

博瑞医药半年报：二季度环比改善，研发强度升至 65%，加码 GLP-1 矩阵

导语：创新、融合、迭代。

作者：市值风云 App：观韬

8月28日盘后，博瑞医药（688166.SH）正式发布2025年半年报。熟悉市值风云的老朋友都知道，风云君最早在2019年4月博瑞医药未上市时就对其进行了首次深度覆盖，也一直持续追踪至今。



研发才是最好的销售：博瑞医药11名销售如何做出4亿营收 | 科创板风云



观韬

市值风云研究员 2019-04-22 07:48

成功哪有什么捷径,都是用笨方法做出来的。

长按识别二维码 · 阅读精彩内容



半年报这个关键节点，当然也不会错过。

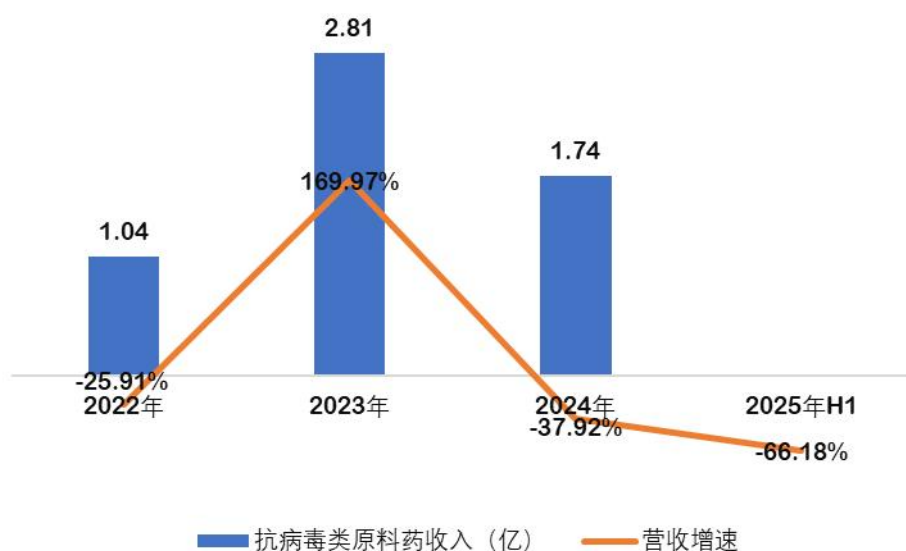
一、二季度环比增长 16%，流感高基数影响正在出清

今年上半年，博瑞医药总收入 5.37 亿，同比下滑 18.28%，归母净利润 1,717

万，同比下滑 83.85%。进入 2025 年以来，公司前两个季度的业绩表现都不算亮眼。

收入的波动主要跟过去两年流感爆发奥司他韦原料药及制剂需求价量齐升基数较高有关，这也是一季度业绩波动的主要原因，风云君简单展开聊一聊。

博瑞医药的半年报一般不披露各原料药产品具体营收，但从上半年抗病毒原料药超过 60%的降幅我们还是能看到近两年流感期间高基数带来的影响。



(来源: Choice 数据, 制图: 市值风云 APP)

类似的观点风云君之前也多次重复过, 奥司他韦营收的波动印证的是博瑞医药在流感突然爆发的情况下保障国内供应稳定的能力。

结合半年报和一季报, 影响博瑞医药上半年营收波动的原因是相同的, 奥司他韦

过往流感期间高基数和抗真菌产品客户去年同期增加的临时需求。按照抗病毒原料药今年上半年的降幅判断，流感带来的过往高基数影响大概率已经出清。

除此之外，免疫制剂、其他品类产品及权益分成收入都是正增长，其中权益分成收入同比增长 15.96%，这个知识点也多次分享过，权益分成收入的毛利率是 100%，增长的含金量很高。

报告期内，公司实现产品销售收入 48,316.81 万元，较去年同期减少 21.31%，2025 年第二季度较 2025 年第一季度环比增长 15.85%。原料药产品收入 40,695.39 万元，较去年同期减少 19.30%，2025 年第二季度较 2025 年第一季度环比增长 24.75%。其中，**抗病毒类产品收入较去年同期减少 66.18%**，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；**抗真菌类产品由于去年同期客户临时性需求较旺盛，同时本报告期客户阶段性商业需求波动，使得收入较去年同期有所减少**，但 2025 年第二季度较 2025 年第一季度环比增长 53.34%；**免疫抑制类产品**，受商业化需求拉动，收入较去年同期**有所增长**；**其他类产品**中由于新产品陆续投入市场，市场开拓工作稳步推进，**收入较去年同期有所增长**。

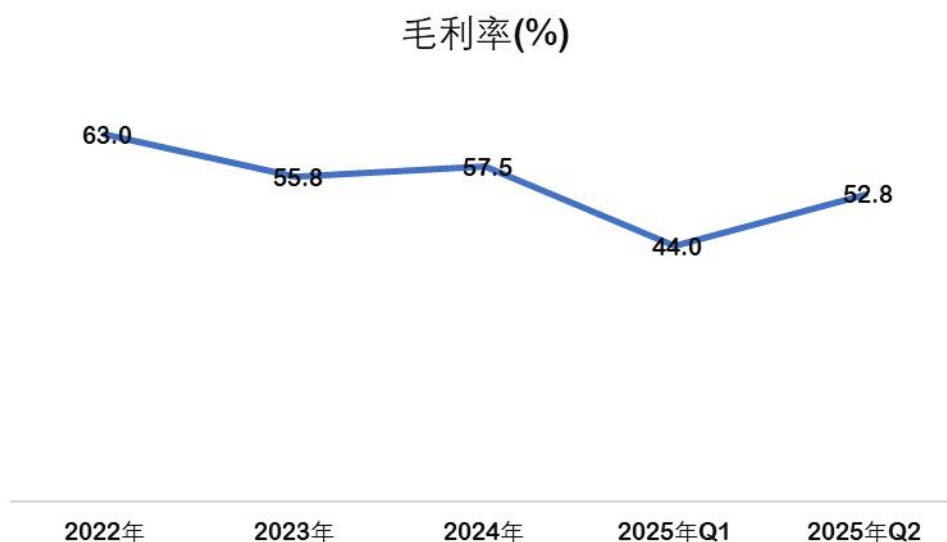
制剂产品收入 7,621.41 万元，较去年同期减少 30.57%，主要系奥司他韦制剂需求及价格下滑所致。**权益分成收入较上年同期增长 15.96%**。

(公司 2025 年半年报)

今年二季度，随着下游客户需求持续放量，抗真菌产品的环比增速也来到 53.34%，并带动原料药收入环比增长 24.75%，以及二季度单季度营收环比增长 15.85%。趋势已经在转变。

二、创新药企的强度，研发投入升至 65%

产品收入结构的波动也间接导致公司毛利率的波动, 不过二季度单季度毛利率已攀升至 52.8%, 也带动上半年整体毛利率会升至 49.7%, 继续向公司高毛利率的优秀传统做均值回归。



(来源: Choice 数据, 制图: 市值风云 APP)

收入波动也是影响博瑞医药上半年业绩波动的主要原因, 通过下表我们可以发现, 除收入成本外, 各主要费用开支项目金额较去年同期均无明显变动, 但随着收入波动的在利润层面被放大。

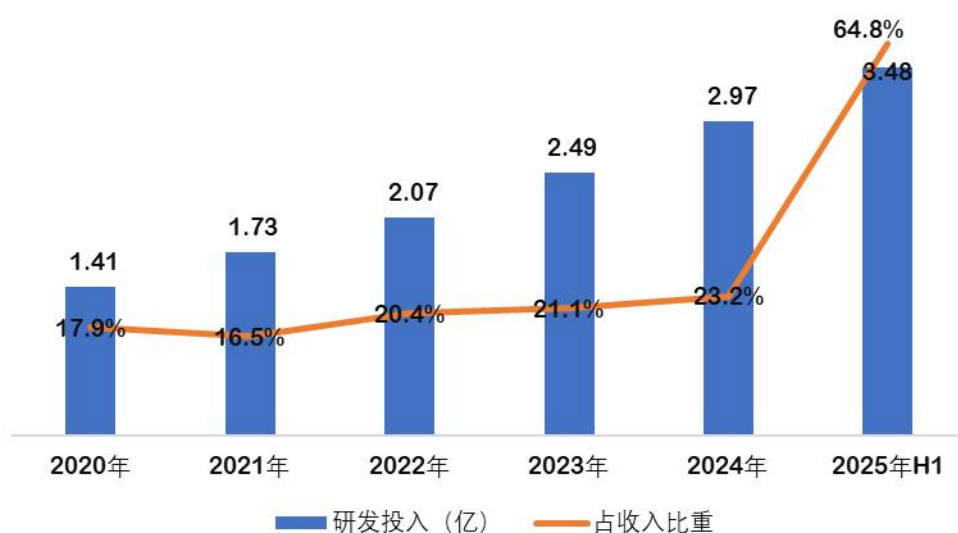
单位: 元 币种: 人民币

科目	本期数	上年同期数	变动比例 (%)
营业收入	537,438,662.14	657,688,446.99	-18.28
营业成本	275,665,557.36	294,016,999.70	-6.24
销售费用	39,649,202.67	39,640,646.11	0.02
管理费用	70,728,331.17	55,778,382.34	26.80
财务费用	19,737,739.10	18,864,209.78	4.63
研发费用	138,287,639.33	142,763,374.89	-3.14
经营活动产生的现金流量净额	113,612,781.01	151,220,349.12	-24.87

(公司 2025 年半年报)

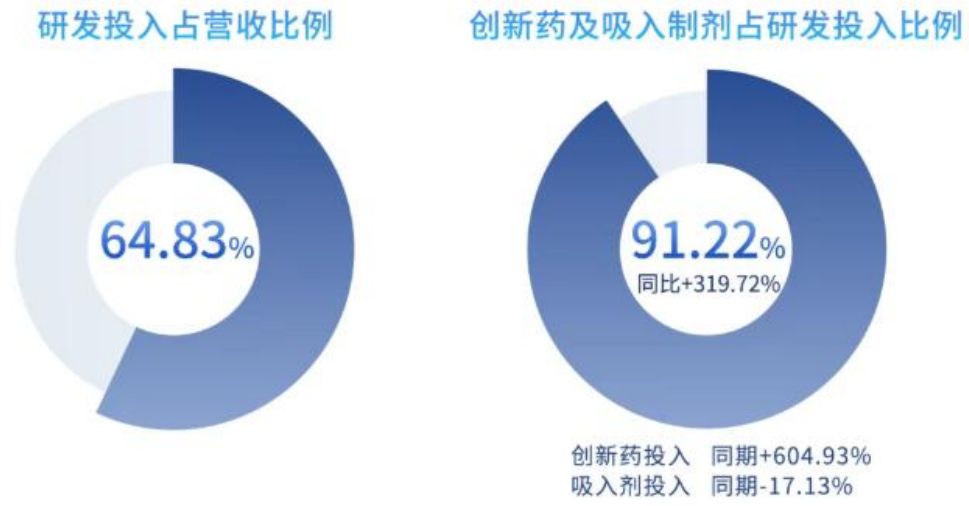
相比一季报而言，博瑞医药的营收有环比改善迹象，但整体变化并不算大，可以说是在预期之内，有没有超预期的数据呢？风云君认为是今年上半年的研发投入。

2025 年上半年，博瑞医药研发投入 3.48 亿，同比增长 144.07%，总额已经超过 2024 年全年，投入强度差不多是上半年总收入的 65%。



(来源：Choice 数据，制图：市值风云 APP)

不知道各位老铁看到这个研发强度想到的什么，风云君脑海中最先闪过的是很多手握重磅管线产品但尚未实现商业化的创新药企，而博瑞医药上半年超过 90% 的研发投入恰恰也投向创新药和吸入制剂。



(来源：公司官方公众号)

当然由于强度实在是太大，博瑞医药将其中符合资本化部分予以资本化，但也丝毫不能掩盖博瑞医药加大创新药研发力度的决心。

创新药中，有大家最关注的公司自主研发的 GLP-1 和 GIP 受体双重激动剂、多肽类降糖药 BGM0504 注射液，目前国内处于 2 型糖尿病和减重两项适应症临床 III 期试验阶段，全部入组已完成。

BGM0504 注射液 II 期临床研究显示，其在 2 型糖尿病患者中表现出良好的降糖疗效，并初步显示出优于司美格鲁肽的临床疗效。同时在超重/肥胖非 2 型糖尿病成人人群中，展现出显著的体重管理潜力和代谢风险指标综合获益的潜质。

BGM0504 已于 2025 年 2 月在美国获得化合物专利授权，BGM0504 注射液减重适应症在美国开展的 US bridging 临床研究已完成，正在根据 FDA 的建议完善 III 期临床方案并提交，FDA 可能需要 3 至 6 个月来审查。

BGM0504 注射液降糖适应症由合作伙伴向印尼官方递交的 IND 申请已获批，三期临床研究工作已正式启动。

除此之外，口服 BGM0504 片剂已在国内递交 IND 申请，美国递交的 IND 申请已获批，正在 I 期临床研究阶段。

一句话概括，BGM0504 正在按进度有序推进国内、国际三期临床研究。

三、创新、融合、迭代，GLP-1 产品矩阵出列

除了 BGM0504，博瑞医药今年半年报披露的适用减重、降糖的在研创新药项目中，也出现了新身影：2024 年新出现的 BGM1812 注射液之外，BGM2102 注射液和 BGM2101 注射液也进入大众视野，目前均处于临床前研究阶段。

单位：万元

序号	项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	BGM0504注射液	35,676	23,827.25	36,981.69	临床III期	化学药品1类上市	BGM0504注射液是公司自主研发的GLP-1（胰高血糖素样肽1）和GIP（葡萄糖依赖性促胰岛素多肽）受体双重激动剂，全球领先	降糖、减重
2	口服BGM0504片剂	24,257	1,150.26	1,421.06	临床前研究	化学药品1类上市	口服BGM0504片剂是BGM0504的口服剂型，全球领先	减重
3	BGM1812注射液	10,000	920.85	1,008.25	临床前研究	化学药品1类上市	BGM1812是一种长效胰淀素（Amylin）类似物，全球领先	减重
4	BGM2102注射液	25,560	164.65	164.65	临床前研究	化学药品1类上市	BGM2102为BGM0504和BGM1812复方制剂，全球领先	减重
5	BGM2101注射液	6,658	555.75	568.44	临床前研究	化学药品1类上市	BGM2101为BGM0504和胰岛素复方制剂，全球领先	降糖

(公司 2025 年半年报)

BGM1812 是博瑞医药基于 AI/ML 优化设计的新型 Amylin（胰淀素）类似物，目前已表现出与 Petrelintide 相似的药代动力学特征，且 SD 大鼠经皮下给药（1mg/kg）后，相比 Petrelintide，BGM1812 体重下降程度更高。

Amylin 作为一种由 37 个氨基酸组成的饱腹感多肽激素，由胰腺β细胞与胰岛素协同释放入血。它通过激活大脑饱腹感通路抑制食欲，同时延缓胃排空、抑制胰高血糖素分泌，具有多重减重机制。

Petrelintide 是丹麦生物技术公司 Zealand Pharma（泽恩德制药）开发的长效胰淀素类似物，主要用于肥胖治疗，目前处于临床研究阶段。

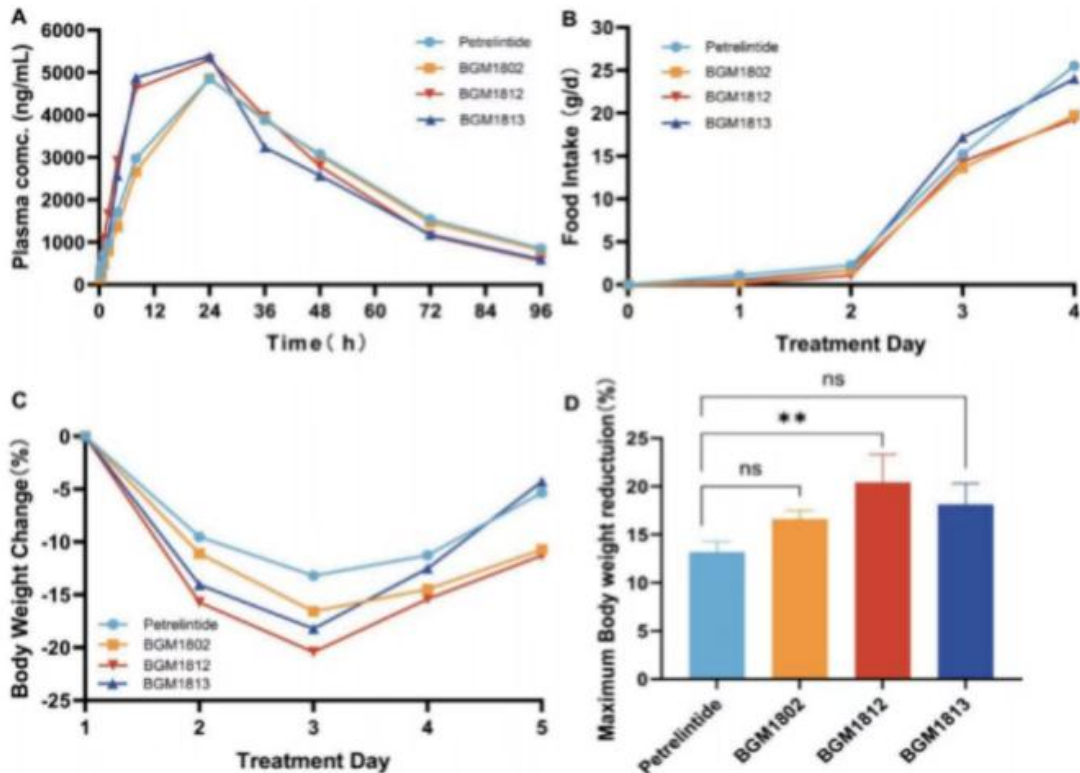
2025年3月,罗氏宣布以53亿美元与 Zealand 达成合作,共同开发 Petrelintide 及其组合疗法。这也从一定程度上体现了博瑞医药 BGM1812 产品的市场潜力。

此外，BGM1812 未来还有望开发为每周一次口服制剂，无论是从效果还是未来给药方式，博瑞医药的 BGM1812 都展现出成为明星产品的品质和潜力。

BGM2102 注射液是 BGM0504 和 BGM1812 复方制剂，BGM0504 在改善血糖和体重管理方面已显示出可靠效果，BGM1812 则进一步拓展了代谢调控的深度和持久性，强化整体作用机制。

两者的结合不仅在疗效上实现互补，还有助于提升用药便利性与安全性，为患者提供更优的综合治疗体验。

在 DIO（饮食诱导肥胖小鼠）模型中，BGM1812 与 BGM0504 的联合用药方案体重减轻（28%）不仅比单独使用 BGM0504（15%）或 BGM1812（13%）更深入和更持久，还优于诺和诺德的 CagriSema。



BGM1812的药代动力学及单次给药对大鼠体重和食物摄入量的影响

(来源：公司官方公众号)

CagriSema 也是一种复方注射制剂，由司美格鲁肽和卡格列肽（长效胰淀素类似物）两种成分组成，已完成三期临床。

BGM2101 注射液是 BGM0504 和胰岛素复方制剂，药物机理基本相同，但使用的胰岛素并非由公司自己研发。

这也凸显了 BGM2101 注射液作为博瑞医药自身管线相互融合的意义。

GLP-1 可以说是过去两年全球医药市场最火热的赛道，2024 全球市场规模已达

518 亿美元，并且预计到 2030 年有望增长至 881 亿美元，甚至有乐观观点认为可能达到 1300 亿美元。

从诺和诺德到礼来，从司美格鲁肽到替尔泊肽，从单一 GLP-1 靶点到 GLP-1/GIP 双重激动剂，从注射剂到口服药，每一个关键突破都迅速吸引全球媒体的广泛报道，激发资本市场的持续高度关注，并推动药企在前沿研发领域加速布局与竞争。

与此同时，胰淀素、胰岛素和 GIP/GLP-1 双靶点融合的复方制剂品种明星产品相继涌现，同样展现出优异的治疗潜力和减重效果。

对标国际先进品种，博瑞医药先后推出双靶点创新药 BGM0504、胰淀素 BGM1812、以及复方制剂 BGM2102 和 BGM2101 注射液，并积极探索 BGM0504 和 BGM1812 的口服给药方式。

可以说，无论是降糖、减肥创新药赛道的主流品种还是给药方式，博瑞医药都初步实现无差别的品类覆盖，形成方向明确又协作紧密的产品矩阵。

这也是其上半年研发强度接近 65% 的核心逻辑，毕竟没有企业能抵挡住千亿美金市场规模的诱惑。

咦，这边有朋友问了，这么多品类，公司目前的体量 hold 住吗？

各创新药产品之间清晰的纽带和组合关系我们刚介绍完，除了环比的业绩改善，公司实控人独家包揽的 5 亿定增，有望在 1-2 年迎来放量的吸入剂产品也给博瑞医药在创新药领域的研发投入注入新动能。