

2024年04月08日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

生物类似药进入收获期，ADC 管线持续推进

—百奥泰（688177.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

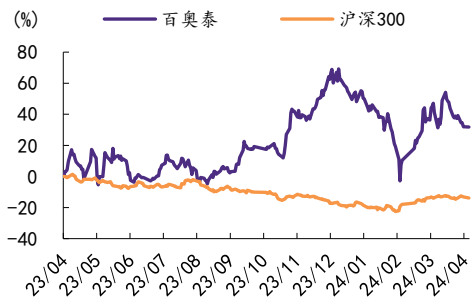
分析师：胡博新 S1050522120002
hubx@cfsc.com.cn

基本数据

2024-04-08

当前股价(元)	34.03
总市值(亿元)	141
总股本(百万股)	414
流通股本(百万股)	414
52周价格范围(元)	25.16-44.99
日均成交额(百万元)	68.14

市场表现



相关研究

1、《百奥泰（688177）：生物类似物出口突破在即》2023-08-25

百奥泰股份发布公告：2023年度，公司实现营业收入7.05亿元，同比增长54.86%。归属于母公司所有者的净利润-3.95亿元，较上年亏损额减少17.87%；实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润-4.72亿元，较上年亏损额减少9.72%。

投资要点

■ 阿达木单抗继续增长，托珠单抗贡献新增量

阿达木单抗是公司首个获批生物类似物，已在国内获批八个适应症，与超过1000家处方医院及超过1200家药店达成合作，2023年销售保持平稳增长，贡献了公司最大的收入来源。托珠单抗于2023年1月在国内获批上市，三个适应症，目前已覆盖100多家各省级商业公司和300多家医院终端，贡献了2023年的部分新增量。

■ 出海获得美国FDA上市许可，2024年进入收入兑现期

公司是国内最早布局国际规范市场的生物药企业之一，共有2款产品（BAT1806托珠单抗和BAT1706贝伐珠单抗）获得美国FDA上市许可，其中BAT1806是FDA批准的首个托珠单抗生物类似药。2023年原研托珠单抗在美国销售收入为12.23亿瑞士法郎，BAT1806预计在2024年5月在美国开始正式上市销售，由Bioge负责海外推广。公司已向欧洲EMA递交BAT1706上市许可申请，我们预计2024年获得上市许可。公司还有戈利木单抗和乌司奴单抗完成全球III期临床试验，有望在同类品种上市申报占据第一梯队。

■ 稳步推进新药研发

公司2023年研发投入7.69亿元，同比增长24.70%，公司生物类似物海外上市有望逐步支撑起研发的持续投入。新药研发方面，BAT2094（巴替非班）目前处于国内上市申请阶段，我们预计2024年上半年获批上市。作为一款抗血小板的聚集药物，巴替非班还能抑制血管平滑肌的生长，降低动脉血管再阻塞风险。在研ADC药物系列中，BAT8006临床进展最快，预计2024年获得2期临床的结果。BAT8006已有

同靶点的 ADC 药物获得美国 FDA 许可上市，该靶点在多种实体肿瘤如卵巢癌、肺癌、子宫内膜癌和乳腺癌中过表达。公司采用自主研发的 ADC 技术新平台开发，其安全性和疗效数据更值得期待。

■ 盈利预测

依靠阿达木单抗国内销售增长和托珠单抗欧美规范市场的销售突破，预测公司 2024-2026 年收入分别为 11.37、15.81、22.12 亿元，归母净利润分别为-1.44、1.92、6.39 亿元，EPS 分别为-0.35、0.46、1.54 元，当前股价对应 PE 分别为-98.0、73.5、22.1 倍，公司是国内最早布局生物类似物出口的企业，海外临床研发处于领先地位，未来出海商业化平台有望逐步得到验证，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

海外规范市场拓展的不确定性、销售不及预期、研发进展不及预期及海外审批不及预期等风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	705	1,137	1,581	2,212
增长率（%）	54.9%	61.3%	39.1%	40.0%
归母净利润（百万元）	-395	-144	192	639
增长率（%）				233.0%
摊薄每股收益（元）	-0.95	-0.35	0.46	1.54
ROE（%）	-32.5%	-13.4%	15.3%	34.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	164	265	641	1,212
应收款	151	243	338	473
存货	231	267	342	474
其他流动资产	464	546	630	750
流动资产合计	1,010	1,321	1,951	2,909
非流动资产:				
金融类资产	331	331	331	331
固定资产	506	405	324	259
在建工程	505	505	505	505
无形资产	230	219	207	196
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	35	35	35	35
非流动资产合计	1,277	1,164	1,071	996
资产总计	2,287	2,485	3,022	3,905
流动负债:				
短期借款	105	705	1,005	1,205
应付账款、票据	171	198	253	352
其他流动负债	160	160	160	160
流动负债合计	725	1,063	1,419	1,717
非流动负债:				
长期借款	324	324	324	324
其他非流动负债	25	25	25	25
非流动负债合计	349	349	349	349
负债合计	1,074	1,412	1,768	2,066
所有者权益				
股本	414	414	414	414
股东权益	1,213	1,073	1,254	1,839
负债和所有者权益	2,287	2,485	3,022	3,905

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-395	-144	192	639
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	82	113	92	75
公允价值变动	7	8	8	8
营运资金变动	-155	-472	-198	-289
经营活动现金净流量	-461	-495	93	433
投资活动现金净流量	38	101	81	65
筹资活动现金净流量	525	604	289	146
现金流量净额	101	211	464	644

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	705	1,137	1,581	2,212
营业成本	193	215	275	381
营业税金及附加	5	8	11	15
销售费用	169	205	237	288
管理费用	32	39	44	53
财务费用	6	32	36	34
研发费用	769	818	822	841
费用合计	976	1,094	1,139	1,215
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	7	8	8	8
投资收益	4	8	8	8
营业利润	-390	-144	192	639
加:营业外收入	0	0	0	0
减:营业外支出	5	0	0	0
利润总额	-394	-144	192	639
所得税费用	0	0	0	0
净利润	-395	-144	192	639
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	-395	-144	192	639

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	54.9%	61.3%	39.1%	40.0%
归母净利润增长率				233.0%
盈利能力				
毛利率	72.6%	81.1%	82.6%	82.8%
四项费用/营收	138.5%	96.2%	72.1%	54.9%
净利率	-56.0%	-12.7%	12.1%	28.9%
ROE	-32.5%	-13.4%	15.3%	34.7%
偿债能力				
资产负债率	47.0%	56.8%	58.5%	52.9%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7
存货周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股数据(元/股)				
EPS	-0.95	-0.35	0.46	1.54
P/E	-35.7	-98.0	73.5	22.1
P/S	20.0	12.4	8.9	6.4
P/B	11.6	13.1	11.2	7.7

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。