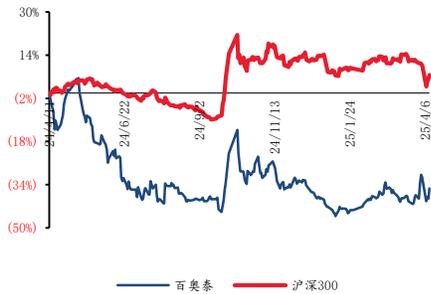


医药

百奥泰：阿达木单抗持续增长，BAT8006 进入 III 期临床

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	4.14/4.14
总市值/流通(亿元)	87.91/87.91
12 个月内最高/最低价 (元)	35.78/17.7

相关研究报告

<<百奥泰：生物类似药高速增长，创新药管线顺利推进>>--2024-04-15
<<百奥泰：生物类似药出海在望，将进入规模爆发期>>--2023-09-14

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

事件：2025年4月9日，公司发布2024年年度报告：全年实现营业收入7.43亿元，同比增长5.44%，主要为阿达木单抗销量持续增长；研发费用7.78亿元，同比增长1.17%；销售费用率31.71%，同比增长7.73%。

阿达木单抗持续增长，托珠单抗新增境外业务。

分产品看，自免业务持续稳健增长，肿瘤业务收入有所下降。

自身免疫药物：2024年实现销售收入6.02亿元，同比增长22.83%，毛利率为78.63%，主要为阿达木单抗销量持续增长，公司自营团队与国内超过1500家处方医院及超过1500家药店已达成合作。同时，托珠单抗新增境外供货业务，但境外合作商尚处于拓展初期，增额相对较小，毛利相对较低。

抗肿瘤药物：2024年实现销售收入1.33亿元，同比下降36.29%，毛利率为26.09%，主要为抗肿瘤药物较高毛利率的授权许可收入减少，导致抗肿瘤药物整体毛利率降低。

多个品种达成对外授权，进一步拓宽海外市场

托珠单抗 (BAT1806)：2021年4月，公司将BAT1806在除中国地区以外的全球市场的开发和商业化授权给Biogen；2025年4月，Organon通过收购获得BAT1806静脉注射剂型在美国市场的独家商业化权益，公司同日从Biogen重新获得开发、生产和商业化BAT1806（托珠单抗）皮下剂型的全部全球权利及BAT1806（托珠单抗）静脉注射剂型的除美国以外的全部全球权利。

贝伐珠单抗 (BAT1706)：公司已将BAT1706在中国地区的产品权益有偿许可给百济神州；在美国、欧洲、加拿大及大部分其它BAT1706合作未覆盖的国际市场的产品商业化权益有偿许可给Sandoz；与Biommm签署了在巴西市场的授权许可及商业化协议；与Cipla签署了在部分新兴国家的授权许可及商业化协议；与Mega Lifesciences签署了在印度尼西亚市场的授权许可及商业化协议；与Macter签署了在巴基斯坦以及阿富汗市场的授权许可及商业化协议。

戈利木单抗 (BAT2506)、乌司奴单抗 (BAT2206)、司库奇尤单抗 (BAT2306) 和美泊利珠单抗 (BAT2606)：公司与Pharmapark就BAT2506, BAT2206和BAT2306签署了在俄罗斯及其他独联体国家市场的授权许可及商业化协议；与Hikma就BAT2206签署了在美国市场的授权许可及商业化协议；与Biommm就BAT2206签署了在巴西市场的授权许

可及商业化协议；公司与 SteinCares 就 BAT2506, BAT2306 和 BAT2606 签署了在巴西以及其余拉丁美洲地区市场的授权许可及商业化协议；与 STADA Arzneimittel 就 BAT2506 签署了在欧盟、英国、瑞士以及其他部分欧洲国家市场的授权许可及商业化协议；与 Gedeon Richter 就 BAT2206 签署了在欧盟、英国、瑞士等市场的授权许可及商业化协议；与 Tabuk 就 BAT2206 签署了在沙特阿拉伯市场的授权许可及商业化协议；与 Intas 就 BAT2506 签署了在美国市场的授权许可及商业化协议；与 World Medicine 就 BAT2206 签署了在土耳其市场的授权许可及商业化协议；与 Dr. Reddy's Laboratories 就 BAT2206 和 BAT2506 签署了在柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国等市场的授权许可及商业化协议，Dr. Reddy's 也将拥有 BAT2206 在哥伦比亚市场的独家的商业化权利。

五款产品处于关键临床阶段，BAT8006 启动卵巢癌 III 期临床。

公司五款产品 BAT1308、BAT3306、BAT5906、BAT4406F 和 BAT8006 处于 III 期临床研究或关键注册临床研究阶段，其中 BAT5906 已完成 wAMD III 期临床受试者入组。

公司开发的靶向 FR α 的 ADC 药物 BAT8006，准备近期在铂耐药晚期卵巢癌、原发性腹膜癌以及输卵管癌患者中，启动了一项单药对比化疗的 III 期临床研究 (CTR20251345)，主要临床研究终点为 PFS。

盈利预测及投资评级：我们预计，2025/2026/2027 年公司营业收入分别为 8.89/13.42/17.90 亿元，同比增速分别为 19.59%/50.97%/33.40%；归母净利润分别为 -4.15/-1.07/1.72 亿元，同比增速分别为 18.76%/74.18%/260.81%。维持“买入”评级。

风险提示：海外授权及获批进度不及预期，海外合作方销售能力不及预期，新药临床试验失败的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	743	889	1,342	1,790
营业收入增长率 (%)	5.44%	19.59%	50.97%	33.40%
归母净利 (百万元)	-510	-415	-107	172
净利润增长率 (%)	-29.34%	18.76%	74.18%	260.81%
摊薄每股收益 (元)	-1.23	-1.00	-0.26	0.42
市盈率 (PE)	—	—	—	48.15

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	164	290	114	219	422
应收和预付款项	222	155	213	295	398
存货	231	253	280	372	487
其他流动资产	393	191	191	193	195
流动资产合计	1,010	888	797	1,078	1,502
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	506	485	464	435	399
在建工程	505	581	599	617	634
无形资产开发支出	230	224	199	174	149
长期待摊费用	2	4	4	4	4
其他非流动资产	1,043	912	821	1,102	1,526
资产总计	2,287	2,206	2,086	2,331	2,712
短期借款	105	89	139	159	159
应付和预收款项	171	199	216	289	378
长期借款	324	370	570	470	270
其他负债	474	839	867	1,226	1,546
负债合计	1,074	1,497	1,791	2,144	2,352
股本	414	414	414	414	414
资本公积	3,054	3,054	3,054	3,054	3,054
留存收益	-2,256	-2,766	-3,180	-3,287	-3,115
归母公司股东权益	1,213	708	294	187	359
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,213	708	294	187	359
负债和股东权益	2,287	2,206	2,086	2,331	2,712

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	-461	-56	-310	305	517
投资性现金流	38	119	-98	-99	-97
融资性现金流	395	87	231	-101	-216
现金增加额	-28	151	-176	105	203

利润表 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	705	743	889	1,342	1,790
营业成本	193	230	247	331	432
营业税金及附加	5	5	6	9	12
销售费用	169	236	259	323	413
管理费用	32	34	38	47	54
财务费用	6	16	16	20	14
资产减值损失	-1	0	0	0	0
投资收益	4	1	3	3	5
公允价值变动	7	3	0	0	0
营业利润	-390	-508	-415	-107	172
其他非经营损益	-5	-2	0	0	0
利润总额	-394	-510	-415	-107	172
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-395	-510	-415	-107	172
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	-395	-510	-415	-107	172

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	72.57%	69.11%	72.25%	75.35%	75.85%
销售净利率	-55.98%	-68.67%	-46.65%	-7.98%	9.62%
销售收入增长率	54.86%	5.44%	19.59%	50.97%	33.40%
EBIT 增长率	20.27%	-25.98%	19.65%	78.19%	313.66%
净利润增长率	17.87%	-29.34%	18.76%	74.18%	260.81%
ROE	-32.53%	-72.07%	-140.94%	-57.23%	47.92%
ROA	-17.66%	-22.72%	-19.32%	-4.85%	6.83%
ROIC	-23.26%	-37.15%	-34.03%	-8.83%	19.41%
EPS(X)	-0.95	-1.23	-1.00	-0.26	0.42
PE(X)	—	—	—	—	48.15
PB(X)	14.08	11.33	28.18	44.31	23.08
PS(X)	24.23	10.80	9.33	6.18	4.63
EV/EBITDA(X)	-56.33	-20.57	-33.63	174.98	25.53

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。