

2023年9月4日

博安生物 (6955.HK)

公司动态分析

证券研究报告

制药

核心产品博优诺持续放量，运营效率快速提升

事件：2023年8月27日，博安生物公布2023年中期业绩，20H1公司实现销售收入2.61亿元，同比增长18.4%，收入增长主要来自博优诺（贝伐珠单抗）在国内的销售放量，实现毛利1.58亿元，同比增长7.4%，毛利增速低于收入增速系公司产品减少导致单位制造成本上升所致，2023H1公司期间费用总额2.7亿元，同比下降12.3%，期间费率103.2%，占比下降36个百分点，主要来自公司管理效率的提升，2023H1公司净亏损1.2亿元，较去年同期收窄3000万元，整体业绩符合我们的预期。

报告摘要

生物类似药。公司目前共上市两款生物类似药，分别为2021年4月在国内获批的博优诺和2022年11月在国内获批的博优倍（低剂量地舒单抗）。2023年1月博优诺的两个新适应症（上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌及子宫颈癌）成功纳入国家医保目录，截至目前，博优诺已获批的5项适应症全部纳入国家医保目录，其终端机构覆盖较22年底增加近300家至约1,600家；2023年1月博优倍获得国家医保目录编码，同月公司授予正大青岛博优倍在中国大陆的商业化权利，截至目前，博优倍已覆盖国内全部省、市或自治区挂网，近400家医疗机构准入，和千余家双通道药店和DTP药房建立合作；2023H1公司共有两款产品处于BLA阶段，2023年3月博洛加（高剂量地舒单抗）中国BLA申请获受理及2023年4月博优诺巴西BLA申请获受理；2023年初至业绩公告日，公司共有四款产品在临床III期试验取得进展，2023年3月BA9101（阿柏西普）完成中国III期临床试验患者入组，2023年5月BA5101（度拉糖肽）完成中国III期临床试验患者入组。2023年5月地舒单抗注射液（博优倍及博洛加）于欧洲、美国及日本的国际多中心III期临床研究完成首位患者入组（FPI），2023年8月BA1104（纳武利尤单抗）启动中国III期临床试验。

创新药。2023年初至业绩公告日，公司有3款产品进入I期临床试验，分别为BA1106（中国首个进入临床阶段的CD25单抗）、BA2101（长效IL4Rα单抗）及BA1301（Claudin18.2 ADC），1款产品BA1202（中国首个进入临床阶段的CEA/CD3双抗）取得IND批准。

截止目前，公司在全国拥有超200家分销商，覆盖2,035家目标医院及机构，较2022年底增加约700家。公司于2023年3月被纳入沪/深港通，并在2023年4月股票代码正式摘B。

2023H2及2024年催化剂：2023H2：BA1202（CEA/CD3双抗）中国1期FPI，BA1104中国3期FPI，BA2101在中国完成临床1期SAD；2024年：博洛加国内获批上市，博优诺巴西获批上市，BA5101国内BLA，BA9101国内BLA，地舒单抗完成国际多中心3期临床入组，BA2101国内启动临床2期，BA1105（Claudin 18.2单抗/ADCC加强）、BA1106、BA1201（PD-L1/ TGF-β双抗）、BA1301国内完成1期SAD，BA5101提交美国IND和欧洲CTA。

投资建议：受益于现有两款商业化产品博优诺和博优倍的持续放量，以及博洛加、BA9101和BA5101三款产品的临近上市，我们认为公司未来将保持高速增长。我们预计2023-2025年博安生物收入分别达到6.7亿、9.1亿和13.6亿，同比增长29.8%，36.6%和48.9%，归母净利润分别达到-2.3亿、-2.1亿和-2亿。随着公司产品在国内陆续获批上市以及对海外市场的拓展，公司经营业绩有望得到较大的改善，建议保持关注。

风险提示：产品集采降价风险，产品研发失败风险，行业政策风险，产品商业化不及预期风险，海外市场拓展不及预期风险。

投资评级： 未有
目标价格： 未有
现价 (2023-09-04): 14.72 港元

总市值(百万港元)	7,496.6
流通市值(百万港元)	7,496.6
总股本(百万股)	509.3
流通股本(百万股)	509.3
12个月低/高(港元)	13.5/24.55
平均成交(百万港元)	1.6

股东结构

绿叶制药	70.81%
其他股东	29.19%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.5%	4.4%	-
绝对收益	-5.0%	3.1%	-

数据来源：iFind、港交所、公司

张擎柱 医药行业分析师

+86-0755-81682385

zhangqz@essence.com.cn

(31/12 年结; 万元人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,870	51,596	66,982	91,483	136,251
增长率(%)	-	225.1%	29.8%	36.6%	48.9%
净利润	-22,542	-33,175	-22,633	-20,884	-20,467
增长率(%)	-	-	-	-	-
毛利率(%)	67.1%	68.7%	70.5%	55.6%	54.2%
净利润率(%)	-142.0%	-64.3%	-33.8%	-22.8%	-15.0%
ROE, 平均(%)	-22.2%	-22.3%	-17.3%	-19.2%	-23.2%
每股收益(元)	-0.525	-0.658	-0.444	-0.410	-0.402
每股净资产(元)	3.112	2.785	2.341	1.931	1.529
市盈率	-	-	-	-	-
市净率	4.86	5.43	6.46	7.83	9.89
股息收益率(%)	-	-	-	-	-

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

附表：财务报表预测

(年结31/12; RMB 0000)	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
综合损益表					
营业额	15,870	51,596	66,982	91,483	136,251
销售成本	-5,219	-16,173	-19,760	-40,610	-62,349
毛利	10,651	35,423	47,223	50,873	73,902
其他营运收入	426	1,878	700	700	700
研发成本	-23,157	-40,034	-30,000	-30,000	-35,000
分销成本	-5,405	-21,409	-33,491	-32,019	-44,963
行政管理开支	-4,217	-8,233	-9,712	-11,893	-15,669
金融资产亏损/收益(净额)	-	-	-	-	-
其他亏损/收益(净额)	-592	-16	-	-	-
经营溢利	-22,292	-32,391	-25,281	-22,339	-21,030
融资收入	910	557	538	804	675
融资费用	-1,160	-1,341	-1,884	-3,034	-3,724
其他非经营溢利	-	-	-	-	-
除税前溢利	-22,542	-33,175	-26,627	-24,570	-24,079
所得税	-	-	3,994	3,685	3,612
期内净溢利	-22,542	-33,175	-22,633	-20,884	-20,467
股东应占溢利	-22,542	-33,175	-22,633	-20,884	-20,467
少数股东损益	-	-	-	-	-

(年结31/12; RMB 0000)	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
综合资产负债表					
流动资产					
现金及现金等值项目	53,170	23,350	30,446	49,917	17,566
贸易及其他应收款项	18,260	26,238	25,277	34,902	49,806
-- 贸易应收款项	10,727	21,212	20,251	29,876	44,782
-- 其他应收款项	7,533	5,026	5,026	5,026	5,026
存货	9,884	14,363	10,539	25,064	29,596
其他	12,671	20,716	20,716	20,716	20,716
流动资产总额	93,985	84,668	86,979	130,599	117,686
非流动资产					
净固定资产	50,484	57,209	54,060	51,195	47,587
-- 物业、厂房及设备	50,484	57,209	54,060	51,195	47,587
无形资产	56,600	73,151	75,835	78,252	80,427
非流动资产预付款项	-	-	-	-	-
其他	9,591	5,229	5,229	5,229	5,229
非流动资产总额	116,675	135,588	135,125	134,676	133,243
总资产	210,660	220,256	222,103	265,275	250,930
流动负债					
贸易及其他应付款项	21,774	36,463	40,943	74,999	81,122
-- 贸易应付款项	13,871	16,020	20,501	54,556	60,680
-- 其他应付款项	7,902	20,443	20,443	20,443	20,443
短期银行贷款	1,000	8,334	8,334	8,334	8,334
融资租赁负债	1,002	838	838	838	838
其他	2,273	1,532	1,532	1,532	1,532
流动负债总额	26,048	47,167	51,648	85,703	91,826
非流动负债					
长期银行贷款	24,000	21,000	41,000	71,000	71,000
融资租赁负债	450	-	-	-	-
其他	4,813	10,251	10,251	10,251	10,251
非流动负债总额	29,444	31,251	51,251	81,251	81,251
总负债	55,492	78,418	102,899	166,954	173,077
净资产	155,169	141,838	119,204	98,320	77,853
资本及储备					
归属股东权益					
股本	49,858	50,928	50,928	50,928	50,928
储备	122,921	142,016	142,016	142,016	142,016
留存收益	-17,610	-51,106	-73,740	-94,624	-115,091
总归属股东权益	155,169	141,838	119,204	98,320	77,853
少数股东权益	-	-	-	-	-
总股东权益	155,169	141,838	119,204	98,320	77,853

(转下页...)

(年结31/12; RMB 0000)	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
综合现金流量表					
经营活动:					
经营活动产生的现金流量净额	-24,628	-20,184	443	3,702	-18,301
期内净溢利	-22,542	-33,175	-22,633	-20,884	-20,467
营运资本变动	-13,861	-12,816	9,266	9,906	-13,316
包括: (贸易应收账款增加)	-10,657	-10,486	961	-9,625	-14,905
(存货增加)	-7,917	-4,479	3,824	-14,524	-4,534
贸易应付帐增加	4,713	2,149	4,480	34,056	6,123
折旧及摊销	5,001	7,284	12,464	12,449	12,433
净利息支出加回	250	784	1,346	2,231	3,050
金融资产亏损/收益加回	-	-	-	-	-
其他非现金调整	6,524	17,740	-	-	-
投资活动:					
出售固定资产所收到的现金	-	-	-	-	-
(购买固定资产、无形资产等资本支出)	-34,125	-20,638	-12,000	-12,000	-11,000
利息收入	-	-	538	804	675
其他投资活动产生的现金流量净额	-9,105	10,569	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	-43,230	-10,068	-11,462	-11,196	-10,325
筹资活动:					
净债务增加	122,362	-16,563	20,000	30,000	-
净股本及资本证券增加扣除费用	-29	17,855	-	-	-
(利息支付)	-1,160	-1,305	-1,884	-3,034	-3,724
筹资活动产生的现金流量净额	121,173	-13	18,116	26,966	-3,724
所有现金流量净额	53,316	-30,265	7,096	19,471	-32,351
现金及现金等价物净增加额:					
汇率变动影响	-508	445	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	52,807	-29,821	7,096	19,471	-32,351
现金及现金等价物期初余额	363	53,170	23,350	30,446	49,917
现金及现金等价物期末余额	53,170	23,350	30,446	49,917	17,566

(年结31/12; RMB 0000)	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
盈利能力及收益质量					
毛利率%	67.1%	68.7%	70.5%	55.6%	54.2%
经营溢利率%	-140.5%	-62.8%	-37.7%	-24.4%	-15.4%
净利率(持续经营)%	-142.0%	-64.3%	-33.8%	-22.8%	-15.0%
销售费用/营业总收入%	34.1%	41.5%	50.0%	35.0%	33.0%
管理费用/营业总收入%	26.6%	16.0%	14.5%	13.0%	11.5%
财务费用/营业总收入%	7.3%	2.6%	2.8%	3.3%	2.7%
ROE (平均, 年化)	-22.2%	-22.3%	-17.3%	-19.2%	-23.2%
ROA (平均, 年化)	-15.0%	-15.4%	-10.2%	-8.6%	-7.9%
营运能力					
存货周转天数	414.4	273.6	230.0	160.0	160.0
贸易应收账款周转天数	124.2	113.0	113.0	100.0	100.0
贸易应付账款周转天数	805.3	337.3	337.3	337.3	337.3
营业周期(存货日数+应收账款日数)	538.6	386.6	343.0	260.0	260.0
现金循环周期(存货日+应收账款日-应付账日)	-266.7	49.3	5.7	-77.3	-77.3
总资产周转率,倍(收入/平均总资产)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
资本结构					
资产负债率%(总负债/总资产)	26.3%	35.6%	46.3%	62.9%	69.0%
权益乘数,倍(总资产/总权益)	1.4	1.6	1.9	2.7	3.2
产权比率,倍(总负债/总权益)	0.4	0.6	0.9	1.7	2.2
带息债务/全部投入资本%	14.6%	17.5%	29.6%	44.9%	50.7%
偿债能力					
流动比率,倍	3.6	1.8	1.7	1.5	1.3
速动比率,倍	3.2	1.5	1.5	1.2	1.0
保守速动比率,倍(现金及应收账/流动负债)	2.7	1.1	1.1	1.0	0.7
利息覆盖倍数,倍(EBIT/利息费用)	-19.2	-24.2	-13.4	-7.4	-5.6
杜邦分析					
ROE (平均, 年化)	-22.2%	-22.3%	-17.3%	-19.2%	-23.2%
=(经营利润率x资产周转-利息支出/资产)					
x权益乘数x(1-有效税率)					
经营溢利率%	-140.5%	-62.8%	-37.7%	-24.4%	-15.4%
总资产周转率,倍(收入/平均总资产)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
利息支出/平均资产%	1.1%	0.9%	1.4%	2.8%	4.2%
权益乘数,倍(总资产/总权益)	1.4	1.6	1.9	2.7	3.2
有效税率%	0.0%	0.0%	--	--	--

数据来源: 公司、安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。
- 安信国际及每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，向本报告提及的山东博安生物技术股份有限公司在过去12个月内有就投资银行服务收取补偿或受委托。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司