

## Q3 业绩表现靓丽，持续布局高难仿品种

增持|维持

——博瑞医药 2020 三季度报点评

### 事件:

2020年10月22日，公司公告2020三季度报：2020前三季度实现营收5.1亿元，同比增长62.86%，归母净利润1.22亿元，同比增长90.89%，扣非后归母净利润1.15亿元，同比增长107.44%。

### 国元观点:

#### ● Q3 单季度业绩表现优异，毛利率维持高水平

从单季度业绩表现看，公司Q3实现营收**2.07亿元**，同比大幅增长**100.82%**，环比增长**19.43%**，归母净利润为**0.48亿元**，同比增长**114.17%**，环比增长**20.94%**，业绩表现亮眼，预计营收占比最大的产品销售业务高速增长是主要贡献因素，包括海外市场芬净类和莫司类产品的快速增长，恩替卡韦片6月份开始出口美国，以及国内磷达肝癸钠和注射用醋酸卡泊芬净在国内开始上市销售等驱动因素。前三季度毛利率为**58.17%**，同比下降**3.86pct**，预计系产品销售结构调整所致，但仍维持较高水平，净利率为**23.85%**，同比增长**3.5pct**，盈利能力略有提升，预计主要系公司费用率下降所致。前三季度研发费用率为**18.39%**，高比例的研发投入保障公司持续布局新产品管线，进一步提升公司核心竞争力。

#### ● 三费控制良好，现金流大幅改善

公司成本控制良好，2020前三季度销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为**2.15% (-0.94pct)**、**9.00% (-2.84pct)**和**0.10% (+1.12pct)**，其中管理费用率下降预计主要系公司通过加强费用管控导致人员薪酬支出等费用增幅较小，财务费用率增加主要系汇兑损失同比增加所致。经营性现金流净额为**0.89亿元**，同比增长**1260.87%**，主要系营收同比大幅增加、营运成本控制良好，同时营运资本保持在合理水平。

#### ● 恩替卡韦进军海外制剂市场，布局高难仿品种持续打造产品护城河

今年6月公司恩替卡韦片正式出口美国，标志着公司在国内完成原料药制剂一体化后，开始参与国际市场制剂竞争。公司积极布局**补铁剂、吸入制剂、艾日布林等高难仿、前景广阔的产品**，其中**羧基麦芽糖铁**预计2022年全球销售规模达**14亿美元**，FDA仅批准了2个原料药DMF，竞争环境宽松，公司原料药获批后可以快速抢占市场份额，同时已经和美国制剂研发公司合作，供给其原料药并待其制剂上市后享受持续稳定的权益分成收入。**吸入制剂仿制壁垒极高，市场空间广阔**，公司和博诺康源成立的合资子公司将专注吸入制剂原料药业务，有望贡献新的盈利增长点。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司原料药聚焦于高技术壁垒产品，竞争环境较为宽松，拥有原料药制剂一体化优势，议价能力强，多种盈利模式并行，全球多市场、产业链多环节均是利润贡献点，储备产品丰富，包括艾日布林、补铁剂、吸入制剂等高壁垒品种，随着后续产品逐渐实现商业化销售，我们预计公司20-22年营收为**7.71/10.07/13.40亿元**，增速为**53.21%/30.59%/33.07%**，归母净利润为**2.00/3.17/4.92亿元**，增速为**79.61%/58.93%/55.11%**，20-22年EPS为**0.49/0.77/1.20元/股**，PE为**116/73/47倍**，考虑到公司产品逐渐进入到商业化阶段、国内国外销售释放确定性增强、管线产品具有竞争优势，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

研发进度不及预期，疫情恢复不及预期，技术收入波动风险，汇率风险。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	407.50	503.16	770.87	1006.66	1339.55
收入同比 (%)	28.64	23.47	53.21	30.59	33.07
归母净利润(百万元)	73.20	111.08	199.51	317.08	491.82
归母净利润同比 (%)	59.56	51.75	79.61	58.93	55.11
ROE (%)	9.51	8.46	13.44	17.61	21.47
每股收益 (元)	0.18	0.27	0.49	0.77	1.20
市盈率(P/E)	317.46	209.20	116.48	73.29	47.25

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

当前价: 55.43元

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 69.35 / 26.8

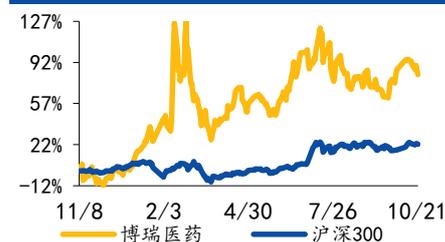
A股流通股(百万股): 38.95

A股总股本(百万股): 410.00

流通市值(百万元): 2159.00

总市值(百万元): 22726.30

### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司研究-博瑞医药(688166)2020半年报点评:销售放量业绩稳定,管线产品值得期待》  
2020.08.18

《国元证券公司研究-博瑞医药(688166)2020Q1点评:高壁垒仿制竞争力强,多渠道盈利抵疫情》  
2020.04.20

### 报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

**财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>流动资产</b>	562.81	1062.05	1182.99	1544.50	2057.84	
现金	206.45	564.97	792.50	1136.36	1636.03	
应收账款	132.91	184.69	135.00	140.00	145.00	
其他应收款	0.81	5.02	2.84	3.23	3.40	
预付账款	8.49	7.05	9.50	8.51	8.60	
存货	103.33	136.89	131.59	136.30	134.73	
其他流动资产	110.83	163.43	111.56	120.10	130.09	
<b>非流动资产</b>	312.52	359.25	397.48	353.84	330.38	
长期投资	7.47	6.31	20.27	18.00	16.00	
固定资产	211.29	226.48	224.03	216.69	206.90	
无形资产	50.36	50.05	50.05	50.05	50.05	
其他非流动资产	43.40	76.41	103.13	69.10	57.43	
<b>资产总计</b>	875.33	1421.30	1580.47	1898.34	2388.23	
<b>流动负债</b>	105.52	108.21	96.45	98.00	97.24	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	40.42	41.42	39.08	40.08	39.97	
其他流动负债	65.10	66.79	57.37	57.91	57.27	
<b>非流动负债</b>	0.00	0.00	0.04	0.01	0.02	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	0.00	0.00	0.04	0.01	0.02	
<b>负债合计</b>	105.52	108.21	96.49	98.01	97.26	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	48.36	410.00	410.00	410.00	410.00	
资本公积	622.67	701.01	701.01	701.01	701.01	
留存收益	98.20	209.28	375.18	692.26	1184.07	
归属母公司股东权益	769.80	1313.09	1483.98	1800.32	2290.96	
<b>负债和股东权益</b>	875.33	1421.30	1580.47	1898.34	2388.23	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>经营活动现金流</b>	63.99	61.33	264.82	338.68	491.98	
净利润	73.20	111.08	199.51	317.08	491.82	
折旧摊销	27.11	33.38	11.55	11.89	12.06	
财务费用	-1.32	-2.87	-6.79	-9.64	-13.86	
投资损失	0.41	-3.36	0.50	1.00	2.00	
营运资金变动	-48.43	-70.19	120.82	-16.10	-14.43	
其他经营现金流	13.02	-6.70	-60.77	34.45	14.39	
<b>投资活动现金流</b>	-212.48	-155.99	-15.46	-3.73	-5.00	
资本支出	112.47	89.54	0.00	0.00	0.00	
长期投资	100.53	66.67	13.96	-2.27	-2.00	
其他投资现金流	0.52	0.21	-1.50	-6.00	-7.00	
<b>筹资活动现金流</b>	249.59	439.76	-21.83	8.91	12.69	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	3.72	361.64	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	246.28	78.35	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-0.41	-0.23	-21.83	8.91	12.69	
<b>现金净增加额</b>	103.47	346.88	227.53	343.86	499.67	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>营业收入</b>	407.50	503.16	770.87	1006.66	1339.55	
营业成本	169.30	180.91	303.29	375.49	493.83	
营业税金及附加	2.92	3.12	2.90	2.60	3.00	
营业费用	13.11	15.23	19.27	25.17	26.79	
管理费用	43.84	60.73	85.57	100.67	120.56	
研发费用	96.12	124.88	149.85	167.83	172.87	
财务费用	-1.32	-2.87	-6.79	-9.64	-13.86	
资产减值损失	-5.34	-6.38	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	-0.41	3.36	-0.50	-1.00	-2.00	
<b>营业利润</b>	81.84	121.33	217.79	343.55	534.36	
营业外收入	0.03	0.01	0.80	1.00	1.00	
营业外支出	2.65	1.40	3.00	2.00	4.00	
<b>利润总额</b>	79.22	119.94	215.59	342.55	531.36	
所得税	6.02	8.86	16.08	25.47	39.54	
<b>净利润</b>	73.20	111.08	199.51	317.08	491.82	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>归属母公司净利润</b>	73.20	111.08	199.51	317.08	491.82	
EBITDA	107.63	151.84	222.56	345.80	532.56	
EPS (元)	1.51	0.27	0.49	0.77	1.20	

**主要财务比率**

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	28.64	23.47	53.21	30.59	33.07
营业利润 (%)	66.37	48.25	79.50	57.74	55.54
归属母公司净利润 (%)	59.56	51.75	79.61	58.93	55.11
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	58.45	64.04	60.66	62.70	63.13
净利率 (%)	17.96	22.08	25.88	31.50	36.72
ROE (%)	9.51	8.46	13.44	17.61	21.47
ROIC (%)	13.15	15.04	31.34	49.28	76.52
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	12.06	7.61	6.11	5.16	4.07
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	5.33	9.81	12.27	15.76	21.16
速动比率	4.35	8.47	10.90	14.37	19.78
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.58	0.44	0.51	0.58	0.62
应收账款周转率	3.91	3.01	4.58	7.32	9.40
应付账款周转率	4.85	4.42	7.53	9.49	12.34
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.18	0.27	0.49	0.77	1.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.16	0.15	0.65	0.83	1.20
每股净资产 (最新摊薄)	1.88	3.20	3.62	4.39	5.59
<b>估值比率</b>					
P/E	317.46	209.20	116.48	73.29	47.25
P/B	30.19	17.70	15.66	12.91	10.14
EV/EBITDA	210.41	149.15	101.76	65.49	42.53

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

### 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188