

## 博瑞医药 (688166) \ 医药生物

### 业绩符合预期，后续高端制剂值得期待

#### 事件：

博瑞医药发布2022年年报和2023年一季报。2022年实现收入10.17亿，同比减少3.33%；实现归母净利2.40亿，同比减少1.77%；实现扣非归母净利2.14亿，同比减少4.76%。2023Q1实现收入3.05亿，同比增长22.77%，实现归母净利0.71亿，同比增长16.48%，实现扣非归母净利0.70亿，同比增长15.58%。业绩符合预期。

#### ➤ 2022年度业绩承压，一季度受流感带动制剂表现好

分业务看，2022年原料药实现收入7.77亿（同比-12%），制剂实现收入1.00亿（同比+102%），海外权益分成0.51亿（同比-6%），技术收入0.84亿（+25%），米卡芬净集采和流感对于制剂销售低基数的博瑞医药起到了拉动作用，原料药则由于抗真菌类产品价格下降、恩替卡韦需求下降减少。2023Q1实现收入3.05亿（同比+23%），制剂销售0.47亿（同比+196%），受流感带动明显；原料药销售2.21亿（同比+7%），销售转好。

#### ➤ 原料药、仿制药、新药储备丰富，增长动力强劲

创新药端，多肽类降糖药BGM0504完成Ia期临床给药和观察，长效多肽靶向偶联药物BGC0228处于I期临床；仿制药端，羧基麦芽糖铁注射液进入中试阶段，布地奈德混悬液、噻托溴铵奥达特罗吸入粉雾剂、噻托溴铵吸入粉雾剂处于中试阶段。产品注册方面，恩替卡韦、阿加曲班、奥司他韦干混悬剂2022年取得生产批文，2023Q1伏立康唑、艾立布林取得注册证书。后续随着吸入制剂和铁剂的申报，博瑞医药的制剂产品有望更加丰富。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为12.09/14.46/17.52亿（原预测2023/24年分别为16.16/20.24亿），增速分别18.81%/19.67%/21.13%，归母净利润分别为2.88/3.46/4.31亿（原预测2023/24年分别为3.80/4.86亿），增速分别为20.14%/20.11%/24.63%，EPS分别为0.68/0.82/1.02元/股，三年CAGR为21.55%。鉴于公司在原料药和制剂开发的优势，参照可比公司估值，我们给予公司2023年41倍PE，目标价27.88元。维持“增持”评级。

**风险提示：**原料药研发不及预期；制剂销售不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,052	1,017	1,209	1,446	1,752
增长率（%）	34.00%	-3.33%	18.81%	19.67%	21.13%
EBITDA（百万元）	308	303	478	570	674
归母净利润（百万元）	244	240	288	346	431
增长率（%）	43.60%	-1.77%	20.14%	20.11%	24.63%
EPS（元/股）	0.58	0.57	0.68	0.82	1.02
市盈率（P/E）	39.36	40.07	33.36	27.77	22.28
市净率（P/B）	5.72	4.54	4.06	3.60	3.16
EV/EBITDA	50.51	33.34	21.07	17.01	13.72

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月25日收盘价

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

医药生物

增持（维持评级）

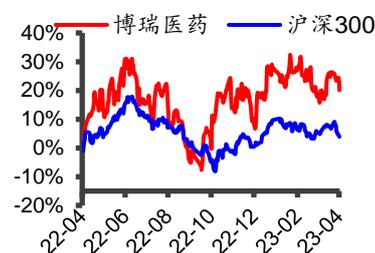
22.73元

27.88元

#### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	422/410
流通A股市值（百万元）	9319
每股净资产（元）	5.28
资产负债率（%）	50.42
一年内最高/最低（元）	26.16/17.10

#### 股价相对走势



分析师：夏禹

执业证书编号：S0590518070004

电话：0510-82832787

邮箱：yuxia@glsc.com.cn

分析师：郑薇

执业证书编号：S0590521070002

电话：0510-82832787

邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《博瑞医药 (688166) \ 医药生物行业疫情影响下增速放缓，复杂制剂继续推进》2022.08.24
- 2、《博瑞医药 (688166) \ 医药生物行业业绩符合预期，看好公司难仿药物开发能力》2022.02.28
- 3、《博瑞医药 (688166) \ 医药生物行业业绩高速增长，原料药制剂齐飞》2021.03.23

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	337	1,180	799	836	952	营业收入	1,052	1,017	1,209	1,446	1,752
应收账款+票据	374	307	356	426	516	营业成本	461	376	478	629	744
预付账款	36	44	47	57	69	税金及附加	4	5	6	7	9
存货	200	280	279	368	435	营业费用	43	70	79	94	119
其他	46	126	105	116	130	管理费用	276	322	302	333	403
<b>流动资产合计</b>	<b>993</b>	<b>1,938</b>	<b>1,587</b>	<b>1,802</b>	<b>2,101</b>	财务费用	6	10	38	25	8
长期股权投资	52	35	35	35	35	资产减值损失	-9	-15	-2	-3	-11
固定资产	248	410	580	706	789	公允价值变动收益	1	-3	0	0	0
在建工程	1,131	1,666	1,389	1,111	833	投资净收益	9	4	0	0	0
无形资产	81	82	68	54	41	其他	-5	22	3	13	0
其他非流动资产	465	530	517	503	503	<b>营业利润</b>	<b>259</b>	<b>242</b>	<b>307</b>	<b>368</b>	<b>458</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,977</b>	<b>2,723</b>	<b>2,588</b>	<b>2,410</b>	<b>2,202</b>	营业外净收益	-2	0	-1	-1	-1
<b>资产总计</b>	<b>2,970</b>	<b>4,661</b>	<b>4,175</b>	<b>4,212</b>	<b>4,303</b>	<b>利润总额</b>	<b>257</b>	<b>242</b>	<b>306</b>	<b>367</b>	<b>457</b>
短期借款	257	124	0	0	0	所得税	20	31	33	39	49
应付账款+票据	212	252	216	284	336	<b>净利润</b>	<b>238</b>	<b>211</b>	<b>273</b>	<b>328</b>	<b>409</b>
其他	114	435	242	302	361	少数股东损益	-6	-28	-15	-18	-22
<b>流动负债合计</b>	<b>583</b>	<b>812</b>	<b>458</b>	<b>586</b>	<b>697</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>244</b>	<b>240</b>	<b>288</b>	<b>346</b>	<b>431</b>
长期带息负债	619	1,582	1,216	843	472	<b>财务比率</b>					
长期应付款	26	26	26	26	26		<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>645</b>	<b>1,608</b>	<b>1,242</b>	<b>869</b>	<b>498</b>	营业收入	34.00%	-3.33%	18.81%	19.67%	21.13%
<b>负债合计</b>	<b>1,228</b>	<b>2,420</b>	<b>1,699</b>	<b>1,455</b>	<b>1,195</b>	EBIT	34.26%	-4.25%	36.32%	14.04%	18.89%
少数股东权益	63	50	35	17	-5	EBITDA	31.00%	-1.77%	57.98%	19.18%	18.26%
股本	410	422	422	422	422	归母净利润	43.60%	-1.77%	20.14%	20.11%	24.63%
资本公积	739	1,008	1,008	1,008	1,008	<b>获利能力</b>					
留存收益	529	761	1,010	1,309	1,682	毛利率	56.23%	63.01%	60.44%	56.51%	57.55%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,742</b>	<b>2,242</b>	<b>2,476</b>	<b>2,757</b>	<b>3,108</b>	净利率	22.57%	20.78%	22.59%	22.67%	23.33%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,970</b>	<b>4,661</b>	<b>4,175</b>	<b>4,212</b>	<b>4,303</b>	ROE	14.54%	10.93%	11.79%	12.62%	13.84%
						ROIC	20.98%	10.18%	11.20%	12.05%	14.73%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债	41.35%	51.91%	40.70%	34.54%	27.77%
净利润	238	211	273	328	409	流动比率	1.70	2.39	3.47	3.08	3.02
折旧摊销	45	51	135	178	208	速动比率	1.23	1.92	2.65	2.26	2.20
财务费用	6	10	38	25	8	<b>营运能力</b>					
存货减少	3	-80	1	-88	-67	应收账款周转率	2.82	3.32	3.40	3.40	3.40
营运资金变动	-131	40	-259	-50	-72	存货周转率	2.30	1.34	1.71	1.71	1.71
其它	9	69	0	89	68	总资产周转率	0.35	0.22	0.29	0.34	0.41
<b>经营活动现金流</b>	<b>169</b>	<b>300</b>	<b>188</b>	<b>482</b>	<b>554</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	-910	-727	0	0	0	每股收益	0.58	0.57	0.68	0.82	1.02
长期投资	1	-153	0	0	0	每股经营现金流	0.40	0.71	0.44	1.14	1.31
其他	19	9	-1	-1	-1	每股净资产	3.97	5.01	5.60	6.31	7.19
<b>投资活动现金流</b>	<b>-890</b>	<b>-872</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	658	830	-491	-373	-371	市盈率	39.36	40.07	33.36	27.77	22.28
股权融资	0	12	0	0	0	市净率	5.72	4.54	4.06	3.60	3.16
其他	45	522	-77	-71	-67	EV/EBITDA	50.51	33.34	21.07	17.01	13.72
<b>筹资活动现金流</b>	<b>704</b>	<b>1,365</b>	<b>-568</b>	<b>-444</b>	<b>-437</b>	EV/EBIT	59.15	40.06	29.33	24.75	19.86
<b>现金净增加额</b>	<b>-14</b>	<b>808</b>	<b>-381</b>	<b>36</b>	<b>116</b>						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 25 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695