



BGM0504 催化持续, 24H1 业绩稳健增长

投资要点

- **事件:** 公司披露 BGM0504 注射液治疗 2 型糖尿病的 II 期临床试验数据, 初步结果显示, BGM0504 注射液目标剂量 5mg、10mg、15mg 剂量组受试者每周给药 1 次、给药 14~18 周后的整体耐受性、安全性良好, 各剂量组受试者在 HbA1c、空腹血糖、餐后 2h 血糖等降糖指标以及 HbA1c/体重复合达标率指标等均较基线有显著改善, 明显优于安慰剂组, 且与阳性对照药物司美格鲁肽注射液相比展现出较好的可比性。
- **BGM0504 注射液 2 型糖尿病临床 II 期数据优异, 具备 BIC 潜力。** BGM0504 注射液是公司自主研发的 GLP-1 (胰高血糖素样肽 1) /GIP (葡萄糖依赖性促胰岛素多肽) 受体双重激动剂。**1) 糖化血红蛋白 (HbA1c):** 目标剂量给药第 12 周时, BGM0504 注射液 5mg 组、10mg 组、15mg 组和司美格鲁肽注射液 HbA1c 较基线平均降幅 (扣除安慰剂) 分别为 1.99%、2.21%、2.76% 和 1.71%; 在控糖达标率方面, BGM0504 注射液 10mg 组、15mg 组和司美格鲁肽注射液组分别有 27.3%、50% 和 12.5% 的受试者达到了糖化正常水平 (HbA1c<5.7%); **2) 体重及复合达标率:** 目标剂量给药第 12 周时, 在体重方面, BGM0504 各剂量组与基线相比均有不同程度的降低, 10mg 组、15mg 组、司美格鲁肽注射液组体重分别下降 4.8kg、7.9kg 和 2.7kg; 且分别有 27.3%、41.7% 和 6.3% 的受试者给药后可以达到 HbA1c<6.5% 且体重同时相对基线降低 $\geq 10\%$ 的水平; **3) 空腹血糖及餐后 2h 血糖:** 目标剂量给药第 12 周时, BGM0504 各剂量组空腹血糖及餐后 2h 血糖较基线平均降幅 (扣除安慰剂) 明显, 与司美格鲁肽注射液组略优; **4) 安全性及耐受性:** 基本均为与同作用靶点药物类似且相关的不良事件, 绝大多数均为轻度一过性的胃肠道不良事件, 各剂量组均未发生低血糖事件、与治疗相关的严重不良事件, 同时无受试者因发生与治疗相关的严重不良事件而停止治疗。疗效数据上可以初步观察到 BGM0504 注射液的 BIC 潜力。
- **原料药端稳健增长, 制剂端快速放量。** 分业务看, 2024H1 公司实现产品销售收入 6.1 亿元 (+16.7%), 其中, 原料药产品实现收入 5 亿元 (+14%), 制剂产品实现收入 1.1 亿元 (+30.4%), 占产品销售收入的 17.9% (+1.9pp)。原料药端, 抗病毒类主要受流感趋势变化影响, 奥司他韦原料药需求及价格有所波动; 抗真菌类产品商业化需求放量增长明显; 免疫抑制类产品受商业化需求拉动, 收入较去年同期增长显著。制剂端增速稳健, 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。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.52/0.60/0.70 元, 对应 PE 分别为 49/42/36 倍, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 仿制药降价风险, 产品销量或不及预期风险, 国际医药政策变动风险等。

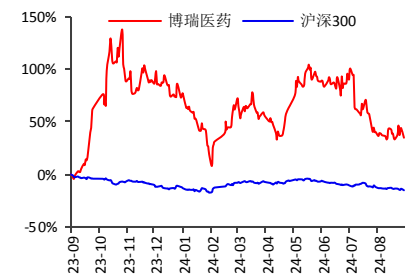
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1179.52	1322.62	1526.35	1748.34
增长率	15.94%	12.13%	15.40%	14.54%
归属母公司净利润 (百万元)	202.47	219.44	254.69	297.28
增长率	-15.51%	8.38%	16.06%	16.72%
每股收益 EPS (元)	0.48	0.52	0.60	0.70
净资产收益率 ROE	7.17%	7.30%	7.94%	8.63%
PE	53	49	42	36
PB	4.42	4.15	3.89	3.62

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.22
流通 A 股(亿股)	4.22
52 周内股价区间(元)	17.81-46.88
总市值(亿元)	106.64
总资产(亿元)	52.31
每股净资产(元)	5.47

相关研究

1. 博瑞医药 (688166): 制剂收入稳健增长, 创新管线未来可期 (2023-10-30)

盈利预测

关键假设：

假设 1：原料药产品收入：1) 抗真菌类药物主要包括卡泊芬净、米卡芬净和阿尼芬净等。2024-2026 年预计抗真菌类销量增速分别为 14%、11%、8%；2) 抗病毒药物主要产品是恩替卡韦、奥司他韦，预计 2024-2026 年销量增速为 -24%、-19%、-7%，平均价格较为平稳；3) 免疫抑制类产品主要是吡美莫司，预计 2024-2026 年销量维持在 5%。随着公司原料药新品种加速投入市场，毛利率或将逐步提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 50%、51.7%、52.7%；

假设 2：制剂产品收入：假设存量品种米卡芬净、阿加曲班、奥司他韦等 2024-2026 年销量维持 13%、10%、8% 增长；艾立布林注射液等预计 2024-2025 年销量增速分别为 350%、33%、28%；增量品种放量后毛利率将逐步提升至 70% 以上。

假设 3：技术服务增速较为稳定，预计 2024-2026 年收入增速分别为 5%、5%、5%，公司选择高技术壁垒、高临床价值产品研发，预计毛利率有所提升，维持在 78~79%；权益分成收入增速稳中有升，预计 2024-2026 年收入增速分别为 20%、23%、28%，毛利率均为 100%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分类收入及毛利率预测

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
原料药产品收入	收入	8.9	9.2	9.8	10.5
	增速	13.9%	4.1%	6.3%	6.7%
	毛利率	50.0%	50.0%	51.7%	52.7%
制剂产品收入	收入	1.4	2.5	3.7	5.0
	增速	37.5%	78.8%	50.6%	34.2%
	毛利率	67.0%	71.6%	75.2%	77.1%
技术收入	收入	0.8	0.8	0.8	0.9
	增速	-10.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	72.3%	79.3%	78.5%	79.2%
权益分成收入	收入	0.6	0.7	0.9	1.2
	增速	20.4%	20.0%	23.0%	28.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
合计	收入	11.6	13.2	15.3	17.5
	增速	14.1%	13.9%	15.4%	14.5%
	毛利率	56.1%	58.6%	61.8%	64.1%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.52/0.60/0.70 元，对应 PE 分别为 49/42/36 倍。考虑到公司身处具有较高技术壁垒的高端仿制药和创新药领域，在国际国内均有确切的业绩增长来源，近几年有望维持较高速增长；公司创新研发实力有望为公司培育新的增长点保驾护航。维持“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1179.52	1322.62	1526.35	1748.34	净利润	173.42	187.96	218.15	254.63
营业成本	521.41	547.20	583.70	627.21	折旧与摊销	77.36	156.53	235.20	261.46
营业税金及附加	5.71	6.61	7.63	8.74	财务费用	24.14	29.49	29.25	28.17
销售费用	64.07	105.81	119.06	132.87	资产减值损失	-21.49	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	116.40	436.47	557.12	681.85	经营营运资本变动	-116.69	-57.63	-63.31	-89.49
财务费用	24.14	29.49	29.25	28.17	其他	58.02	31.74	36.35	36.45
资产减值损失	-21.49	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	194.77	328.10	435.64	471.22
投资收益	-14.74	-10.00	-10.00	-10.00	资本支出	-390.39	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	-0.52	-1.48	-1.16	-1.27	其他	-49.47	-11.48	-11.16	-11.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-439.85	-51.48	-51.16	-51.27
营业利润	190.24	205.57	238.43	278.22	短期借款	32.49	-6.87	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.47	-0.98	-0.97	-1.06	长期借款	14.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	188.77	204.59	237.46	277.17	股权融资	49.08	0.00	0.00	0.00
所得税	15.35	16.63	19.30	22.53	支付股利	-48.16	-40.69	-44.10	-51.19
净利润	173.42	187.96	218.15	254.63	其他	13.77	-434.88	-29.25	-28.17
少数股东损益	-29.04	-31.48	-36.53	-42.64	筹资活动现金流净额	61.61	-482.44	-73.36	-79.36
归属母公司股东净利润	202.47	219.44	254.69	297.28	现金流量净额	-180.69	-205.83	311.13	340.60
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	998.05	792.22	1103.34	1443.94	成长能力				
应收和预付款项	357.71	448.69	498.78	564.09	销售收入增长率	15.94%	12.13%	15.40%	14.54%
存货	344.63	368.07	392.99	423.69	营业利润增长率	-21.44%	8.05%	15.99%	16.69%
其他流动资产	139.36	123.74	135.00	147.27	净利润增长率	-17.97%	8.38%	16.06%	16.72%
长期股权投资	43.49	43.49	43.49	43.49	EBITDA 增长率	-3.62%	34.22%	28.42%	12.92%
投资性房地产	62.45	62.45	62.45	62.45	获利能力				
固定资产和在建工程	2454.36	2343.09	2153.17	1936.98	毛利率	55.79%	58.63%	61.76%	64.13%
无形资产和开发支出	101.16	98.91	96.66	94.40	三费率	17.35%	43.23%	46.22%	48.21%
其他非流动资产	530.63	527.61	524.59	521.57	净利率	14.70%	14.21%	14.29%	14.56%
资产总计	5031.83	4808.27	5010.47	5237.90	ROE	7.17%	7.30%	7.94%	8.63%
短期借款	156.87	150.00	150.00	150.00	ROA	3.45%	3.91%	4.35%	4.86%
应付和预收款项	295.20	359.05	384.96	406.25	ROIC	6.96%	7.09%	8.29%	9.86%
长期借款	1184.66	1184.66	1184.66	1184.66	EBITDA/销售收入	24.73%	29.61%	32.95%	32.48%
其他负债	977.51	541.07	543.32	546.00	营运能力				
负债合计	2614.25	2234.78	2262.93	2286.91	总资产周转率	0.24	0.27	0.31	0.34
股本	422.47	422.47	422.47	422.47	固定资产周转率	2.11	1.04	0.80	0.90
资本公积	1057.13	1057.13	1057.13	1057.13	应收账款周转率	3.71	3.75	3.62	3.68
留存收益	897.66	1076.40	1286.98	1533.07	存货周转率	1.56	1.44	1.45	1.45
归属母公司股东权益	2368.62	2556.00	2766.58	3012.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.73%	—	—	—
少数股东权益	48.97	17.49	-19.04	-61.68	资本结构				
股东权益合计	2417.58	2573.49	2747.54	2950.99	资产负债率	51.95%	46.48%	45.16%	43.66%
负债和股东权益合计	5031.83	4808.27	5010.47	5237.90	带息债务/总负债	67.77%	78.98%	77.99%	77.17%
					流动比率	1.99	3.19	3.73	4.34
					速动比率	1.62	2.51	3.04	3.62
					股利支付率	23.79%	18.54%	17.32%	17.22%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	291.75	391.59	502.88	567.85	每股收益	0.48	0.52	0.60	0.70
PE	52.73	48.65	41.92	35.91	每股净资产	5.72	6.09	6.50	6.99
PB	4.42	4.15	3.89	3.62	每股经营现金	0.46	0.78	1.03	1.12
PS	9.05	8.07	6.99	6.11	每股股利	0.11	0.10	0.10	0.12
EV/EBITDA	38.13	27.86	21.08	18.07					
股息率	0.45%	0.38%	0.41%	0.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
