

博瑞医药 (688166.SH) 减重降糖产品进展顺利，吸入制剂新赛道曙光初现

2024年07月23日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
余汝意（分析师）
阮帅（分析师）

yuruyi@kysec.cn

ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790524040007

日期	2024/7/22
当前股价(元)	32.01
一年最高最低(元)	46.88/17.81
总市值(亿元)	135.23
流通市值(亿元)	135.23
总股本(亿股)	4.22
流通股本(亿股)	4.22
近3个月换手率(%)	131.77

● 技术高地开拓者，难仿原料药与复杂制剂齐头并进

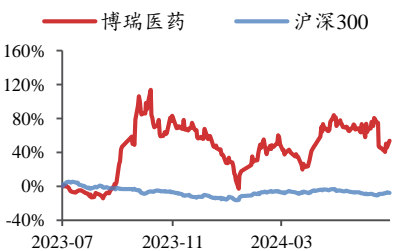
原料药是贡献公司业绩的主要业务板块，通过多年的技术积累和市场拓展，公司在抗病毒、抗真菌、免疫抑制等多个治疗领域拥有丰富产品线，包括依维莫司、芬净类产品、艾立布林、泊沙康唑、磺达肝癸钠等众多技术难度高的药物。公司战略拓展制剂业务，在售的磷酸奥司他韦胶囊、注射用米卡芬净纳等产品已逐步放量，在呼吸系统领域和减重降糖等赛道布局的产品有望驱动公司未来业绩显著增长。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 2.17/2.27/2.50 亿元，当前股价对应 PE 分别为 62.4/59.6/54 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● BGM0504 进展顺利，羧基麦芽糖铁注射液等重磅品种有望贡献业绩弹性

公司自研的 BGM0504 注射液可同时激活 GIP 和 GLP-1 受体，在治疗 2 型糖尿病和肥胖症方面展现显著的治疗潜力，近期已举办全国研究者会议讨论其在 2 型糖尿病治疗及体重控制方面的 III 期临床试验方案。此外，公司布局用于治疗缺铁性贫血的羧基麦芽糖铁注射液、治疗晚期实体瘤的注射用 BGC0228、治疗痛风的秋水仙碱贴剂等多款重磅品种有望未来贡献较大业绩弹性。

● 突破技术壁垒，进军吸入制剂蓝海市场

公司凭借在药械组合平台上的技术积累，在呼吸系统领域取得较大突破，目前公司在呼吸制剂领域的研发管线包括吸入用布地奈德混悬液、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、噻托溴铵吸入喷雾剂、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂、噻托溴铵吸入粉雾剂等产品，部分产品已进入申报阶段，未来有望驱动公司整体业绩快速增长。

● 风险提示：仿制药研发失败的风险、业绩不及预期的风险、汇率波动风险等。
股价走势图


数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,017	1,180	1,340	1,529	1,720
YOY(%)	-3.3	15.9	13.6	14.2	12.5
归母净利润(百万元)	240	202	217	227	250
YOY(%)	-1.8	-15.5	7.1	4.6	10.4
毛利率(%)	63.0	55.8	56.0	56.3	56.8
净利率(%)	23.6	17.2	16.2	14.8	14.6
ROE(%)	9.4	7.2	7.3	7.2	7.5
EPS(摊薄/元)	0.57	0.48	0.51	0.54	0.59
P/E(倍)	56.4	66.8	62.4	59.6	54.0
P/B(倍)	6.4	5.9	5.5	5.1	4.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 博瑞医药：研发驱动的技术领先型仿创药企.....	4
1.1、 管理层行业经验丰富，各板块业务协同发展.....	4
1.2、 业绩稳健增长，盈利水平维持高位.....	6
2、 多领域拓展覆盖，彰显技术硬实力.....	8
2.1、 BGM0504——备受期待的双靶点减重降糖药.....	8
2.2、 吸入制剂——高技术壁垒造就优越市场格局.....	11
2.3、 巩固原料药基础，制剂业务有望逐步放量.....	15
2.4、 坚定研发驱动战略，推动多领域产品布局.....	17
3、 盈利预测与投资建议.....	21
3.1、 关键假设.....	21
3.2、 盈利预测与估值.....	22
4、 风险提示.....	23
附：财务预测摘要.....	24

图表目录

图 1： 公司股权结构清晰，子公司职责明确、协同发展.....	5
图 2： 2019-2023 年公司营收快速增长.....	6
图 3： 2019-2023 年公司扣非归母净利润均突破 1 亿元.....	6
图 4： 抗病毒类原料药与制剂业务营收占比提升明显.....	6
图 5： 近年来制剂业务毛利占比提升显著.....	6
图 6： 近些年公司内销占总营收比重持续提升.....	7
图 7： 近年来公司整体毛利率与净利率保持稳定.....	7
图 8： 产品销售毛利率稳定，技术收入毛利率较高.....	7
图 9： 公司研发支出占总营收比重较高，近些年提升显著.....	7
图 10： BGM0504 已进入 III 期临床试验方案设计讨论阶段.....	9
图 11： 中国糖尿病药物市场体量预计逐年增加.....	10
图 12： 中国减肥药市场规模预计持续攀升.....	10
图 13： 诺和诺德与礼来的 GLP-1 靶点药物营收在全球迅速增长（单位：亿美元）.....	10
图 14： 中国 GLP-1 靶点药物的市场规模逐年扩大（单位：亿元）.....	11
图 15： 2023 年 GLP-1 药物 NMPA 获批数迅速增长.....	11
图 16： GLP-1/GIP 双靶点药物 NMPA 获批数相对较少.....	11
图 17： 中国哮喘患病人数持续上升（2017-2030E）.....	12
图 18： 中国哮喘诊断率、治疗率都较低（2021 年）.....	12
图 19： 中国 COPD 患病人数逐年增多（2017-2030E）.....	12
图 20： 中国 COPD 诊断率、治疗率均较低（2021 年）.....	12
图 21： 中国吸入制剂市场规模将稳定增长.....	13
图 22： 吸入液体制剂占过半市场份额（2021 年）.....	13
图 23： 在研的吸入制剂品种中，吸入用布地奈德混悬液市场表现较为优异（单位：百万元）.....	14
图 24： 2023 年公司原料药业务营收突破 8 亿元.....	15
图 25： 抗病毒类原料药营收增长显著（单位：亿元）.....	16
图 26： 抗真菌类、抗病毒类毛利率持续提升（单位：%）.....	16
图 27： 近年来公司制剂产品开始放量（单位：百万元）.....	17

图 28: 公司研发投入规模保持稳定增长 (单位: 亿元)	17
图 29: 研发人员中本科及以上学历超 90% (单位: 人)	17
图 30: 研发人员年龄结构偏年轻化 (单位: 人)	17
图 31: 多款在研原料药进展顺利, 适用范围广泛.....	19
图 32: 多款制剂稳步推进中, 助力未来制剂业务扩张.....	19
图 33: 2023 年公司多款产品于国内完成申报.....	20
图 34: 2023 年公司多款产品于海外完成申报.....	20
表 1: 历经 23 年发展, 博瑞医药已成为中国医药行业的领先企业和国际化先锋.....	4
表 2: 公司高管均具有丰富的行业经验	5
表 3: 医药政策助力: 创新加速、仿制优化、产业链提质增效.....	8
表 4: 不同类别的吸入制剂各有优劣	12
表 5: 多款吸入制剂顺利推进中, 吸入用布地奈德混悬液已国内申报.....	14
表 6: 吸入用布地奈德混悬液出现上市申报热潮.....	14
表 7: 公司主要在售原料药具有显著临床价值.....	16
表 8: 公司核心技术人员兼具专业背景与丰富实践经验 (2023 年)	18
表 9: 公司已打造五大药物技术研发平台, 产品适应症覆盖广泛.....	18
表 10: 2024-2026 年博瑞医药各业务板块营收预计稳健增长 (单位: 百万元)	22
表 11: 与可比公司平均估值相比, 公司估值存在溢价, 技术实力与未来产品将兑现价值	23

1、博瑞医药：研发驱动的技术领先型仿创药企

博瑞医药是一家以研发为核心驱动力，专注于首仿、难仿药物以及特色原料药、复杂制剂和创新药的研发、生产与销售的企业。

自 2001 年创立以来，公司的药品生产体系先后通过了多个国家和地区的官方 GMP 认证，产品覆盖了中国、欧盟、美国、日韩以及其他“一带一路”国家或地区。2019 年公司于科创板上市后，开始加速全产业链的贯通，推动多款制剂产品上市，其核心在研制剂 BGM0504 于 2022 年正式获批临床实验。

表1：历经 23 年发展，博瑞医药已成为中国医药行业的领先企业和国际化先锋

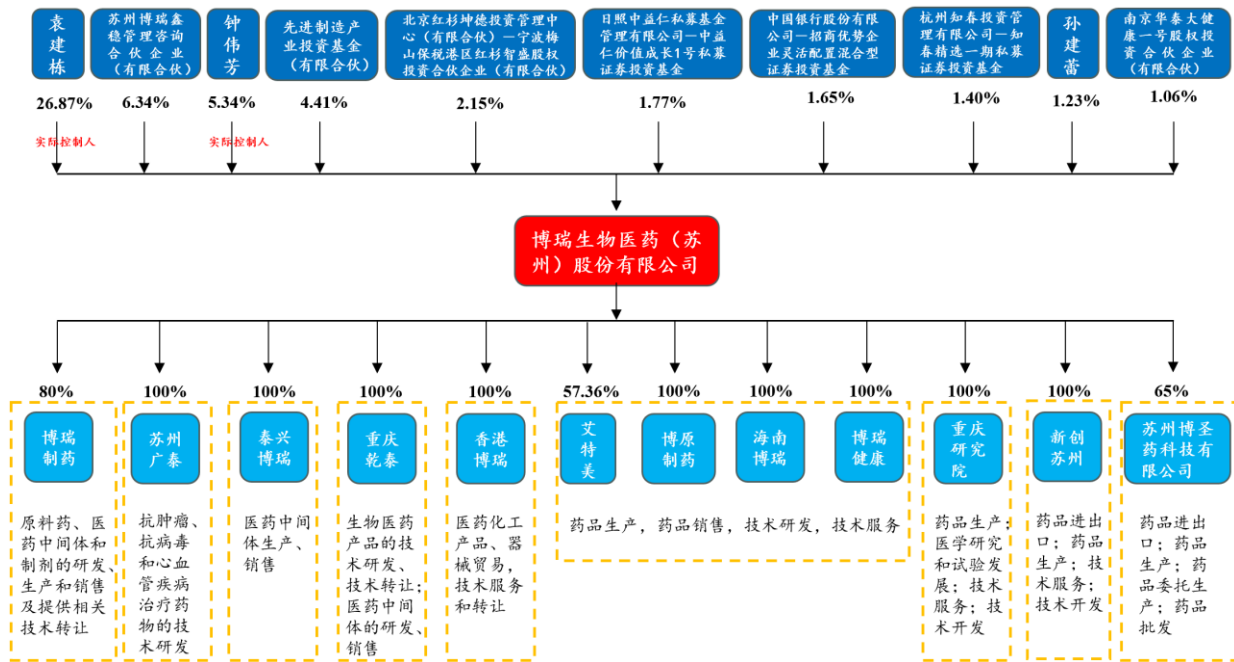
年份	发展历程
2001 年	博瑞医药成立
2006 年	开发出拥有自主权的恩替卡韦合成工艺
2013 年	首次通过美国 FDA 的 cGMP 认证
2016 年	首次通过欧盟 EMA 的 cGMP 检查
2017 年	卡泊芬净注射剂在欧洲上市
	首次通过韩国 KFDA 官方认证
	首次通过日本 PMDA 官方认证
2018 年	三个芬净产品通过欧盟 GMP 认证
2019 年	博瑞医药科创板上市
	恩替卡韦片获得美国 ANDA 批准 磺达肝葵钠注射液获批上市（已转让）
2020 年	注射用醋酸卡泊芬净（已转让）与注射用米卡芬净钠（博瑞芬宁®）获批上市
2021 年	磷酸奥司他韦胶囊（美舒仑®）获批上市
2022 年	BGM0504 注射液两个申报适应症获批临床试验
	阿加曲班注射液（博麦通®）与磷酸奥司他韦干混悬剂（舒美仑®）获批上市
2023 年	博瑞医药支持 Cidara Therapeutics 抗菌药 Rezafungin（雷扎芬净）获 FDA 批准
	甲磺酸艾立布林注射液（博立宁®）首仿上市 注射用伏立康唑（博君康®）获批上市

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、管理层行业经验丰富，各板块业务协同发展

公司股权结构清晰，子公司职责明确、协同发展。据公司 2023 年报披露，公司实际控制人为袁建栋和钟伟芳，合计直接持有 32.21% 的股份，合计控制公司 38.55% 的表决权。公司下设多家子公司，各子公司的业务明确，围绕药物研发、技术服务及转让、药品生产与流通等业务线共同打造集团全产业链覆盖平台。

图1：公司股权结构清晰，子公司职责明确、协同发展



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司高管行业经验丰富。公司创始人、控股股东袁建栋，1992年北京大学化学系本科毕业，1998年美国纽约州立大学博士毕业，国家“千人计划”创业人才，曾任美国 Enzo Biochem Inc.公司高级研究员，2001年至今任公司董事长兼总经理和药物研究院院长。董事兼核心技术人员黄仰青曾任职于桑迪亚医药技术（上海）有限责任公司、苏州天马医药集团有限公司，研发经验丰富。其余高管均拥有丰富的行业经验。

表2：公司高管均具有丰富的行业经验

姓名	职务	工作经历
袁建栋	董事长、总经理、核心技术人员	曾任美国 Enzo Biochem Inc.公司高级研究员，2001年至今任公司董事长兼总经理和药物研究院院长，目前兼任多个公司的董事长、总经理或执行董事
张丽	董事	2009年至今历任博瑞医药质量主管、注册主管、注册法规部经理、总裁助理、注册法规部总监、原料药销售中心总监，目前兼任多个公司的董事或监事
杭帆	董事	2006年至2012年，历任博瑞医药生产主管、生产经理，2012年至今历任博瑞制药（苏州）有限公司原料药车间主任、原料药生产部经理、副总经理、总经理
黄仰青	董事、核心技术人员	曾任桑迪亚医药技术（上海）有限责任公司、苏州天马医药集团有限公司研究员，2009年至今历任博瑞医药合成研发经理、研发总监、药物研究院副院长兼执行院长
吕大忠	董事	曾任广东中能加速器科技有限公司董事、华明电力装备股份有限公司董事，目前兼任数个公司的董事
苏蕾	董事	曾任苏州新日通贸易有限公司董事长助理、博瑞医药监事，目前兼任苏州高铨创业投资企业（有限合伙）财务经理
丁楠	董事会秘书	曾历任苏州工业园区凌志软件股份有限公司法务、证券主管、证券事务代表岗位

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、业绩稳健增长，盈利水平维持高位

博瑞医药营收保持高速增长。公司营收从2019年的5.03亿元增长至2023年的11.80亿元，CAGR达到23.74%；扣非归母净利润整体表现良好，自2019年至2023年，公司扣非归母净利润均突破1亿元，CAGR达到16.21%。

图2：2019-2023年公司营收快速增长

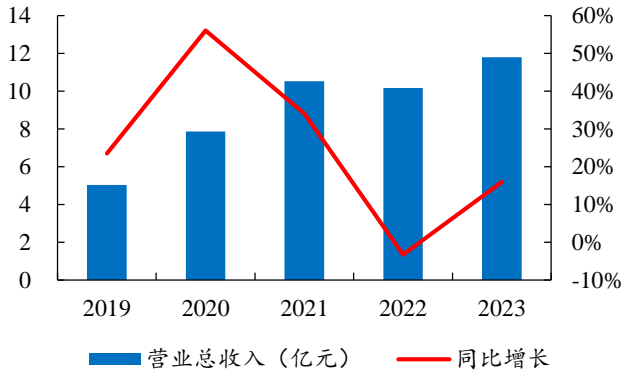
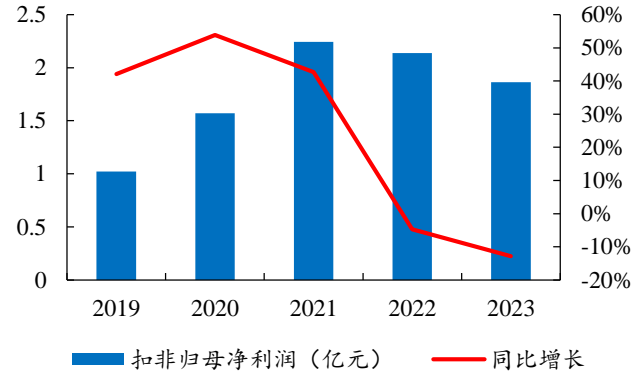


图3：2019-2023年公司扣非归母净利润均突破1亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

抗病毒类原料药与制剂业务营收占比提升显著。抗病毒类原料药收入占总营收比重从2019年的9.98%提升至2023年的23.82%，制剂产品收入占总营收比重从2020年的4.61%上升至2023年的11.70%。

制剂业务毛利占比快速提升，抗真菌类原料药占毛利比重最大。公司制剂业务的毛利占比从2021年的3.71%迅速提升至2023年的14.05%；近年来抗真菌类原料药毛利占比最大，2023年占27.91%。

图4：抗病毒类原料药与制剂业务营收占比提升明显

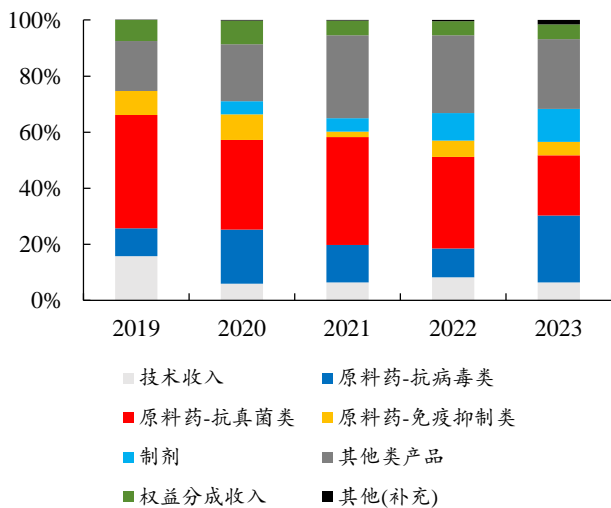
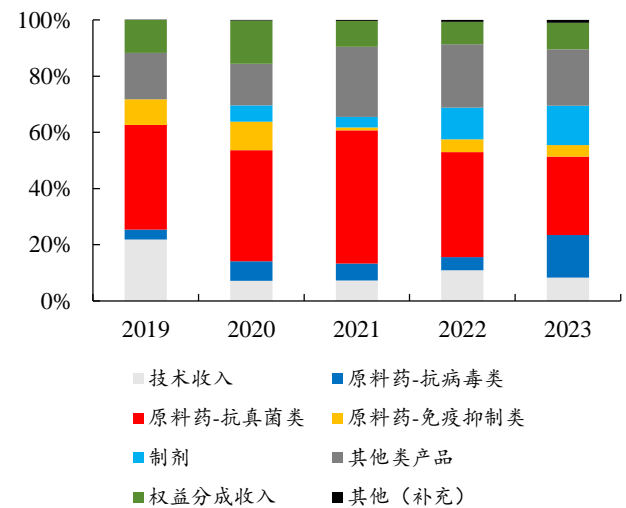


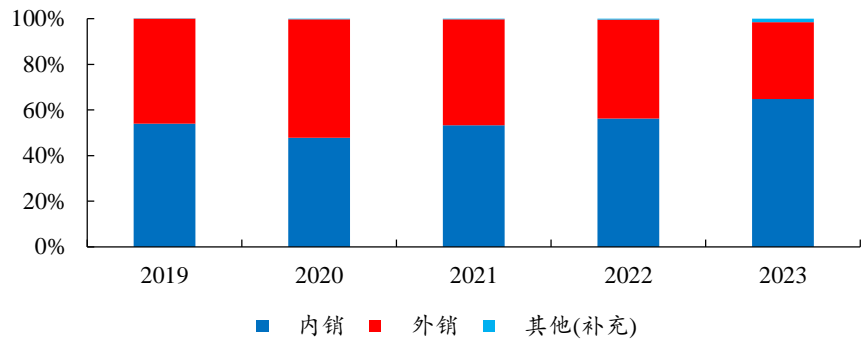
图5：近年来制剂业务毛利占比提升显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

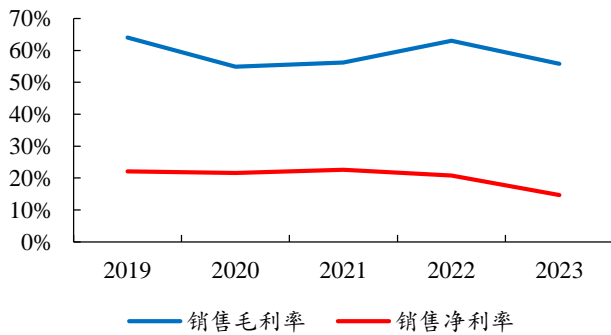
数据来源：Wind、开源证券研究所

按地区划分，公司内销营收占比从2020年的47.87%持续提升至2023年的64.81%。

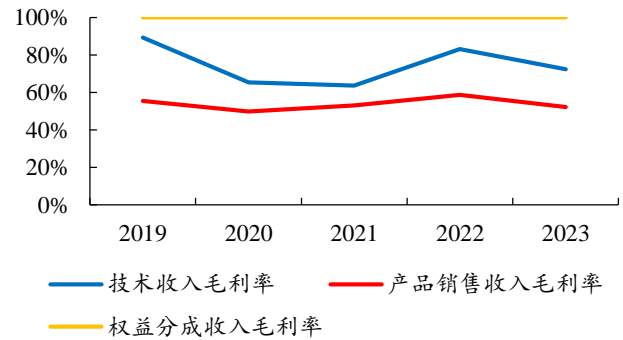
图6：近年来公司内销占总营收比重持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司盈利水平保持稳定。近年来整体毛利率均超过 50%，销售净利率基本维持在 20%以上，2023 年销售净利率受营收产品结构变化有所下滑。产品销售毛利率较为稳定，基本维持在 50%以上；技术收入毛利率较高，2023 年达 72.33%。

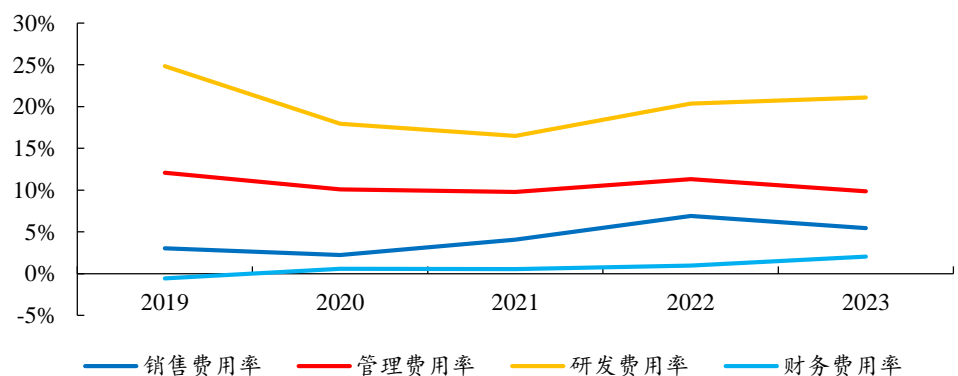
图7：近年来公司整体毛利率与净利率保持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：产品销售毛利率稳定，技术收入毛利率较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

研发费用率较高，近年来提升显著。公司研发支出占总营收比重从 2021 年的 16.47%提升至 2023 年的 21.08%，近两年研发费用率均超过 20%；管理费用率与财务费用率相对稳定；由于公司制剂产品商业化推进，销售费用率近些年有一定提升。

图9：公司研发支出占总营收比重较高，近些年提升显著


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、多领域拓展覆盖，彰显技术硬实力

公司所处的医药工业是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域。《“十四五”医药工业发展规划》、《医药工业高质量发展行动计划（2023—2025 年）》等行业政策的出台，助推医药制造的高端发展。

表3：医药政策助力：创新加速、仿制优化、产业链提质增效

年份	政策	相关内容
2018	《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	制定鼓励仿制的药品目录，加强仿制药技术攻关，将鼓励目录中的重点化学药品、生物药品关键共性技术研究列入国家相关科技计划。完善药品知识产权保护，在充分保护药品创新的同时，防止知识产权滥用，促进仿制药上市。建立仿制药领域专利预警机制，降低仿制药企业专利侵权风险。加快推进仿制药一致性评价，严格药品生产审批，提高仿制药上市审批效率
2021	《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》	支持产业高质量发展的监管环境更加优化。审评审批制度改革持续深化，批准一批临床急需的创新药，加快有临床价值的创新药上市，促进公众健康。创新产品评价能力明显提升，在中国申请的全球创新药、创新医疗器械尽快在境内上市
2022	《“十四五”医药工业发展规划》	巩固原料药制造优势，加快发展一批市场潜力大、技术门槛高的特色原料药新品种以及核酸、多肽等新产品类型，大力发展专利药原料药合同生产业务，促进原料药产业向更高价值链延伸
2023	《医药工业高质量发展行动计划（2023—2025 年）》	着力提高医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水平，增强高端药品、关键技术和原辅料等供给能力；要着眼医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点，给予全链条支持，鼓励和引导龙头医药企业发展壮大，提高产业集中度和市场竞争力，助推行业提质增效
2023	《加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》	进一步优化审评流程，缩短部分创新药审评时限，引导企业减少同质化研发

资料来源：政府网站、开源证券研究所

为应对挑战、把握机遇，公司目前正重点依托药械组合、偶联药物两大核心技术平台，强化关键核心技术攻关，孵化独特的、短期内难以仿制的、具有高度差异化和较大临床价值及商业价值的产品。

2.1、BGM0504——备受期待的双靶点减重降糖药

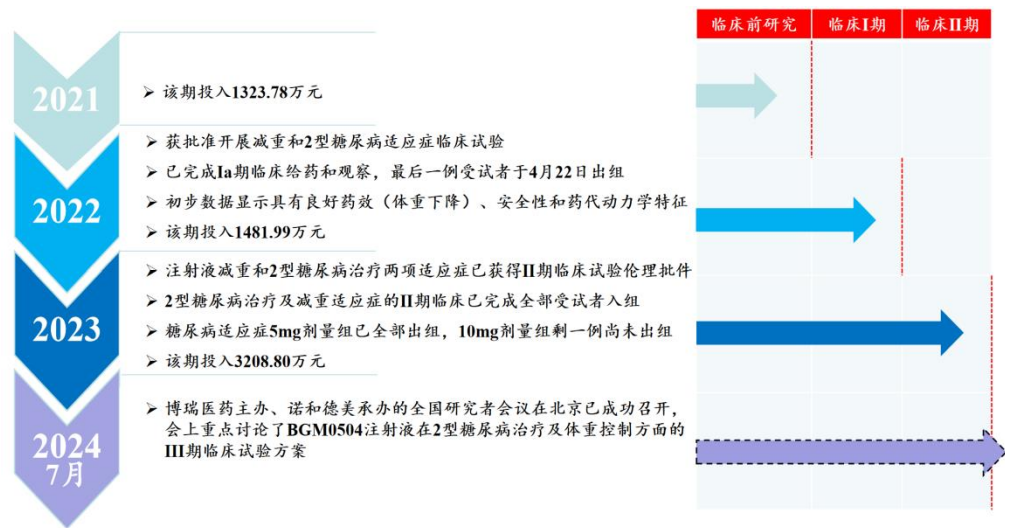
糖尿病是一种慢性的代谢性疾病，其根本在于胰腺胰岛素分泌不足或身体细胞对胰岛素的利用能力下降。据世界卫生组织数据，全球糖尿病患者人数从 1980 年的 1.08 亿上升至 2014 年的 4.22 亿，2000 年至 2019 年期间，糖尿病导致的死亡增加了 3%，2019 年糖尿病以及糖尿病引起的肾脏疾病估计造成 200 万人死亡。根据《中国 2 型糖尿病防治指南》（2020 年版），我国 2 型糖尿病（T2DM）占糖尿病患者 90% 以上。同时，T2DM 患者常伴有超重和肥胖，肥胖会进一步增加心血管疾病发生风险。故具有减重效果的降糖药物对于超重和肥胖的糖尿病患者或是更优选择。

BGM0504 注射液作为一款公司独立研发的双重激动剂，能够同时激活 GIP（葡萄糖依赖性促胰岛素多肽）和 GLP-1（胰高血糖素样肽 1）受体。GLP-1（胰高血糖素样肽-1）是一种内源性肠促激素，以葡萄糖依赖的方式促进胰岛细胞分泌胰岛素，并可通过延迟胃排空和降低食欲减少食物摄入，因此具有良好的降血糖和减重效果。GIP（葡萄糖依赖性促胰岛素释放多肽）则是胰高血糖素肽家族的另一成员，以胰岛

素依赖的方式促进胰岛素分泌，并在低血糖时刺激胰高血糖素分泌，具有多种生理功效。GIPR 和 GLP-1R 是调节糖脂和氨基酸代谢的关键靶点，对治疗 2 型糖尿病和肥胖症具有较大潜力。BGM0504 注射液作为 GLP-1 和 GIP 的双重激动剂，通过激活这两个下游通路，展现出控制血糖、减重和治疗 NASH 等多种代谢疾病的治疗潜力，相较于已上市的胰岛素和 GLP-1 产品，BGM0504 注射液或具有更好的治疗效果。

BGM0504 的研发正快速推进中。据诺和德美公告，截至 2024 年 7 月 9 日，博瑞医药主办、诺和德美承办的全国研究者会议在北京已成功召开，会上重点讨论了 BGM0504 注射液在 2 型糖尿病治疗及体重控制方面的 III 期临床试验方案，标志着 BGM0504 研发取得重要进展。据公告披露，在已完成的 Ia 期临床试验中，在 2.5-15mg 剂量下，经过 1 至 2 次给药，健康志愿者平均体重较基线期下降了 3.24%~8.30%；在 2 型糖尿病患者中的一项 II 期临床研究盲态下初步结果显示：BGM0504 注射液 5mg、10mg、15mg 剂量组受试者经剂量滴定给药 2~6 周后目标剂量给药 12 周耐受性、安全性良好，各剂量组受试者 HbA1c、空腹血糖、餐后 2h 血糖等指标均较基线有显著降低；在超重/肥胖患者的一项 II 期临床研究盲态下初步结果显示：BGM0504 注射液 5mg、10mg、15mg 剂量组受试者经剂量滴定给药 2~6 周后目标剂量给药 12 或 24 周耐受性、安全性良好，各剂量组受试者体重较基线均有显著降低。

图10：BGM0504 已进入 III 期临床试验方案设计讨论阶段



资料来源：公司公告、开源证券研究所

中国降糖减重药物市场空间庞大。据弗若斯特沙利文数据，2020 年中国糖尿病药物市场已达 632 亿元，预计到 2030 年市场规模将接近 1700 亿元；中国减肥药市场规模预计将从 2020 年的 19 亿元快速增长至 2030 年的 149 亿元。

图11：中国糖尿病药物市场体量预计逐年增加

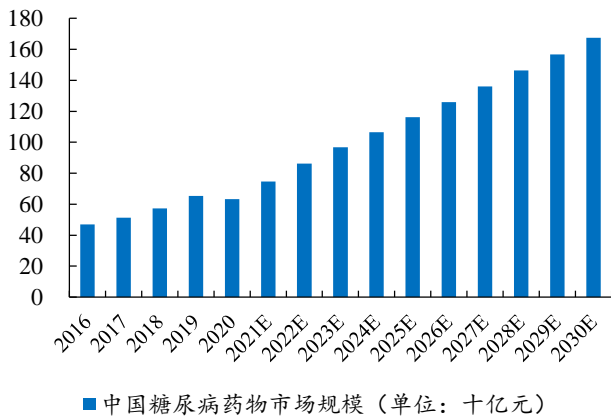
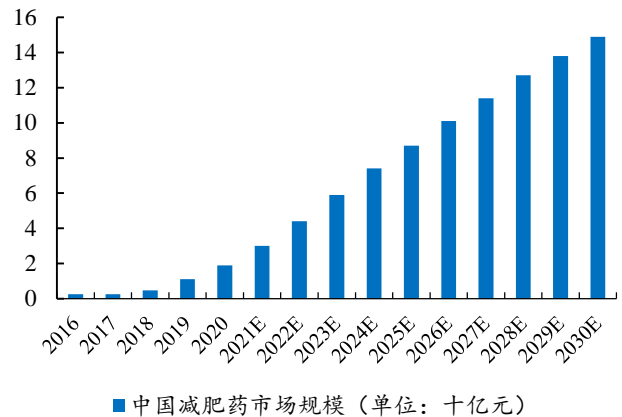


图12：中国减肥药市场规模预计持续攀升

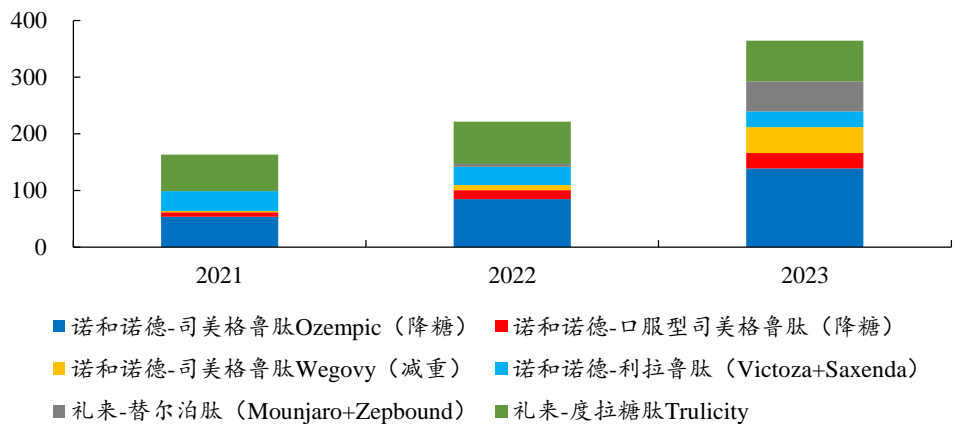


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

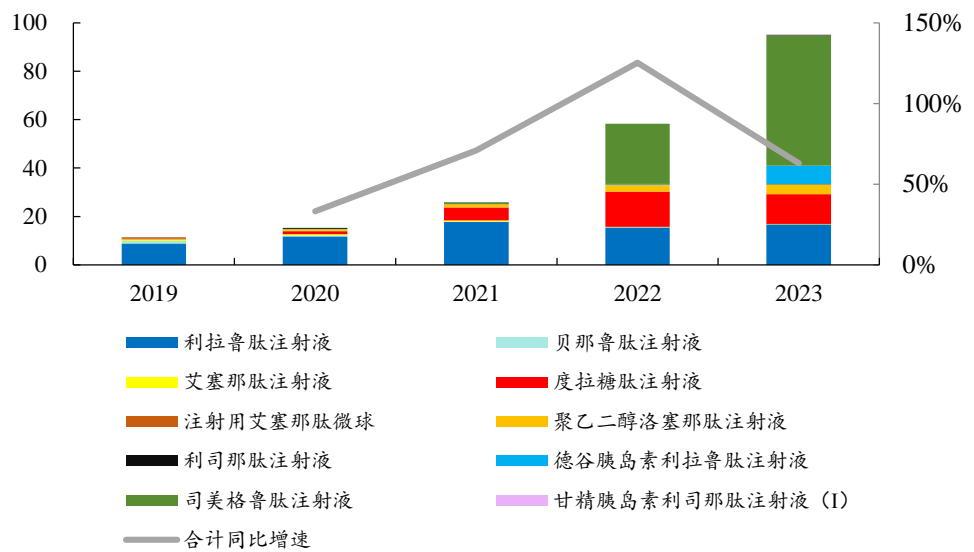
GLP-1 靶点药物全球市场规模快速增长。在全球医药市场上，诺和诺德与礼来是两家举足轻重的生物制药公司，其不仅在胰岛素生产领域长期相互竞争，更在近年来于 GLP-1 药物市场上展开激烈角逐。2023 年诺和诺德的司美格鲁肽产品实现营收约 211.72 亿美元，同比增长高达 93.58%，其利拉鲁肽产品销售相对稳定，维持在 30 亿美元左右的体量。礼来的度拉糖肽产品近三年均实现超 60 亿美元营收，在 2023 年达到 71.33 亿美元；其 GIP/GLP-1 双靶点产品替尔泊肽快速放量，2023 年营收跃升至 53.39 亿美元，同比增速达 1006.51%。

图13：诺和诺德与礼来的 GLP-1 靶点药物营收在全球迅速增长（单位：亿美元）



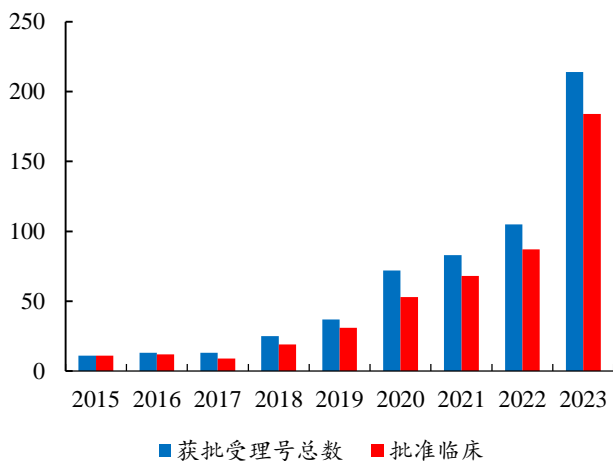
数据来源：诺和诺德年报、礼来年报、开源证券研究所

国内 GLP-1 靶点药物市场规模持续扩大。国内 GLP-1 药物的销售额总规模由 2019 年的 11.38 亿元迅速增长至 2023 年的 95.03 亿元，CAGR 高达 69.98%。其中，利拉鲁肽注射液的销售相对稳定，近五年年均销售额达 14.11 亿元；度拉糖肽注射液近年来实现了显著的收入增长，其 2022 年和 2023 年营收均突破 10 亿元；“明星产品”司美格鲁肽注射液的销售由 2022 年的 24.88 亿元跃升至 2023 年的 54.07 亿元，成为中国市场份额第一的 GLP-1 靶点产品。

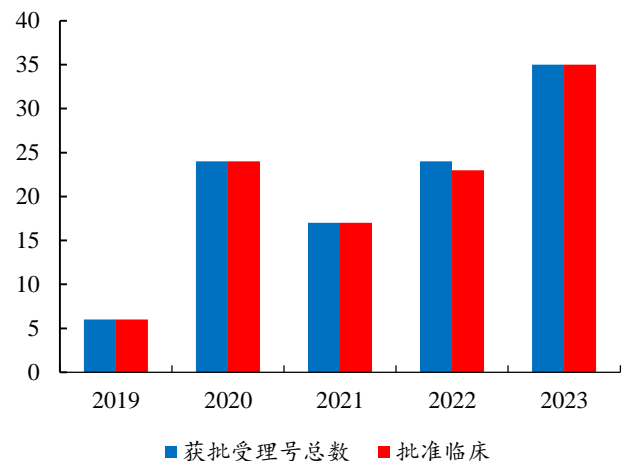
图14：中国 GLP-1 靶点药物的市场规模逐年扩大（单位：亿元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

国内 GLP-1/GIP 双靶点药物竞争格局较好。近些年国内市场 GLP-1 靶点药物 NMPA 申报获批数快速增长，2023 年获批受理号总数达 214，是 2022 年获批总数两倍，其中，获批临床 184 起，竞争愈发激烈。对于公司所处的 GLP-1/GIP 双靶点细分市场，竞争格局相对较好，2023 年获批受理号总数为 35，其中全部为临床获批。

图15：2023 年 GLP-1 药物 NMPA 获批数迅速增长


数据来源：Insight、开源证券研究所

图16：GLP-1/GIP 双靶点药物 NMPA 获批数相对较少


数据来源：Insight、开源证券研究所

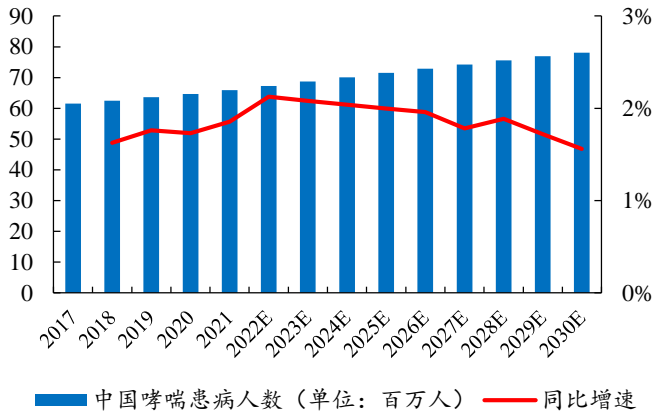
2.2、吸入制剂——高技术壁垒造就优越市场格局

慢性呼吸系统疾病高居我国居民死亡原因前列，而哮喘和慢性阻塞性肺病 (COPD) 是最为常见的慢病呼吸系统疾病，根据 2018 年和 2019 年《柳叶刀》发布的研究成果，我国成年人群哮喘患病率约为 4.2%，患者总人数约 4570 万（男性患病率略高于女性），患病率随年龄增长而增加；慢阻肺患病率为 8.6%，总人数达 9990 万名（男性 6840 万，女性 3150 万），其中 40 岁及以上患病率达到 13.7%。

中国哮喘治疗的市场空间广阔。据弗若斯特沙利文的测算与估计，2021 年中国

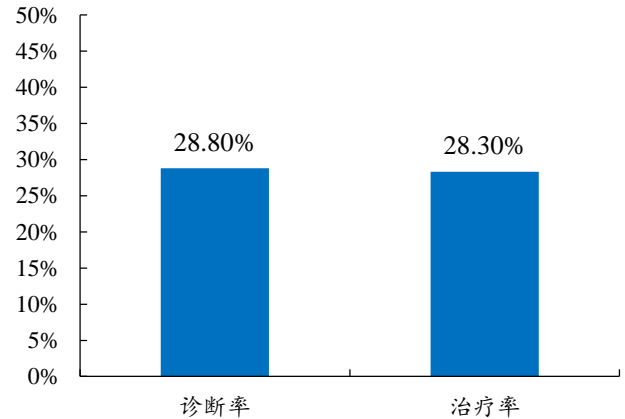
哮喘患病人数高达 6590 万人，预计 2022 年起将以 1.88% 的 CAGR 稳定增长至 2030 年的 7810 万人。2021 年中国哮喘患者诊断率仅有 28.8%，超七成的患者未被诊断，且治疗率仅有 28.3%。

图17：中国哮喘患病人数持续上升（2017-2030E）



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

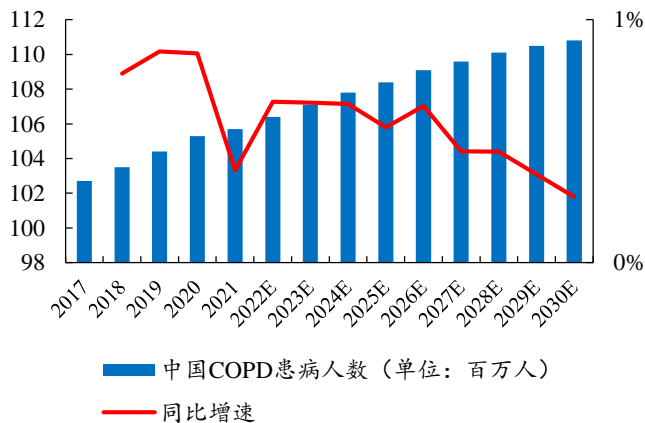
图18：中国哮喘诊断率、治疗率都较低（2021年）



数据来源：长风药业招股书、开源证券研究所

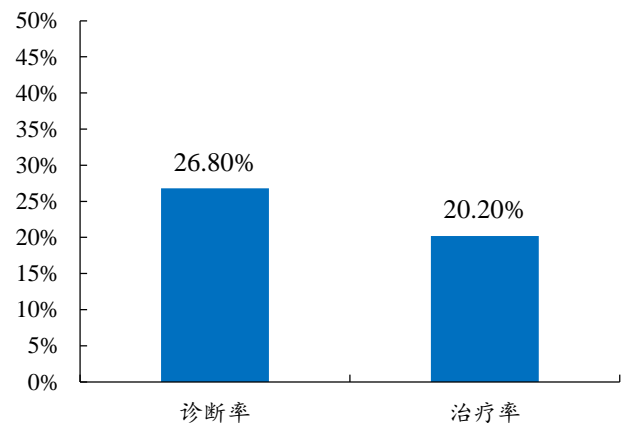
中国 COPD 治疗的市场潜力较大。据弗若斯特沙利文数据，中国 COPD 患者存量巨大，近些年已突破 1 亿人，预计 2022 年至 2030 年间将以 0.51% 的 CAGR 维持该庞大体量。2021 年的中国 COPD 患者的诊断率和治疗率分别仅有 26.8% 和 20.2%，反映出我国对该疾病认知及重视程度的不足以及面临着艰难的临床治疗挑战。

图19：中国 COPD 患病人数逐年增多（2017-2030E）



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图20：中国 COPD 诊断率、治疗率均较低（2021年）



数据来源：长风药业招股书、开源证券研究所

近年来随着呼吸系统疾病患病率上升以及人们对哮喘、COPD 等疾病的深入了解，首选吸入给药途径治疗已成为共识。吸入制剂是指通过特定的装置将药物以雾状形式传输至呼吸道和/或肺部以发挥局部或全身作用的制剂，目前被广泛应用于哮喘和 COPD 的治疗。吸入制剂需药品和吸入装置联合使用，根据吸入装置通常可分为：吸入粉雾剂、吸入气雾剂、吸入液体制剂、吸入喷雾剂以及鼻喷雾剂。

表4：不同类别的吸入制剂各有优劣

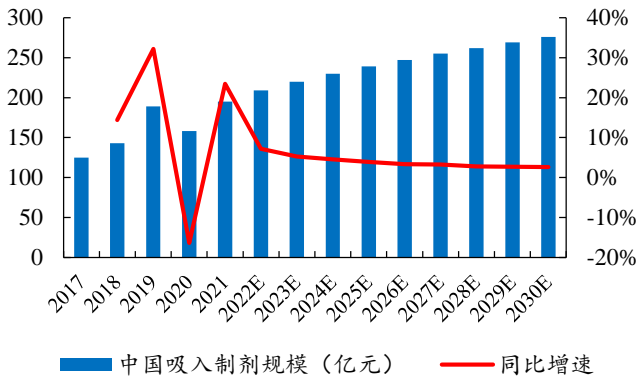
分类	描述	优点	缺点
吸入粉雾剂	固体微粉化原料药单独或与合适载体混合后，以胶囊、泡囊或多剂量贮库形式，采用特制的干粉吸入装置，	①无抛射剂，剂型环保 ②剂量高，使用方便	①研发难度较大 ②装置价格较高

分类	描述	优点	缺点
	由患者吸入雾化药物至肺部的制剂	③稳定性高、协调性高	
吸入气雾剂	指原料药物或原料药物和附加剂与适宜抛射剂共同封装于具有定量阀门系统和一定压力的耐压容器中，形成溶液、混悬液或乳液，使用时借助抛射剂的压力，将内容物呈雾状物喷出而用于肺部吸入的制剂	①具有速效和定位作用 ②可保证清洁状态，增加稳定性 ③定量准确	①有抛射剂潜在环保及毒副作用 ②系统限制剂量小 ③需患者协调使用
吸入液体制剂	供雾化器用的液体制剂，即通过雾化器产生连续供吸入用气溶胶的溶液、混悬液或乳液，吸入液体制剂包括吸入溶液、吸入混悬液、吸入用溶液（需稀释后使用的浓溶液）和吸入用粉末（需溶解后使用的无菌药物粉末）	①可连续或多次大剂量 ②患者呼吸协调要求低 ③无需使用抛射剂	①费用昂贵 ②单次用药时间长 ③需要在院内或购置雾化器使用
吸入喷雾剂	通过预定量或定量雾化器产生供吸入用气溶胶的溶液、混悬液或乳液	①药物停留在上呼吸道少 ②副作用少 ③药物达到肺部多疗效高	①费用昂贵 ②研发难度大
鼻喷雾剂	用药途径为经鼻腔的吸入制剂	①凝胶制剂增加鼻子部位的沉积和减缓排除 ②粒径大、粘度大	①鼻干副作用 ②长期应用产生药物依赖

资料来源：长风药业招股书、开源证券研究所

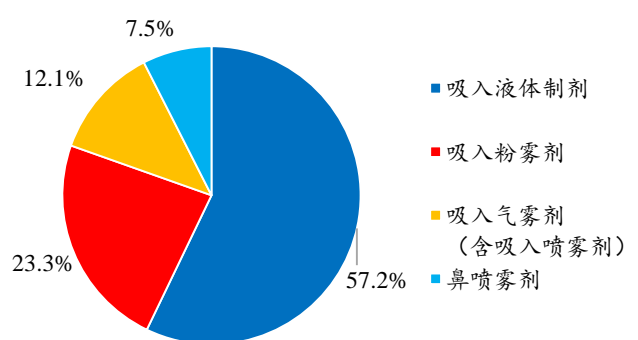
中国吸入制剂市场规模持续扩大。据弗若斯特沙利文数据，中国吸入制剂市场规模从2017年的125亿元增长至2021年的195亿元，CAGR达11.76%；预计2022年至2030年市场规模将稳定增长，2030年预计达到276亿元。分剂型来看，2021年国内吸入制剂市场份额最大的为吸入液体制剂，占比达57.2%，其次是吸入粉雾剂和吸入气雾剂，分别占2021年中国吸入制剂市场规模的23.3%和12.1%。

图21：中国吸入制剂市场规模将稳定增长



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图22：吸入液体制剂占过半市场份额（2021年）



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

公司多款吸入制剂正稳步推进中。截至2024年一季度报告披露日，公司的吸入用布地奈德混悬液已在国内申报，噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂已完成BE实验，噻托溴铵吸入喷雾剂完成稳定性研究，沙美特罗替卡松吸入粉雾剂完成工艺验证，噻托溴铵吸入粉雾剂已完成中试。

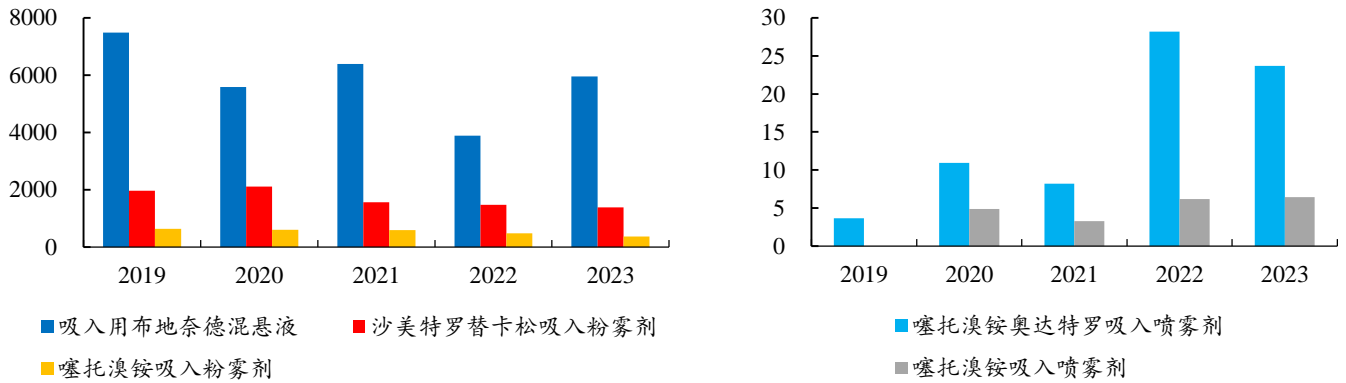
表5: 多款吸入制剂顺利推进中, 吸入用布地奈德混悬液已国内申报

项目名称	研发进展	应用前景
沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	完成工艺验证	哮喘、慢性阻塞性肺病
吸入用布地奈德混悬液	已申报	哮喘等
噻托溴铵吸入粉雾剂	完成中试	COPD 的维持治疗
噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂	已完成 BE 试验	COPD 的维持治疗
噻托溴铵吸入喷雾剂	完成稳定性研究	COPD 的维持治疗

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司在研的吸入制剂上市后有望贡献可观营收。公司布局的品种在市场上已有多年商业化销售, 其中, 吸入用布地奈德混悬液的市场规模较大, 近五年平均实现营收 58.57 亿元, 2023 年达 59.48 亿元; 沙美特罗替卡松吸入粉雾剂的市场规模保持在 10 亿元以上, 2023 年达 13.88 亿元; 噻托溴铵吸入粉雾剂的市场营收保持在 3 亿元以上; 噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂和噻托溴铵吸入喷雾剂的市场体量相对较小, 近些年营收分别保持在千万数量级和百万数量级。

图23: 在研的吸入制剂品种中, 吸入用布地奈德混悬液市场表现较为优异 (单位: 百万元)



数据来源: PDB、开源证券研究所

呼吸类制剂产品未来几年有望陆续获批上市。目前吸入用布地奈德混悬液已获批的企业有 5 家, 10 余家企业正处于上市申请中。公司在研的其余 4 款吸入制剂的市场竞争格局较好, 随着公司产品研发顺利推进, 有望获得较大增量。

表6: 吸入用布地奈德混悬液出现上市申报热潮

药品	已批准上市	上市申请中	临床申请中
沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	健康元 葛兰素史克	倍特药业 Cipla 苏州欧米尼医药有限公司 诺华、京新药业	博瑞医药
吸入用布地奈德混悬液	阿斯利康制药 长风药业 倍特药业 健康元 中生制药	博瑞医药 浙江赛默制药有限公司 鲁南制药 江苏西普拉制药有限公司 山东禾琦制药有限公司、浙江赛默制药有限公司 宁波美舒医药科技有限公司、浙江赛默制药有限公司 浙江高拓医药科技股份有限公司、浙江赛默制药有限公司	

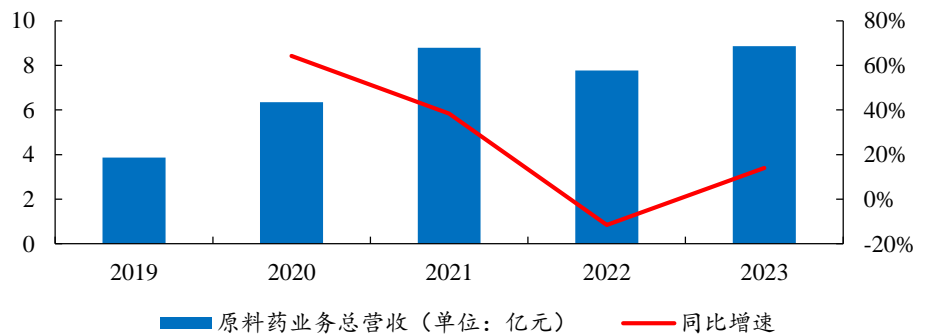
药品	已批准上市	上市申请中	临床申请中
		浙江福瑞喜药业有限公司 南京力成药业有限公司 仁合益康 天津市医药集团	
噻托溴铵吸入粉雾剂	勃林格殷格翰制药 仙琚制药 弘益科技	谷森医药	长风药业 中生制药 南京力成药业有限公司 博腾制药
噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂	勃林格殷格翰制药		
噻托溴铵吸入喷雾剂	勃林格殷格翰制药	谷森医药	

资料来源：Insight、开源证券研究所

2.3、巩固原料药基础，制剂业务有望逐步放量

目前公司核心业务仍以原料药为主。原料药业务的整体营收由 2019 年的 3.86 亿元增长至 2023 年的 8.85 亿元，CAGR 达 23.04%。

图24：2023 年公司原料药业务营收突破 8 亿元

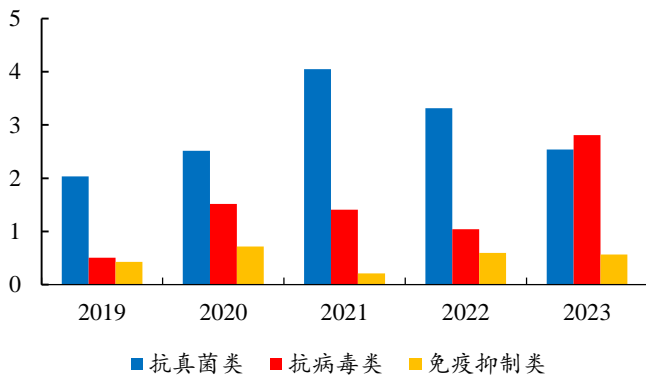


数据来源：Wind、开源证券研究所

抗真菌类为公司原料药营收的重要构成，抗病毒类营收增长迅速。近些年，公司抗真菌类原料药营收均突破 2 亿元；受流感影响，抗病毒类在 2023 年实现营收 2.81 亿元，同比增长 169.96%。

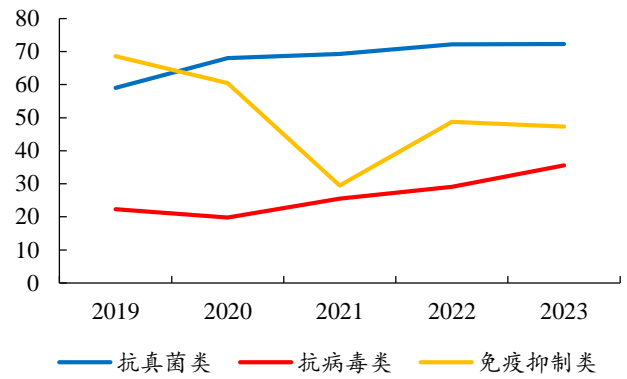
抗真菌类毛利率稳中有升，抗病毒类毛利率持续提高。公司抗真菌类原料药毛利率从 2019 年的 59.04% 逐步提升至 2023 年的 72.30%；抗病毒类毛利率从 2020 年的 19.83% 提升至 2023 年的 35.56%；近两年免疫抑制类毛利率约为 48%。

图25: 抗病毒类原料药营收增长显著 (单位: 亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 抗真菌类、抗病毒类毛利率持续提升 (单位: %)



数据来源: Wind、开源证券研究所

目前, 公司已有多款原料药品种在售, 核心药物覆盖了抗病毒、抗真菌、免疫抑制、抗肿瘤等多个领域, 充分发挥技术优势做大做强特色原料药业务。

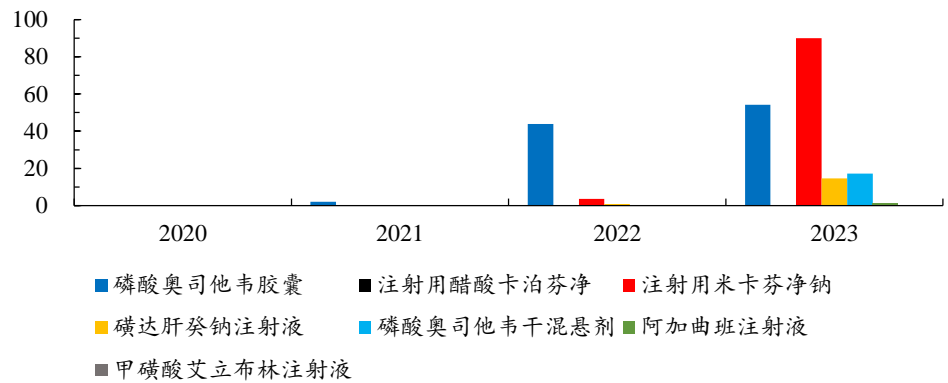
表7: 公司主要在售原料药具有显著临床价值

适用领域	产品名称	具体适应症
抗病毒	恩替卡韦	主要用于治疗伴有病毒复制活跃、血清转氨酶持续增高的慢性乙型肝炎感染
	奥司他韦	可以抑制成熟的流感病毒脱离宿主细胞, 从而抑制流感病毒在人体内的传播以起到治疗流行性感冒的作用
抗真菌	卡泊芬净	主要用于经验性治疗中性粒细胞减少、伴发热病人的可疑真菌感染以及治疗对其它治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌等
	米卡芬净钠	治疗由曲霉菌和念珠菌引起的下列感染: 真菌血症、呼吸道真菌病、胃肠道真菌病
	阿尼芬净	治疗念珠菌血症及其他类型念珠菌的感染和食管念珠菌病
	泊沙康唑	广泛用于念珠菌、曲霉菌的预防和治疗以及毛霉菌的治疗
免疫抑制	依维莫司	用于治疗多种癌症及疾病, 包括晚期肾细胞癌、进展期胰腺神经内分泌瘤和结节性硬化症等
	吡美莫司	适用于无免疫受损的轻度至中度异位性皮炎(湿疹)
抗肿瘤	艾立布林	用于治疗晚期或转移性乳腺癌

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司制剂板块逐步放量。2023年, 公司有4款制剂营收突破1000万元, 其中, 注射用米卡芬净钠实现营收8992万元, 磷酸奥司他韦胶囊实现营收5411万元。公司制剂逐步获批, 有望贡献较大增量。

图27：近年来公司制剂产品开始放量（单位：百万元）

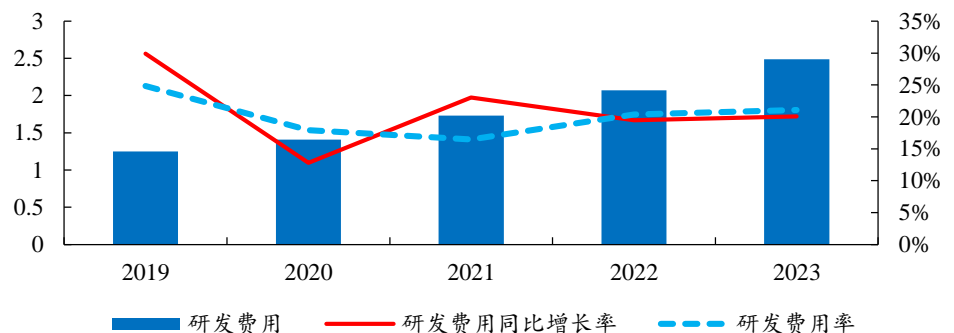


数据来源：PDB、开源证券研究所

2.4、坚定研发驱动战略，推动多领域产品布局

公司注重研发创新，不断加大研发投入。公司研发支出由2019年的1.25亿元增长至2023年的2.49亿元，CAGR达18.78%；研发费用率由2021年的16.47%提升至2023年的21.08%。

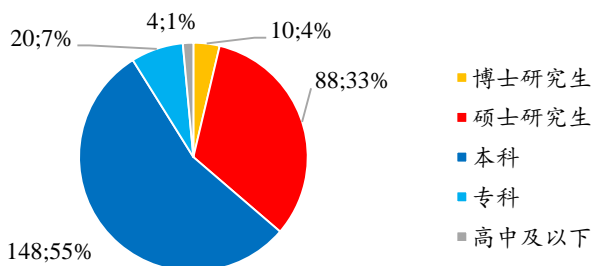
图28：公司研发投入规模保持稳定增长（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

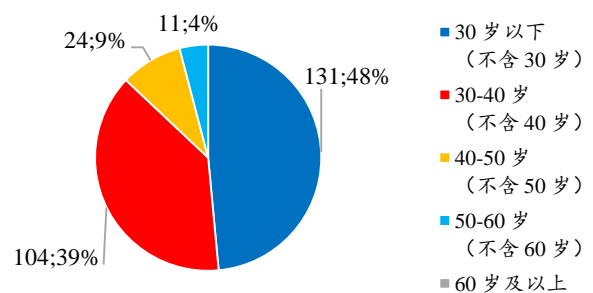
公司研发人员素质较高。2023年公司研发人员数量达270人，占公司总人数比重为23.38%。其中，本科及以上学历占比91%，40岁以下的研发人员占比87%，30岁以下占比近半，为研发创新注入活力。

图29：研发人员中本科及以上学历超90%（单位：人）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：研发人员年龄结构偏年轻化（单位：人）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

核心技术人员兼具专业背景与实践经验。公司核心技术人员普遍拥有较高学历，在化学、医药等领域拥有深厚的专业背景，各自在行业内的研发、生产、管理等方面有着丰富的实践，具备领导团队、制定战略等领导能力。

表8：公司核心技术人员兼具专业背景与丰富实践经验（2023年）

姓名	主要工作经历
袁建栋	1970年1月出生，博士研究生学历。1992年北京大学本科毕业。1998年美国纽约州立大学博士毕业。1998年至2001年任美国Enzo Biochem Inc.公司高级研究员。2001年至今任公司董事长兼总经理和药物研究院院长。
黄仰青	1981年2月出生，博士研究生学历。2006年至2008年任桑迪亚医药技术（上海）有限责任公司研究员。2008年至2009年任苏州天马医药集团有限公司研究员。2009年至今历任博瑞医药合成研发经理、研发总监、药物研究院副院长兼执行院长。现任公司董事。
王兵峰	1979年7月出生，研究生学历，博瑞泰兴总经理。2001年至2008年任江苏中丹慧聚合成化学有限公司生产经理。2008年至2014年任江苏圣泰科合成化学有限公司生产总监。2014年至今历任博瑞泰兴副总经理、总经理。
郭明	1968年1月出生，本科学历，高级工程师，副主任药师，重庆乾泰技术总监。1988年至2010年历任重庆大新药业股份有限公司技术员、车间主任、研发中心主任。2010年至2011年任乐山市瑞和祥生物制药有限公司技术总监。2011年至今任重庆乾泰技术总监。2020年至今任重庆微生物学会科技开发与科学普及专委会主任委员。
王玉怀	1982年2月出生，本科学历，公司分析研发总监。2006年至2011年任江苏豪森医药研究院有限公司研发分析组组长。2011年至今历任公司分析研发经理、分析研发总监。
刘省伟	1983年2月出生，工程硕士，正高级工程师，重庆乾泰总经理。2004年至2013年历任北大医药重庆大新药业股份有限公司研发中心技术员、项目负责人、高级业务经理、副主任、主任。2013年至今历任重庆乾泰总经理助理、副总经理、总经理

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司已打造五大高水平药物技术研发平台。通过多年积累，公司目前形成了发酵半合成平台、多手性药物平台、非生物大分子平台、药械组合平台及偶联药物平台等药物技术研发平台，产品覆盖抗真菌、抗病毒、免疫抑制、抗肿瘤、心脑血管、呼吸、补铁剂、兽药、辅料等多个领域。

表9：公司已打造五大药物技术研发平台，产品适应症覆盖广泛

技术平台	具体介绍	主要产品
发酵半合成平台	发酵半合成技术是指需经微生物发酵、分离纯化获得中间产物，再通过化学合成获得最终产物的制药技术。该类药物涉及多个不同的技术领域，需要多学科交叉知识，涉及技术难点较多，形成的多重技术壁垒较高难穿透	卡泊芬净、米卡芬净钠、阿尼芬净、吡美莫司、依维莫司、曲贝替定、多拉菌素等多个技术难度和附加值较高的品种
多手性药物平台	多手性药物合成技术是通过综合应用手性不对称合成、手性拆分、无效对映体转化、手性催化等技术手段来合成含有多个手性中心、合成路线长、结构复杂药物的技术，其工艺开发、工艺控制、质量研究和杂质控制以及产品的注册都是医药行业的前沿技术领域	一系列难合成、步骤长的多手性药物，例如泊沙康唑，阿加曲班，抗癌药物艾立布林等

技术平台	具体介绍	主要产品
非生物大分子平台	非生物大分子是既有别于传统小分子化学药物又不同于以抗体和蛋白质为代表的生物大分子药物，以高分子化合物、多肽和无机金属氧化物为代表的一类复杂结构的药物。这类药物往往需要特殊的制备工艺并具有复杂的化学结构，很多情况下具有独特的微观空间结构	均处于稳定性阶段的羧基麦芽糖铁注射液及原料药
药械组合平台	药械组合产品系指由药品与医疗器械共同组成，并作为一个单一实体生产的医疗产品，包括经口吸入、经鼻入脑、眼科喷雾、预充针、注射笔、达特罗吸入喷雾剂、塞托溴铵吸入贴剂、微针等形式。因涉及药学、医学、表面科学、材料工程、机械设计等多学科，研发难度很高	吸入用布地奈德混悬液、塞托溴铵吸入喷雾剂、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂、塞托溴铵吸入粉雾剂等
偶联药物平台	肿瘤靶向的偶联药物是近年来抗肿瘤药物的重点研究领域，其中有代表性的包括抗体偶联药物、多肽偶联药物、高分子偶联药物、放射性核素偶联药物等技术领域	BGC0222、BGM0504、BGC0228 等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

多款在研产品顺利推进。从 2023 年在研项目来看，公司在抗生素、抗感染、抗肿瘤、抗真菌、哮喘、贫血及自身免疫性疾病、降血糖等多个领域，部分产品进展较快。

图31：多款在研原料药进展顺利，适用范围广泛

原料药名称	进展情况	应用前景
达巴万星	已申报美国 DMF	新型抗生素
羧基麦芽糖铁	稳定性阶段	治疗缺铁性贫血 (IDA)
蔗糖铁原料药	中试阶段	治疗慢性肾脏病 (CKD) 相关贫血症
地诺孕素	已申报	用于治疗子宫内膜异位症
瑞加诺生	已申报	适用于无法承受足够运动压力的患者的放射性核素心肌灌注显像 (MPI)
碘普罗胺原料药	已申报	造影剂
二十碳五烯酸乙酯	小试阶段	高脂血症等
艾沙康唑	已申报	抗真菌
他克莫司	中试阶段	狼疮肾炎；肝、肺、心、肾移植；溃疡性结肠炎；重症肌无力；类风湿性关节炎；急性肺炎；骨髓移植
芦比替定	稳定性阶段	抗肿瘤
奥利万星	中试阶段	抗感染
氟雷拉纳	稳定性阶段	用于治疗犬体表的跳蚤和蜱感染，还可辅助治疗因跳蚤引起的过敏性皮炎，兽用
交沙霉素 (欧洲)	小试阶段	抗感染
丙酸交沙霉素 (欧洲)	中试阶段	抗感染
伏环孢素	稳定性阶段	自身免疫性疾病
蓝铜肽	小试阶段	大健康领域产品

图32：多款制剂稳步推进中，助力未来制剂业务扩张

制剂名称	进展情况	应用前景
BGM0504 注射液	临床 II 期	降血糖、减肥
注射用 BGC0228	临床 I 期	抗肿瘤
靶向放射性药物 PSMA-0057	临床前研究	抗肿瘤
BGC1201 片	获批临床	抗肿瘤
羧基麦芽糖铁注射液	稳定性阶段	治疗缺铁性贫血 (IDA)
蔗糖铁注射液	小试阶段	治疗慢性肾脏病 (CKD) 相关贫血症
秋水仙碱贴剂	临床前研究	治疗痛风
泊沙康唑口服混悬液	小试阶段	抗真菌
瑞加诺生注射液	已申报	适用于无法承受足够运动压力的患者的放射性核素心肌灌注显像 (MPI)
沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	中试阶段	哮喘、COPD
吸入用布地奈德混悬液	已申报	哮喘等
塞托溴铵吸入粉雾剂	小试阶段	COPD 维持治疗
塞托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂	稳定性阶段	COPD 维持治疗
塞托溴铵吸入喷雾剂	稳定性阶段	COPD 维持治疗
枸橼酸铁片	小试阶段	补铁
二十碳五烯酸乙酯软胶囊	稳定性阶段	高脂血症等
注射用芦比替定	中试阶段	抗肿瘤
注射用米卡芬净钠 ANDA	中试阶段	抗真菌

(化妆品原料)		
司美格鲁肽 (美国)	预研	降血糖、减肥
替尔泊肽 (美国)	小试阶段	用于治疗 2 型糖尿病

阿加曲班注射液 ANDA	小试阶段	抗凝
依维莫司片 ANDA	中试阶段	抗肿瘤
丙酸交沙霉素干糖浆	小试阶段	抗感染
伏环孢素软胶囊	中试阶段	自身免疫性疾病

数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2023 年公司有多款原料药品种和制剂已在国内外呈交监管部门审批，获批上市后预计进一步丰富公司原料药业务的覆盖范围和深度。

图33：2023 年公司多款产品于国内完成申报

分 类	产品名称	进展情况
原 料 药	甲磺酸艾立布林	已取得化学原料药上市许可批准通知书
	泊沙康唑	已取得化学原料药上市许可批准通知书
	溴夫定	已取得化学原料药上市许可批准通知书
	舒更葡糖钠	已取得化学原料药上市许可批准通知书
	依维莫司	已取得化学原料药上市许可批准通知书
	地诺孕素	在审评
	瑞加诺生	在审评
	硫酸艾沙康唑	在审评
	碘普罗胺	在审评
	重酒石酸去甲肾上腺素	在审评
	盐酸多巴胺	在审评
	重酒石酸间羟胺	在审评
	肾上腺素	在审评
	注射用伏立康唑	已取得生产批文
	甲磺酸艾立布林注射液	已取得生产批文
	盐酸西那卡塞片	已取得生产批文
	磺达肝癸钠注射液	已取得生产批文
	磷酸奥司他韦颗粒	已取得生产批文
	地诺孕素片	在审评
吸入用布地奈德混悬液	在审评	
瑞加诺生注射液	在审评	
碘普罗胺注射液	在审评	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：2023 年公司多款产品于海外完成申报

分 类	产品名称	国家/地区	进展情况
原 料 药	舒更葡糖钠	美国	已通过技术审评
	阿加曲班	日本	已获批
	阿尼芬净	美国	已通过技术审评
	泊沙康唑晶型 I (PO-I)	美国	已通过技术审评
	尼麦角林 (大新场地)	欧洲	已获批
	艾立布林	欧洲	已通过技术审评
	盐酸达巴万星	欧洲	审评中
	舒更葡糖钠	日本	审评中
	尼麦角林	韩国	审评中
	碘普罗胺	欧洲	审评中
	非达米星	美国	审评中
	尼麦角林 (泰兴场地)	欧洲	审评中
	曲贝替定	美国	审评中
芦比替定	美国	审评中	
制 剂	磺达肝癸钠注射剂	美国	审评中

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、关键假设

现阶段，博瑞医药不断发挥产业链一体化的优势，我们预计：

(1) 目前仍处于后疫情时期，市场对抗病毒类产品仍有一定的需求，预计公司抗病毒类原料药 2024-2026 年的营收增速为 15.00%、15.00%、10.00%；其毛利率预计维持稳定，预计 2024-2026 年抗病毒类产品毛利率为 35.40%、35.30%、35.50%。

(2) 抗真菌类原料药虽然近年营收下滑，但其商业化需求稳定增长，随着价格的阶段性变动，以及公司对产品成本的进一步控制，预计公司抗真菌类原料药 2024-2026 年的营收增速为 15.00%、15.00%、10.00%；其毛利率预计维持稳定，预计 2024-2026 年抗真菌类产品毛利率为 72.20%、72.30%、72.10%。

(3) 对于免疫抑制类原料药，受客户开发需求变化影响，其 2023 年营收同比有一定下降，未来随着下游开发需求的稳定会有一定的增长空间，预计公司免疫抑制类原料药 2024-2026 年的营收增速为 20.00%、20.00%、20.00%；其毛利率预计维持稳定，预计 2024-2026 年免疫抑制类产品毛利率为 47.60%、47.30%、47.80%。

(4) 其他类产品的原料药，鉴于公司市场开拓稳步推进，新产品陆续投入市场，预计公司其他类原料药 2024-2026 年的营收增速为 4.00%、4.00%、4.00%；其毛利率预计维持稳定，预计 2024-2026 年其他类原料药产品毛利率为 44.50%、44.60%、44.70%。

(5) 公司制剂类产品得益于集采中标，营收增长相对较快，随着公司越来越多制剂的上市，预计公司制剂类产品 2024-2026 年的营收增速为 30.00%、30.00%、30.00%；其毛利率预计维持稳定，预计 2024-2026 年制剂类产品毛利率为 67.30%、67.50%、67.90%。

(6) 公司技术转让或服务带来的营收相对波动较大，但凭借公司出色的技术实力和储备，预计公司技术转让或服务 2024-2026 年的营收增速为 5.00%、5.00%、5.00%；其毛利率预计维持稳定，预计 2024-2026 年公司技术转让或服务毛利率为 72.40%、72.30%、72.60%。

(7) 对于产品权益分成，随着公司的技术优势和产业链地位的进一步增强，公司将享受到更多下游客户的产品销售权益分成。预计公司制剂类产品 2024-2026 年的营收增速为 10.00%、10.00%、10.00%。

表10：2024-2026年博瑞医药各业务板块营收预计稳健增长（单位：百万元）

子版块	财务表现	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
原料药 -抗病毒类	营收	104.07	280.95	323.09	371.56	408.71
	同比增速 (%)	-25.91	169.97	15.00	15.00	10.00
	成本	73.82	181.06	208.72	240.40	263.62
	毛利率 (%)	29.07	35.56	35.40	35.30	35.50
原料药 -抗真菌类	营收	331.75	254.03	292.13	335.95	369.55
	同比增速 (%)	-18.06	-23.43	15.00	15.00	10.00
	成本	92.32	70.36	81.21	93.06	103.10
	毛利率 (%)	72.17	72.30	72.20	72.30	72.10
原料药 -免疫抑制类	营收	59.55	56.30	67.56	81.07	97.29
	同比增速 (%)	16.55	-5.45	20.00	20.00	20.00
	成本	30.50	29.64	35.40	42.72	50.78
	毛利率 (%)	48.78	47.35	47.60	47.30	47.80
原料药 -其他类产品	营收	281.75	294.18	305.95	318.19	330.91
	同比增速 (%)	-0.02	4.41	4.00	4.00	4.00
	成本	136.86	161.97	169.80	176.27	182.99
	毛利率 (%)	51.42	44.94	44.50	44.60	44.70
制剂类	营收	100.40	138.01	179.41	233.24	303.21
	同比增速 (%)	102.46	37.46	30.00	30.00	30.00
	成本	28.35	45.58	58.67	75.80	97.33
	毛利率 (%)	71.77	66.98	67.30	67.50	67.90
技术转让或服务	营收	84.39	75.80	79.59	83.57	87.75
	同比增速 (%)	24.50	-10.17	5.00	5.00	5.00
	成本	14.30	20.98	21.97	23.15	24.04
	毛利率 (%)	83.05	72.33	72.40	72.30	72.60
产品权益分成	营收	51.39	61.90	68.09	74.90	82.39
	同比增速 (%)	-5.86	20.46	10.00	10.00	10.00
	毛利率 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2024-2026年关键假设数据来自开源证券研究所

3.2、盈利预测与估值

博瑞医药以技术高地开拓者身份，凭借原料药制剂一体化战略，以及潜力新药BGM0504和吸入制剂的布局，展现强劲市场竞争力和增长潜力。我们看好公司的长期发展，预计公司2024-2026年归母净利润为2.17/2.27/2.50亿元，当前股价对应PE分别为62.4/59.6/54倍。选取与博瑞医药业务相近的国内企业恒瑞医药、诺泰生物与福瑞股份作比较。与可比公司的平均估值相比，博瑞医药估值有一定溢价，主要考虑到公司产品技术壁垒较高，此外，重磅产品BGM0504有望贡献较大业绩弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：与可比公司平均估值相比，公司估值存在溢价，技术实力与未来产品将兑现价值

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688076.SH	诺泰生物	68.22	73.68	41.18	34.82	52.60	37.26	27.63
600276.SH	恒瑞医药	42.23	26.90	18.45	20.69	49.34	41.66	34.52
300049.SZ	福瑞股份	48.10	103.47	49.72	42.16	61.92	41.36	29.09
	可比公司平均		68.02	36.45	32.56	54.62	40.09	30.41
688166.SH	博瑞医药	32.01	7.09	4.64	10.40	62.4	59.6	54

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：诺泰生物、恒瑞医药与福瑞股份的盈利预测来自 Wind 一致预测，博瑞医药盈利预测来自开源证券研究所，数据截止 2024 年 7 月 22 日收盘

4、风险提示

仿制药研发失败的风险：仿制药（含制剂和原料药）研发投资较大、周期较长、风险较大。根据药品注册管理相关法规的规定，仿制药一般需经过临床前研究、临床试验（如适用）、申报、审评与审批等阶段，如果最终未能通过审评审批，则仿制药研发失败。

业绩不及预期的风险：公司是研发驱动的创新型产品和技术平台企业，研发投入较大。公司部分收入来源于下游客户研发验证阶段的采购，受客户产品研发进度和结果的影响较大，且药品研发具有较高的固有风险，存在较大的不确定性。

汇率大幅波动的风险：外销收入是公司营收重要组成部分，产品主要出口欧盟、美国和“一带一路”国家和地区等，主要以欧元和美元计价。如人民币对欧元或美元等币种的汇率发生大幅波动，将导致公司营业收入发生波动，进而对公司的经营业绩产生一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1938	1840	2403	2409	2969
现金	1180	998	1344	1414	1658
应收票据及应收账款	304	285	479	335	612
其他应收款	19	20	16	29	19
预付账款	44	52	55	69	70
存货	280	345	385	429	482
其他流动资产	111	139	125	132	129
非流动资产	2723	3192	3313	3504	3668
长期投资	35	43	28	17	4
固定资产	402	718	1082	1387	1639
无形资产	82	94	98	104	111
其他非流动资产	2204	2337	2105	1996	1914
资产总计	4661	5032	5716	5913	6637
流动负债	812	922	1749	2065	2898
短期借款	124	157	911	1322	1933
应付票据及应付账款	252	228	386	265	481
其他流动负债	435	537	452	477	484
非流动负债	1608	1692	1401	1131	848
长期借款	1576	1615	1346	1065	787
其他非流动负债	32	77	55	66	60
负债合计	2420	2614	3150	3196	3746
少数股东权益	50	49	21	-10	-44
股本	422	422	422	422	422
资本公积	1008	1057	1057	1057	1057
留存收益	743	898	1048	1205	1378
归属母公司股东权益	2192	2369	2545	2727	2935
负债和股东权益	4661	5032	5716	5913	6637

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	311	195	207	282	273
净利润	211	173	188	196	217
折旧摊销	51	77	101	142	170
财务费用	10	24	-31	-18	-14
投资损失	-4	15	5	10	8
营运资金变动	40	-127	-68	-47	-113
其他经营现金流	3	32	12	-1	5
投资活动现金流	-872	-440	-237	-340	-346
资本支出	727	404	261	331	354
长期投资	-153	-64	16	11	13
其他投资现金流	9	28	8	-19	-5
筹资活动现金流	1365	62	-394	-274	-298
短期借款	-133	32	754	411	610
长期借款	957	39	-269	-281	-278
普通股增加	12	0	0	0	0
资本公积增加	269	49	0	0	0
其他筹资现金流	258	-59	-880	-404	-630
现金净增加额	819	-181	-425	-333	-371

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1017	1180	1340	1529	1720
营业成本	376	521	590	668	742
营业税金及附加	5	6	7	8	9
营业费用	70	64	83	89	103
管理费用	115	116	142	156	179
研发费用	207	249	335	398	447
财务费用	10	24	-31	-18	-14
资产减值损失	-15	-21	-22	-26	-29
其他收益	21	30	26	28	27
公允价值变动收益	-3	-1	-2	-1	-2
投资净收益	4	-15	-5	-10	-8
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	242	190	211	217	242
营业外收入	1	0	1	0	1
营业外支出	1	2	1	2	1
利润总额	242	189	210	216	241
所得税	31	15	22	20	24
净利润	211	173	188	196	217
少数股东损益	-28	-29	-28	-31	-34
归属母公司净利润	240	202	217	227	250
EBITDA	369	352	359	425	495
EPS(元)	0.57	0.48	0.51	0.54	0.59

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-3.3	15.9	13.6	14.2	12.5
营业利润(%)	-6.5	-21.4	11.0	2.7	11.4
归属于母公司净利润(%)	-1.8	-15.5	7.1	4.6	10.4
获利能力					
毛利率(%)	63.0	55.8	56.0	56.3	56.8
净利率(%)	23.6	17.2	16.2	14.8	14.6
ROE(%)	9.4	7.2	7.3	7.2	7.5
ROIC(%)	6.6	5.5	4.5	4.7	4.8
偿债能力					
资产负债率(%)	51.9	52.0	55.1	54.1	56.4
净负债比率(%)	37.3	51.5	49.8	50.3	50.7
流动比率	2.4	2.0	1.4	1.2	1.0
速动比率	1.9	1.5	1.1	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	3.0	4.0	3.5	3.8	3.6
应付账款周转率	1.8	2.6	2.2	2.4	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.48	0.51	0.54	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.46	0.49	0.67	0.65
每股净资产(最新摊薄)	5.01	5.43	5.84	6.28	6.77
估值比率					
P/E	56.4	66.8	62.4	59.6	54.0
P/B	6.4	5.9	5.5	5.1	4.7
EV/EBITDA	38.9	41.9	41.2	34.9	30.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn