

百奥泰（688177）2020年报点评

# 阿达木单抗放量超预期，贝伐单抗年内有望商业化

2021年03月11日

## 【投资要点】

- ◆ **格乐立销售超预期，公司归母净利润同比亏损收窄。**2020年公司实现营业收入1.85亿元，同比增长26327.13%，主要原因是公司格乐立产品上市销售产生的1.83亿元营业收入；公司实现归母净利润-5.13亿元，较上年同期减少亏损5.09亿元。
- ◆ **公司销售费用同比大幅增长，研发投入有所降低。**2020年公司销售费用为1.08亿元，同比增长598.52%，由于产品销售量增加，销售人员费用及推广费用增加所致。研发费用为5.63亿元，同比减少11.60%，由于部分项目由临床研发阶段过渡到注册登记阶段所致。管理费用同比下降85.56%，由于上年同期发生约3.50亿元的股权激励费用所致。财务费用降低，主要由于募集资金存款增加致使利息收入增加，以及借款利息费用增加所致。
- ◆ **贝伐珠单抗生物类似物(BAT1706)有望年内在三地获批。**目前BAT1706在中国、美国、欧盟三地已处于上市申请阶段，为中国公司首项开发并开展全球多中心临床试验的安维汀生物类似药。安维汀已在美国获批准用于七种适应症、在欧洲获批准用于六种适应症以及在中国获批准用于两种适应症。公司已与百济神州、巴西的Biommm及海外的Cipla Limited公司进行商业合作，以拓展BAT1706在全球范围内的市场份额。

**东方财富证券**  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

**增持**（维持）

## 东方财富证券研究所

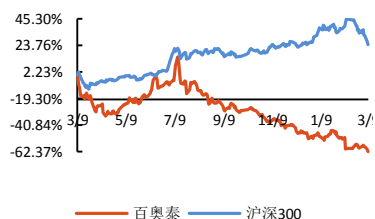
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：何玮

电话：021-23586471

## 相对指数表现



## 基本数据

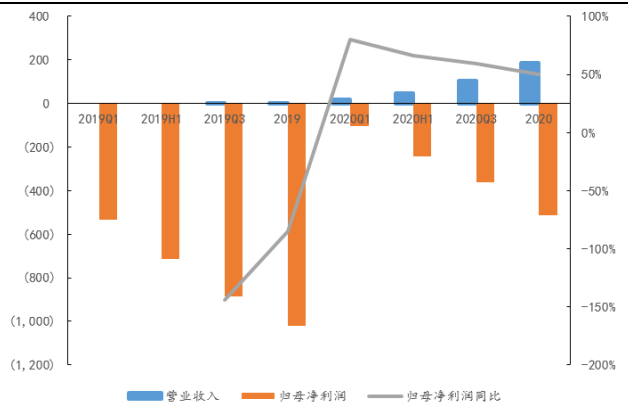
总市值（百万元）	9395.48
流通市值（百万元）	2176.24
52周最高/最低（元）	73.99/22.44
52周最高/最低（PE）	-16.93/-49.96
52周最高/最低（PB）	47.21/4.68
52周涨幅（%）	-63.92
52周换手率（%）	504.57

## 相关研究

《聚焦生物药研发，逐渐步入收获期》

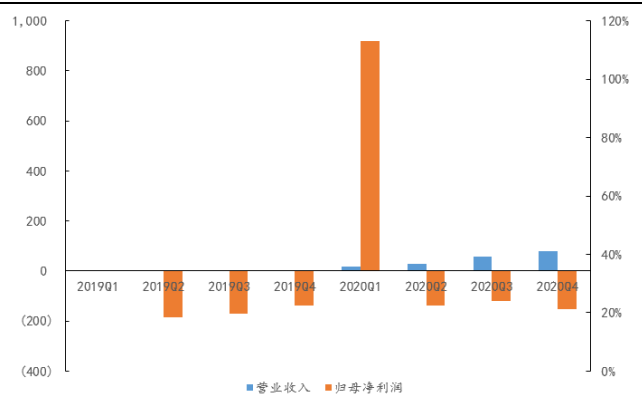
2021.01.05

图表 1：公司营收及归母净利润增长情况（百万元，%）



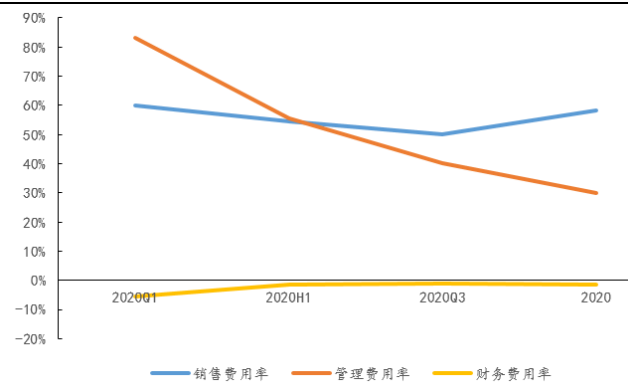
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：公司分季度营收及归母净利润情况（百万元）



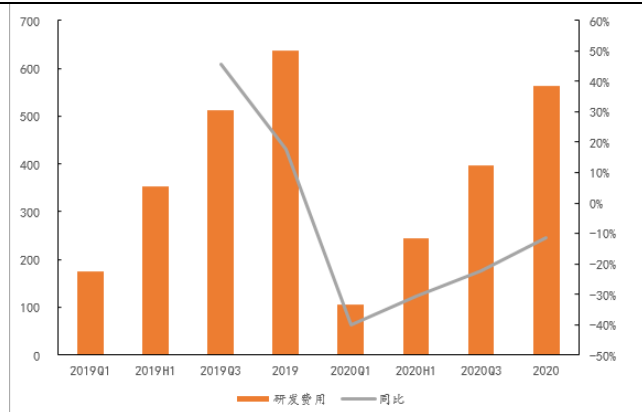
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：公司期间费用率情况 (%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 4：公司研发费用情况（百万元，%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

阿达木单抗竞争激烈，国内市场渗透率有望提高。格乐立为国内首个获批上市的阿达木单抗生物类似药，具有一定的先发优势。2020 年，格乐立实现 1.83 亿元的营业收入，销售毛利率为 89.11%。截至目前，格乐立已获批 6 个适应症，分别为强直性脊柱炎、类风湿关节炎、银屑病、克罗恩病、葡萄膜炎及儿童斑块状银屑病。随着阿达木单抗生物类似物的逐渐获批，市场渗透率有望提升，预计未来患者诊断率及市场渗透率的提升将带来格乐立的销量不断增长。

采用全球化的市场策略，两款产品已提交上市申请。截止 2020 年底，公司共有 2 个产品已经提交上市申请，包括贝伐珠单抗生物类似物以及 GPIIb/IIIa 拮抗剂巴替非班；共有 3 个生物类似物产品处于临床 III 期，涵盖自身免疫疾病领域。其中，托珠单抗（BAT1806）已完成全球 III 期临床，预计 2021 年底递交中国、欧洲、美国三地的上市申请。

聚焦优势研发项目，终止相关临床试验。为合理配置研发资源，聚焦研发管线中的优势项目，考虑到相关产品后续开发及市场风险，公司终止了 BAT8001、BAT8003 及 BAT1306 研发项目。截至 2020 年底，三个项目的累计研发投入为 3.39 亿元。考虑到 BAT8003 及 BAT1306 分别处于临床 I 期及 II 期，该项目的终止对公司创新药的投入和布局不会带来实质影响。

图表 5：公司研发管线

治疗领域	药物/候选药物	适应症	靶向	药物结构/形式	药物分类	临床前	I ND	I 期	II 期	III 期	NDA	批准上市
自体免疫性疾病	梯乐立 (BAT1406)	RA, 银屑病, AS, 克罗恩病及葡萄膜炎	TNF- $\alpha$	mAb	生物类似药							
	BAT1806	RA	IL-6R	mAb	生物类似药							
	BAT2506	PsA	TNF- $\alpha$	mAb	生物类似药							
	BAT2206	斑秃状银屑病	IL-12 及 IL-23	mAb	生物类似药							
	BAT4406F	NMOSD	CD20	mAb	创新药							
	BAT2306	银屑病	IL-17A	mAb	生物类似药							
肿瘤科	BAT1706	mCRC, mNSCLC	VEGF	mAb	生物类似药							
	BAT4306F	复发性/顽固性 CD20 阳性 B 细胞 NHL	CD20	mAb	创新药							
	BAT1308	实体瘤	PD-1	mAb	创新药							
	BAT1006	HER2 阳性实体瘤	HER2	mAb	创新药							
	BAT4706	实体瘤	CTLA-4	mAb	创新药							
	BAT5026	癌症	OX40	mAb	创新药							
	BAT6005	癌症	TIGIT	mAb	创新药							
	BAT6021	癌症	TIGIT	mAb	创新药							
	BAT7104	癌症	PD-L1/CD47	BsAb	创新药							
	BAT6030	实体瘤	SIRP $\alpha$	BsAb	创新药							
	BAT6019	实体瘤	CD40	BsAb	创新药							
其他疾病范畴	BAT1906	实体瘤	IL-1 $\beta$	mAb	创新药							
	BAT2094	预期接受 PCI 手术的 ACS 患者的血小板聚集诱发的血栓形成	GP II b/III a	化学药	创新药							
	BAT5906	mAMD, DME	VEGF	mAb	创新药							
	BAT6024	高甘油三酯血症	Angpt13	BsAb	创新药							

资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

## 【投资建议】

公司是一家以创新药和生物类似药研发为核心的创新型生物制药企业。公司产品管线丰富，主要涵盖自身免疫疾病及肿瘤领域，目前已渐入收获期。公司立足国内，面向全球市场，采用自销与分销相结合的方式，扩大产品的海内外市场。

我们在 2020-2022 年的营业收入预测中，包含了与百济神州有限公司签订有关贝伐单抗的授权、分销、供货协议的首付款约人民币 1.36 亿元及其他项目的里程碑付款，根据会计政策应纳入合同负债科目。我们下调了 2021 及 2022 年的营业收入，上调了研发、销售及管理费用。我们预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 5.08/15.46/26.22 亿元，归母净利润分别为-7.61/-3.91/0.34 亿元，EPS 分别为-1.84/-0.94/0.08 元，维持“增持”评级。

**盈利预测**

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	184.99	508.22	1545.89	2621.77
增长率(%)	26327.13%	174.73%	204.18%	69.60%
EBITDA（百万元）	-503.67	-741.72	-408.49	13.16
归属母公司净利润（百万元）	-513.23	-760.98	-390.72	33.99
增长率(%)	49.81%	-48.27%	48.66%	108.70%
EPS(元/股)	-1.24	-1.84	-0.94	0.08
市盈率(P/E)	—	—	—	288.24
市净率(P/B)	6.57	7.87	11.47	11.03
EV/EBITDA	-25.58	-14.25	-26.80	830.25

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**【风险提示】**

药物研发不确定性风险；  
 药物上市进度不达预期；  
 竞品竞争加剧风险；  
 持续无法盈利风险；

**资产负债表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1467.17</b>	<b>1342.86</b>	<b>1308.93</b>	<b>1278.70</b>
货币资金	283.51	31.60	29.80	28.60
应收及预付	125.13	246.73	204.28	177.62
存货	45.93	48.50	48.85	49.05
其他流动资产	1012.60	1016.03	1026.01	1023.43
<b>非流动资产</b>	<b>925.99</b>	<b>1046.60</b>	<b>1092.97</b>	<b>1169.14</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	373.49	497.98	547.90	627.78
在建工程	208.21	208.21	208.21	208.21
无形资产	245.44	241.55	238.01	234.29
其他长期资产	98.85	98.85	98.85	98.85
<b>资产总计</b>	<b>2393.16</b>	<b>2389.45</b>	<b>2401.91</b>	<b>2447.84</b>
<b>流动负债</b>	<b>385.36</b>	<b>1142.64</b>	<b>1545.81</b>	<b>1557.75</b>
短期借款	0.01	805.81	1180.92	1155.63
应付及预收	90.59	109.71	118.30	119.49
其他流动负债	294.77	227.12	246.59	282.63
<b>非流动负债</b>	<b>2.19</b>	<b>2.19</b>	<b>2.19</b>	<b>2.19</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.19	2.19	2.19	2.19
<b>负债合计</b>	<b>387.56</b>	<b>1144.83</b>	<b>1548.01</b>	<b>1559.95</b>
实收资本	414.08	414.08	414.08	414.08
资本公积	3054.38	3054.38	3054.38	3054.38
留存收益	-1462.76	-2223.74	-2614.46	-2580.47
归属母公司股东权益	2005.60	1244.62	853.90	887.89
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益</b>	<b>2393.16</b>	<b>2389.45</b>	<b>2401.91</b>	<b>2447.84</b>

**利润表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>184.99</b>	<b>508.22</b>	<b>1545.89</b>	<b>2621.77</b>
营业成本	19.92	59.01	187.68	344.29
税金及附加	1.59	2.03	3.09	3.15
销售费用	107.75	213.45	494.68	629.22
管理费用	55.73	76.23	92.75	120.60
研发费用	562.65	965.61	1236.71	1573.06
财务费用	-2.69	3.68	14.44	17.09
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	18.81	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.90	15.25	15.46	20.97
资产处置收益	-0.17	0.00	0.00	0.00
其他收益	16.01	35.58	77.29	78.65
<b>营业利润</b>	<b>-513.62</b>	<b>-760.98</b>	<b>-390.72</b>	<b>33.99</b>
营业外收入	9.52	0.00	0.00	0.00
营业外支出	9.12	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-513.23</b>	<b>-760.98</b>	<b>-390.72</b>	<b>33.99</b>
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>-513.23</b>	<b>-760.98</b>	<b>-390.72</b>	<b>33.99</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-513.23</b>	<b>-760.98</b>	<b>-390.72</b>	<b>33.99</b>
EBITDA	-503.67	-741.72	-408.49	13.16

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**现金流量表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-358.04</b>	<b>-879.91</b>	<b>-270.55</b>	<b>158.51</b>
净利润	-513.23	-760.98	-390.72	33.99
折旧摊销	58.98	66.40	60.54	61.71
营运资金变动	126.71	-176.13	60.18	66.26
其它	-30.50	-9.20	-0.56	-3.45
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1177.45</b>	<b>-171.76</b>	<b>-91.46</b>	<b>-116.90</b>
资本支出	-253.27	-187.01	-106.92	-137.87
投资变动	-940.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.82	15.25	15.46	20.97
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1779.82</b>	<b>799.76</b>	<b>360.21</b>	<b>-42.81</b>
银行借款	72.71	805.80	375.11	-25.29
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1890.37	0.00	0.00	0.00
其他	-183.26	-6.04	-14.90	-17.52
<b>现金净增加额</b>	<b>244.25</b>	<b>-251.91</b>	<b>-1.80</b>	<b>-1.20</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>25.38</b>	<b>283.51</b>	<b>31.60</b>	<b>29.80</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>269.63</b>	<b>31.60</b>	<b>29.80</b>	<b>28.60</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	26327.13%	174.73%	204.18%	69.60%
营业利润增长	49.84%	-48.16%	48.66%	108.70%
归属母公司净利润增长	49.81%	-48.27%	48.66%	108.70%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	89.23%	88.39%	87.86%	86.87%
净利率	-277.43%	-149.74%	-25.27%	1.30%
ROE	-25.59%	-61.14%	-45.76%	3.83%
ROIC	-28.05%	-39.41%	-23.05%	-2.38%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	16.19%	47.91%	64.45%	63.73%
净负债比率	19.32%	91.98%	181.29%	175.69%
流动比率	3.81	1.18	0.85	0.82
速动比率	3.51	0.98	0.75	0.75
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.08	0.21	0.64	1.07
应收账款周转率	3.34	7.30	14.04	22.81
存货周转率	4.03	10.48	31.65	53.45
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-1.24	-1.84	-0.94	0.08
每股经营现金流	-0.86	-2.12	-0.65	0.38
每股净资产	4.84	3.01	2.06	2.14
<b>估值比率</b>				
P/E	—	—	—	288.24
P/B	6.57	7.87	11.47	11.03
EV/EBITDA	-25.58	-14.25	-26.80	830.25

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。