



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 博瑞医药 (688166): 疫情影响短期业绩, 制剂业务快速增长

分析师: 王雯

2022年9月1日

执业证书编号: S1380516110001

联系电话: 010-88300898

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

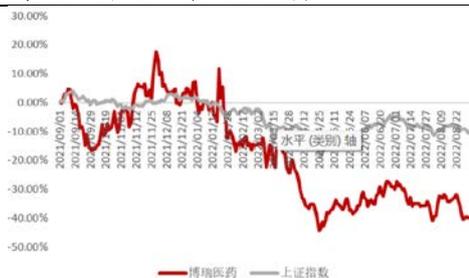
### 公司评级

当前价格: 20.47 元/股  
上次评级: 推荐  
本次评级: 推荐

### 公司基本数据

总股本 (百万股): 410  
流通股本 (百万股): 211  
流通 A 股市值 (亿): 43  
每股净资产 (元): 4.39  
资产负债率 (%): 50.85

### 博瑞医药近一年股价走势



数据来源: wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

1. 全年业绩快速增长, 静待产能释放——博瑞医药 (688166) 2021 年年报点评
2. 稀缺的高技术壁垒仿创药企, 有望步入快速成长期——博瑞医药 (688166) 公司深度报告

### 摘要:

公司发布 2022 年半年报, 实现营收、归母净利润和扣非后的归母净利润分别为 5 亿元、1.12 亿元和 0.95 亿元, 分别同比增长 4.4%、4.8% 和 -8.3%。其中二季度实现营收、归母净利润和扣非后的归母净利润分别为 -13%、-12% 和 -38%。二季度公司业绩在疫情等因素扰动下, 出现了一定负增长, 低于此前我们预期。

**原料药业务收入增长放缓。**原料药产品实现收入 3.93 亿元, 同比下降 0.87%, 毛利率为 57.22%, 同比提升 4.9%。其中, 抗病毒类产品恩替卡韦受到价格下滑影响, 整体收入同比下降 26.31%, 毛利率同比下降 6.01%。

**制剂业务增长抢眼。**上半年, 公司恩替卡韦片、阿加曲班注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂取得生产批文, 制剂产品收入 0.58 亿元, 同比增长 142%。另外, 公司海外权益分成收入 0.22 亿元, 同比下降 38.63%。此外, 公司技术服务部分订单完成里程碑交付, 实现收入 0.25 亿元, 同比增长 25%。

**投资建议:** 公司是国内较为稀缺的拥有较高技术壁垒的仿创药企, 凭借多个技术平台, 已成功开发出多款在全球供应中占据主导优势的原料药品种, 品种丰富, 预期增长稳健。同时公司布局多个潜力领域, 如长效 PDC 偶联技术平台、非生物大分子技术平台以及吸入制剂平台等。目前公司发展受产能制约较大, 随着产能的逐步释放, 公司凭借多年来积累的技术实力和品种资源, 发展有望迈入新台阶。考虑到制剂放量带来销售费用提升以及疫情影响, 我们调整了公司的盈利预测, 预计公司 2022 年-2024 年分别实现营业收入为 12 亿元、15 亿元和 18 亿元, 分别同比增长 16%、21% 和 23%, 实现 EPS 分别为 0.66 元, 0.77 元, 0.99 元。2022 年 8 月 31 日收盘价对应 2022 年的估值约 31 倍, 我们继续给予推荐评级, 建议关注。

**风险提示:** 疫情影响超预期; 集采等政策影响超预期; 业绩增长不及预期风险; 产品竞争加剧风险; 产品获批进度不及预期风险; 产能释放不及预期; 生产安全事故风险; 产品研发风险; 订单波动风险; 海内外宏观经济下行风险; 股票市场系统性风险。

财报摘要 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	785.38	1,052.41	1,215.63	1,467.61	1,798.57
(+/-)%	56.09%	34.00%	15.51%	20.73%	22.55%
息税前利润 (EBIT)	191.69	268.66	293.16	357.76	467.19
(+/-)%	62.05%	40.15%	9.12%	22.04%	30.59%
归母净利润	169.88	243.95	269.35	317.07	403.96
(+/-)%	52.93%	43.60%	10.41%	17.71%	27.41%
每股净收益 (元)	0.41	0.60	0.66	0.77	0.99

数据来源: wind, 公司公告, 国开证券研究与发展部。2022-2024 年数据系作者预测值。

公司发布 2022 年半年报，实现营收、归母净利润和扣非后的归母净利润分别为 5 亿元、1.12 亿元和 0.95 亿元，分别同比增长 4.4%、4.8%和-8.3%。其中二季度实现营收、归母净利润和扣非后的归母净利润分别为-13%、-12%和-38%。二季度公司业绩在疫情等因素扰动下，出现了一定负增长，低于此前我们预期。

**二季度业绩存在疫情等因素扰动。** 受限于疫情环境与防疫政策，以及全国各地的物流政策，2022 年上半年特别是二季度公司部分原材料、生产耗材、设备仪器、维保配件的供应受到了一定影响，短时间无法及时到货。同时公司的日常生产和物流货运也受到了一定影响，对海外及国内客户的产品发货，一定时间内无法确保稳定交付。二季度公司收入利润端均受到了一定影响，为上市以来首个业绩增速为负的季度。

**原料药业务收入增长放缓。** 公司收入包括以原料药及制剂产品销售收入、技术收入和权益分成收入三部分。原料药产品实现收入 3.93 亿元，同比下降 0.87%，毛利率为 57.22%，同比提升 4.9%。其中，抗病毒类产品恩替卡韦受到价格下滑影响，整体收入同比下降 26.31%，毛利率同比下降 6.01%；抗真菌类产品在全球疫情影响下，市场需求稳定，收入基本与去年同期持平，增长 0.11%，毛利率同比提升 4.36%；免疫抑制类产品，受客户开发需求拉动，收入同比增长 20.56%，毛利率同比下降 1.85%；其他类产品中由于达巴万星、艾日布林等产品开发需求较为旺盛，收入同比增长 9.02%，毛利率同比提升 8.82%。

**制剂业务增长抢眼。** 上半年，公司恩替卡韦片、阿加曲班注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂取得生产批文，注射用米卡芬净钠在印度尼西亚获批，恩替卡韦片通过 WHO 的 PQ 认证，制剂产品收入 0.58 亿元，同比增长 142%。另外，公司海外权益分成收入 0.22 亿元，同比下降 38.63%，主要引文该部分收入对应产品进入成熟期，受限于合作伙伴的销售进展以及其终端客户的需求，权益分成收入减少。此外，公司技术服务部分订单完成里程碑交付，实现收入 0.25 亿元，同比增长 25%。公司将在自有产品开发上集中研发资源，同时积极布局 ADC 药物领域，努力开发 ADC 药物技术服务需求客户，技术收入较为稳定。

**多个产能步入建设后期，静待产能释放。** 虽然受疫情影响，但公司多个在建工程逐渐步入后期验收阶段。1)泰兴原料药和制剂生产基地(一期)规划产能 3,450kg，已通过试生产方案备案审查。2)博瑞(山东)原料药一期项目规划产能为 1,600kg，具备试生产条件。3)苏州海外高端制剂药品生产项目，已处于设备调试验收阶段。4)苏州吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心项目(一期)土建主体结构已完成，目前处于厂房机电安装阶段。5)博瑞印尼项目土建工程也已完成。由于新生产线涉及许可、认证等问题，法规市场相关产品产能释放或晚于非法规市场，但非法规市场及研究阶段品种可以转移到新产线，公司产能有望逐步释放。

**销售费用提升较大,研发保持高投入。**上半年公司毛利率为 61.95%,同比提升 5.48%。销售/管理/财务费用率分别为 9.26%/9.91%/0.5%,分别同比提升 5.97%/提升 0.63%/下降 0.29%。同时销售费用同比增长 194%,预计与制剂销售提升有关,相关销售人员工资费用、销售服务费均相比去年同期均大幅增长。上半年公司净利润率为 20.81%,同比下降 0.76%。公司上半年研发依然保持高强度,研发费用约 9385 万元,同比增长 18%,研发费用率达到 18.76%,同比提升了 2.2%。研发方面,创新药端,公司自主研发的长效多肽靶向偶联药物 BGC0228 处于临床 I 期试验阶段,2022 年 5 月在中国医学科学院肿瘤医院开始首例入组,目前已开展两个剂量组爬坡研究,安全性和药代动力学良好。二类新药硫酸阿托品滴眼液获批临床。仿制药端,蔗糖铁注射液已经完成小试,羧基麦芽糖铁注射液已进入中试阶段。吸入用布地奈德混悬液处于中试阶段,沙美特罗替卡松吸入粉雾剂和噻托溴铵吸入粉雾剂已经完成小试。MPP 授权药物已完成原料药的验证生产,目前正在进行稳定性研究;制剂尚在开发中,已获得 MPP 提供的参比制剂。

**投资建议:** 公司是国内较为稀缺的拥有较高技术壁垒的仿创药企,凭借多个技术平台,已成功开发出多款在全球供应中占据主导优势的原料药品种,品种丰富,预期增长稳健。同时公司布局多个潜力领域,如长效 PDC 偶联技术平台、非生物大分子技术平台以及吸入制剂平台等。目前公司发展受产能制约较大,随着产能的逐步释放,公司凭借多年来积累的技术实力和品种资源,发展有望迈入新台阶。考虑到制剂放量带来销售费用提升以及疫情影响,我们调整了公司的盈利预测,预计公司 2022 年-2024 年分别实现营业收入为 12 亿元、15 亿元和 18 亿元,分别同比增长 16%、21%和 23%,实现 EPS 分别为 0.66 元,0.77 元,0.99 元。2022 年 8 月 31 日收盘价对应 2022 年的估值约 31 倍,我们继续给予推荐评级,建议关注。

**风险提示:** 疫情影响超预期;集采等政策影响超预期;业绩增长不及预期风险;产品竞争加剧风险;产品获批进度不及预期风险;产能释放不及预期;生产安全事故风险;核心产品销售不及预期风险;产品研发风险;订单波动风险;海内外宏观经济下行风险;股票市场系统性风险。

**附录：盈利预测表**

利润表 (百万 元)					资产负债表 (百万 元)				
	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
营业收入	1052	1216	1468	1799	货币资金	337	450	801	1056
营业成本	461	523	649	805	交易性金融资产	1	1	1	1
税金及附加	4	4	6	7	应收票据	1	0	1	1
销售费用	43	97	120	142	应收账款	373	353	473	551
管理费用	103	109	129	155	存货	200	264	305	392
研发费用	173	188	205	223	其他流动资产	81	338	399	463
财务费用	6	37	50	65	流动资产合计	993	1406	1979	2463
其他收益	6	8	8	8	投资性房地产	0	0	0	0
投资收益	9	15	15	15	固定资产	238	615	1003	1400
公允价值变动 收益	1	0	0	0	在建工程	1131	1031	831	631
信用减值损失	10	0	0	0	无形资产	81	96	120	140
资产减值损失	9	-2	-2	-2	商誉	8	8	8	8
资产处置收益	0	0	0	0	长期股权投资	52	52	52	52
营业利润	259	281	333	427	长期待摊费用	26	26	26	26
营业外收支	-2	0	0	0	递延所得税资产	20	20	20	20
利润总额	257	281	333	427	其他非流动资产	422	422	422	422
所得税费用	20	22	26	33	资产总计	2970	3675	4460	5160
净利润	238	259	307	394	短期借款	257	0	0	0
归属于母公司的 净利润	244	269	317	404	应付票据	4	2	4	4
少数股东损益	-6	-10	-10	-10	应付账款	208	177	257	295
<b>现金流量表 (百万元)</b>					应付职工薪酬	35	42	51	63
经营活动现金流 净额	176	-3	360	313	应交税费	14	14	18	22
投资活动现金流 净额	-890	-103	-62	-107	其他流动负债	65	77	195	222
筹资活动现金流 净额	704	219	53	49	流动负债合计	583	311	524	607
现金净流量	-6	113	351	255	长期借款	619	669	769	869
<b>基本指标</b>					应付债券	0	465	465	465
EPS	0.60	0.66	0.77	0.99	递延所得税负债	0	0	0	0
BVPS	4.09	5.25	6.43	7.72	其他非流动负债	26	26	26	26
PE	61.70	31.16	26.47	20.78	负债合计	1228	1471	1784	1967
PEG	1.42	2.99	1.49	0.76	归属于母公司的所 有者权益	1678	2154	2637	3167
PB	8.97	3.90	3.18	2.65	少数股东权益	63	53	43	33
EV/EBITDA	48.65	28.08	22.72	17.44	股东权益	1742	2207	2680	3201
ROE	15%	13%	12%	13%	负债及股东权益	2970	3678	4464	5167

数据来源: wind, 公司公告, 国开证券研究与发展部(注: 表中 PE、PEG 及 PB 的计算使用公司 2022 年 8 月 31 日收盘价; 2022-2024 年数据系作者预测值。)

## 分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券医药行业分析师，8年行业研究经验。

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注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层