

信义山证汇通天下

证券研究报告

生物医药 III

百利天恒 (688506.SH)

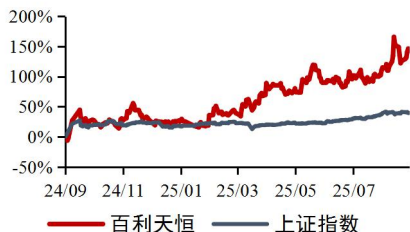
买入-B(首次)

EGFR×HER3 ADC 有望成为肿瘤基石药物, HER2 ADC 展现 BIC 潜力

2025 年 9 月 22 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2025 年 9 月 19 日

收盘价 (元):	374.91
年内最高/最低 (元):	414.02/134.55
流通 A 股/总股本(亿):	1.03/4.01
流通 A 股市值 (亿):	385.75
总市值 (亿):	1,503.39

基础数据: 2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元):	-2.79
摊薄每股收益(元):	-2.79
每股净资产(元):	6.98
净资产收益率(%):	-39.94

资料来源: 要闻

分析师:

魏赞

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com

邓周宇

执业登记编码: S0760524040002

邮箱: dengzhouyu@sxzq.com

张智勇

执业登记编码: S0760525080003

邮箱: zhangzhiyong@sxzq.com

公司点评

➤ 百利天恒是布局 ADC 及多抗的创新药企业。公司核心管线 EGFR×HER3 双抗 ADC iza-bren 是潜在的泛肿瘤治疗基石药物, 正在国内外进行 40 余项肿瘤临床, 3 项全球注册临床及 11 项中国 III 期临床。iza-bren 末线鼻咽癌适应症推进 NDA, 2026 年有望中国获批上市。iza-bren 在多种肿瘤临床中安全性、抗肿瘤活性良好, 最常见的≥3 级 TRAE 为血液学毒性, 在肺癌、乳腺癌、尿路上皮癌、SCLC、食管癌、胆道癌临床中均显示突破性早期疗效。iza-bren 已授权给 BMS, 近期可触发最高 5 亿美元付款, 后续最高可达 71 亿美元里程碑款。公司潜在 BIC 的 HER2 ADC T-Bren 在中美推进 9 项 HER2 表达实体瘤 III 期临床, 已在乳腺癌临床展现疗效。2025-2027 年, 预计公司营收为 22.51/23.02/25.85 亿元, 归母净利润为-5.27/-8.36/-10.04 亿元, 首次覆盖, 给予“买入-B”评级。

➤ iza-bren 在 NSCLC 的 EGFR 突变一线 II 期临床、EGFR 野生型 I 期临床、经典 EGFR 突变以外驱动基因变异 I 期临床初步疗效突出。一线 EGFR 突变 NSCLC 中, iza-bren 联合奥希替尼组(n=40)治疗 ORR 为 100%, 12 个月 PFS 率 92.1%, 12 个月 OS 率 94.8%。经治 EGFR 野生型 NSCLC 中(n=26), iza-bren 治疗 ORR 为 50.0%, cORR 为 38.5%, DCR 为 80.8%, mPFS 为 6.7 个月。非经典 EGFR 突变的驱动基因变异 NSCLC (n=83), iza-bren 治疗 ORR 为 46.2%, mPFS 为 7.0 个月。

-bren 在 HER2 阴性乳腺癌 I 期临床、尿路上皮癌 II 期临床、SCLC I 期临床、食管鳞癌 Ib 期临床、胆道癌 I 期临床初步疗效突出。经治 HER2 阴性乳腺癌中(n=121), iza-bren 治疗 ORR 为 42.1%, mPFS 为 6.9 个月。经治尿路上皮癌中(n=27), iza-bren 组 ORR 为 40.7%, 6 个月 PFS 率为 62.4%。经治/无疗法 SCLC (n=58), iza-bren 治疗 ORR 为 55.2%, mPFS 为 4.0 个月, mOS 为 12.0 个月。经治食管鳞癌中(n=82), 2.5mg/kg iza-bren 治疗 ORR 为 39.6%, mPFS 为 5.4 个月, mOS 为 11.5 个月。经治的胆道癌中, 2.5mg/kg 组(n=21) ORR 为 28.6%。

➤ T-Bren 在 HER2+、HER2 ADC 经治的 HER2+、HER2 低表达的乳腺癌 I 期临床初步疗效突出。HER2+转移性乳腺癌中(n=45), T-Bren 治疗 ORR 为 88.9%。在以往接受 HER2-ADC 治疗的乳腺癌(n=16)中, T-Bren 治疗 ORR 为 93.8%。经治的 HER2 低表达转移性乳腺癌(n=53), T-Bren 治疗 ORR 为 62.3%。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

风险提示

- **新药商业化竞争风险。**公司面临着来自全球其他制药及生物制药公司的竞争，有多家大型制药及生物制药公司目前营销及销售药物或正在寻求开发用于治疗公司正在开发的具有相同适应症的药物。竞争对手可能比公司更快或更成功地发现、开发或商业化竞争药物，亦或者竞争对手开发及商业化较公司可能开发或商业化的药物更安全、更有效、更方便或更便宜的药物，公司的商业机会可能会大幅减少甚至消失。
- **核心人员流失风险。**公司招募及挽留符合资格的科研、临床、制造以及销售和市场推广人员对公司创新药物的研发及商业化至关重要。公司高级管理人员、核心技术人员及其他关键员工的流失，可能会阻碍公司研发及商业化目标的实现，并损害公司成功实施业务战略的能力。
- **创新药无法上市风险。**临床开发耗时耗资庞大且过程和结果具有不确定性，公司药物及候选药物的成功取决于多项因素，包括临床前研究、顺利招募患者完成临床试验且临床试验的安全性有效性数据得到相关部门批准；公司的开发活动、监管备案及生产运营不受到阻碍或延迟；成功推出公司药物及候选药物并顺利开展销售推广；在获得监管批准后继续保证可接受的安全性等。若公司无法实现或维持前述一项或多项因素，导致公司无法成功或及时获得监管批准、完成药物及候选药物的商业化，则可能严重损害公司业务与未来收益。
- **销售不及预期风险。**公司新药研发成功后，需要经历市场开拓及学术推广等过程才能实现药品的良好销售。公司的在研药品获批上市后，如在市场准入、市场拓展及学术推广等方面进展未达预期，导致无法快速放量或未能有效获得医生或患者的认可，则可能影响公司收入增长及盈利能力的提升。
- **地缘政治风险。**作为在中美两地设有研发中心的公司，公司及其子公司均需遵守公司注册地及生产经营活动所涉及的国际和地区的立法机关、政府部门或其他监管机构可能不时发布或修订相关法律法规，可能会对公司或子公司产生实质影响。此外，未来国际政治、经济、市场环境的不确定性，也可能对公司海外业务经营造成一定的不利影响。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	562	5,823	2,251	2,302	2,585
YoY(%)	-20.1	936.3	-61.3	2.3	12.3
净利润(百万元)	-780	3,708	-527	-836	-1,004
YoY(%)	-176.4	575.0	-114.2	-58.5	-20.2
毛利率(%)	59.2	95.5	87.9	87.7	86.4
EPS(摊薄/元)	-1.95	9.25	-1.31	-2.08	-2.50
ROE(%)	-513.9	95.4	-15.7	-33.1	-66.1

P/E(倍)	-192.6	40.5	-285.2	-179.9	-149.7
P/B(倍)	989.9	38.7	44.8	59.6	99.0
净利率(%)	-138.9	63.7	-23.4	-36.3	-38.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	776	6307	5075	4448	3405
现金	404	3220	1952	1295	132
应收票据及应收账款	118	119	131	139	148
预付账款	57	82	123	133	154
存货	141	162	178	175	278
其他流动资产	56	2725	2690	2705	2692
非流动资产	649	830	1071	1009	900
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	448	499	588	548	474
无形资产	28	27	24	21	18
其他非流动资产	174	305	460	440	408
资产总计	1425	7137	6147	5456	4305
流动负债	1054	1980	1754	2137	2237
短期借款	275	596	596	596	596
应付票据及应付账款	339	498	637	648	949
其他流动负债	440	886	522	894	692
非流动负债	219	1271	1034	796	549
长期借款	184	1189	952	714	467
其他非流动负债	35	82	82	82	82
负债合计	1273	3251	2788	2933	2786
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	401	401	401	401	401
资本公积	859	886	886	886	886
留存收益	-1109	2599	2071	1236	231
归属母公司股东权益	152	3886	3359	2523	1519
负债和股东权益	1425	7137	6147	5456	4305

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-615	4059	-703	-389	-912
净利润	-780	3708	-527	-836	-1004
折旧摊销	61	71	82	86	90
财务费用	21	-226	-5	17	37
投资损失	-0	-19	-6	-6	-8
营运资金变动	57	304	-244	354	-21
其他经营现金流	27	221	-3	-4	-4
投资活动现金流	-82	-2565	-315	-14	32
筹资活动现金流	91	1274	-250	-255	-283
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.95	9.25	-1.31	-2.08	-2.50
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.53	10.12	-1.75	-0.97	-2.27
每股净资产(最新摊薄)	0.38	9.69	8.38	6.29	3.79

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	562	5823	2251	2302	2585
营业成本	229	264	272	283	351
营业税金及附加	10	12	33	31	31
营业费用	251	215	225	276	336
管理费用	117	190	225	230	259
研发费用	746	1443	2026	2302	2585
财务费用	21	-226	-5	17	37
资产减值损失	-7	-22	-21	-24	-23
公允价值变动收益	0	11	3	4	4
投资净收益	0	19	6	6	8
营业利润	-769	3979	-537	-852	-1024
营业外收入	2	2	1	1	2
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	-769	3978	-538	-853	-1025
所得税	11	271	-11	-17	-20
税后利润	-780	3708	-527	-836	-1004
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-780	3708	-527	-836	-1004
EBITDA	-692	4068	-462	-752	-901

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-20.1	936.3	-61.3	2.3	12.3
营业利润(%)	-167.5	617.2	-113.5	-58.7	-20.2
归属于母公司净利润(%)	-176.4	575.0	-114.2	-58.5	-20.2
获利能力					
毛利率(%)	59.2	95.5	87.9	87.7	86.4
净利率(%)	-138.9	63.7	-23.4	-36.3	-38.9
ROE(%)	-513.9	95.4	-15.7	-33.1	-66.1
ROIC(%)	-89.2	62.1	-10.2	-19.8	-33.6
偿债能力					
资产负债率(%)	89.3	45.6	45.4	53.8	64.7
流动比率	0.7	3.2	2.9	2.1	1.5
速动比率	0.5	1.7	1.2	0.7	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	1.4	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	3.1	49.2	18.0	17.0	18.0
应付账款周转率	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
估值比率					
P/E	-192.6	40.5	-285.2	-179.9	-149.7
P/B	989.9	38.7	44.8	59.6	99.0
EV/EBITDA	-217.8	36.7	-325.2	-200.3	-168.2

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定,特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

