

➤ **事件：**10 月 13 日，博瑞医药发布 BGM0504 注射液减重适应症 II 期临床试验数据，给药 26-30 周整体耐受性、安全性良好，各剂量组受试者在体重、腰围等核心减重指标方面均明显优于安慰剂组；在次要疗效指标方面如心血管代谢风险指标、增加胰岛素敏感性的相关指标、患者结局报告指标等较基线均有改善，且优于安慰剂组。

➤ **BGM0504 减重 II 期临床试验达到主要终点和关键次要终点，展现出良好的综合代谢获益。**

1) 核心减重指标：目标剂量给药第 4 周，5mg 组、10mg 组、15mg 组体重较基线平均降幅百分比（扣除安慰剂）分别为 5.2%、7.0%和 9.5%；第 24 周分别为 10.8%、16.2%和 18.5%，腰围较基线平均降幅（扣除安慰剂）分别为 7.9cm、11.7cm 和 13.4cm。

2) 心血管代谢风险指标：目标剂量给药第 24 周，5mg 组、10mg 组和 15mg 组收缩压较基线平均降幅（扣除安慰剂）分别为 11.7mmHg、14.7mmHg 和 12.5mmHg，舒张压较基线平均降幅分别为 5.5mmHg、7.2mmHg 和 9.0mmHg；尿酸、甘油三酯、总胆固醇、低密度脂蛋白胆固醇等指标也显著降低。

3) 增加胰岛素敏感性的相关指标及患者结局报告指标：目标剂量给药第 24 周，5mg 组、10mg 组和 15mg 组空腹血糖较基线平均降幅百分比（扣除安慰剂）分别为 7%、13%和 16%，空腹胰岛素较基线平均降幅及降幅百分比分别为 23.5pmol/L (20%)、58.8pmol/L (32%) 和 91.7pmol/L (56%)。

4) 安全性及耐受性：绝大多数为 1-2 级，且大多未经干预即可恢复，所发生的不良反应多见于胃肠道系统方面，严重程度主要为 1 级，未发生任何低血糖事件和其他非预期不良反应以及未发生导致剂量下调和导致退出试验的不良反应。从 II 期数据可以看出，BGM0504 注射液在安全性良好的基础上减重疗效强劲且起效快，能显著降低多项心血管代谢风险指标，相比于替尔泊肽、玛仕度肽、HRS9531 等同类产品在减重和安全性方面具有 BIC 潜力。后续 BGM0504 注射液也将在中国成人超重肥胖患者和糖尿病患者中开展 III 期临床试验，建议关注后续临床推进和全球竞争情况。

➤ **投资建议：**公司作为原料药制剂一体化特色企业，传统业务稳健发展，创新药 BGM0504 减重 II 期临床试验主要终点和关键次要终点达到预期目标，持续关注后续临床 III 期试验节奏。我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 13.39/15.29/17.62 亿元，归母净利润 2.11/2.36/2.67 亿元，EPS 为 0.50/0.56/0.63 元，对应 PE 为 62/55/49 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**药品研发风险、市场竞争风险、人才流失风险、质量控制风险、技术迭代风险、诉讼风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,180	1,339	1,529	1,762
增长率 (%)	15.9	13.6	14.2	15.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	202	211	236	267
增长率 (%)	-15.5	4.0	12.0	13.1
每股收益 (元)	0.48	0.50	0.56	0.63
PE	64	62	55	49
PB	5.5	5.2	4.8	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 14 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
30.83 元

分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

研究助理 乔波耀

执业证书：S0100123070005

邮箱：qiaoboyao@mszq.com

相关研究

- 博瑞医药 (688166.SH) 事件点评：0504 降糖数据优异，关注减重数据及 III 期临床进展-2024/08/27
- 博瑞医药 (688166.SH) 2024 年半年报点评：原料药制剂协同发展，BGM0504 二期临床顺利推进中-2024/08/25
- 博瑞医药 (688166.SH) 深度报告：原料药制剂一体化龙头，双靶点 GLP1/GIP 新药极具潜力-2024/08/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,180	1,339	1,529	1,762
营业成本	521	604	704	820
营业税金及附加	6	6	8	9
销售费用	64	67	70	79
管理费用	116	118	128	141
研发费用	249	281	336	397
EBIT	230	286	313	354
财务费用	24	48	56	61
资产减值损失	-21	-15	-15	-15
投资收益	-15	-12	5	11
营业利润	190	211	247	289
营业外收支	-1	-1	-1	-2
利润总额	189	210	245	288
所得税	15	22	25	29
净利润	173	188	221	259
归属于母公司净利润	202	211	236	267
EBITDA	318	388	440	502

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	998	838	656	506
应收账款及票据	285	334	387	446
预付款项	52	60	70	82
存货	345	355	415	486
其他流动资产	159	103	108	115
流动资产合计	1,840	1,689	1,637	1,634
长期股权投资	43	43	43	43
固定资产	718	998	1,238	1,458
无形资产	94	94	94	94
非流动资产合计	3,192	3,792	4,160	4,523
资产合计	5,032	5,482	5,797	6,157
短期借款	157	137	157	177
应付账款及票据	228	264	307	357
其他流动负债	537	706	729	757
流动负债合计	922	1,107	1,193	1,291
长期借款	1,185	1,315	1,365	1,415
其他长期负债	507	541	541	541
非流动负债合计	1,692	1,855	1,905	1,955
负债合计	2,614	2,962	3,098	3,246
股本	422	422	422	422
少数股东权益	49	26	11	3
股东权益合计	2,418	2,520	2,699	2,911
负债和股东权益合计	5,032	5,482	5,797	6,157

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.94	13.55	14.18	15.24
EBIT 增长率	-8.65	24.48	9.46	13.19
净利润增长率	-15.51	4.04	12.05	13.09
盈利能力 (%)				
毛利率	55.79	54.87	53.96	53.50
净利润率	17.17	15.73	15.43	15.14
总资产收益率 ROA	4.02	3.84	4.07	4.34
净资产收益率 ROE	8.55	8.45	8.78	9.18
偿债能力				
流动比率	1.99	1.53	1.37	1.27
速动比率	1.47	1.07	0.88	0.75
现金比率	1.08	0.76	0.55	0.39
资产负债率 (%)	51.95	54.03	53.45	52.73
经营效率				
应收账款周转天数	89.39	82.35	83.82	84.05
存货周转天数	215.75	208.22	196.82	197.89
总资产周转率	0.24	0.25	0.27	0.29
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.50	0.56	0.63
每股净资产	5.61	5.90	6.36	6.88
每股经营现金流	0.46	0.90	0.85	0.96
每股股利	0.10	0.10	0.11	0.13
估值分析				
PE	64	62	55	49
PB	5.5	5.2	4.8	4.5
EV/EBITDA	45.44	37.28	32.88	28.83
股息收益率 (%)	0.31	0.32	0.36	0.41

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	173	188	221	259
折旧和摊销	89	102	127	148
营运资金变动	-130	2	-77	-85
经营活动现金流	195	382	358	406
资本开支	-403	-552	-485	-500
投资	-64	73	0	0
投资活动现金流	-440	-640	-480	-489
股权募资	68	0	0	0
债务募资	118	266	70	70
筹资活动现金流	62	98	-59	-67
现金净流量	-181	-160	-182	-150

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026