



买入（维持）

所属行业：医药生物/化学制药
当前价格(元)：43.97

证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

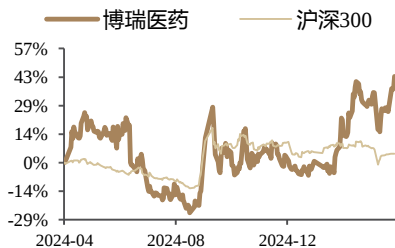
陈进

资格编号：S0120521110001

邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.71	17.10	48.00
相对涨幅(%)	15.09	21.46	49.19

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《博瑞医药：双靶点 GLP-1 领衔，由仿制向创新的蜕变》，2024.9.11

博瑞医药：专注代谢药物研发， 管线新增口服 BGM0504 与 Amylin 类似物

投资要点

- 事件：**公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。24 年实现营业收入 12.83 亿元 (+8.74%)；归母净利润 1.89 亿元 (-6.57%)；扣非净利润 1.81 亿 (-3.12%)。25 年一季度实现营业收入 2.49 亿元 (-26.8%)；归母净利润 1296 万元 (-79.8%)；扣非净利润 803 万元 (-87.5%)。
- 24 年经营符合预期，研发费用增加影响业绩。**公司 24Q4 营收 3.06 亿（同 +15.53%），归母净利润 1175.8 万（+10.14%），保持稳健经营。收入分行业看，24 年医药制造实现营业收入 12.48 亿元（+7.5%）；24 年收入分产品看：原料药-抗病毒类收入 1.74 亿元 (-37.92%)，原料药-抗真菌类收入 4.07 亿元 (+60.28%)，原料药-免疫抑制类收入 0.82 亿元（+45.72%），原料药-其他类产品收入 3.24 亿元（+10.22%）；制剂类收入 1.61 亿元（+16.77%）；技术转让或服务收入 3922 万元（-48.26%）；产品权益分成 6004 万元（-3.2%）。报告期内，公司主营业务毛利率为 58.62%，同比增加 2.5pct。期间费用率情况：1) 销售费用率为 5.6%，同比增加 0.2pct；2) 管理费用率为 10.8%，同比增加 1.0pct；3) 2024 年研发费用为 2.97 亿元，同比增长 19.65%，主要系公司坚持“研发驱动”战略，BGM0504 注射液等创新药及吸入制剂的研发投入不断加大所致，研发费用率达到了 23.1%，同比增加 2.0pct，已连续数年持续增长。25 年一季度收入下滑 26.8%，主要系抗病毒类产品收入较去年同期减少 70.08%，主要为受流感趋势变化及竞争格局变化影响，奥司他韦原料药需求及价格产生下滑；25 年一季度归母净利润下滑 79.8%，主要原因为：(1) 奥司他韦原料药及制剂需求及价格产生下滑，使得抗病毒类产品收入、毛利额均较去年同期大幅减少；(2) 受客户需求临时变化影响，抗真菌类原料药品种收入较去年同期减少，该类品种毛利较高，销量阶段性减少带来毛利额同比下降较多；(3) 其他类原料药品种收入较去年同期增长，但由于部分产品由研发阶段进入商业化阶段，放量的同时产品价格相应波动带来了毛利额的下降。(4) 由于公司主动调整战略，优化研发资源配置，技术收入下降。(5) 在建工程转固带来的计提折旧增加。
- 专注代谢类药物研发赛道，管线新增 BGM0504 口服制剂与 BGM1812 (Amylin 类似物)。**公司现有创新药研发策略是将重点在代谢疾病领域开发具有全球自主知识产权的创新药物，公司将在代谢领域重点布局含 GLP-1 的多靶点药物，探索除了传统的注射方式之外的新型给药方式，并将在慢性代谢疾病领域拓展更多临床应用。截至 24 年年报披露日，BGM0504 注射液 2 型糖尿病治疗和减重两项适应症已获得国内 III 期临床试验伦理批件，目前 2 型糖尿病适应症和减重适应症 III 期临床均按计划顺利推进中。在美国开展 BGM0504 注射液 I 期临床试验已完成最后一例参与者出组。在代谢领域，24 年报新增 2 个在研品种，口服 BGM0504 片剂与创新药 BGM1812；口服 BGM0504 片剂是 BGM0504 的口服剂型，BGM1812 是一种长效胰淀素 (Amylin) 类似物，两个品种技术水平均为全球领先。

投资建议：我们预计 2025-2027 年公司将实现营收 14.44/16.41/18.89 亿元，同比增长 12.6%/13.7%/15.1%，实现归母净利润 2.53/2.97/3.63 亿元，同比增长 33.7%/17.6%/22.0%，当前对应 PE 分别为 73/62/51 倍，维持“买入”评级。

风险提示：BGM0504 临床研究低于预期或失败；原料药及制剂产品竞争加剧或医药行业持续集采降价风险；海外出口业务受汇率及关税政策波动风险。

股票数据

总股本(百万股):	422.47
流通 A 股(百万股):	422.47
52 周内股价区间(元):	23.00-43.97
总市值(百万元):	18,575.98
总资产(百万元):	5,285.27
每股净资产(元):	5.92

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,180	1,283	1,444	1,641	1,889
(+/-)YOY(%)	15.9%	8.7%	12.6%	13.7%	15.1%
净利润(百万元)	202	189	253	297	363
(+/-)YOY(%)	-15.5%	-6.6%	33.7%	17.6%	22.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.48	0.45	0.60	0.70	0.86
毛利率(%)	55.8%	57.5%	58.6%	58.6%	58.6%
净资产收益率(%)	8.5%	7.9%	9.6%	10.1%	11.0%

资料来源: 公司年报 (2023-2024), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. BGM0504 口服剂型挑战全球口服多肽技术高壁垒	4
2. BGM1812: 快速跟进降糖减重新星的 Amylin 创新产品	6
3. 风险提示	7

图表目录

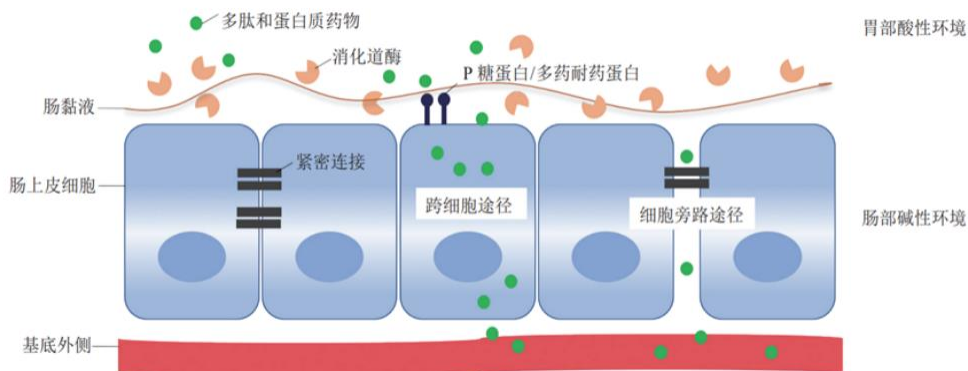
图 1: 多肽和蛋白质药物口服吸收影响因素	4
表 1: 已经获批上市的口服多肽药物信息	4
表 2: 口服多肽 GLP-1 与小分子 GLP-1 优缺点对比	5
表 3: 国内外 Amylin 药物研发信息	5
表 4: 国内外 Amylin 药物研发信息	7

1. BGM0504 口服剂型挑战全球口服多肽技术高壁垒

公司 24 年年报披露了最新的研发管线，其中新增了口服 BGM0504 片剂与创新药 BGM1812，目前这两个品种处于临床前阶段。

多肽类药物渗透性差、易被胃肠道中的蛋白酶降解，因此上市的多肽类药物多为注射剂。多肽口服要通过消化道上皮细胞吸收，然后转运到淋巴系统或血液中，再到达作用部位，其中多种因素都会阻碍多肽类药物到达其作用靶标。影响多肽药物消化道吸收的因素有胃肠道的 PH 环境、各种蛋白酶分解、胃肠道生物膜的透过性等。

图 1：多肽和蛋白质药物口服吸收影响因素



资料来源：医药魔方，德邦研究所

为了实现多肽药物口服效果，为了解决这一难题，研究者们开发了相应的策略，包括多肽的结构修饰与环化、促渗透技术、纳米技术、药械组合等。全球范围来看，口服多肽技术拥有极高的技术壁垒，目前仅有极少数口服多肽药物获批上市，诺和诺德口服司美格鲁肽是其中之一，也是全球唯一上市的口服多肽 GLP-1 药物。

表 1：已经获批上市的口服多肽药物信息

药物名称	所属公司	适应症	技术路径	吸收核心技术	获批时间	生物利用度
Rybelsus (司美格鲁肽片)	诺和诺德	降糖/减肥	胃部促渗透技术	SNAC 促进胃部吸收	2019	0.4%-1%
环孢素 (Sandimmune)	NOVARTIS	免疫抑制剂	微乳化技术	微乳化	1983	30%
环孢素 (Neoral)	NOVARTIS	免疫抑制剂	环化技术	自身环化结构	1995	40%
Mycapssa (奥曲肽胶囊)	以色列 Chiasma	肢端肥大症	肠道瞬时渗透性增强剂 (TPE) 技术	TPE 技术促进肠上皮吸收	2020	0.5%

资料来源：药智网，医药魔方，美国 FDA 药品数据库等，德邦研究所

为了实现 GLP-1 药物的口服化，现在技术路径基本为口服多肽和小分子化药。两者有本质上区别，口服多肽是以注射版多肽 GLP-1 为基础通过递送技术实现口服化，而小分子则是化药，口服吸收利用度更高。但口服小分子 GLP-1 可能存在较明显的胃肠道反应以及肝毒性，辉瑞因此已终止 2 个口服小分子 GLP-1 的开发，而口服多肽技术在安全性上更为突出。此外，目前各公司开发的小分子均为

GLP-1 单靶点，而口服多肽是注射 GLP-1 类药物的基础上新增一种给药方式，无需重新设计药物，可实现“注射+口服”双应用，原理上可应用于各种靶点的多肽 GLP-1 药物。从适应症上来看，小分子目前仅用于降糖与减重，而多肽已开始拓展至肾病、心衰等更多适应症。

表 2：口服多肽 GLP-1 与小分子 GLP-1 优缺点对比

对比维度	小分子	口服多肽
生物利用度	高	低
成本	低	较高
安全性	胃肠道反应、肝毒性风险高	耐受性更好
服药便利性	无需空腹或饮水限制	需空腹+饮水量控制
靶点应用	目前均为 GLP-1 单靶点	单靶、多靶均可

资料来源：药时代，Insight 数据库，丁香医生，医学新视点等，德邦研究所

从全球口服 GLP-1 研发格局分析，大部分企业选择小分子途径。博瑞口服多肽是在注射版 BGM0504 基础上应用口服多肽给药递送技术，实现多肽药物的口服化。

表 3：国内外 Amylin 药物研发信息

产品名称	公司	分子属性	靶点	递送技术	研发阶段
Rybelsus (司美格鲁肽片)	Emisphere Technologies(Novo Nordisk)	多肽	GLP-1	SNAC	已上市
BGM0504 片	博瑞医药	多肽	GLP-1/GIP	不详	临床前
XW-004 (伊诺格鲁肽口服片)	先为达; Verdiva Bio	多肽	GLP-1	不详	I 期
HRS9531 片	Kailera; 恒瑞医药	多肽	GLP-1	不详	II 期
VK2735	Viking Therapeutics	多肽	GLP-1/GIP	不详	I 期
Orforglipron	Eli Lilly; Chugai Pharmaceutical	小分子	GLP-1	—	III 期
HRS-7535	Kailera; 恒瑞医药	小分子	GLP-1	—	III 期
conveglipron (HDM1002)	华东医药	小分子	GLP-1	—	III 期
HS-10535	Merck & Co.; 翰森制药	小分子	GLP-1	—	临床前
VCT-220	闻泰医药; 箕星药业	小分子	GLP-1	—	III 期
aleniglipron (GSBR-	硕迪生物	小分子	GLP-1	—	II 期

1290)

ECC5004	AstraZeneca; 诚益生物	小分子	GLP-1	—	II 期
RGT-075	锐格医药	小分子	GLP-1	—	II 期

资料来源：博瑞医药 24 年年报，医药魔方，德邦研究所

2. BGM1812：快速跟进降糖减重新星的 Amylin 创新产品

胰淀素 (Amylin) 是由 37 个氨基酸组成的饱腹感多肽激素，存储在胰腺 β 细胞中，具有抑制胃排空、控制食欲的功能，并且能够抑制胰高血糖素的分泌，这在维持血糖水平方面具有重要作用。它的分泌会随着血糖水平的变化而进行调节。当血糖水平升高时，胰淀素的分泌增加，这有助于降低血糖水平；而在血糖降低时，胰淀素的分泌则会减少。

全球首个 Amylin 药物普兰林肽 (Pramlintide) 已被 FDA 批准用于降糖治疗，除能抑制胰高血糖素分泌、改善瘦素应答从而调节餐后血糖外，还可抑制食欲、增加饱腹感、减少能量摄入，以及抑制胃酸分泌，延缓胃排空。因此，Amylin 有望和 GLP-1 类药物联用形成有利的互补，增强减重效果，是当前减肥领域的一颗新星。罗氏、艾伯维、诺和诺德、礼来等公司已在 Amylin 赛道走在前列，并诞生了多个重磅收购交易。

- 诺和诺德率先布局 GLP-1R/amylin 长效复方制剂 CagriSema (司美格鲁肽 2.4mg+cagrilintide 2.4mg)，试图推出一款疗效超越司美格鲁肽的下一代减肥药，以应对替尔泊肽和其他潜在竞争对手的挑战。2024 年 12 月公布的 III 期 REDEFINE 1 研究结果显示，CagriSema 治疗组在 68 周时体重减轻了 22.7%，显著优于单靶点对照药 (司美格鲁肽组减重 16.1%，cagrilintide 组减重 11.8%)。
- 2025 年 3 月 3 日，艾伯维与 Gubra 宣布达成一项许可协议，共同开发 GUB014295，这是一种潜在治疗肥胖症的长效胰淀素 (amylin) 类似物。此次合作标志着，艾伯维正式进入肥胖领域。根据协议条款，艾伯维将在全球范围内领导 GUB014295 的开发和商业化活动。Gubra 将获得总额为 3.5 亿美元的预付款，并有资格获得高达 18.75 亿美元的开发、商业和销售里程碑付款，以及全球净销售额的特许权使用费。
- 2025 年 3 月 12 日，罗氏宣布与 Zealand Pharma 达成一项重磅合作，双方将共同开发和商业化胰淀素类似物 petrelintide，用于治疗肥胖和超重患者。根据协议，罗氏将向 Zealand Pharma 支付最高达 53 亿美元的款项，包括 16.5 亿美元的预付款，以及开发和销售里程碑付款。
- 2025 年 4 月 8 日，礼来在 ClinicalTrials 网站登记一项 I 期临床试验，目的是在超重或肥胖的患者中评估长效胰淀素 (Amylin) 激动剂 eloralintide 和 eloralintide 联合替尔泊肽 (tirzepatide) 的耐受性以及副作用。研究药物将通过皮下注射给药。研究计划招募 188 名患者，今年 12 月完成。

表 4：国内外 Amylin 药物研发信息

地区	产品名称	所属公司	作用机制	适应症	研发进展
海外	普兰林肽 (Pramlintide)	Amylin Pharmaceuticals (AstraZeneca); Bristol-Myers Squibb	Amylin 类似物	1 型及 2 型糖尿病, 肥胖	美国已上市
	Petrelintide	罗氏/Zealand Pharma	Amylin 类似物	肥胖/2 型糖尿病	II 期
	卡格列肽 (cagrilintide)	诺和诺德	Amylin 类似物	肥胖, 2 型糖尿病等	III 期
	CagriSema(c agrilintide+se maglutide)	诺和诺德	Amylin 类似物 GLP1R 激动剂	肥胖, 2 型糖尿病等	III 期
	Eloralintide (LY3841136)	礼来	AMYR 激动剂	超重/肥胖	II 期
	AZD6234	阿斯利康	Amylin 类似物	肥胖/2 型糖尿病	II 期
	GUB014295	艾伯维/Gubra	Amylin 类似物	肥胖	临床前
	LY3541105	礼来	AMYR 激动 剂;CALCR 激 动剂	肥胖	I 期
国内	BGM1812	博瑞医药	Amylin 类似物	降血糖/减肥	临床前
	VRB-103	先为达/Verdiva Bio	Amylin 类似物	肥胖/2 型糖尿病	临床前
	ACCG-2671	硕迪生物	AMYR/CALCR 激动剂	肥胖/代谢疾病/心血管疾病	临床前
	XW016	先为达	Amylin 类似物	肥胖/糖尿病	临床前
	JY54	九源基因	Amylin 类似物	肥胖	临床前

资料来源：博瑞医药 24 年年报，医药魔方，德邦研究所

3. 风险提示

1. BGM0504 及其他创新药临床研究低于预期或失败；
2. 原料药及制剂产品竞争加剧或医药行业持续集采降价风险；
3. 海外出口业务受汇率及关税政策波动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.60	0.70	0.86
每股净资产	5.67	6.27	6.97	7.83
每股经营现金流	0.58	2.12	2.63	2.93
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	67.11	73.46	62.44	51.18
P/B	5.33	7.02	6.31	5.62
P/S	14.48	12.87	11.32	9.83
EV/EBITDA	41.40	20.26	16.59	14.03
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	57.5%	58.6%	58.6%	58.6%
净利润率	14.7%	17.5%	18.1%	19.2%
净资产收益率	7.9%	9.6%	10.1%	11.0%
资产回报率	3.7%	4.8%	5.3%	6.0%
投资回报率	4.3%	5.7%	6.4%	7.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.7%	12.6%	13.7%	15.1%
EBIT 增长率	-2.9%	39.9%	16.3%	20.5%
净利润增长率	-6.6%	33.7%	17.6%	22.0%
偿债能力指标				
资产负债率	52.8%	49.0%	46.3%	43.3%
流动比率	1.6	2.1	3.1	4.3
速动比率	1.1	1.6	2.6	3.9
现金比率	0.7	1.2	2.2	3.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	93.3	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	244.2	250.0	250.0	250.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	0.8	1.1	2.2	-51.3

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	189	253	297	363
少数股东损益	-48	-10	-10	-10
非现金支出	153	680	797	853
非经营收益	37	21	21	24
营运资金变动	-85	-48	7	7
经营活动现金流	246	895	1,113	1,237
资产	-257	-435	-202	-1
投资	-229	-26	-9	-10
其他	45	-14	-16	-19
投资活动现金流	-440	-475	-228	-29
债权募资	15	-65	0	0
股权募资	103	0	0	0
其他	-143	-5	-4	-4
融资活动现金流	-24	-71	-4	-4
现金净流量	-217	349	881	1,203

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 25 日
资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,283	1,444	1,641	1,889
营业成本	545	598	680	783
毛利率%	57.5%	58.6%	58.6%	58.6%
营业税金及附加	8	7	8	9
营业税金率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	72	82	94	110
营业费用率%	5.6%	5.7%	5.7%	5.8%
管理费用	139	141	164	179
管理费用率%	10.8%	9.8%	10.0%	9.5%
研发费用	297	303	312	359
研发费用率%	23.2%	21.0%	19.0%	19.0%
EBIT	223	312	363	437
财务费用	41	29	35	40
财务费用率%	3.2%	2.0%	2.1%	2.1%
资产减值损失	-20	-23	-30	-40
投资收益	-12	-14	-16	-19
营业利润	160	274	318	388
营业外收支	-3	-1	-1	-1
利润总额	157	273	318	387
EBITDA	344	969	1,130	1,250
所得税	16	30	30	34
有效所得税率%	10.1%	11.0%	9.5%	8.8%
少数股东损益	-48	-10	-10	-10
归属母公司所有者净利润	189	253	297	363

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	765	1,114	1,995	3,198
应收账款及应收票据	329	300	300	300
存货	365	400	400	400
其它流动资产	181	154	154	154
流动资产合计	1,640	1,969	2,850	4,053
长期股权投资	39	45	48	51
固定资产	1,517	1,286	747	-37
在建工程	1,167	1,197	1,197	1,197
无形资产	89	84	79	74
非流动资产合计	3,524	3,327	2,771	1,968
资产总计	5,164	5,296	5,620	6,020
短期借款	115	50	50	50
应付票据及应付账款	266	200	200	200
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	671	668	675	682
流动负债合计	1,052	918	925	932
长期借款	1,110	1,110	1,110	1,110
其它长期负债	565	565	565	565
非流动负债合计	1,675	1,675	1,675	1,675
负债总计	2,727	2,593	2,600	2,607
实收资本	422	422	422	422
普通股股东权益	2,395	2,648	2,945	3,308
少数股东权益	43	33	23	13
负债和所有者权益合计	5,164	5,273	5,567	5,927

信息披露

分析师与研究助理简介

陈进 德邦证券研究所 医药行业资深分析师。研究方向：化药。南京大学生物学硕士，9 年行业研究经验，曾任职于西南证券，所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。执业证书编号：S0120521110001

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。