

博瑞医药 (688166.SH)

业绩符合预期，公司持续快速增长

事件。公司公告 2021 年三季报。公司 2021 年前三季度实现营业收入 7.48 亿元，同比增长 46.62%；归母净利润 1.77 亿元（已扣除股权激励费用 611.35 万元），同比增长 45.30%；扣非净利润 1.73 亿元，同比增长 50.43%。

2021 年 Q3 单季度实现营业收入 2.69 亿元，同比增长 30.01%；归母净利润 0.70 亿元，同比增长 45.81%；扣非净利润 0.70 亿元，同比增长 54.55%。

观点：业绩符合预期，公司持续快速增长。

1.业绩符合预期，实际内生归母增速达 50%。公司业绩持续快速增长，收入端与利润端均表现亮眼。若加回股权激励费用，则今年前三季度归母净利润增速约为 50%。

1) 产品销售：收入 6.42 亿元 (+52.87%)。原料药产品收入 6.08 亿元；制剂产品收入 3394.22 万元，已达到去年全年的 93.83%。

- **米卡芬净钠原料药：**收入同比+166.52%，毛利率达 75%以上；
- **恩替卡韦原料药：**收入同比+ 34.49%，毛利率达 25%以上；
- **卡泊芬净原料药：**收入同比+ 26.07%，毛利率达 60%以上；
- **阿尼芬净原料药：**收入同比+56.16%，毛利率达 70%以上；
- **磺达肝癸钠原料药：**收入同比+276.46%，毛利率达 60%以上；

2) 海外权益分成：收入 4591.53 万元 (+0.05%)；

3) 技术转让：收入 5831.47 万元 (+33.44%)。

2.持续加速研发投入，快速推进管线进展。公司 Q3 研发投入 4044.85 万元，同比增长 31.60%。

- **国内注册方面：**磷酸奥司他韦胶囊获得生产批件，磷酸奥司他韦原料药与制剂共同审评审批结果为 A，甲磺酸艾立布林注射液、注射用 BGC0228 和卡前列素氨丁三醇原料药在审评中；
- **国际注册方面：**泊沙康唑晶型 I 原料药、多杀菌素原料药、奥贝胆酸原料药、中间体达巴万星母核和中间体美登素 DM1(MTS)已向美国 FDA 递交 DMF, 恩替卡韦 (ET) 原料药已向韩国提交预注册，目前处于待审评状态。

3.公司重点打造长效 PDC 偶联技术平台和吸入干粉技术平台，着眼肿瘤免疫和靶向治疗领域，以及呼吸吸入领域。

- **BGC0228：**完成临床前研究，IND 申报中，基于 ADC 药物类似的概念，原创设计了靶向高分子偶联药物，拟用于抗肿瘤治疗。
- **BGC1201：**临床前阶段，兼具靶向肿瘤生长和肿瘤免疫的双重机制，拟用于晚期实体瘤的治疗。
- **BGM0504：**临床前阶段，是 GLP-1 和 GIP 受体双重激动剂，可产生控制血糖、减重和治疗 NASH 等生物学效应，展现多种代谢疾病治疗潜力，比已上市的胰岛素和 GLP-1 产品更有效。

4.推进建设五大基地，有望快速实现全球化布局。工厂建设总投资 17 亿元。泰兴原料药和制剂生产基地、博瑞（山东）原料药基地、苏州海外高端制剂生产基地、苏州吸入剂基地及研发中心、博瑞印尼生产基地等五大基地推进建设。

盈利预测与估值。根据公司三季报情况，我们调整了盈利预测。预计公司 2021-2023 年收入为 10.82 亿元、14.96 亿元、20.71 亿元，同比增长为 37.8%、38.2%、38.5%；归母净利润为 2.46 亿元、3.57 亿元、5.21 亿元，同比增长为 45.1%、44.9%、45.8%；对应 PE 为 53x、36x、25x。维持“买入”评级。

风险提示：原料药价格波动风险；制剂销售不及预期风险；新品种研发失败风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	503	785	1,082	1,496	2,071
增长率 yoy (%)	23.5	56.1	37.8	38.2	38.5
归母净利润 (百万元)	111	170	246	357	521
增长率 yoy (%)	51.7	52.9	45.1	44.9	45.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.27	0.41	0.60	0.87	1.27
净资产收益率 (%)	8.5	11.8	15.0	18.0	20.9
P/E (倍)	116.7	76.3	52.6	36.3	24.9
P/B (倍)	9.9	9.1	7.9	6.5	5.2

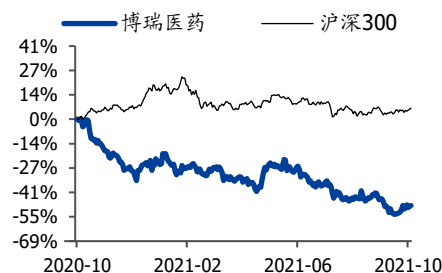
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
10月25日收盘价(元)	31.63
总市值(百万元)	12,968.30
总股本(百万股)	410.00
其中自由流通股(%)	44.02
30日日均成交量(百万股)	2.26

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

分析师 应沁心

执业证书编号：S0680521090001

邮箱：yingqinxin@gszq.com

相关研究

- 1、《博瑞医药 (688166.SH)：业绩符合预期，Q2 单季度实现单季新高，创新进程快速推进》2021-08-25
- 2、《博瑞医药 (688166.SH)：业绩符合预期，持续高速增长，2021 年看点多》2021-04-27
- 3、《博瑞医药 (688166.SH)：业绩增长快，管线进展多，公司有望长期快速发展》2021-03-23

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1062	946	1152	1508	1989
现金	565	340	415	573	793
应收票据及应收账款	185	177	322	368	587
其他应收款	5	1	7	4	12
预付账款	7	32	22	52	50
存货	137	203	193	317	354
其他流动资产	163	194	194	194	194
非流动资产	359	881	1039	1229	1498
长期投资	6	30	53	76	98
固定资产	226	233	388	564	791
无形资产	50	49	56	63	71
其他非流动资产	76	569	543	527	538
资产总计	1421	1828	2191	2736	3487
流动负债	108	292	457	675	939
短期借款	0	140	268	454	670
应付票据及应付账款	53	80	75	124	138
其他流动负债	55	72	114	97	131
非流动负债	0	104	90	77	66
长期借款	0	78	64	51	40
其他非流动负债	0	26	26	26	26
负债合计	108	395	547	752	1005
少数股东权益	0	1	1	0	-0
股本	410	410	410	410	410
资本公积	701	701	701	701	701
留存收益	209	346	561	861	1278
归属母公司股东权益	1313	1432	1644	1984	2483
负债和股东权益	1421	1828	2191	2736	3487

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	61	155	191	268	403
净利润	111	169	246	357	520
折旧摊销	33	39	47	67	81
财务费用	-3	5	3	9	15
投资损失	-3	-4	1	1	1
营运资金变动	-70	-79	-106	-166	-214
其他经营现金流	-7	25	0	0	0
投资活动现金流	-156	-542	-206	-258	-352
资本支出	90	355	135	167	247
长期投资	-67	-218	-23	-22	-23
其他投资现金流	-133	-405	-94	-114	-128
筹资活动现金流	440	186	-38	-38	-46
短期借款	0	140	0	187	216
长期借款	0	78	-13	-13	-11
普通股增加	362	0	0	0	0
资本公积增加	78	0	0	0	0
其他筹资现金流	-0	-32	-24	-212	-251
现金净增加额	347	-214	-53	-28	5

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	503	785	1082	1496	2071
营业成本	181	354	412	531	698
营业税金及附加	3	2	7	9	11
营业费用	15	17	32	45	62
管理费用	61	79	119	165	228
研发费用	125	141	237	344	483
财务费用	-3	5	3	9	15
资产减值损失	-6	-9	0	0	0
其他收益	7	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	3	4	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	121	193	270	392	572
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	120	191	268	390	571
所得税	9	22	22	34	51
净利润	111	169	246	357	520
少数股东损益	0	-1	-0	-0	-1
归属母公司净利润	111	170	246	357	521
EBITDA	136	234	318	467	667
EPS (元)	0.27	0.41	0.60	0.87	1.27

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.5	56.1	37.8	38.2	38.5
营业利润(%)	48.2	59.1	39.6	45.5	45.9
归属于母公司净利润(%)	51.7	52.9	45.1	44.9	45.8
获利能力					
毛利率(%)	64.0	54.9	61.9	64.5	66.3
净利率(%)	22.1	21.6	22.8	23.9	25.1
ROE(%)	8.5	11.8	15.0	18.0	20.9
ROIC(%)	7.3	10.3	12.4	14.4	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	7.6	21.6	25.0	27.5	28.8
净负债比率(%)	-43.0	-6.5	-2.5	-1.3	-1.6
流动比率	9.8	3.2	2.5	2.2	2.1
速动比率	7.0	2.4	2.0	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.1	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	3.9	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.41	0.60	0.87	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.38	0.47	0.65	0.98
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.49	4.01	4.84	6.06
估值比率					
P/E	116.7	76.3	52.6	36.3	24.9
P/B	9.9	9.1	7.9	6.5	5.2
EV/EBITDA	91.0	54.3	40.1	27.4	19.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com