

# 博瑞医药 (688166)

## 战略合作点评：依托华润三九院外渠道打开销售天花板，共同承担研发费用

买入 (维持)

2025年08月02日

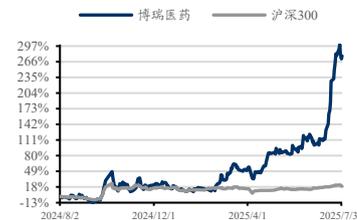
证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,180	1,283	1,295	1,490	1,762
同比 (%)	15.94	8.74	0.95	15.11	18.21
归母净利润 (百万元)	202.47	189.17	261.90	302.94	433.39
同比 (%)	(15.51)	(6.57)	38.45	15.67	43.06
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.48	0.45	0.62	0.72	1.03
P/E (现价&最新摊薄)	207.24	221.81	160.21	138.51	96.82

### 股价走势



### 投资要点

- 事件:** 2025年8月1日,博瑞医药与华润三九签署《合作研发协议》,就BGM0504注射液在中国大陆的研发、注册、生产和商业化展开合作。博瑞授予三九“排他性合作开发实施许可+独占性商业化实施许可”,但仍保有产品全部所有权;三九将分阶段支付BGM0504最高2.82亿元研发里程碑款以及额外销售里程碑付款(数额为新增研发投入费用的50%与2850万孰低者)。博瑞仅需在产品上市后按净销售额比例向三九支付服务费,无需让渡其他权益。
- 开创作为推广合作方且承担研发费用先河,彰显BGM0504产品力。**华润三九的OTC渠道能力全国领先。本次合作的实质是华润三九作为销售推广的合作方销售博瑞产品,而非研发管线权益的让渡(BD)。此次合作开创了为取得独家推广销售权力而支付承担研发费用和销售里程碑的先例。对博瑞而言,可以借助三九的龙头OTC渠道弥补自身销售团队的不足,实现国内更高的销售峰值;对三九而言,丰富了OTC产品线并能够取得一定比例的销售服务费。华润三九愿意支付博瑞BGM0504的研发里程碑付款和额外销售里程碑付款,彰显了华润三九对博瑞管线的认可以及支持创新型医药企业的社会责任担当。
- 后备管线丰富,有望深化合作。**公司在创新药和高难仿制剂领域后备管线丰富。长效Amylin类似物BGM1812处在临床前阶段;BGM0504片剂已于2025年7月10日获CDE受理IND申请,均有望于年内进入临床1期。高难仿制剂和铁剂方面,羧基麦芽糖铁已经报产,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已在国内申报。噻托溴铵吸入粉雾剂、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂已完成BE实验。我们认为随着公司未来管线的上市,尤其是口服BGM0504片的上市,公司有望与华润三九深化合作,依托华润三九的推广能力打开国内销售天花板。同时公司BGM0504注射液已在美国基本完成桥接临床,未来有望实现出海。
- 盈利预测与投资评级:** 我们维持原有预测,预计公司2025-2027年归母净利润为2.6/3.0/4.3亿元;对应当前市值P/E估值160/139/97X。考虑到公司与华润三九合作,未来销售天花板被打开,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原料药下游需求不及预期;新药研发进展不及预期;商业化进度不及预期。

### 市场数据

收盘价(元)	99.25
一年最低/最高价	22.82/108.15
市净率(倍)	17.28
流通A股市值(百万元)	41,959.75
总市值(百万元)	41,959.75

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.74
资产负债率(% ,LF)	50.50
总股本(百万股)	422.77
流通A股(百万股)	422.77

### 相关研究

《博瑞医药(688166):定增修订点评:锁定期延长至48个月,大股东定增彰显信心》

2025-07-22

《博瑞医药(688166):在研管线进展点评:BGM0504片IND申请获受理,稀缺双靶点口服多肽即将进入临床》

2025-07-16

博瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>1,640</b>	<b>1,792</b>	<b>2,292</b>	<b>2,946</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,283</b>	<b>1,295</b>	<b>1,490</b>	<b>1,762</b>
货币资金及交易性金融资产	765	963	1,341	1,845	营业成本(含金融类)	545	489	578	664
经营性应收款项	444	423	488	577	税金及附加	8	7	8	10
存货	365	332	389	447	销售费用	72	104	134	159
合同资产	0	0	0	0	管理费用	139	123	127	141
其他流动资产	66	74	75	76	研发费用	297	324	358	388
<b>非流动资产</b>	<b>3,524</b>	<b>3,490</b>	<b>3,258</b>	<b>3,010</b>	财务费用	41	0	0	0
长期股权投资	39	39	39	39	加:其他收益	30	19	19	23
固定资产及使用权资产	1,538	1,562	1,522	1,430	投资净收益	(12)	8	8	9
在建工程	1,167	934	747	598	公允价值变动	(6)	0	0	0
无形资产	89	84	78	72	减值损失	(32)	0	0	0
商誉	3	3	3	3	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	43	43	43	43	<b>营业利润</b>	<b>160</b>	<b>276</b>	<b>312</b>	<b>433</b>
其他非流动资产	644	826	826	826	营业外净收支	(3)	(1)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5,164</b>	<b>5,282</b>	<b>5,549</b>	<b>5,956</b>	<b>利润总额</b>	<b>157</b>	<b>275</b>	<b>312</b>	<b>433</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,052</b>	<b>969</b>	<b>1,022</b>	<b>1,089</b>	减:所得税	16	31	34	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	653	596	596	596	<b>净利润</b>	<b>141</b>	<b>244</b>	<b>279</b>	<b>433</b>
经营性应付款项	266	245	281	326	减:少数股东损益	(48)	(17)	(24)	0
合同负债	28	29	33	39	<b>归属母公司净利润</b>	<b>189</b>	<b>262</b>	<b>303</b>	<b>433</b>
其他流动负债	106	98	112	127	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.62	0.72	1.03
非流动负债	1,675	1,685	1,685	1,685	EBIT	223	275	312	433
长期借款	1,110	1,110	1,110	1,110	EBITDA	344	491	545	681
应付债券	455	455	455	455	毛利率(%)	57.51	62.23	61.21	62.33
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	14.75	20.23	20.33	24.60
其他非流动负债	99	109	109	109	收入增长率(%)	8.74	0.95	15.11	18.21
<b>负债合计</b>	<b>2,727</b>	<b>2,654</b>	<b>2,707</b>	<b>2,773</b>	归母净利润增长率(%)	(6.57)	38.45	15.67	43.06
归属母公司股东权益	2,395	2,603	2,841	3,182					
少数股东权益	43	25	1	1					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,437</b>	<b>2,629</b>	<b>2,843</b>	<b>3,183</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,164</b>	<b>5,282</b>	<b>5,549</b>	<b>5,956</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	246	463			最新发行在外股份(百万股)	423	423	423	423
投资活动现金流	(440)	(166)	8	9	ROIC(%)	4.31	5.16	5.68	8.36
筹资活动现金流	(24)	(102)	(65)	(93)	ROE-摊薄(%)	7.90	10.06	10.66	13.62
现金净增加额	(217)	198	377	504	资产负债率(%)	52.80	50.24	48.78	46.56
折旧和摊销	121	215	233	247	P/E (现价&最新股本摊薄)	221.81	160.21	138.51	96.82
资本开支	(257)	(170)	0	0	P/B (现价)	18.08	16.60	15.17	13.51
营运资本变动	(85)	19	(70)	(83)					

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>