

增持 (维持)

博瑞医药 (688166.SH)

业绩短期承压, 逐步进入恢复期

2023年05月03日

市场数据

日期	2023-04-28
收盘价(元)	24.03
总股本(百万股)	422.47
流通股本(百万股)	410.00
净资产(百万元)	2,305.34
总资产(百万元)	4777.03
每股净资产(元)	5.46

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《博瑞医药(688166)2022年三季报点评: 业务逐渐恢复, 产品管线进展顺利》2022-10-30

《博瑞医药(688166)2022年半年报点评: 疫情影响业绩短期承压, 制剂逐步启航》2022-08-28

《博瑞医药(688166)2022年一季报点评: 疫情下持续增长, 核心品种放量迅速》2022-04-28

《博瑞医药(688166)2021年年报点评: 产能扩张静待落地, 重视研发产品储备丰富》2022-04-17

《博瑞医药(688166)2021年三季报点评: 利润端超预期, 产能建设加速静待落地》2021-10-26

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

杨希成

yangxicheng@xyzq.com.cn

S0190522090002

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年全年, 公司实现营业总收入 10.17 亿元 (同比-3.33%), 实现归母净利润 2.40 亿元 (同比-1.77%), 实现扣非归母净利润 2.14 亿元 (同比-4.76%)。公司发布 2023 年一季报, 2023 年一季度, 公司实现营业收入 3.05 亿元 (同比+22.77%, 环比+24.46%), 实现归母净利润 0.71 亿元 (同比+16.48%, 环比+68.50%), 实现扣非归母净利润 0.70 亿元 (同比+15.58%, 环比+114.88%)。
- **点评:** 公司在压力下业绩出现季度波动, 短期承压, 公司原料药业务部分核心品种 2022 年受到影响, 有望逐渐恢复, 原料药后续产品批准和审评进展顺利, 公司制剂业务高速增长, 销售占比增长明显, 制剂品种在第八批集采中标, 有望快速助力产品增长, 后续制剂管线进展顺利。公司季度期间费用率因产品结构变化波动。
- **盈利预测与估值:** 公司坚持高壁垒原料药+制剂, 打造产品护城河。随着公司现有原料药及中间体产品全球销售放量, 储备及在研的发酵半合成、多手性、非生物大分子等品种陆续上市, 公司原料药业务收入将保持稳步增长。制剂有望成为公司后续增速最快的业务。考虑到短期因素的影响, 我们调整盈利预测, 预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.68 元、0.88 元、1.11 元, 对应 2023 年 04 月 28 日收盘价, 市盈率分别为 35.4 倍、27.5 倍、21.7 倍; 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产品获批不达预期; 产品销售不达预期; 产能释放不达预期; 宏观经济风险等

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1017	1185	1431	1817
同比增长 (%)	-3.3%	16.4%	20.8%	27.0%
归母净利润(百万元)	240	287	370	467
同比增长 (%)	-1.8%	19.7%	28.9%	26.3%
毛利率	63.0%	63.9%	65.2%	67.0%
ROE	10.9%	13.8%	15.1%	16.0%
每股收益(元)	0.57	0.68	0.88	1.11
市盈率	42.4	35.4	27.5	21.7

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文**事件**

- 公司发布 2022 年年报, 2022 年全年, 公司实现营业总收入 10.17 亿元(同比-3.33%), 实现归母净利润 2.40 亿元(同比-1.77%), 实现扣非归母净利润 2.14 亿元(同比-4.76%)。
- 公司发布 2023 年一季报, 2023 年一季度, 公司实现营业收入 3.05 亿元(同比+22.77%, 环比+24.46%), 实现归母净利润 0.71 亿元(同比+16.48%, 环比+68.50%), 实现扣非归母净利润 0.70 亿元(同比+15.58%, 环比+114.88%)。

点评

- **压力下业绩季度波动, 短期承压。**公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。2022 年全年, 公司实现营业总收入 10.17 亿元(同比-3.33%), 全年实现归母净利润 2.40 亿元(同比-1.77%), 实现扣非归母净利润 2.14 亿元(同比-4.76%)。Q4 单季度, 公司实现营业收入 2.45 亿元(同比-19.40%, 环比-9.91%), 实现归母净利润 0.42 亿元(同比-37.39%, 环比-50.95%), 实现扣非归母净利润 0.32 亿元(同比-36.72%, 环比-62.39%)。2022 年四季度在大环境影响下公司收入利润受到影响, 2023 年一季度实现恢复, 收入利润同比环比都实现较快增长。2023 年 Q1, 公司实现营业收入 3.05 亿元(同比+22.77%, 环比+24.46%), 实现归母净利润 0.71 亿元(同比+16.48%, 环比+68.50%), 实现扣非归母净利润 0.70 亿元(同比+15.58%, 环比+114.88%)。
- **原料药板块核心品种受到一定压力, 后续品种助力增长曲线清晰。**2022 年全年, 原料药产品实现收入 7.77 亿(同比-11.51%), 其中抗病毒类实现收入 1.04 亿元(同比-25.91%), 主要受到恩替卡韦原料药客户需求阶段性波动的影响毛利率 29.07%(同比+3.59PP), 抗真菌类实现收入 3.31 亿元(同比-18.06%), 主要受到产品价格下滑的影响, 毛利率 72.17%(同比+2.89PP), 毛利率上升体现了公司持续优化工艺的能力, 免疫抑制类实现收入 0.60 亿元(同比+16.55%), 毛利率 48.78%(同比+1.89PP), 展现出了增长趋势。2022 年全年和 2023 年一季度, 在原料药板块, 国内产品注册方面富马酸丙酚替诺福韦原料药、吡美莫司、甲磺酸艾立布林原料药国内获批, 米卡芬净钠原料药登记状态转 A; 溴夫定原料药、依维莫司原料药、舒更葡糖钠原料药、艾地骨化醇原料药、地诺孕素原料药在审评中。国际产品注册方面, 曲贝替定原料药、舒更葡糖钠通过欧洲 ASMF 技术审评, 达巴万星、舒更葡糖钠、塞拉菌素原料药向多地提交原料药上市申请, 多款原料药、中间体在美国、欧洲、日本、韩国、加拿大申报。其中, 公司已在欧洲与合作伙伴达成舒更葡糖钠战略合作协议, 公司可从中获得销售权益分成, 随着多款原料药的获批和审批进展,

以及艾立布林等高难度原料药的获批，公司原料药业务不断展现竞争力，放量可期。

- **多款制剂获批上市，集采进程顺利，管线梯队已经形成。**2022 年全年，制剂产品收入 1.00 亿元（同比+102.46%）；占产品销售收入的 11.44%（同比+6.10PP），2023 年 Q1，制剂产品实现收入 0.47 亿元（同比+196.10%），占产品销售收入的 17.45%（同比+10.38PP），制剂板块展现较强的竞争力，公司制剂板块收入占比提升明显。在近日结束的第八批集采中，公司阿加曲班注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂拟中标，两个品种有望进一步给公司带来较多增量。在管线方面，制剂板块注册进展较为顺利，2022 年全年和 2023 年一季度，恩替卡韦片、阿加曲班注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂、注射用伏立康唑、甲磺酸艾立布林注射液取得生产批文，卡前列素氨丁三醇注射液、磺达肝癸钠注射液、盐酸西那卡塞片、磷酸奥司他韦干糖浆、依维莫司片、地诺孕素片在审评中。在创新药方面，公司管线也值得期待，截止 2022 年底，长效多肽靶向偶联药物 BGC0228 处于临床 I 期试验阶段；多肽类降糖药 BGM0504 注射液已获批准开展减重和 2 型糖尿病适应症临床试验，有望逐步展现疗效数据。
- **期间费用率季度波动：**2022 年全年，公司综合毛利率 63.01%（同比+6.78PP），销售费用率 6.89%（同比+2.82PP），管理费用率 11.29%（同比+1.53PP），研发费用率 20.35%（同比+3.88PP）。财务费用 980 万元（上年同期 574 万元）。Q4 单季度，公司综合毛利率 64.62%（同比+12.40PP），销售费用率 4.01%（同比-2.67PP），管理费用率 15.40%（同比+5.70PP），研发费用率 27.74%（同比+10.14PP）。财务费用 1451.22 元（上年同期-188.87 万元）。2023 年 Q1，公司综合毛利率 58.88%（同比-4.70PP），销售费用率 5.43%（同比-1.21PP），管理费用率 9.27%（同比-0.10PP），研发费用率 15.96%（同比-1.25PP）。财务费用 891.92 万元（2022 年 Q1 为 788.18 万元）。随着公司制剂业务占比的逐渐提升，公司综合毛利率整体呈现上升趋势，由于季度业务结构的变化，公司毛利率和各项期间费用率呈现波动趋势。
- **盈利预测与评级：**公司坚持高壁垒原料药+制剂，打造产品护城河。随着公司现有原料药及中间体产品全球销售放量，储备及在研的发酵半合成、多手性、非生物大分子等品种陆续上市，公司原料药业务收入将保持稳步增长。制剂有望成为公司后续增速最快的业务。考虑到短期因素的影响，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.68 元、0.88 元、1.11 元，对应 2023 年 04 月 28 日收盘价，市盈率分别为 35.4 倍、27.5 倍、21.7 倍；维持“增持”评级。
- **风险提示：**产品获批不达预期；产品销售不达预期；产能释放不达预期；宏观经济风险等

表 1、博瑞医药分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	248	252	272	245	305	22.8%	1052	1017	-3.3%
营业成本	90	100	99	87	125	38.6%	461	376	-18.3%
毛利	158	152	173	158	180	13.7%	592	641	8.3%
销售费用	16	30	14	10	17	0.4%	43	70	63.7%
管理费用	23	26	28	38	28	21.4%	103	115	11.8%
财务费用	8	-5	-7	15	9	13.2%	6	10	70.7%
研发费用	43	51	45	68	49	13.9%	173	207	19.5%
资产减值	0	-7	0	-7	0	-	-9	-15	-
公允价值	-0	4	-6	-1	0	-	1	-3	-529.8%
投资收益	-1	11	-1	-5	-2	-	9	4	-57.1%
营业利润	65	56	91	30	76	15.8%	259	242	-6.5%
利润总额	65	56	91	30	76	15.8%	257	242	-5.9%
归母净利润	61	51	86	42	71	16.5%	244	240	-1.8%
EPS	0.144	0.121	0.203	0.099	0.168	16.5%	0.577	0.567	-1.8%
销售费用率	6.6%	11.8%	5.1%	4.0%	5.4%	-1.2pcts	4.1%	6.9%	2.8pcts
管理费用率	9.4%	10.4%	10.1%	15.4%	9.3%	-0.1pcts	9.8%	11.3%	1.5pcts
财务费用率	3.2%	-2.1%	-2.6%	5.9%	2.9%	-0.2pcts	0.5%	1.0%	0.4pcts
研发费用率	17.2%	20.3%	16.6%	27.7%	16.0%	-1.3pcts	16.5%	20.3%	3.9pcts
所得税率	11.5%	17.2%	19.2%	-12.9%	12.6%	1.2pcts	7.7%	12.7%	5.0pcts
毛利率	63.6%	60.3%	63.5%	64.6%	58.9%	-4.7pcts	56.2%	63.0%	6.8pcts
净利率	24.5%	20.3%	31.5%	17.1%	23.2%	-1.3pcts	23.2%	23.6%	0.4pcts

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1938	1999	3144	4396
货币资金	1180	1215	2213	3264
交易性金融资产	50	50	50	50
应收票据及应收账款	304	360	443	556
预付款项	44	43	51	62
存货	280	262	312	384
其他	80	69	74	80
非流动资产	2723	2624	2476	2293
长期股权投资	35	35	35	35
固定资产	402	1153	1423	1454
在建工程	1666	833	417	208
无形资产	82	95	100	109
商誉	8	8	8	8
长期待摊费用	27	13	1	-12
其他	503	488	493	491
资产总计	4661	4623	5620	6690
流动负债	812	743	829	893
短期借款	124	169	154	159
应付票据及应付账款	252	231.53	288.79	346.68
其他	435	343	386	387
非流动负债	1608	1750	2300	2848
长期借款	1170	1718	2268	2816
其他	438	32	32	32
负债合计	2420	2494	3128	3741
股本	422	422	422	422
资本公积	1008	739	739	739
未分配利润	685	907	1256	1696
少数股东权益	50	44	36	26
股东权益合计	2242	2130	2491	2949
负债及权益合计	4661	4623	5620	6690

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	240	287	370	467
折旧和摊销	51	97	160	192
资产减值准备	15	3	10	14
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	3	1	2	2
财务费用	11	3	-2	-6
投资损失	-4	-6	-5	-5
少数股东损益	-28	-6	-8	-10
营运资金的变动	40	-35	-76	-133
经营活动产生现金流量	311	345	451	521
投资活动产生现金流量	-872	-8	-21	-18
融资活动产生现金流量	1365	-303	569	549
现金净变动	819	34	998	1051
现金的期初余额	333	1180	1215	2213
现金的期末余额	1152	1215	2213	3264

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1017	1185	1431	1817
营业成本	376	428	498	599
税金及附加	5	5	7	10
销售费用	70	95	143	218
管理费用	115	130	143	182
研发费用	207	225	258	327
财务费用	10	3	-2	-6
其他收益	21	16	17	17
投资收益	4	6	5	5
公允价值变动收益	-3	-1	-2	-2
信用减值损失	1	0	0	0
资产减值损失	-15	-15	-15	-15
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	242	303	391	493
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	242	302	389	491
所得税	31	21	27	34
净利润	211	281	362	457
少数股东损益	-28	-6	-8	-10
归属母公司净利润	240	287	370	467
EPS(元)	0.57	0.68	0.88	1.11

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-3.3%	16.4%	20.8%	27.0%
营业利润增长率	-6.5%	25.3%	28.7%	26.2%
归母净利润增长率	-1.8%	19.7%	28.9%	26.3%
盈利能力				
毛利率	63.0%	63.9%	65.2%	67.0%
归母净利率	23.6%	24.2%	25.8%	25.7%
ROE	10.9%	13.8%	15.1%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	51.9%	53.9%	55.7%	55.9%
流动比率	2.39	2.69	3.79	4.93
速动比率	2.04	2.34	3.42	4.49
营运能力				
资产周转率	26.7%	25.5%	27.9%	29.5%
应收帐款周转率	279.9%	330.9%	329.7%	336.7%
存货周转率	146.9%	148.0%	162.7%	161.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.57	0.68	0.88	1.11
每股经营现金	0.74	0.82	1.07	1.23
每股净资产	5.19	4.94	5.81	6.92
估值比率(倍)				
PE	42.4	35.4	27.5	21.7
PB	4.6	4.9	4.1	3.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn