

2025 年 04 月 29 日

国际化临床开展，创新可期

百利天恒-U(688506)

事件：

公司发布 2025 年一季报：一季度营业收入 6744.0 万元，同比减少 98.77%；归属于母公司所有者的净亏损 5.31 亿元，上年同期净利润 50.05 亿元。

点评：

据公司公告：主要系上年同期确认了 BMS 大额知识产权授权收入并收到了相关款项，本报告期内未有知识产权授权收入及相关现金流入，从而导致营业收入、经营活动产生的现金流量净额等财务指标同比大幅下降。

截止公司 2024 年年报披露：公司就 BL-B01D1 在中国和美国已开展 30 余项针对 10 余种肿瘤类型的临床试验，其中，于美国正在开展治疗非小细胞肺癌、晚期实体瘤等多项 I/II 期临床试验，以及于中国正在开展 9 项用于不同癌症治疗的 III 期临床试验（其中 5 项适应症被国家药品监督管理局药品审评中心纳入突破性治疗品种名单）。BL-B01D1 的临床试验已覆盖肺癌、乳腺癌、消化道肿瘤、泌尿系统肿瘤、妇科肿瘤和头颈部肿瘤等不同肿瘤适应症，具有成为泛肿瘤治疗基石药物的潜力。

投资建议

考虑到公司自主研发实力强劲，核心产品成功出海，管理团队经验丰富，临床适应症管线积极推进，海内外布局合理，多个临床如期开展，调整前期盈利预测，即我们预测 2025-2027 年公司营业总收入为 24.3/26.6/30.1 亿元（前值 24.3/24.6/-亿元），分别同比增长-58.3%/9.5%/13.3%，归母净利润为 1.91/-3.25/-4.59 亿元（前值 0.73/1.51/-亿元），分别同比增长 -94.9%/-270.3%/-41.2%，对应每股收益分别为 0.48/-0.81/-1.14 元。看好公司产品上市后商业化运营能力，产品持续放量，以及后续创新靶点管线持续不断的推陈出新，采用自由现金流 DCF 折现估值方法，公司估值为 1406 亿元，对应股价 351 元，维持公司“买入”评级。

风险提示

新药研发不及预期，市场竞争加剧，产品上市后商业化表现不及预期，集采中标及降价影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	562	5,823	2,430	2,660	3,013

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：351
最新收盘价：289.15

股票代码：688506
52 周最高价/最低价：297.86/134.55
总市值(亿)：1,159.49
自由流通市值(亿)：297.51
自由流通股数(百万)：102.89



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：孙子豪
邮箱：sunzh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523120003
联系电话：

相关研究

- 【华西医药】百利天恒（688506）三季报点评：创新管线快速推进，国际化积极布局
2024.11.01
- 【华西医药】百利天恒（688506）深度报告：双抗 ADC 潜在基石药物，造就出海合作新高度
2024.07.29

YoY (%)	-20.1%	936.3%	-58.3%	9.5%	13.3%
归母净利润(百万元)	-780	3,708	191	-325	-459
YoY (%)	-176.4%	575.0%	-94.9%	-270.3%	-41.2%
毛利率 (%)	59.2%	95.5%	90.3%	88.7%	87.4%
每股收益 (元)	-1.95	9.25	0.48	-0.81	-1.14
ROE	-513.9%	95.4%	4.7%	-8.7%	-13.9%
市盈率	-148.28	31.26	608.25	-357.10	-252.87

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 1 百利天恒财务预测及估值 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
EBIT	3,722.11	153.80	-393.10	-530.66	305.67	1,887.39	4,756.81	7,427.13	11,390.95
所得税税率	6.80%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
息前税后利润(NOPAT)	3,468.88	138.42	-353.79	-477.60	275.11	1,698.65	4,281.13	6,684.42	10,251.85
加: 非现金调整	104.47	62.08	65.19	76.84	88.49	100.12	109.75	118.20	123.31
减: 营运资金的增加	2,109.50	914.36	-7.99	-85.72	230.11	101.97	316.29	217.65	225.86
减: 资本性投资	83.75	20.00	20.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00
公司自由现金流量 FCFE	1,380.11	-733.86	-300.61	-425.03	23.48	1,586.80	3,964.59	6,474.96	10,039.29

资料来源: wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,823	2,430	2,660	3,013	净利润	3,708	191	-325	-459
YoY (%)	936.3%	-58.3%	9.5%	13.3%	折旧和摊销	83	62	65	77
营业成本	264	235	300	380	营运资金变动	326	-876	8	86
营业税金及附加	12	24	27	45	经营活动现金流	4,059	-704	-335	-403
销售费用	215	243	253	256	资本开支	-84	-20	-20	-110
管理费用	190	194	213	241	投资	0	0	0	0
财务费用	-226	-58	-32	-21	投资活动现金流	-2,565	108	108	36
研发费用	1,443	1,944	2,660	3,013	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-19	0	0	0	债务募资	1,385	-233	-195	-195
投资收益	19	122	133	151	筹资活动现金流	1,274	-285	-244	-239
营业利润	3,979	212	-361	-509	现金净流量	2,816	-887	-472	-606
营业外收支	-1	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	3,978	212	-361	-509	成长能力				
所得税	271	21	-36	-51	营业收入增长率	936.3%	-58.3%	9.5%	13.3%
净利润	3,708	191	-325	-459	净利润增长率	575.0%	-94.9%	-270.3%	-41.2%
归属于母公司净利润	3,708	191	-325	-459	盈利能力				
YoY (%)	575.0%	-94.9%	-270.3%	-41.2%	毛利率	95.5%	90.3%	88.7%	87.4%
每股收益	9.25	0.48	-0.81	-1.14	净利率	63.7%	7.8%	-12.2%	-15.2%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	86.6%	2.8%	-5.0%	-7.6%
货币资金	3,220	2,334	1,862	1,256	净资产收益率 ROE	95.4%	4.7%	-8.7%	-13.9%
预付款项	82	71	84	76	偿债能力				
存货	162	144	183	232	流动比率	3.19	3.70	3.00	2.35
其他流动资产	2,843	3,281	3,384	3,461	速动比率	1.71	1.84	1.35	0.89
流动资产合计	6,307	5,828	5,513	5,026	现金比率	1.63	1.48	1.01	0.59
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	45.6%	38.5%	40.2%	43.5%
固定资产	499	457	415	452	经营效率				
无形资产	27	26	25	24	总资产周转率	1.36	0.35	0.41	0.50
非流动资产合计	830	796	755	794	每股指标 (元)				
资产合计	7,137	6,624	6,268	5,819	每股收益	9.25	0.48	-0.81	-1.14
短期借款	596	696	796	896	每股净资产	9.69	10.15	9.34	8.20
应付账款及票据	498	339	433	549	每股经营现金流	10.12	-1.76	-0.84	-1.00
其他流动负债	886	538	609	697	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,980	1,573	1,837	2,142	估值分析				
长期借款	1,189	889	589	289	PE	31.26	608.25	-357.10	-252.87
其他长期负债	82	89	94	99	PB	19.79	28.48	30.94	35.26
非流动负债合计	1,271	979	684	389					
负债合计	3,251	2,552	2,521	2,531					
股本	401	401	401	401					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,886	4,072	3,747	3,289					
负债和股东权益合计	7,137	6,624	6,268	5,819					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。