

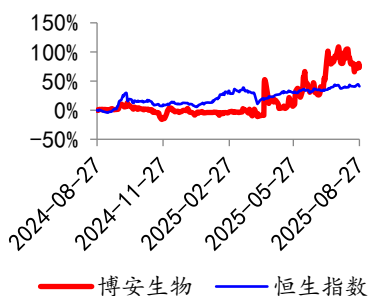
25H1 经营稳健，创新管线进入验证期

投资评级：买入

报告日期：2025-8-27

收盘价 (港元)	15.72
近 12 个月最高/最低 (港元)	25.0/7.51
总股本 (百万股)	622
流通股本 (百万股)	622
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿港元)	97.83
流通市值 (亿港元)	97.83

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：任婉莹

执业证书号：S0010525060003

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】博安生物 (6955.HK) 首次覆盖报告：生物类似药稳健出海，步入创新抗体新纪元 2025-04-11
2. 【华安医药】博安生物 (6955.HK) 公司点评：全球首款度拉糖肽类似物获批，稳步交付积极兑现 2025-8-9

主要观点：

● 事件

2025 年 8 月 27 日，博安生物发布 2025 年半年报，报告期内实现营业收入 3.93 亿元，同比+8.39%；归母净利润 0.21 亿元，同比-66.74%；截至报告期，公司现金及现金等价物 6.60 亿元，同比+231.86%。归母净利润同比有所下滑，为上年同期集中确认授权收入所致。

● 点评

✓ 毛利率及费用率合理浮动，整体经营稳健

上半年，公司整体毛利率为 71.83%，同比-6.04 个百分点；期间费用率 67.27%，同比-3.56 个百分点；其中研发费用率 14.89%，同比-8.75 个百分点；销售费用率 40.62%，同比+3.63 个百分点；行政费用率 5.89%，同比-0.81 个百分点；财务费用率 4.96%，同比+1.49 个百分点；研发费用总额 0.59 亿元，同比-31.73%。费用合理控制，地舒单抗新产品上市导致毛利率短期有所降低，研发费用率短期动态减少，销售费用率合理浮动，公司目前现金充裕，支持创新药管线快速推进。

✓ 四大平台底层赋能，IO+ADC 技术持续迭代

博安生物依靠多年大分子平台的分子发现-临床开发-生产质控全链条开发经验，已搭建四大技术平台——全人抗体转基因小鼠平台、双特异性 TCE 技术平台、ADC 技术平台、AI 应用平台，布局新一代 IO+ADC 疗法。其中公司的 BA-huMab®全人抗体转基因小鼠平台，包含 30 个人抗体 κ 轻链可变区基因、及 110 个人抗体重链可变区基因(IgM 及 IgG1)，可实现快速引发免疫反应，并在免疫后产生高抗体滴度，已在大量抗体项目上获得验证。ADC 平台上，公司从差异化毒素及适应症的 CLDN18.2 ADC、到差异化靶点的 CD228 ADC 再到下一代双抗 ADC，以及双毒素 ADC，持续平台升级。

✓ 在研管线布局具巧思，逐步进入临床验证期

公司具有深厚的抗体药物开发及生产经验，基于其三大平台——全人抗体转基因小鼠及噬菌体展示技术平台、双特异性 TCE 技术平台、ADC 技术平台，围绕 IO+ADC 持续创新管线。其临床期 FIC 管线稳步推进：

- BA1106：首创非 IL-2 阻断型 CD25 单抗 (FIC)，通过 ADCC 效应选择性消耗 Treg 细胞，增加效应 T 细胞比例，同时不会阻断 IL-2 信号通路，对 Treg 细胞进行特异性、适度杀伤，目前正在开展一线联用 PD-1 用于实体瘤的 1b/2 期临床试验，正在积极进行患者入组，其单药具有显著肿瘤抑制作用；
- BA1302：首创 CD228 ADC 抗体 (FIC)，PDX 结果显示 CD228 ADC 在 10 余种肿瘤中均显示广谱治疗潜力，目前正在进行 1 期剂量递增研究，其美国临床试验已获得 FDA 批准，即将开展。

同时公司在临床前持续储备潜力管线：

- **PR201 (PD-1/IL-2)**：针对 IO2.0 的 PR201 具有免疫抑制和免疫激动协同作用的机制，PD-1 抗体阻断 PD-1/PD-L1 信号通路并能特异将 IL-2 导向肿瘤组织，对 IL-2 进行遮蔽和肿瘤特异性激活设计，降低潜在的系统毒性风险；特异性激活肿瘤中的 T 细胞，增加对“冷肿瘤”的抗肿瘤效果。有望在 26Q2 递交中国 IND 申请；
- **PR203 (TL1A/IL-23)**：针对下一代自免靶点的 PR203 有望在 IBD 及其他适应症发挥其长效优势，“1+1”分子结构平衡 TL1A 及 IL-23 的结合，并阻断 Th17 和 Th1 炎症通路，有望实现更长半衰期，实现季度给药，减少给药次数，目前正在临床前准备阶段；
- **BA1304 (EGFR/B7H3 双抗 ADC)**：基于公司下一代 ADC 平台进行的全新毒素偶联技术升级，“1+1”结构设计，减少单靶结合效率，降低潜在的毒性风险；双靶协同结合，增强内吞活性，协同阻断信号通路；糖定点偶联，保留抗体 ADCC 活性，增强对肿瘤细胞的杀伤效果，有望在 26Q3 陆续在中美申报 IND。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年博安生物营业收入分别为 8.57 亿元、9.49 亿元、12.85 亿元，同比增长分别为 18%、11%、35%；预计 2025-2027 年归母净利润为 1.10 亿元、1.09 亿元、1.90 亿元，同比增长分别为 50%、-1%、74%，对应估值分别为 89X、89X、51X。我们看好公司生物制药平台全链条能力，FIC 创新管线的大市场潜力。维持“买入”评级。

● 风险提示

药品审批进度不及预期风险；销售不及预期风险；BD 谈判进度等不及预期的风险；医药行业政策风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	726	857	949	1285
收入同比 (%)	18%	18%	11%	35%
归属母公司净利润	73	110	109	190
净利润同比 (%)	161%	50%	-1%	74%
毛利率 (%)	74.71%	75.50%	74.00%	75.10%
ROE (%)	4.45%	6.28%	5.87%	9.25%
每股收益 (元)	0.14	0.18	0.18	0.31
P/E	66.64	88.85	89.44	51.48
P/B	3.04	5.58	5.25	4.76
EV/EBITDA	30.66	41.46	40.96	30.22

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	956	1,178	1,381	1,768	营业收入	726	857	949	1,285
现金	199	371	445	527	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	454	485	555	743	营业成本	184	210	247	320
存货	168	184	219	283	销售费用	286	253	229	362
其他	136	139	162	215	管理费用	46	74	78	90
非流动资产	1,895	1,883	1,951	2,039	研发费用	149	194	237	273
固定资产	595	583	567	545	财务费用	33	9	12	18
无形资产	1,249	1,296	1,380	1,490	除税前溢利	73	110	109	190
其他	51	4	4	4	所得税	0	0	0	0
资产总计	2,851	3,061	3,333	3,807	净利润	73	110	109	190
流动负债	649	842	981	1,255	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	254	340	426	511	归属母公司净利润	73	110	109	190
应付账款及票据	214	236	281	363					
其他	181	266	275	381	EBIT	106	119	121	208
非流动负债	559	465	488	499	EBITDA	179	246	250	340
长期债务	425	465	488	499	EPS (元)	0.14	0.18	0.18	0.31
其他	134	0	0	0					
负债合计	1,207	1,306	1,469	1,754	主要财务比率				
普通股股本	536	536	536	536	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	1,106	1,216	1,326	1,516	成长能力				
归属母公司股东权	1,644	1,754	1,864	2,054	营业收入	17.50%	18.05%	10.71%	35.37%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	161.31%	50.44%	-0.66%	73.75%
股东权益合计	1,644	1,754	1,864	2,054	获利能力				
负债和股东权益	2,851	3,061	3,333	3,807	毛利率	74.71%	75.50%	74.00%	75.10%
					销售净利率	10.08%	12.84%	11.52%	14.79%
					ROE	4.45%	6.28%	5.87%	9.25%
					ROIC	4.56%	4.66%	4.36%	6.78%
					偿债能力				
					资产负债率	42.34%	42.69%	44.08%	46.06%
					净负债比率	29.20%	24.73%	25.13%	23.55%
					流动比率	1.47	1.40	1.41	1.41
					速动比率	1.20	1.17	1.17	1.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.28	0.29	0.30	0.36
					应收账款周转率	1.99	1.83	1.83	1.98
					应付账款周转率	0.85	0.93	0.95	0.99
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.14	0.18	0.18	0.31
					每股经营现金流	-0.22	0.44	0.28	0.35
					每股净资产	3.07	2.82	2.99	3.30
					估值比率				
					P/E	66.64	88.85	89.44	51.48
					P/B	3.04	5.58	5.25	4.76
					EV/EBITDA	30.66	41.46	40.96	30.22

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

分析师简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，所长助理，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：任婉莹，分析师，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。