

百济神州 (688235.SH)

增持 (维持)

2022年业绩快报点评报告：全年产品与合作收入合计14亿美金，核心产品商业化、国际化加速

2023年03月11日

市场数据

| 日期 | 2023.3.10 |
|-----------|-----------|
| 收盘价(元) | 138.05 |
| 总股本(百万股) | 1,356.17 |
| 流通股本(百万股) | 110.45 |
| 净资产(亿元) | 303.31 |
| 总资产(亿元) | 442.24 |
| 每股净资产(元) | 22.37 |

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《ASH最新突破摘要口头报告中展示百悦泽对比亿珂在治疗慢性淋巴细胞白血病患者中取得优效性结果》2022-12-21

《Q3产品与合作收入合计3.9亿美金，核心产品商业化加速，百悦泽全球销售环比增长20.8%，百泽安中国销售环比增长22.2%》2022-11-17

《Q2产品与合作收入合计3.4亿美金，核心产品商业化加速，百悦泽销售环比增长23.4%，百泽安销售环比增长19.7%》2022-08-09

分析师：

分析师：

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

杨希成

yangxicheng@xyzq.com.cn

S0190522090002

李博康

libokang@xyzq.com.cn

S0190522120003

投资要点

- **产品收入大幅增长，创纪录业绩表现。**2022年第四季度收入为3.801亿美元，全年收入为14亿美元；相比较，2021年同期收入分别为2.14亿美元和12亿美元，同比增长77.6%和16.7%。2022年第四季度产品总收入为3.39亿美元，全年产品收入为13亿美元；相比较，2021年同期产品总收入分别为1.968亿美元和6.34亿美元，同比增长72.3%和105%。2022年第四季度合作收入为4,110万美元，全年合作收入为1.613亿美元；相比较，2021年同期合作收入分别为1,720万美元和5.423亿美元。
- **百悦泽海外市场销售增长强劲。**2022年第四季度和全年，百悦泽全球销售额分别为1.761亿美元和5.647亿美元，相较2021年同期数据，分别实现101%和159%的增长；在美国，百悦泽2022年第四季度销售额为1.253亿美元，全年销售额为3.897亿美元，相较2021年同期数据分别增长124%和237%。在中国，百悦泽2022年第四季度销售额为4,090万美元，全年为1.503亿美元，相较2021年同期，分别实现33%和49%的增长。
- **百泽安纳入医保助力其市场份额持续增长。**2022年第四季度，百泽安在中国的销售额为1.022亿美元，相较2021年同期增长88%；2022年全年，百泽安在中国的销售额为4.229亿美元，相较2021年同期增长66%。医保报销范围扩大所带来的新增患者需求、进一步扩大的销售团队以及药品进院数量的增加，持续推动了百泽安市场渗透率和市场份额的提升。
- **我们的观点：**随着核心产品（百悦泽和百泽安）海外市场扩张和各项适应症拓展，公司收入将实现持续高速增长。自研和合作项目的稳步推进，以及生产基地的建成，为公司带来增长动力。我们预测2022年至2024年，公司收入分别为95.66亿人民币、109.23亿人民币、158.67亿人民币，维持“增持”评级。
- **风险提示：**创新产品销售不及预期、研发进度不及预期、新冠肺炎疫情影响药物获批进程、市场竞争加剧、政策风险等。

主要财务指标

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 7589 | 9566 | 10923 | 15867 |
| 同比增长 | 257.9% | 26.1% | 14.2% | 45.3% |
| 归母净利润(百万元) | -9748 | -13642 | -9004 | -6090 |
| 同比增长 | - | - | - | - |
| 每股收益(元) | -8.08 | -10.18 | -6.67 | -4.51 |
| 市盈率 | -3.2 | -2.3 | -3.5 | -5.1 |

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

1. 百济神州 2022 年第四季度和全年业绩概况

产品收入大幅增长，创纪录业绩表现。

- 2022 年第四季度收入为 3.801 亿美元，全年收入为 14 亿美元；相比较，2021 年同期收入分别为 2.14 亿美元和 12 亿美元，同比增长 77.6%和 16.7%。
- 2022 年第四季度产品总收入为 3.39 亿美元，全年产品收入为 13 亿美元；相比较，2021 年同期产品总收入分别为 1.968 亿美元和 6.34 亿美元，同比增长 72.3%和 105%。
- 2022 年第四季度合作收入为 4,110 万美元，全年合作收入为 1.613 亿美元；相比较，2021 年同期合作收入分别为 1,720 万美元和 5.423 亿美元。

销售成本：2022 年第四季度和全年销售成本分别为 7,350 万美元和 2.865 亿美元；2021 年同期数据分别为 4,850 万美元和 1.649 亿美元。销售成本的增加主要来自于百悦泽和百泽安的产品销售规模增加，以及自 2021 年 8 月开始的倍利妥和 2022 年 1 月开始的凯洛斯和普贝希销售所产生的费用。

研发费用：2022 年第四季度和全年的研发费用分别为 4.46 亿美元和 16 亿美元；2021 年同期数据分别为 4.305 亿美元和 15 亿美元。研发费用的增加主要来自员工人数的增长、对药物发现和临床开发投入的增加，其中包括在建立内部研究与临床开发能力方面的持续投入；部分研发费用的增加已经与支付给临床研究机构（CRO）的临床试验相关费用的减少所抵销。2022 年第四季度和全年，正在进行的授权引入候选药物研发相关预付款分别为 4,870 万美元和 6,870 万美元；2021 年同期数据分别为 3,000 万美元和 8,350 万美元。此外，2022 年第四季度和全年，研发相关的股权激励支出分别为 3,500 万美元和 1.393 亿美元，2021 年同期数据分别为 3,060 万美元和 1.144 亿美元。

销售、一般及行政管理（SG&A）费用：2022 年第四季度和全年，SG&A 费用分别为 3.29 亿美元和 13 亿美元；2021 年同期该费用分别为 3.065 亿美元和 9.901 亿美元。SG&A 费用的增加主要归因于员工人数的增加，其中大部分来自于商业团队规模持续扩大，以及包括市场准入研究和推广活动在内的外部商业费用的增加。2022 年第四季度和全年，SG&A 相关员工的股权激励支出分别为 4,320 万美元和 1.638 亿美元，2021 年同期该费用分别为 3,240 万美元和 1.264 亿美元。

净亏损：2022 年第四季度的净亏损为 4.453 亿美元，每股亏损 0.33 美元，每股美国存托股份（ADS）亏损 4.29 美元；相比而言，2021 年同期净亏损为 5.907 亿美元，每股亏损 0.48 美元，每股 ADS 亏损 6.22 美元。净亏损的减少主要原因在于产品收入的增长超过了经营费用的增长，从而提高了经营杠杆。公司预计在

2023年将继续保持这一趋势。2022年全年的净亏损为20亿美元，每股亏损1.49美元，每股ADS亏损19.43美元；相比而言，2021年同期净亏损为15亿美元，每股亏损1.21美元，每股ADS亏损15.71美元。2022年的净亏损包含非经营性费用2.239亿美元，该部分非经营性费用主要来自于美元走强，以及按美元计价子公司所持外币货币价值重估所录得的汇兑损失；得益于对与诺华就百泽安达成的合作协议进行收入确认的时间点，2021年全年的净亏损被部分抵销。在目前已收到的6.5亿美元预付款中，公司于2021年全年确认了4.846亿美元。

现金、现金等价物、受限资金和短期投资：截至2022年12月31日为45亿美元；相比较，截至2021年12月31日，该部分资金为66亿美元。

- 2022年第四季度，经营活动现金支出为3.182亿美元，主要由于净亏损4.453亿美元，但被1.273亿美元的非现金费用所抵销；资本支出为1.214亿美元；用于融资活动的现金为1.104亿美元。相比而言，2021年第四季度，经营活动现金支出为5.078亿美元，主要由于净亏损5.907亿美元，但被9,270万美元的非现金费用所抵销；资本支出为1.15亿美元；融资活动提供的现金为34亿美元，主要来自2021年12月科创板发行的募集资金。
- 2022年全年，经营活动现金支出为15亿美元，主要由于净亏损20亿美元（净亏损包括2.239亿美元的其他损失，主要来自美元走强，以及按美元计价子公司所持外币货币价值重估所录得的汇兑损失），部分被非现金费用3.748亿美元以及净经营资产和负债减少1.324亿美元所抵销。相比而言，2021年全年，经营活动现金支出为13亿美元，主要由于净亏损15亿美元及净经营资产和负债增加1.183亿美元，部分被2.774亿美元的非现金费用所抵销；资本支出为2.629亿美元；融资活动提供的现金为36亿美元，主要来自2021年12月科创板发行的募集资金净额。

2. 商业化动能强劲，全球足迹加速拓展

百悦泽海外市场销售增长强劲，市场份额不断提升。自产品上市以来，百悦泽产品销量即保持高增长。2022年第四季度和全年，百悦泽全球销售额分别为1.761亿美元和5.647亿美元，相较2021年同期数据，分别实现101%和159%的增长；在美国，百悦泽2022年第四季度销售额为1.253亿美元，全年销售额为3.897亿美元，相较2021年同期数据分别增长124%和237%。百悦泽第四季度在美国的销售额持续增长，主要得益于在套细胞淋巴瘤（MCL）、华氏巨球蛋白血症（WM）和边缘区淋巴瘤（MZL）市场的持续渗透。在中国，百悦泽2022年第四季度销售额为4,090万美元，全年为1.503亿美元，相较2021年同期，分别实现33%和49%的增长，主要得益于在所有已获批适应症领域的销售额增长。

百泽安受中国医保驱动，市场渗透率及份额持续扩大。2022年第四季度，百泽安在中国的销售额为1.022亿美元，相较2021年同期增长88%；2022年全年，百泽安在中国的销售额为4.229亿美元，相较2021年同期增长66%。医保报销

范围扩大所带来的新增患者需求、进一步扩大的销售团队以及药品进院数量的增加，持续推动了百泽安市场渗透率和市场份额的提升。

全球范围的战略合作为公司收入增长提供助力。凯洛斯首次纳入 NRDL，用于治疗 R/R 多发性骨髓瘤成人患者，患者既往至少接受过 2 种治疗，包括蛋白酶体抑制剂和免疫调节剂。安加维成功续约 NRDL，用于治疗不可手术切除或者手术切除可能导致严重功能障碍的骨巨细胞瘤（GCTB）患者。

3. 百悦泽试验数据持续读出，多种适应症全球陆续获批

截至报告期内，百悦泽已在美国、中国、欧盟、英国、加拿大、澳大利亚、韩国、瑞士等超过 65 个市场获批多项适应症，目前正在进一步临床开发，以在全球范围内取得更多上市批准。百悦泽全球开发项目已在 29 个国家和地区入组超过 4,800 例受试者。报告期内重要进展为：

- 2023 年 1 月，宣布美国 FDA 批准百悦泽用于治疗 R/R 和一线 CLL/SLL 成人患者。
- 宣布欧盟委员会（EC）批准百悦泽用于治疗初治（TN）或 R/R CLL 成人患者。
- 在第 64 届美国血液学会（ASH）年会上，3 期 ALPINE 试验的最终分析结果作为最新突破摘要进行展示，并同时刊载于《新英格兰医学杂志》。该试验表明，经独立评审委员会（IRC）及研究者评估，百悦泽®对比亿珂，在 R/R CLL 或 SLL 成人患者中取得 PFS 的优效性结果。
- 在 2022 年 ASH 年会上，公布了百悦泽临床开发项目的其他关键数据，包括口头报告治疗 MZL 的 MAGNOLIA 试验结果，以及通过海报展示百悦泽治疗阿卡替尼不耐受的 B 细胞恶性肿瘤患者的最新结果。
- 宣布百悦泽在巴西获批用于治疗 WM 成人患者，以及既往接受过至少一种抗 CD20 疗法的 R/R MZL 成人患者。
- 获得英国药品与健康产品管理局（MHRA）授予的上市许可，百悦泽在大不列颠获批用于治疗 CLL 成人患者和既往接受过至少一种抗 CD20 疗法的 MZL 成人患者。
- 拓展百悦泽的全球药政注册项目，自 2022 年 1 月 1 日以来，已在 20 个市场取得 34 项药政批准。

百悦泽全球药政注册项目持续推进，在新地区和新适应症中不断拓展，未来规划包括：

- 将于 2023 年上半年在美国和欧盟递交新适应症上市申请（sNDA），该申请将基于 3 期 ALPINE 试验中百悦泽对比亿珂在 R/R CLL/SLL 中取得 PFS 的优效性结果。
- 继续支持 NMPA 在中国对一线 CLL/SLL 和 WM 的 sNDA 的审评工作，预计 2023 年上半年 NMPA 将对该审评做出决议。

- 继续支持加拿大卫生部和澳大利亚药品管理局（TGA）对 CLL 的 sNDA 的审评工作，预计 2023 年将对该审评做出决议。
- 继续推进百悦泽全球药政注册项目，从而在全球新的地区拓展新的适应症。

4. 百泽安扩适应症及布局全球化市场紧密进行中

百泽安已在中国获批用于 10 项适应症，目前正在进一步开发，以在全球范围内获得更多上市批准。百泽安全球临床开发项目已在 31 个国家和地区入组超过 11,800 例受试者。报告期内重要进展为：

- 宣布中国国家药品监督管理局（NMPA）已批准百泽安联合化疗用于一线治疗 PD-L1 高表达的局部晚期不可切除的或转移性的胃或胃食管结合部（G/GEJ）腺癌的新适应症上市许可申请（sBLA），这也是百泽安在中国获批的第 10 项适应症。
- 宣布 NMPA 已受理百泽安用于一线治疗不可切除或转移性肝细胞癌（HCC）的 sBLA。
- 在巴西递交百泽安用于一线和二线 NSCLC 以及二线食管癌的上市许可申请，这是百济神州首次在拉丁美洲递交百泽安的上市许可申请。
- 在 2023 年 ASCO 胃肠癌专题研讨会上，展示了 RATIONALE-301（NCT03412773）、RATIONALE-305（NCT03777657）和 RATIONALE-306（NCT03783442）试验的结果，包括百泽安联合化疗，用于一线治疗肿瘤表达 PD-L1 的 G/GEJ 癌患者的期中总生存期（OS）积极数据。

百泽安新适应症及上市申请稳步推进，未来规划包括：

- FDA 正在审评的对百泽安用于二线治疗 ESCC 的 BLA，包括尽早推动相关现场核查工作；
- EMA 对于百泽安用于一线、二线治疗 NSCLC，以及二线治疗 ESCC 的上市许可申请的审评工作；
- 英国 MHRA 通过“可信赖通道”（Reliance route）对于百泽安在英国用于一线、二线治疗 NSCLC 和二线治疗 ESCC 的上市申请的审评工作；
- 瑞士药品监督管理局对于百泽安用于二线治疗 ESCC 的上市许可申请的审评工作；
- 诺华计划于 2023 年向美国 FDA 递交百泽安用于一线治疗胃癌、一线治疗不可切除 ESCC 和一线治疗 HCC 的药政申报工作。
- 继续支持 NMPA 对百泽安新适应症上市申请（BLA）的审评工作，包括联合化疗用于一线治疗不可切除的局部晚期、复发/转移性 ESCC 患者（预计将于 2023 年上半年做出审评决议），以及用于一线治疗肝细胞癌患者（预计将于 2023 年下半年做出审评决议）。
- 继续支持药监机构对于百济神州递交的百泽安上市申请的审评工作，包括：

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 澳大利亚 TGA 对百泽安用于一线和二线治疗 NSCLC 以及二线治疗 ESCC 的 BLA 审评工作，预计将于 2023 年下半年对该审评做出决议；以及新西兰药品和医疗器械安全管理局（Medsafe）对百泽安用于一线和二线治疗 NSCLC 以及二线治疗 ESCC 的 BLA 的审评工作；
- 韩国食品药品安全部（MFDS）对于百泽安用于 ESCC 二线治疗的 BLA 的审评工作。
- 与诺华合作，继续支持百泽安的上市申请审评工作，包括：
 - FDA 正在审评的百泽安用于二线治疗 ESCC 的 BLA，包括尽早推动相关现场核查工作，预计 FDA 将于 2023 年做出审评决议；
 - 欧洲药品管理局（EMA）对于百泽安用于一线和二线治疗 NSCLC，以及二线治疗 ESCC 上市申请的审评工作，预计 EMA 将于 2023 年做出审评决议；
 - 英国 MHRA 对于百泽安用于一线和二线治疗 NSCLC 以及二线治疗 ESCC 上市申请的审评工作；
 - 瑞士药品监督管理局对于百泽安用于二线治疗 ESCC 和二线治疗 NSCLC 上市申请的审评工作；
 - 支持诺华计划于 2023 年向美国 FDA 递交百泽安用于一线治疗胃癌和一线治疗不可切除 ESCC 的注册申报工作；
 - 将于 2023 年向日本药品和医疗器械管理局（PMDA）递交百泽安用于一线和二线治疗 ESCC 的 BLA。
- 将于 2023 年公布广泛期小细胞肺癌和一线胃癌关键性试验的最终分析数据。

5. 自研管线和战略合作稳步推进中

在自研方面，欧司珀利单抗（抗 TIGIT 抗体）、BGB-11417（BCL-2 抑制剂）和 BGB-445（OX40 抗体）报告期内取得了诸多进展，包括：

欧司珀利单抗（BGB-A1217）是一款具有完善 Fc 功能的在研抗 TIGIT 单克隆抗体。欧司珀利单抗的全球临床开发项目已在 17 个国家和地区入组超过 1,600 例受试者。在 2022 年欧洲肿瘤内科学会免疫肿瘤学大会（ESMO-IO）上，展示了欧司珀利单抗用于治疗检查点抑制剂经治的晚期 NSCLC 和广泛期小细胞肺癌（SCLC）的 1 期临床数据（NCT04047862）。

BGB-11417 是一款高选择性、强效的在研 BCL-2 抑制剂，目前正在进行临床开发，作为单药或与百悦泽®/奥妥珠单抗联合用药治疗 B 细胞恶性肿瘤、与阿扎胞苷联合用药治疗急性髓系白血病（AML）和骨髓增生异常综合征（MDS），以及作为单药或与地塞米松/卡非佐米联合治疗多发性骨髓瘤（MM）。BGB-11417 的全球临床开发项目已在 6 个国家和地区入组超过 350 例受试者。在 2022 年 ASH 年会上，展示了 BGB-11417 用于治疗非霍奇金淋巴瘤、CLL、AML 和 MM

的 1 期临床数据（NCT04883957、NCT04277637、NCT04771130 和 NCT04973605）。

BGB-A445 是一款非配体竞争性在研抗 OX40 单克隆抗体，正作为单药或与百泽安®联合用药进行临床开发。启动一项 BGB-A445 作为单药或联合百泽安®治疗黑色素瘤、肾细胞癌（RCC）和膀胱癌的 2 期篮式试验（NCT05661955）的患者给药工作。

点评

我们的观点：随着核心产品（百悦泽和百泽安）海外市场扩张和各项适应症拓展，公司收入将实现持续高速增长。自研和合作项目的稳步推进，以及生产基地的建成，为公司带来增长动力。我们预测 2022 年至 2024 年，公司收入分别为 95.66 亿人民币、109.23 亿人民币、158.67 亿人民币，维持“增持”评级。

风险提示：创新产品销售不及预期、研发进度不及预期、新冠肺炎疫情影响药物获批进程、市场竞争加剧、政策风险等。

附表

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 流动资产 | 48541 | 41642 | 29824 | 29846 | |
| 货币资金 | 25190 | 15451 | 2158 | 1700 | |
| 交易性金融资产 | 2012 | 1060 | 1296 | 1456 | |
| 应收票据及应收账款 | 3080 | 2421 | 3075 | 4974 | |
| 预付款项 | 1234 | 4773 | 2874 | 2956 | |
| 存货 | 1547 | 3950 | 2707 | 2957 | |
| 其他 | 15478 | 13987 | 17713 | 15803 | |
| 非流动资产 | 6644 | 5875 | 5916 | 5878 | |
| 长期股权投资 | 146 | 97 | 129 | 124 | |
| 固定资产 | 2392 | 2774 | 2823 | 2705 | |
| 在建工程 | 1191 | 595 | 298 | 149 | |
| 无形资产 | 666 | 760 | 879 | 1045 | |
| 商誉 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| 长期待摊费用 | 135 | 113 | 93 | 73 | |
| 其他 | 2113 | 1535 | 1694 | 1781 | |
| 资产总计 | 55185 | 44224 | 35740 | 35724 | |
| 流动负债 | 10204 | 16018 | 12914 | 18678 | |
| 短期借款 | 2622 | 1575 | 2099 | 7889 | |
| 应付票据及应付账款 | 2588 | 11467 | 7231 | 6938 | |
| 其他 | 4995 | 2976 | 3584 | 3852 | |
| 非流动负债 | 5054 | 4418 | 5164 | 5482 | |
| 长期借款 | 1290 | 1626 | 1975 | 2233 | |
| 其他 | 3765 | 2792 | 3190 | 3249 | |
| 负债合计 | 15259 | 20436 | 18079 | 24160 | |
| 股本 | 890 | 904 | 1350 | 1350 | |
| 资本公积 | 78811 | 78811 | 78811 | 78811 | |
| 未分配利润 | -37330 | -50972 | -59977 | -66067 | |
| 少数股东权益 | 0 | -18 | -28 | -33 | |
| 股东权益合计 | 39926 | 30331 | 17661 | 11564 | |
| 负债及权益合计 | 55185 | 50749 | 35740 | 35724 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | |
|-------------------|-------|--------|--------|-------|--|
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 归母净利润 | -9748 | -13642 | -9004 | -6090 | |
| 折旧和摊销 | 317 | 282 | 320 | 337 | |
| 资产减值准备 | 0 | 27 | -1 | -8 | |
| 资产处置损失 | 1 | 0 | 0 | 0 | |
| 公允价值变动损失 | -61 | -49 | -65 | -58 | |
| 财务费用 | 247 | -490 | -6 | 538 | |
| 投资损失 | -32 | -127 | -120 | -93 | |
| 少数股东损益 | 0 | -18 | -10 | -5 | |
| 营运资金的变动 | -1080 | 4728 | -5468 | -458 | |
| 经营活动产生现金流量 | -8285 | -11323 | -13624 | -5644 | |
| 投资活动产生现金流量 | 3133 | 1308 | -354 | -287 | |
| 融资活动产生现金流量 | 22867 | 276 | 685 | 5472 | |
| 现金净变动 | 17674 | -9739 | -13293 | -458 | |
| 现金的期初余额 | 8201 | 25190 | 15451 | 2158 | |
| 现金的期末余额 | 25875 | 15451 | 2158 | 1700 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 营业收入 | 7589 | 9566 | 10923 | 15867 | |
| 营业成本 | 1061 | 3827 | 2185 | 2380 | |
| 税金及附加 | 54 | 91 | 127 | 150 | |
| 销售费用 | 4452 | 5740 | 5462 | 6347 | |
| 管理费用 | 2081 | 2392 | 2458 | 3173 | |
| 研发费用 | 9538 | 11958 | 9831 | 9520 | |
| 财务费用 | 204 | -490 | -6 | 538 | |
| 其他收益 | 132 | 89 | 97 | 106 | |
| 投资收益 | 32 | 127 | 120 | 93 | |
| 公允价值变动收益 | 61 | 49 | 65 | 58 | |
| 信用减值损失 | -2 | -1 | -1 | -1 | |
| 资产减值损失 | 0 | -4 | -5 | -3 | |
| 资产处置收益 | -1 | -0 | -0 | -0 | |
| 营业利润 | -9580 | -13425 | -8858 | -5990 | |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | |
| 利润总额 | -9579 | -13427 | -8859 | -5990 | |
| 所得税 | 168 | 236 | 156 | 105 | |
| 净利润 | -9748 | -13663 | -9015 | -6095 | |
| 少数股东损益 | 0 | -18 | -10 | -5 | |
| 归属母公司净利润 | -9748 | -13642 | -9004 | -6090 | |
| EPS(元) | -7.22 | -10.11 | -6.67 | -4.51 | |

| 主要财务比率 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 成长性 | | | | | |
| 营业收入增长率 | 257.9% | 26.1% | 14.2% | 45.3% | |
| 营业利润增长率 | - | - | - | - | |
| 归母净利润增长率 | - | - | - | - | |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 86.0% | 60.0% | 80.0% | 85.0% | |
| 归母净利率 | - | - | - | - | |
| ROE | -24.4% | -45.0% | -50.9% | -52.5% | |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 27.7% | 40.3% | 50.6% | 67.6% | |
| 流动比率 | 4.76 | 2.60 | 2.31 | 1.60 | |
| 速动比率 | 4.61 | 2.35 | 2.10 | 1.44 | |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 16.5% | 19.2% | 27.3% | 44.4% | |
| 应收账款周转率 | 436.5% | 347.5% | 397.1% | 393.8% | |
| 存货周转率 | 99.1% | 138.6% | 65.1% | 83.4% | |
| 每股资料(元) | | | | | |
| 每股收益 | -8.08 | -10.18 | -6.67 | -4.51 | |
| 每股经营现金 | -6.14 | -8.39 | -10.09 | -4.18 | |
| 每股净资产 | 29.57 | 22.47 | 13.10 | 8.59 | |
| 估值比率(倍) | | | | | |
| PE | -3.2 | -2.3 | -3.5 | -5.1 | |
| PB | 0.8 | 1.0 | 1.8 | 2.7 | |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|-----|--|
| 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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |