

## 博瑞医药

688166.SH

审慎增持 (维持)

业务逐渐恢复，产品管线进展顺利

2022年10月30日

## 市场数据

市场数据日期 2022-10-28

收盘价(元)	20.60
总股本(百万股)	410.00
流通股本(百万股)	210.91
总市值(百万元)	8446.00
流通市值(百万元)	4344.80
净资产(百万元)	1961.72
总资产(百万元)	4086.29
每股净资产(元)	4.78

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

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1052	1126	1413	1862
同比增长	34.0%	7.0%	25.5%	31.8%
归母净利润(百万元)	244	272	337	429
同比增长	43.6%	11.5%	24.0%	27.2%
毛利率	56.2%	60.2%	60.5%	60.6%
净利率	22.6%	23.7%	23.4%	22.6%
净资产收益率	14.5%	14.3%	15.1%	16.1%
每股收益(元)	0.60	0.66	0.82	1.05
每股经营现金流(元)	0.43	0.67	0.92	0.97

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年三季报。2022年Q1-3,公司实现营业收入7.72亿元(同比+3.19%);实现归母净利润1.98亿元(同比+11.73%);实现扣非归母净利润1.81亿元(同比+4.71%)。
- **点评:** 公司业务逐渐恢复,单季度收入利润均实现环比增长,公司管线进展顺利,米卡芬净钠中标,多个制剂和原料药项目进展顺利,为未来发展打下良好基础,随着公司业务结构改变,制剂业务占比提升,毛利率和销售费用率提升。
- **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2022-2024年公司EPS分别为0.66元、0.82元、1.05元,对应2022年10月28日收盘价,市盈率分别为31.0倍、25.0倍、19.7倍;维持“审慎增持”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

## 报告正文

## 事件

- 公司发布 2022 年三季报。2022 年 Q1-3, 公司实现营业收入 7.72 亿元 (同比+3.19%); 实现归母净利润 1.98 亿元 (同比+11.73%); 实现扣非归母净利润 1.81 亿元 (同比+4.71%)。

## 点评

- **业务逐渐恢复, 单季度收入利润环比增长。**公司发布 2022 年三季报。2022 年 Q1-3, 公司实现营业收入 7.72 亿元 (同比+3.19%); 实现归母净利润 1.98 亿元 (同比+11.73%); 实现扣非归母净利润 1.81 亿元 (同比+4.71%)。Q3 单季度, 公司实现营业收入 2.72 亿元 (同比+0.99%, 环比+7.93%); 实现归母净利润 0.86 亿元 (同比+22.31%, 环比+67.08%); 实现扣非归母净利润 0.86 亿元 (同比+24.09%, 环比+149.16%)。在二季度业绩受影响的情况下, 三季度公司业务实现了恢复, 单季度收入利润均实现了环比增长, 有望保持相关趋势, 逐步进入增长轨道。
- **产品管线进展顺利, 为后续发展带来保障。**2022 年第三季度, 针对 MAPK 通路的 BGC1201 片取得药物临床试验批准通知书, 富马酸丙酚替诺福韦原料药取得化学原料药上市申请批准通知书, 米卡芬净钠原料药登记状态转 A, 公司注射用米卡芬净钠拟中标国家第七批集采, 有望在国内实现放量; 国际注册方面, 依维莫司 (不含 BHT) 原料药在日本获批, 羧基麦芽糖铁原料药、莫努匹韦原料药、卡前列素氨丁三醇原料药向美国递交 DMF, 依维莫司 (2.0%BHT) 原料药向欧洲递交 CEP, 阿加曲班原料药、甲磺酸艾日布林原料药向欧洲递交 ASMF, 醋酸卡泊芬净原料药向加拿大递交 DMF, 中间体盐酸达巴万星母核向美国递交 DMF。丰富的产品管线有望带动公司制剂和原料药业务的持续增长, 更好转化公司的技术优势。
- **产品结构变化毛利率和销售费用率提升明显。**2022 年 Q1-3, 公司综合毛利率 62.50% (同比+4.65PP), 销售费用率 7.80% (同比+4.80PP), 管理费用率 9.99% (同比+0.20PP), 研发费用率 18.00% (同比+2.00PP), 财务费用 471 万元 (去年同期 763 万元)。Q3 单季度, 公司综合毛利率 63.51% (同比+3.20PP), 销售费用率 5.13% (同比+2.63PP), 管理费用率 10.13% (同比-0.56PP), 研发费用率 16.62% (同比+1.60PP), 财务费用-721 万元 (去年同期 382 万元)。毛利率和销售费用率的提升预计和公司制剂业务的占比提升有关。
- **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 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.66 元、0.82 元、1.05 元, 对应 2022 年 10 月 28 日收盘价, 市盈率分别为 31.0 倍、25.0 倍、19.7 倍; 维持“审慎增持”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	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	QOQ	2021-09	2022-09	YOY
营业收入	269	304	248	252	272	1.0%	748	772	3.2%
营业成本	107	145	90	100	99	-7.2%	315	290	-8.2%
毛利	162	159	158	152	173	6.3%	433	483	11.5%
销售费用	7	20	16	30	14	107.0%	22	60	168.0%
管理费用	29	29	23	26	28	-4.3%	73	77	5.3%
财务费用	4	-2	8	-5	-7	-288.7%	8	-5	-161.8%
研发费用	40	54	43	51	45	11.8%	120	139	16.1%
资产减值	-0	-9	0	-7	0	-	-0	-7	-
公允价值	0	1	-0	4	-6	-1776.0%	-0	-3	-
投资收益	-2	14	-1	11	-1	-	-4	9	-
营业利润	80	59	65	56	91	14.2%	200	212	6.3%
利润总额	80	59	65	56	91	14.1%	198	212	7.3%
归母净利润	70	67	61	51	86	22.3%	177	198	11.7%
EPS	0.171	0.164	0.148	0.125	0.209	22.3%	0.431	0.482	11.7%
销售费用率	2.5%	6.7%	6.6%	11.8%	5.1%	2.6%	3.0%	7.8%	4.8%
管理费用率	10.7%	9.7%	9.4%	10.4%	10.1%	-0.6%	9.8%	10.0%	0.2%
财务费用率	1.4%	-0.6%	3.2%	-2.1%	-2.6%	-4.1%	1.0%	-0.6%	-1.6%
研发费用率	15.0%	17.6%	17.2%	20.3%	16.6%	1.6%	16.0%	18.0%	2.0%
所得税率	15.7%	-12.4%	11.5%	17.2%	19.2%	3.5%	13.8%	16.3%	2.5%
毛利率	60.3%	52.2%	63.6%	60.3%	63.5%	3.2%	57.9%	62.5%	4.6%
净利率	26.0%	22.1%	24.5%	20.3%	31.5%	5.5%	23.6%	25.6%	2.0%

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	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	993	1555	2502	3549
货币资金	337	880	1683	2475
交易性金融资产	1	1	1	1
应收票据及应收账款	374	356	445	600
预付款项	36	34	44	57
存货	200	238	282	369
其他	46	46	47	48
<b>非流动资产</b>	1977	1916	1813	1682
长期股权投资	52	52	52	52
固定资产	238	742	912	917
在建工程	1131	565	283	141
无形资产	81	93	114	131
商誉	8	5	6	6
长期待摊费用	26	17	4	-7
其他	442	442	442	442
<b>资产总计</b>	2970	3472	4315	5231
<b>流动负债</b>	583	481	556	631
短期借款	257	218	231	227
应付票据及应付账款	212	154.18	203.02	273.51
其他	114	109	122	130
<b>非流动负债</b>	645	1032	1470	1891
长期借款	619	1005	1443	1864
其他	26	26	26	26
<b>负债合计</b>	1228	1513	2025	2521
股本	410	410	410	410
资本公积	739	739	739	739
未分配利润	511	717	1035	1439
少数股东权益	63	58	51	42
<b>股东权益合计</b>	1742	1959	2289	2709
<b>负债及权益合计</b>	2970	3472	4315	5231

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	244	272	337	429
折旧和摊销	45	75	125	150
资产减值准备	9	1	9	17
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	-1	-0	-0	-1
财务费用	5	8	3	1
投资损失	-9	-7	-8	-8
少数股东损益	-6	-6	-7	-9
营运资金的变动	-131	-66	-80	-182
<b>经营活动产生现金流量</b>	176	276	379	398
<b>投资活动产生现金流量</b>	-890	-15	-27	-21
<b>融资活动产生现金流量</b>	704	282	451	415
现金净变动	-6	543	803	792
现金的期初余额	340	337	880	1683
现金的期末余额	333	880	1683	2475

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1052	1126	1413	1862
营业成本	461	448	558	733
税金及附加	4	5	7	10
销售费用	43	90	141	223
管理费用	103	101	127	168
研发费用	173	191	226	279
财务费用	6	8	3	1
其他收益	6	7	7	7
投资收益	9	7	8	8
公允价值变动收益	1	0	0	1
信用减值损失	-10	0	0	0
资产减值损失	-9	-9	-9	-9
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	259	288	357	453
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	257	286	355	452
所得税	20	20	25	32
<b>净利润</b>	238	266	330	420
少数股东损益	-6	-6	-7	-9
<b>归属母公司净利润</b>	244	272	337	429
<b>EPS(元)</b>	0.60	0.66	0.82	1.05

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	34.0%	7.0%	25.5%	31.8%
营业利润增长率	34.1%	11.2%	23.9%	27.0%
归母净利润增长率	43.6%	11.5%	24.0%	27.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	56.2%	60.2%	60.5%	60.6%
净利率	22.6%	23.7%	23.4%	22.6%
ROE	14.5%	14.3%	15.1%	16.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.4%	43.6%	46.9%	48.2%
流动比率	1.70	3.23	4.50	5.63
速动比率	1.36	2.74	3.99	5.04
<b>营运能力</b>				
资产周转率	43.9%	35.0%	36.3%	39.0%
应收帐款周转率	354.7%	288.1%	329.3%	332.9%
存货周转率	214.7%	191.0%	200.5%	210.8%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.60	0.66	0.82	1.05
每股经营现金	0.43	0.67	0.92	0.97
每股净资产	4.09	4.64	5.46	6.51
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	34.6	31.0	25.0	19.7
PB	5.0	4.4	3.8	3.2

## 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股市场以上证综指或深圳成指为基准，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%
		审慎增持	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