



买入 (维持)

所属行业: 医药生物/生物制品
当前价格(元): 35.08

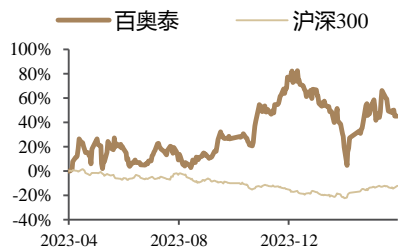
证券分析师

李霖阳

资格编号: S0120523080003

邮箱: lijy7@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.32	12.77	-13.26
相对涨幅(%)	-2.96	1.02	-18.06

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《百奥泰 (688177.SH): 类似药出海+ADC, 进入收获期》, 2023.12.1

百奥泰 (688177.SH): 类似药出海进入收获期, 业绩有望迎来高增

投资要点

- 收入增长强劲, 业绩略超预期:** 2023 年公司实现营业收入 7.05 亿元, 同比增长 54.86%; 单 Q4 收入 2.44 亿元, 环比增长 67%。格乐立® (阿达木单抗) 注射液销售额较上年同期稳步提升; 施瑞立® (托珠单抗) 注射液于 2023 年 1 月获批上市, 药品销售收入新增; 普贝希® (贝伐珠单抗) 注射液销量增加, 药品销售提成收入及销售里程碑收入增加。营收增长幅度大于费用增长幅度, 亏损收窄。
- 产研:** 截至 2023 年底, 投入使用的原液产能共计 30500L, 永和 2 期扩建项目, 已完成土建结构和建筑施工, 预计于 2024 年内交付生产, 在永和 2 期投产后, 公司原液总产能将达到 66,500L。截至 2023 年底, 公司共计员工 1,167 人, 公司现有研发人员 379 人。公司产品组合包括二十余款不同产品处于临床阶段, 涉及肿瘤、自身免疫、心血管及眼科等多个领域。
- 类似药出海实现里程碑进展, 多款储备产品:** 两款产品获得美国 FDA 上市批准, BAT1806 (托珠单抗) 于 2023 年 9 月获批, 是 FDA 批准的首个托珠单抗生物类似药, BAT1706 (贝伐珠单抗) 于 2023 年 12 月获批; 托珠和贝伐已向 EMA 递交上市申请。BAT2506 (戈利木单抗) 已完成全球 III 期临床研究阶段; BAT2206 (乌司奴单抗) 已完成全球 III 期临床研究, 与 Hikma 签署美国市场商业化协议, 与 Pharmapark 签署俄罗斯等国商业化协议。BAT2306 (司库奇尤单抗) 目前正处于全球 III 期临床试验阶段。新兴市场积极开拓, 就类似药产品与巴西、印尼、巴基斯坦、阿富汗等地区的企业达成合作。
- 创新药管线丰富, ADC 多个产品处于临床。** BAT2094 (巴替非班, $\beta 3$ 整合素受体抑制剂) 目前处于国内上市申请阶段。BAT4406F (CD20 抗体) 治疗视神经脊髓炎目前正处于关键试验阶段。ADC 多个产品开展临床, BAT8006 (FR α ADC) 处于临床二期阶段, II 期临床试验申请已获得 FDA 许可。BAT8010 (HER2 ADC) 联合 BAT1006 (HER2 单抗) 治疗肿瘤已进入临床。BAT8008 (Trop2 ADC)、BAT8007 (Nectin-4 ADC) 正在进行一期临床。
- 盈利预测:** 我们认为, 公司类似药出海具有较高壁垒, 随着产品在欧美的商业化和新产品的报产获批, 公司未来收入将会迎来高增。我们预计公司 24-26 年收入为 13.96、25.48、43.63 亿元, 净利润为-0.22、5.71、13.29 亿元。维持“买入”评级
- 风险提示:** 销售不及预期风险、临床进度不及预期风险、临床失败风险

股票数据

总股本(百万股):	414.08
流通 A 股(百万股):	414.08
52 周内股价区间(元):	24.65-44.99
总市值(百万元):	14,526
总资产(百万元):	2,287.10
每股净资产(元):	2.93

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	455	705	1,396	2,548	4,363
(+/-)YOY(%)	-45.6%	54.9%	98.0%	82.6%	71.2%
净利润(百万元)	-480	-395	-22	571	1,329
(+/-)YOY(%)	-686.3%	17.9%	94.4%	2685.0%	132.7%
全面摊薄 EPS(元)	-1.16	-0.95	-0.05	1.38	3.21
毛利率(%)	58.1%	72.6%	69.4%	71.0%	72.7%
净资产收益率(%)	-29.9%	-32.5%	-1.9%	32.4%	43.0%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1：百奥泰管线

治疗领域	品种	适应症	靶点	药物分类	临床前	I期临床	II期临床	III期临床	NDA	上市	
自身免疫	格乐立®	银屑病、强直性脊柱炎、类风湿性关节炎、克罗恩病、葡萄膜炎、儿童斑块状银屑病、多关节炎幼年特发性关节炎、儿童克罗恩病	TNF-α	生物类似药							
	施瑞立®	类风湿性关节炎、全身型幼年特发性关节炎、细胞因子释放综合征	IL-6R	生物类似药					全球开发，中国NMPA、美国FDA已获批		
	BAT2506	类风湿性关节炎、银屑病关节炎、强直性脊柱炎、炎症性结肠炎、多关节型幼年特发性关节炎	TNF-α	生物类似药					国际III期临床		
	BAT2206	银屑病、银屑病关节炎、克罗恩病、溃疡性结肠炎	IL-12 和 IL-23	生物类似药					国际III期临床		
	BAT4406F	视神经脊髓炎	CD20	创新药/单抗							
	BAT2306	银屑病、银屑病关节炎、强直性脊柱炎、非射线照相中轴型脊柱关节炎、附着点炎相关关节炎	IL-17A	生物类似药					国际III期临床		
	BAT2606	哮喘、慢性鼻炎伴息肉等	IL-5	生物类似药							
	BAT6026	特应性皮炎	OX40	创新药/单抗							
	BAT2406	多种自身免疫性疾病	靶点未披露	生物类似药							
肿瘤	普贝希®	转移性结直肠癌、晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌、宫颈癌、复发性胶质母细胞瘤、上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	VEGF	生物类似药					全球开发，中国NMPA、美国FDA已获批		
	BAT3306	癌症	PD-1	生物类似药							
	BAT4306F	CD20阳性B细胞非霍奇金淋巴瘤	CD20	创新药/单抗							
	BAT1308	实体瘤	PD-1	创新药/单抗							
		PD-L1阳性持续、复发或转移性宫颈癌	PD-1联合VEGF								
	BAT1006	子宫内膜癌	联合含铂化疗	创新药/单抗							
		HER2阳性实体瘤	HER2								
	BAT4706	实体瘤	CTLA-4/Tregs	创新药/单抗							
		实体瘤	联合BAT1308								
	BAT6005	癌症	TIGIT	创新药/单抗							
	BAT7104	癌症	PD-L1/CD47	创新药/双特异抗体							
		癌症	联合BAT4706								
	BAT7205	癌症	PD-L1/IL-15	创新药/双功能抗体融合蛋白							
	BAT8006	癌症	FRα	创新药/ADC							
	BAT8010	癌症	HER2	创新药/ADC							
癌症		联合BAT1006									
BAT8008	癌症	Trop2	创新药/ADC								
BAT8007	癌症	Nectin-4	创新药/ADC								
心血管	BAT2094	PCI围术期抗血栓	β3整合素受体	创新药/类多肽							
眼科	BAT5906	湿性老年黄斑变性、糖尿病性黄斑水肿	VEGF	创新药/单抗					湿性老年黄斑变性 糖尿病性黄斑水肿		

资料来源：公司年报、德邦研究所

表 1：营业收入拆分（元）

主营业务分行业情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入 比上年增 减 (%)
医药制造	704,794,652.84	193,298,962.77	72.57	54.86

主营业务分产品情况

分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入 比上年增 减 (%)
自身免疫药物	489,942,467.66	57,488,163.04	88.27	54.09
抗肿瘤药物	208,665,152.62	129,819,709.97	37.79	67.59
其他	6,187,032.56	5,991,089.76	3.17	-51.11

主营业务分地区情况

分地区	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入 比上年增 减 (%)
境内	684,188,372.60	191,663,471.91	71.99	53.49
境外	20,606,280.24	1,635,490.86	92.06	119.96

资料来源：公司年报、德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	-0.95	-0.05	1.38	3.21
每股净资产	2.93	2.88	4.26	7.47
每股经营现金流	-1.11	-0.93	1.46	2.42
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	—	25.93	11.14
P/B	14.08	12.43	8.40	4.79
P/S	21.02	10.61	5.81	3.39
EV/EBITDA	-56.33	216.88	18.56	8.17
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	72.6%	69.4%	71.0%	72.7%
净利润率	-56.0%	-1.6%	22.4%	30.5%
净资产收益率	-32.5%	-1.9%	32.4%	43.0%
资产回报率	-17.3%	-0.9%	14.7%	25.5%
投资回报率	-23.3%	0.0%	18.7%	30.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	54.9%	98.0%	82.6%	71.2%
EBIT 增长率	20.3%	100.2%	83150.7%	126.1%
净利润增长率	17.9%	94.4%	2685.0%	132.7%
偿债能力指标				
资产负债率	47.0%	53.9%	54.7%	40.7%
流动比率	1.4	2.2	3.1	4.8
速动比率	0.9	1.3	2.4	3.9
现金比率	0.2	1.3	2.1	3.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	60.9	54.2	54.2	55.4
存货周转天数	366.1	197.4	117.9	97.2
总资产周转率	0.3	0.6	0.8	1.0
固定资产周转率	1.4	2.5	3.9	6.0

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-395	-22	571	1,329
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	87	69	76	84
非经营收益	-0	23	43	53
营运资金变动	-153	-456	-86	-463
经营活动现金流	-461	-386	604	1,004
资产	-262	-156	-156	-156
投资	288	600	0	0
其他	12	0	0	0
投资活动现金流	38	444	-156	-156
债权募资	411	500	500	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-15	-23	-43	-53
融资活动现金流	395	477	457	-53
现金净流量	-28	536	905	795

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 1 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	705	1,396	2,548	4,363
营业成本	193	427	738	1,192
毛利率%	72.6%	69.4%	71.0%	72.7%
营业税金及附加	5	7	13	22
营业税金率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	169	263	369	660
营业费用率%	24.0%	18.8%	14.5%	15.1%
管理费用	32	70	127	218
管理费用率%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	769	698	637	742
研发费用率%	109.1%	50.0%	25.0%	17.0%
EBIT	-394	1	715	1,617
财务费用	6	23	43	53
财务费用率%	0.9%	1.6%	1.7%	1.2%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	4	0	0	0
营业利润	-390	-22	672	1,564
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	-394	-22	672	1,564
EBITDA	-309	70	791	1,701
所得税	0	0	101	235
有效所得税率%	-0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-395	-22	571	1,329

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	164	700	1,605	2,400
应收账款及应收票据	149	271	496	848
存货	231	237	246	397
其它流动资产	466	13	101	54
流动资产合计	1,010	1,221	2,447	3,699
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	506	602	689	769
在建工程	505	500	495	490
无形资产	230	225	220	215
非流动资产合计	1,277	1,364	1,443	1,515
资产总计	2,287	2,585	3,890	5,214
短期借款	105	105	105	105
应付票据及应付账款	171	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	449	439	674	668
流动负债合计	725	545	779	774
长期借款	324	824	1,324	1,324
其它长期负债	25	25	25	25
非流动负债合计	349	849	1,349	1,349
负债总计	1,074	1,394	2,128	2,123
实收资本	414	414	414	414
普通股股东权益	1,213	1,191	1,762	3,092
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,287	2,585	3,890	5,214

信息披露

分析师与研究助理简介

李霖阳 德邦证券研究所 医药行业分析师。研究方向：创新药。电子科技大学生物技术学士，华威大学商学院会计与金融学硕士。拥有三年二级医药行业研究经验，曾任职于中泰证券。所在团队获得 2023 年医药生物领域 卖方分析师 水晶球第二名，2023 年新浪财经金麒麟创新药行业菁英分析师第二名。执业证书编号：S0120523080003

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。