。原料药，受流感趋势变化，奥司他韦原料药需求及价格有波动，抗病毒类产品收入同比减少28.02%；抗真菌类产品需求放量，同比增长66.82%。制剂，在产品销售收入中占比17.88%，提高1.88个百分点；主要源于市场拓展带来的磷酸奥司他韦胶囊、甲磺酸艾立布林等产品的增长。

(2) 高难仿制剂领域：①吸入用布地奈德混悬液已在国内申报，噻托溴铵和噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂都已通过BE试验(生物等效性试验)，沙美特罗替卡松吸入粉雾剂已获批临床，噻托溴铵吸入粉雾剂已经完成中试。②公司羧基麦芽糖铁注射液已完成BE试验，羧基麦芽糖铁原料药在韩国获得预注册，尚待DMF技术审评。③产能：符合欧美cGMP标准的苏州注射剂生产基地，已竣工验收；苏州吸入剂及其他制剂生产基地，变更后项目产品包括沙美特罗替卡松干粉吸入剂、噻托溴铵吸入粉雾剂(设计年产能为500万盒)、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、伏环孢素软胶囊、生物医药CDMO，已近完工。

创新药研发推进，降糖减重及抗肿瘤等领域皆有进展。(1) 公司BGM0504注射液是公司自主研发的GLP-1(胰高血糖素样肽1)和GIP(葡萄糖依赖性促胰岛素多肽)受体双重激动剂，降糖的2期临床，已锁库，正在进行统计分析，临近数据读出；减重的2期临床，已完成了全部受试者的入组，其中5mg、10mg剂量组受试者已全部出组，15mg剂量组受试者尚未出组。(2) BGC0228是公司开发的长效多肽靶向偶联药物，处于1期临床，已完成剂量爬坡和扩展研究，受试者均已出组，正在进行数据清理。

盈利预测、估值与评级

根据公司中报，我们维持营收预测，预计2024/25/26年营收13/15/17亿元；下调利润预测，将2024/25年归母净利润下调17%/30%至2.04/2.76亿元，预计2026年归母净利润3.21亿元。维持“买入”评级。

风险提示

产品销售增长、产能投建以及创新药研发不达预期等风险。

医药组

分析师：赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.00元

相关报告：

- 《博瑞医药公司点评：原料药出口季度波动，创新管线值得期待》，2023.10.29
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,017	1,180	1,310	1,512	1,739
营业收入增长率	-3.33%	15.94%	11.06%	15.42%	15.00%
归母净利润(百万元)	240	202	204	276	321
归母净利润增长率	-2%	-16%	0.75%	35.48%	16.14%
摊薄每股收益(元)	0.567	0.479	0.483	0.654	0.760
每股经营性现金流净额	0.80	0.46	0.86	0.88	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.93%	8.55%	8.37%	10.40%	10.99%
P/E	39.79	73.03	50.54	37.30	32.12
P/B	1.56	6.24	4.23	3.88	3.53

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,052	1,017	1,180	1,310	1,512	1,739
增长率	23.5%	-3.3%	15.9%	11.1%	15.4%	15.0%
主营业务成本	-461	-376	-521	-590	-696	-817
%销售收入	43.8%	37.0%	44.2%	45.0%	46.0%	47.0%
毛利	592	641	658	721	816	922
%销售收入	56.2%	63.0%	55.8%	55.0%	54.0%	53.0%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-6	-7	-8
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-43	-70	-64	-79	-91	-104
%销售收入	4.1%	6.9%	5.4%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-103	-115	-116	-116	-121	-130
%销售收入	9.8%	11.3%	9.9%	8.9%	8.0%	7.5%
研发费用	-173	-207	-249	-242	-280	-322
%销售收入	16.5%	20.3%	21.1%	18.5%	18.5%	18.5%
息税前利润 (EBIT)	269	244	223	277	318	357
%销售收入	25.5%	24.0%	18.9%	21.1%	21.0%	20.5%
财务费用	-6	-10	-24	-31	-29	-28
%销售收入	0.5%	1.0%	2.0%	2.3%	1.9%	1.6%
资产减值损失	-20	-13	-24	-10	-10	-10
公允价值变动收益	1	-3	-1	-17	0	0
投资收益	9	4	-15	-7	0	0
%税前利润	3.6%	1.6%	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	259	242	190	228	308	359
营业利润率	24.6%	23.8%	16.1%	17.4%	20.4%	20.6%
营业外收支	-2	0	-1	0	0	0
税前利润	257	242	189	228	308	359
利润率	24.5%	23.8%	16.0%	17.4%	20.4%	20.6%
所得税	-20	-31	-15	-29	-37	-43
所得税率	7.7%	12.7%	8.1%	12.8%	12.0%	12.0%
净利润	238	211	173	199	271	316
少数股东损益	-6	-28	-29	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	244	240	202	204	276	321
净利率	23.2%	23.6%	17.2%	15.6%	18.3%	18.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	238	211	173	199	271	316
少数股东损益	-6	-28	-29	-5	-5	-5
非现金支出	72	75	113	105	122	133
非经营收益	-6	6	39	56	42	42
营运资金变动	-123	44	-132	3	-62	-73
经营活动现金净流	180	336	193	363	374	418
资本开支	-910	-726	-403	-434	-214	-214
投资	1	-153	-64	-15	0	0
其他	19	8	28	-7	0	0
投资活动现金净流	-890	-872	-440	-455	-214	-214
股权募资	87	293	68	-86	0	0
债权募资	671	1,172	118	-64	0	0
其他	-54	-100	-125	-97	-97	-101
筹资活动现金净流	704	1,365	62	-247	-97	-101
现金净流量	-3	844	-182	-339	62	103

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	337	1,180	998	659	721	824
应收款项	378	326	329	360	416	478
存货	200	280	345	348	411	483
其他流动资产	79	151	168	158	168	179
流动资产	993	1,938	1,840	1,525	1,715	1,963
%总资产	33.4%	41.6%	36.6%	30.2%	32.1%	34.6%
长期投资	348	206	297	285	275	265
固定资产	1,369	2,068	2,454	2,669	2,767	2,855
%总资产	46.1%	44.4%	48.8%	52.8%	51.8%	50.4%
无形资产	114	116	131	138	144	149
非流动资产	1,977	2,723	3,192	3,532	3,625	3,706
%总资产	66.6%	58.4%	63.4%	69.8%	67.9%	65.4%
资产总计	2,970	4,661	5,032	5,057	5,340	5,669
短期借款	284	440	571	528	528	528
应付款项	214	254	238	286	336	395
其他流动负债	85	117	113	93	108	122
流动负债	583	812	922	906	972	1,045
长期贷款	619	1,170	1,185	1,185	1,185	1,185
其他长期负债	26	438	507	486	486	486
负债	1,228	2,420	2,614	2,577	2,643	2,715
普通股股东权益	1,678	2,192	2,369	2,436	2,658	2,919
其中：股本	410	422	422	422	422	422
未分配利润	511	685	830	984	1,205	1,467
少数股东权益	63	50	49	44	39	34
负债股东权益合计	2,970	4,661	5,032	5,057	5,340	5,669

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.595	0.567	0.479	0.483	0.654	0.760
每股净资产	4.093	5.188	5.607	5.767	6.291	6.911
每股经营现金净流	0.438	0.796	0.457	0.859	0.884	0.990
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	14.54%	10.93%	8.55%	8.37%	10.40%	10.99%
总资产收益率	8.21%	5.14%	4.02%	4.03%	5.18%	5.66%
投入资本收益率	9.38%	5.00%	4.46%	5.22%	5.78%	6.16%
增长率						
主营业务收入增长率	34.00%	-3.33%	15.94%	11.06%	15.42%	15.00%
EBIT增长率	40.15%	-9.25%	-8.39%	23.95%	14.81%	12.26%
净利润增长率	43.60%	-1.77%	-15.51%	0.75%	35.48%	16.14%
总资产增长率	62.47%	56.97%	7.95%	0.50%	5.59%	6.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.5	121.3	90.6	90.3	90.3	90.3
存货周转天数	159.8	233.0	218.7	215.5	215.5	215.5
应付账款周转天数	114.1	206.4	141.9	140.1	140.1	140.1
固定资产周转天数	82.4	144.3	222.2	231.9	200.5	171.8
偿债能力						
净负债/股东权益	32.42%	35.02%	47.04%	57.78%	50.84%	42.94%
EBIT利息保障倍数	46.8	24.9	9.3	9.1	10.8	12.8
资产负债率	41.35%	51.91%	51.95%	50.96%	49.50%	47.90%

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
买入	0	2	4	4	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	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

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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究