2021 年 03 月 23 日
证券研究报告•2020 年年报点评
博瑞医药（688166）医药生物

持有（维持）
当前价：44.54 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩略超预期，多项业务维持高速增长

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 年实现营业收入 7.9 亿元（+56.1%），实现归母净利润 1.7 亿元（+52.9%），扣非归母净利润 1.6 亿元（+53.9%），其中 Q4 营业收入 2.8 亿元（+44.9%），实现归母净利润 0.5 亿元（+1.8%）。
- 费用率和毛利率显著下降。毛利率为 54.9%(-9.1pp)，预计是由于集采产品恩替卡韦采购量增加所致。销售费用率为 2.2%(-0.8pp)，管理费用率 10.1%(-2pp)，预计由于产品结构变化所致。研发费用率为 17.9%(-6.9pp)，财务费用率 0.6%(+1.2pp)。由于毛利率下降明显，公司净利率也小幅下滑，为 21.6%(-0.5pp)。
- **业绩符合预期，大品种延续高增长，小品种后发潜力充足。**公司收入占比 70%左右来自六个原料药产品：三个芬净、吡美莫司、恩替卡韦、奥司他韦。2020 年原料药收入增速为 64%，其中预计恩替卡韦、米卡芬净预计实现翻倍增长。舒更葡糖钠、泊沙康唑、阿加曲班以及磺达肝癸钠等小品种，增速均较快。公司重点发展业务权益分成实现收入增速 76%，业务技术服务预计收入同比有下降，主要原因是去年高基数，以及该业务是非公司重点发展方向。
- **积极抵抗疫情影响，海外业务维持高速增长。**2020 年虽然疫情爆发，但公司积极采取各种有效措施，海外收入继续维持高速增长。2020 年公司外销营业收入 4.1 亿元（+76.4%）。公司与美国客户签订艾立布林的原料药和制剂独家合作协议，并收到里程碑付款。在产品国际注册方面，公司获得恩替卡韦原料药欧洲 CEP 证书，米卡芬净钠原料药获得美国 FDA 批准；向欧美日韩监管机构提交了 6 个原料药的注册申请，1 个中间体的注册申请。公司与 Selectchemie 合作的注射用米卡芬净钠制剂在欧洲上市，公司将从中获得部分制剂利润分成。
- **制剂品种增长良好，奥司他韦制剂有望上半年上市。**公司在国内已上市磺达肝癸钠注射剂、注射用卡泊芬净、注射用艾司奥美拉唑钠、注射用米卡芬净钠，美国上市恩替卡韦片。公司采用与扬子江紫龙药业、海南海灵制药等国内行业领先企业合作销售的模式，在不增加自身现有销售团队的情况下，达到最大化制剂产品价值的目标。预计 2020 年制剂产品实现收入超 3000 万元，首年表现优异。奥司他韦胶囊申报顺利，预计二季度有望上市。
- **维持“持有”评级。**预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.63/0.94/1.33 元，对应 PE 分别为 71/47/33 倍。考虑到公司身处具有较高技术壁垒的高端仿制药和创新药领域，在国际国内均有确切的业绩增长来源，近几年有望维持较高速度增长。维持“持有”评级。
- **风险提示：**药品降价的风险，国际医药政策变动风险，汇率波动风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	785.38	1083.09	1406.83	1851.41
增长率	56.09%	37.91%	29.89%	31.60%
归属母公司净利润（百万元）	169.88	257.44	387.33	546.05
增长率	52.93%	51.54%	50.45%	40.98%
每股收益 EPS（元）	0.41	0.63	0.94	1.33
净资产收益率 ROE	11.82%	15.32%	19.21%	21.97%
PE	107	71	47	33
PB	12.75	10.87	9.06	7.35

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：张熙
执业证号：S1250520070005
电话：021-68416017
邮箱：zhangxi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.10
流通 A 股(亿股)	1.80
52 周内股价区间(元)	38.51-72.43
总市值(亿元)	184
总资产(亿元)	18.28
每股净资产(元)	3.49

相关研究

1、博瑞医药（688166）：推出限制性股权激励，维持高增速可期（2021-01-21）
2、博瑞医药（688166）：多品种促进公司业绩增长，三季报表现亮眼（2020-10-25）
3、博瑞医药（688166）：高技术壁垒塑造多元业务，丰富在研产品静待结果（2020-09-22）
4、博瑞医药（688166）：业绩符合预期，研发投入驱动未来成长 (2020-04-12)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	785.38	1083.09	1406.83	1851.41
营业成本	353.99	468.86	571.99	729.81
营业税金及附加	2.40	3.31	4.30	5.66
销售费用	17.38	26.91	33.68	44.88
管理费用	79.07	102.89	126.61	148.11
财务费用	4.71	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-9.39	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.04	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	193.06	286.17	431.09	608.21
其他非经营损益	-1.74	-1.80	-1.73	-1.74
利润总额	191.32	284.37	429.37	606.48
所得税	21.96	26.92	42.04	60.43
净利润	169.36	257.44	387.33	546.05
少数股东损益	-0.52	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	169.88	257.44	387.33	546.05

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	169.36	257.44	387.33	546.05
折旧与摊销	39.24	24.80	24.80	24.80
财务费用	4.71	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-9.39	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	109.95	-181.35	-118.78	-165.87
其他	-158.44	2.94	-0.94	-0.02
经营活动现金流净额	155.43	103.84	292.41	404.96
资本支出	-209.55	0.00	0.00	0.00
其他	-332.37	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-541.92	0.00	0.00	0.00
短期借款	140.02	-140.02	0.00	0.00
长期借款	77.52	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-33.62	-33.98	-51.49	-77.47
其他	1.82	22.21	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	185.73	-151.78	-51.49	-77.47
现金流量净额	-213.79	-47.94	240.92	327.50

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	339.53	291.59	532.51	860.00
应收和预付款项	209.70	352.13	446.02	570.99
存货	203.20	266.19	326.34	416.95
其他流动资产	193.93	199.19	204.91	212.77
长期股权投资	30.23	30.23	30.23	30.23
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	452.50	436.39	420.27	404.15
无形资产和开发支出	48.76	43.38	38.00	32.61
其他非流动资产	349.93	346.63	343.33	340.03
资产总计	1827.79	1965.73	2341.60	2867.73
短期借款	140.02	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	116.35	170.86	208.57	262.57
长期借款	77.52	77.52	77.52	77.52
其他负债	61.35	36.55	38.87	42.43
负债合计	395.23	284.92	324.96	382.51
股本	410.00	410.00	410.00	410.00
资本公积	701.01	701.01	701.01	701.01
留存收益	345.54	569.01	904.85	1373.43
归属母公司股东权益	1431.78	1680.02	2015.86	2484.44
少数股东权益	0.78	0.78	0.78	0.78
股东权益合计	1432.56	1680.80	2016.64	2485.22
负债和股东权益合计	1827.79	1965.73	2341.60	2867.73

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	56.09%	37.91%	29.89%	31.60%
营业利润增长率	59.12%	48.22%	50.64%	41.09%
净利润增长率	52.46%	52.01%	50.45%	40.98%
EBITDA 增长率	56.09%	31.20%	46.60%	38.85%
获利能力				
毛利率	54.93%	56.71%	59.34%	60.58%
三费率	12.88%	11.98%	11.39%	10.42%
净利率	21.56%	23.77%	27.53%	29.49%
ROE	11.82%	15.32%	19.21%	21.97%
ROA	9.27%	13.10%	16.54%	19.04%
ROIC	21.60%	27.05%	34.83%	42.91%
EBITDA/销售收入	30.18%	28.71%	32.41%	34.19%
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.57	0.65	0.71
固定资产周转率	3.42	4.81	6.73	9.59
应收账款周转率	4.34	4.41	3.97	4.09
存货周转率	2.03	1.99	1.91	1.95
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.04%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	21.62%	14.49%	13.88%	13.34%
带息债务/总负债	55.04%	27.21%	23.85%	20.27%
流动比率	3.24	6.11	6.82	7.39
速动比率	2.55	4.65	5.34	5.89
股利支付率	19.79%	13.20%	13.29%	14.19%
每股指标				
每股收益	0.41	0.63	0.94	1.33
每股净资产	3.49	4.10	4.92	6.06
每股经营现金	0.38	0.25	0.71	0.99
每股股利	0.08	0.08	0.13	0.19

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	237.02	310.97	455.89	633.02
PE	107.49	70.93	47.15	33.44
PB	12.75	10.87	9.06	7.35
PS	23.25	16.86	12.98	9.86
EV/EBITDA	74.45	56.44	37.97	26.83
股息率	0.18%	0.19%	0.28%	0.42%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn