

博瑞医药(688166)

# 持续高增长，关注动能衔接

——博瑞医药 2021 年三季度报点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006  
☎️：联系人：毛雅婷  
✉️：maoyating@stocke.com.cn

## 报告导读

公司正处于“从做精高壁垒、高溢价利基品种，过渡到技术平台化、规模化”阶段，新产能逐步投放、新壁垒品种持续获批有望衔接未来高增长。

## 投资要点

### □ 财务表现：季度维持高增速，净利润率提升

公司发布 2021 年三季度报，2021 年 1-9 月收入同比增速 46.6%、归母净利润同比增速 45.3%、归母净利润率 22.8%。单季度看，2021Q3 收入同比增速 30%、归母净利润同比增速 45.8%、归母净利润率 25.1%（环比 2021Q2 提高 6.2pct）。我们认为，公司业绩表现符合我们的预期。

### □ 边际变化：自营 API 支撑高增长，在建工程&资本开支在历史高位

①**增长：自营 API 支撑。**根据公司公告，收入端看 2021 年 1-9 月产品销售增速（52.9%）>其他业务，其中米卡芬净钠 API 三季度增速提升，我们预期主要源于日本、欧美客户商业化放量；恩替卡韦和阿尼芬净 API 在三季度收入增速有所放缓，我们推测可能和公司国内制剂订单交付节奏有关；磺达肝癸钠 API 维持高增速、毛利率略有提高。整体看，随着公司 API 服务的仿制药在国内外陆续上市放量，我们预期单品种全球市占率还有提升空间（仿制药订单+原研潜在供应+进入更多国家），支撑中短期增速。

②**投资：产品产能衔接。**我们关注到，2021 年三季度报中公司在建工程/总资产比例达到历史最高水平，资产负债率上升，现金流量表中的季度资本开支虽然环比有所下降，但整体相对较高。正如我们在深度报告中分析的，公司正处于“从做精高壁垒、高溢价利基品种，过渡到技术平台化、规模化”，我们关注(1)高难度品种的横向迭代；(2)逐步投产下已有品种市占率提升和前向一体化空间。

结合公司三季度报，磷酸奥司他韦胶囊、甲磺酸艾立布林注射液、注射用 BGC0228 和卡前列素氨丁三醇 API 在国内审评中，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)、恩替卡韦 API (ET) 等品种国际注册取得新进展。从产能准备看，截至 2021 年三季度末，泰兴基地进度为 81.5%、苏州项目已完成桩基和支护工程，印尼项目土建完成率 95%。从产品&产能节奏看，我们关注新产能、新产品、新市场的拓展对公司高度增长的衔接和支撑。

### □ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.6、0.85、1.21 元/股，2021 年 10 月 25 日收盘价对应 2021 年 53 倍 PE、2022 年 37 倍。我们认为，公司正在从依赖单一利基原料药放量，逐步过渡到国内外市场并行、大小品种兼顾，公司在高难度吸入类 API 及制剂领域的技术、产能投资具有稀缺性，带量采购下国内制剂

## 评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 31.63

## 单季度业绩

元/股

3Q/2021

0.16

2Q/2021

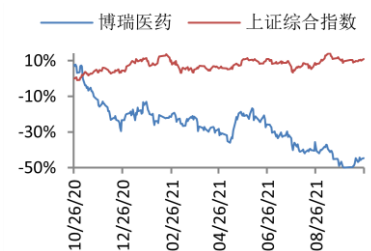
0.13

1Q/2021

0.12

4Q/2020

0.12



## 公司简介

公司从事高技术壁垒的医药中间体、原料药和制剂产品的研发和生产业务，凭借自身在微生物发酵、高难度药物合成工艺、药物合成原创路线设计、药物新品型及药物靶向递送等方面积累的技术优势，建立了发酵半合成技术平台、多手性药物技术平台、靶向高分子偶联技术平台和非生物大分子技术平台等核心药物研发技术平台。

## 相关报告

1《博瑞医药深度报告：从“难”到“大”拓展的 API 平台》2021.06.20

及原料药端业绩弹性有望超预期，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

生产安全事故及质量风险；核心制剂品种销售不及预期风险；创新药投入过大或项目失败风险；汇率波动风险；订单交付波动性风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	785	1173	1655	2285
(+/-)	56.09%	49.40%	41.06%	38.08%
归母净利润	170	246	350	496
(+/-)	52.93%	44.53%	42.43%	41.71%
每股收益(元)	0.41	0.60	0.85	1.21
P/E	76.34	52.82	37.08	26.17

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	946	964	1166	1548	<b>营业收入</b>	785	1173	1655	2285
现金	340	282	248	343	营业成本	354	518	735	1012
交易性金融资产	180	0	0	0	营业税金及附加	2	6	8	11
应收账款	177	258	361	496	营业费用	17	23	33	46
其它应收款	1	2	3	5	管理费用	79	135	190	247
预付账款	32	41	59	81	研发费用	141	205	290	400
存货	203	285	404	557	财务费用	5	9	8	12
其他	14	94	91	66	资产减值损失	8	11	8	10
<b>非流动资产</b>	881	1097	1530	1862	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	4	2	3	3
长期投资	30	30	30	30	其他经营收益	11	11	11	11
固定资产	233	401	622	848	<b>营业利润</b>	193	279	397	561
无形资产	49	60	62	66	营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
在建工程	219	442	602	644	<b>利润总额</b>	191	277	395	560
其他	350	163	214	274	所得税	22	32	45	64
<b>资产总计</b>	1828	2061	2696	3410	<b>净利润</b>	169	246	350	496
<b>流动负债</b>	292	296	579	793	少数股东损益	(1)	0	0	0
短期借款	140	47	229	314	<b>归属母公司净利润</b>	170	246	350	496
应付款项	80	104	147	202	<b>EBITDA</b>	231	304	434	616
预收账款	0	70	99	137	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.41	0.60	0.85	1.21
其他	72	76	104	139					
<b>非流动负债</b>	104	86	89	93	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	78	78	78	78		2020	2021E	2022E	2023E
其他	26	9	12	15	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	395	382	668	886	营业收入	56.09%	49.40%	41.06%	38.08%
少数股东权益	1	1	1	1	营业利润	59.12%	44.47%	42.23%	41.53%
归属母公司股东权益	1432	1677	2027	2523	归属母公司净利润	52.93%	44.53%	42.43%	41.71%
<b>负债和股东权益</b>	1828	2061	2696	3410	<b>获利能力</b>				
					毛利率	54.93%	55.87%	55.59%	55.71%
					净利率	21.56%	20.92%	21.13%	21.69%
					ROE	12.37%	15.79%	18.87%	21.78%
					ROIC	10.13%	13.54%	15.00%	17.12%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	21.62%	18.56%	24.78%	25.99%
					净负债比率	55.69%	32.69%	46.07%	44.40%
					流动比率	3.24	3.25	2.01	1.95
					速动比率	2.55	2.29	1.32	1.25
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.48	0.60	0.70	0.75
					应收帐款周转率	4.34	5.25	5.09	5.04
					应付帐款周转率	5.85	5.65	5.87	5.79
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.41	0.60	0.85	1.21
					每股经营现金	0.38	0.72	0.50	0.83
					每股净资产	3.49	4.09	4.94	6.15
					<b>估值比率</b>				
					P/E	76.34	52.82	37.08	26.17
					P/B	9.06	7.73	6.40	5.14
					EV/EBITDA	80.04	42.21	30.02	21.16

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>