

稳健增长，BGM0504 有望迎来催化

——博瑞医药 2024 年中报点评

核心观点

- 营收稳健增长，利润端开始改善。**公司公布 2024 年中报，实现营收 6.58 亿元（+11.95%），归母净利润 1.06 亿元（-2.81%），扣非归母净利润 1.05 亿元（+0.25%）。其中，24Q2 实现营收 3.18 亿元（+12.39%），归母净利润 0.42 亿元（+9.37%），扣非归母净利润 0.41 亿元（+16.34%）。24H1 公司营收保持稳定增长，利润端同比略降，但从 Q2 单季度情况看，利润端已开始改善。毛利率维持稳定，24H1 公司实现毛利率 55.30%，较上年同期略降 0.73pct。
- 原料药业务稳定，制剂维持高增速。**24H1 公司实现产品销售收入 6.14 亿元（同比+16.65%），原料药产品收入 5.04 亿元（同比+14.04%），其中：抗病毒类产品受流感趋势变化导致奥司他韦原料药需求及价格波动，收入较去年同期减少 28.02%。抗真菌类产品收入同比增长 66.82%，免疫抑制类产品收入同比增长 71.01%；制剂产品收入 1.10 亿元（同比+30.38%），主要得益于磷酸奥司他韦胶囊、甲磺酸艾立布林注射液等产品的增量。
- 加大研发投入，BGM0504 进展顺利，下半年有望迎来催化。**24H1 公司研发费用为 1.43 亿元（同比+38.09%），研发费用率为 21.71%，较去年同期提升 4.11pct。公司持续推进 BGM0504 注射液等创新药及吸入制剂的研发，创新药及吸入制剂合计研发投入占公司研发费用的 53.04%（同比+105.25%）。BGM0504 注射液 2 型糖尿病治疗及减重适应症的 II 期临床已完成全部受试者入组，其中糖尿病适应症所有受试者和减重适应症 5mg/10mg 剂量组受试者均已出组，24H2 有望读出 II 期数据。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 24 年中报，我们上调公司销售费用和研发费用，预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.52/0.58/0.71 元（原预测 24-26 年每股收益为 0.68/0.79/0.91 元）。根据可比公司，我们给予公司 2024 年 56 倍市盈率，对应目标价为 29.12 元，维持“买入”评级。

风险提示

新品种研发不及预期，制剂类品种销售不及预期，产能爬坡不及预期，制剂品种集采价格波动风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,017	1,180	1,343	1,525	1,730
同比增长(%)	-3.3%	15.9%	13.9%	13.5%	13.5%
营业利润(百万元)	242	190	217	247	303
同比增长(%)	-6.5%	-21.4%	14.1%	13.8%	22.9%
归属母公司净利润(百万元)	240	202	219	246	299
同比增长(%)	-1.8%	-15.5%	8.0%	12.7%	21.5%
每股收益(元)	0.57	0.48	0.52	0.58	0.71
毛利率(%)	63.0%	55.8%	55.2%	54.4%	53.7%
净利率(%)	23.6%	17.2%	16.3%	16.2%	17.3%
净资产收益率(%)	12.4%	8.9%	8.8%	9.1%	10.0%
市盈率	48.4	57.3	53.0	47.1	38.7
市净率	5.3	4.9	4.5	4.1	3.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2024年08月27日）	27.44 元
目标价格	29.12 元
52 周最高价/最低价	46.75/17.76 元
总股本/流通 A 股（万股）	42,247/42,247
A 股市值（百万元）	11,592
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 08 月 27 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.66	-6.89	-25.23	51.27
相对表现%	6.48	-3.84	-16.14	62.16
沪深 300%	-0.82	-3.05	-9.09	-10.89



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

傅肖依 fuxiaoyi@orientsec.com.cn

相关报告

收入稳健增长，研发力度持续加大	2024-04-30
业绩恢复稳健增长，研发推进下长期向好	2023-04-26

图 1：可比公司估值（截止 2024.8.27）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2024/8/27	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
诺泰生物	688076	60.16	0.74	1.58	2.26	3.02	81.14	38.17	26.63	19.93
翰宇药业	300199	9.08	-0.58	0.08	0.30	0.64	-15.61	106.95	30.38	14.29
信立泰	002294	29.34	0.52	0.57	0.67	0.79	56.39	51.20	44.01	37.09
恒瑞医药	600276	43.60	0.67	0.91	1.05	1.26	64.64	47.99	41.41	34.61
海思科	002653	30.51	0.26	0.35	0.54	0.75	115.18	86.46	56.21	40.71
键凯科技	688356	50.45	1.91	2.47	3.10	3.63	26.42	20.45	16.27	13.90
	最大值						115.18	106.95	56.21	40.71
	最小值						-15.61	20.45	16.27	13.90
	平均数						54.69	58.53	35.82	26.76
	调整后平均						57.15	55.95	35.61	26.48

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,180	998	870	624	443
应收票据、账款及款项融资	307	309	279	319	366
预付账款	44	52	54	62	73
存货	280	345	363	425	524
其他	126	136	112	129	133
流动资产合计	1,938	1,840	1,680	1,559	1,540
长期股权投资	35	43	39	41	40
固定资产	402	718	878	1,016	1,147
在建工程	1,666	1,736	1,967	2,190	2,390
无形资产	82	94	112	130	147
其他	537	601	539	546	540
非流动资产合计	2,723	3,192	3,535	3,923	4,264
资产总计	4,661	5,032	5,215	5,482	5,803
短期借款	124	157	157	157	157
应付票据及应付账款	252	228	241	278	320
其他	435	537	538	542	546
流动负债合计	812	922	936	977	1,023
长期借款	1,170	1,185	1,135	1,135	1,135
应付债券	406	430	465	465	465
其他	32	77	54	56	59
非流动负债合计	1,608	1,692	1,654	1,656	1,659
负债合计	2,420	2,614	2,590	2,633	2,682
少数股东权益	50	49	29	7	(21)
实收资本（或股本）	422	422	422	422	422
资本公积	1,008	1,057	1,057	1,057	1,057
留存收益	743	898	1,116	1,363	1,662
其他	18	(9)	0	0	0
股东权益合计	2,242	2,418	2,625	2,849	3,121
负债和股东权益总计	4,661	5,032	5,215	5,482	5,803

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	211	173	199	224	272
折旧摊销	50	73	109	139	168
财务费用	10	24	10	10	10
投资损失	(4)	15	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	15	(87)	12	(76)	(122)
其它	29	(4)	97	(6)	13
经营活动现金流	311	195	418	282	332
资本支出	(737)	(460)	(507)	(507)	(507)
长期投资	17	(71)	46	(9)	(8)
其他	(152)	90	(46)	(4)	10
投资活动现金流	(872)	(440)	(507)	(520)	(506)
债权融资	1,246	159	(29)	2	3
股权融资	282	49	0	0	0
其他	(163)	(146)	(10)	(10)	(10)
筹资活动现金流	1,365	62	(39)	(8)	(7)
汇率变动影响	14	3	-0	-0	-0
现金净增加额	819	(181)	(128)	(246)	(181)

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,017	1,180	1,343	1,525	1,730
营业成本	376	521	602	696	801
销售费用	70	64	85	101	111
管理费用	115	116	120	123	125
研发费用	207	249	301	353	391
财务费用	10	24	10	10	10
资产、信用减值损失	13	24	19	3	5
公允价值变动收益	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)
投资净收益	4	(15)	9	9	9
其他	16	25	4	1	8
营业利润	242	190	217	247	303
营业外收入	1	0	0	1	0
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	242	189	216	246	302
所得税	31	15	17	22	30
净利润	211	173	199	224	272
少数股东损益	(28)	(29)	(20)	(22)	(27)
归属于母公司净利润	240	202	219	246	299
每股收益（元）	0.57	0.48	0.52	0.58	0.71

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-3.3%	15.9%	13.9%	13.5%	13.5%
营业利润	-6.5%	-21.4%	14.1%	13.8%	22.9%
归属于母公司净利润	-1.8%	-15.5%	8.0%	12.7%	21.5%
获利能力					
毛利率	63.0%	55.8%	55.2%	54.4%	53.7%
净利率	23.6%	17.2%	16.3%	16.2%	17.3%
ROE	12.4%	8.9%	8.8%	9.1%	10.0%
ROIC	6.4%	4.4%	4.4%	4.8%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	51.9%	52.0%	49.7%	48.0%	46.2%
净负债率	37.3%	49.1%	49.6%	54.3%	55.3%
流动比率	2.39	1.99	1.79	1.60	1.50
速动比率	2.02	1.62	1.39	1.14	0.97
营运能力					
应收账款周转率	3.0	4.0	4.9	5.3	5.3
存货周转率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
每股指标（元）					
每股收益	0.57	0.48	0.52	0.58	0.71
每股经营现金流	0.74	0.46	0.99	0.67	0.79
每股净资产	5.19	5.61	6.14	6.73	7.44
估值比率					
市盈率	48.4	57.3	53.0	47.1	38.7
市净率	5.3	4.9	4.5	4.1	3.7
EV/EBITDA	41.8	43.8	37.5	31.8	26.2
EV/EBIT	50.0	58.8	55.5	49.1	40.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。