

百济神州 (688235)

证券研究报告

2023年05月23日

泽布替尼海外放量符合预期，2023年公司有望进一步提升盈利能力

事件：近期公司发布2022年年报及2023年一季报。2022年收入95.66亿元，同比增长26.06%；归母净亏损136.42亿元，同比增亏39.96%，主要由于自研产品和授权产品的销量增加，相应确认成本增加所致的营业成本增加与全球业务扩张，商业化推广力度加大，以及全球各地商业团队扩充所致的销售费用增加。2023Q1收入为30.66亿元，同比增长57.4%，归母净亏损24.47亿元，同比收窄14.64%。

核心品种泽布替尼海外放量整体符合预期，欧洲等其他地区超预期

2022年泽布替尼全球销售收入为5.65亿美元，同比增长159.0%，其中，泽布替尼在美国贡献营收3.897亿美元，同比增长237.0%；此外泽布替尼在中国的销售总额总计1.503亿美元，同比增长48.6%。2023Q1泽布替尼全球收入2.114亿美元，同比增长102.6%；其在中国的销售总额为0.48亿美元，较上一年同比增长44%；其在美国的销售总额为1.388亿美元，同比104.4%，环比增长11%，是美国唯一环比正增长的BTKi；欧洲及其他地区销售总额为2451万美元，环比增长148%。我们认为欧洲及其他地区放量增长超预期，美国区、中国区放量增长符合预期。

替雷利珠单抗FDA现场检查在即，全球收入有望进一步增长

在中国，替雷利珠单抗2022年的销售收入为4.23亿美元，同比增长65.8%；2023Q1其销售总额为1.15亿美元，同比增长31.04%，这主要得益于销售团队效率的进一步提升、药品进院数量的增加以及医保报销范围扩大所带来的患者需求增加。2022年其新获批上市4项适应症，且均通过简易续约被纳入医保目录，包括EGFR、ALK野生型的NSCLC二线治疗适应症、ESCC二线治疗适应症等。截至23年1月，替雷利珠单抗已累计获批10项适应症，其中9项被纳入国家医保目录。美国FDA正在审评对替雷利珠单抗用于二线治疗ESCC的BLA（预计将在2023年取得相关监管决定），FDA将于今年第二季度对此项BLA进行生产基地现场核查。医保报销范围的扩大以及海外市场的打开有望帮助替雷利珠单抗为公司带来新的营收增长动力。

随收入体量增长以及销售团队扩张趋于平缓，费用率有望大幅降低，盈利能力提升

随海外团队人数趋于稳定以及泽布替尼快速放量，销售费用率大幅下降。2022年，SG&A产品费用率（SG&A费用/产品收入）为102%，同比下降54pt；2023年Q1 SG&A产品费用率为80%，同比下降33pt，环比下降17pt。我们预计随2023年泽布替尼收入大幅增长，SG&A产品费用率有望保持下降趋势，公司盈利能力有望大幅提升。

临床管线有序开展，下一个潜在重磅单品BGB-11417今年将启动全球注册性临床试验

下一个潜在重磅产品BCL-2抑制剂BGB-11417将于今年启动全球注册性临床试验。此外，公司正在继续推进BGB-11417用于治疗复发或难治性套细胞淋巴瘤（R/R MCL）和复发或难治性慢性淋巴细胞白血病或小淋巴细胞淋巴瘤（R/R CLL/SLL）的潜在注册可用二期研究的临床开发。随着BGB-11417的临床试验计划逐步推进，若证明其相较于同靶点产品更好的安全性和有效性，将成为公司新的业绩增长动力。

盈利预测与投资评级

考虑到自研产品销售额高速增长，我们将公司2023至2024年营业收入由127.84、170.24亿元上调至147.71、189.73亿元；考虑到销售和研发的持续高投入，将归母净利润由-66.77、-36.93亿元下调至-101.95、-70.74亿元。我们预计2025年公司收入为242.60亿元，归母净利润为-48.26亿元。维持“买入”评级。

风险提示：在研药物研发失败风险，经营风险，国际环境恶化风险

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	147.31元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	115.06
流通A股股本(百万股)	110.45
A股总市值(百万元)	16,948.79
流通A股市值(百万元)	16,270.84
每股净资产(元)	21.06
资产负债率(%)	30.21
一年内最高/最低(元)	170.49/82.26

作者

杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	联系人
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

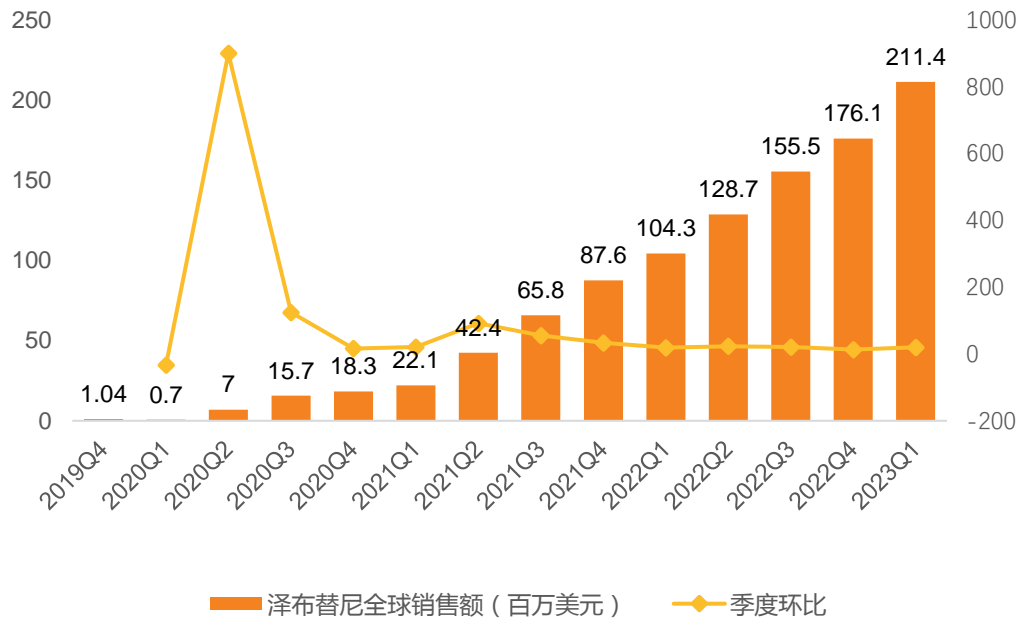
- 《百济神州-季报点评:核心产品销售放量持续超预期，泽布替尼优效数据近期披露》2022-11-24
- 《百济神州-公司点评:临床优效数据夯实泽布替尼国际化销售放量基石》2022-10-13
- 《百济神州-公司点评:Ociperlimab在NSCLC具有临床获益，公司多项里程碑事件值得期待》2022-09-04

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,588.96	9,566.41	14,770.54	18,972.75	24,260.46
增长率(%)	257.94	26.06	54.40	28.45	27.87
EBITDA(百万元)	308.27	(792.64)	(9,538.61)	(6,097.52)	(3,702.92)
归属母公司净利润(百万元)	(9,747.67)	(13,642.04)	(10,195.06)	(7,073.80)	(4,825.62)
增长率(%)	(14.37)	39.95	(25.27)	(30.62)	(31.78)
EPS(元/股)	(7.17)	(10.04)	(7.50)	(5.20)	(3.55)
市盈率(P/E)	(20.54)	(14.68)	(19.64)	(28.30)	(41.49)
市净率(P/B)	5.01	6.60	0.01	0.01	0.02
市销率(P/S)	26.38	20.93	0.01	0.01	0.01
EV/EBITDA	(79.09)	29.66	0.38	(0.53)	(0.89)

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 泽布替尼销售额保持高速增长

图 1: 2019Q4-2023Q1 泽布替尼全球销售数据 (单位: 百万美元)



资料来源: 百济神州官网, 百济神州公众号, 百济神州 2020-2022 年度及季度报告, 天风证券研究所

2. 替雷利珠单抗在中国已累计获批 10 项适应症, 在海外多项适应症上市申请审批中

表 1: 替雷利珠单抗获批适应症与进入医保情况

适应症	获批时间	医保情况
复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤 (R/R cHL)	2019/12/27	是
局部晚期或转移性尿路上皮癌 (UC)	2020/4/10	是
晚期鳞状非小细胞肺癌 1L	2021/1/12	是
晚期非鳞状非小细胞肺癌 1L	2021/6/22	是
肝细胞癌 (HCC) 2L	2021/6/22	是
局部晚期或转移性非小细胞肺癌 2/3L	2022/1/6	是
不可切除或转移性微卫星高度不稳定型 (MSI-H) 或错配修复基因缺陷型 (dMMR) 的成人晚期实体瘤	2022/3/11	是
进展或不可耐受的局部晚期或转移性食管鳞状细胞癌 (ESCC) 2L	2022/4/15	是
复发或转移性鼻咽癌 (NPC) 1L	2022/6/10	是
PD-L1 高表达的局部晚期不可切除的或转移性的胃或食管结合部腺癌 (G/GEJ) 1L	2023/2/24	否

资料来源: 百济神州官网, 百济神州公众号, 百济神州 2022 年度报告, insight, ClinicalTrials.gov, 国家医保局, 天风证券研究所

表 2: 替雷利珠单抗全球上市审批情况 (截止至 2023 年 3 月 31 日)

适应症	申报国家	审批进度
不可切除的局部晚期、复发或转移性食管鳞状细胞癌	中国	审批中

(ESCC) 1L

不可切除或转移性肝细胞癌 (HCC) 1L	中国	审批中
非小细胞肺癌 (NSCLC) 1/2L	澳大利亚/新西兰/巴西/英国/欧盟	审批中
食管鳞状细胞癌 (ESCC) 2L	澳大利亚/新西兰/韩国/巴西/英国/欧盟/瑞士	审批中
食管鳞状细胞癌 (ESCC) 2L	美国	现场核查
非小细胞肺癌 (NSCLC) 2L	瑞士	审批中
晚期或转移性胃或胃食管结合部 (G/GEJ) 腺癌 1L	美国	计划提交
不可切除的食管鳞状细胞癌 (ESCC) 1L	美国	计划提交
食管鳞状细胞癌 (ESCC) 1/2L	日本	计划提交

资料来源：百济神州 2023 一季度财务报告

3. BCL-2 抑制剂 BGB-11417 多项适应症稳步推进

表 3: BGB-11417 的在研适应症列表 (截止至 2022 年 12 月 11 日)

适应症	已公布试验结果	研发阶段
CLL/SLL	未公开	I 期
非霍奇金淋巴瘤(NHL)和 华氏巨球蛋白血症(WM)	未公开	I 期
急性髓系白血病 (AML)	联合阿扎胞苷治疗 AML, 患者达到 CR + CRh=65% (TN) / 50%(R/R)	I 期
携 t(11,14)易位的复发/难 治性多发性骨髓瘤	所有接受 BGB-11417 治疗的患者 ORR=42%, CR=8%	I b/ II 期

资料来源: ASH 2022Data Presentation ASH 注: ORR:客观缓解率; CR:完全缓解; CRh:完全缓解伴部分血液学恢复; TN:初次治疗; R/R:难治/复发性

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	25,189.67	20,132.63	1,181.64	1,517.82	1,940.84
应收票据及应收账款	3,079.85	1,201.95	5,409.15	3,147.18	7,738.91
预付账款	1,234.50	1,314.59	3,835.25	1,032.02	4,215.97
存货	1,546.53	1,954.20	2,922.69	2,472.43	3,390.39
其他	17,490.13	11,570.54	21,434.95	18,424.54	17,277.00
流动资产合计	48,540.68	36,173.91	34,783.67	26,593.99	34,563.10
长期股权投资	146.32	192.21	192.21	192.21	192.21
固定资产	2,391.79	3,555.46	3,150.30	2,745.14	2,339.99
在建工程	1,190.72	2,038.11	2,038.11	2,038.11	2,038.11
无形资产	666.15	715.06	654.08	593.11	532.13
其他	2,249.05	1,549.43	1,481.42	1,656.85	1,464.38
非流动资产合计	6,644.03	8,050.27	7,516.12	7,225.42	6,566.82
资产总计	55,184.71	44,224.17	42,299.80	33,819.42	41,129.93
短期借款	2,621.90	2,202.70	3,342.07	9,288.82	9,573.01
应付票据及应付账款	2,587.91	2,482.40	9,700.29	1,400.50	10,329.29
其他	3,537.00	4,128.38	7,917.76	6,723.88	9,623.36
流动负债合计	8,746.81	8,813.48	20,960.12	17,413.19	29,525.66
长期借款	1,289.78	1,444.42	1,200.00	2,634.88	2,657.66
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,764.68	2,145.62	2,145.62	2,685.30	2,325.51
非流动负债合计	5,054.46	3,590.04	3,345.62	5,320.18	4,983.17
负债合计	15,258.94	13,893.11	24,305.73	22,733.38	34,508.83
少数股东权益	0.00	0.00	(6.90)	(8.50)	(9.95)
股本	0.89	0.90	0.90	0.90	0.90
资本公积	78,811.47	80,518.62	79,804.74	79,804.74	79,804.74
留存收益	(37,330.37)	(50,972.41)	(61,167.47)	(68,241.27)	(73,066.90)
其他	(1,556.22)	783.94	(637.20)	(469.83)	(107.70)
股东权益合计	39,925.77	30,331.06	17,994.06	11,086.04	6,621.10
负债和股东权益总计	55,184.71	44,224.17	42,299.80	33,819.42	41,129.93

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(9,747.67)	(13,642.04)	(10,195.06)	(7,073.80)	(4,825.62)
折旧摊销	316.55	459.47	466.13	466.13	466.13
财务费用	246.87	1,718.28	4.59	378.44	559.76
投资损失	(32.28)	(63.82)	(99.06)	(65.05)	(75.98)
营运资金变动	7,453.64	11,428.94	(7,899.75)	(634.39)	4,110.30
其它	(6,521.85)	(7,700.54)	47.10	(28.60)	(1.45)
经营活动现金流	(8,284.75)	(7,799.71)	(17,676.06)	(6,957.27)	233.14
资本支出	1,237.32	4,122.66	0.00	(539.69)	359.79
长期投资	1.73	45.89	0.00	0.00	0.00
其他	1,893.68	(1,753.97)	(8.94)	658.74	(283.81)
投资活动现金流	3,132.73	2,414.59	(8.94)	119.05	75.98
债权融资	407.30	(1,542.40)	869.04	7,007.02	(248.23)
股权融资	24,337.90	4,047.33	(2,135.03)	167.38	362.13
其他	(1,877.98)	(2,953.04)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	22,867.21	(448.11)	(1,265.99)	7,174.39	113.90
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	17,715.19	(5,833.23)	(18,950.99)	336.18	423.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,588.96	9,566.41	14,770.54	18,972.75	24,260.46
营业成本	1,061.30	1,895.63	2,658.70	2,845.91	3,153.86
营业税金及附加	54.44	78.70	121.51	156.08	199.58
销售费用	4,451.52	5,997.09	5,908.21	6,450.74	7,035.53
管理费用	2,080.51	2,695.41	3,692.63	3,794.55	4,852.09
研发费用	9,538.42	11,152.09	12,554.96	12,332.29	13,271.24
财务费用	204.46	1,309.00	4.59	378.44	559.76
资产/信用减值损失	(1.88)	(6.28)	(7.67)	(5.11)	(6.82)
公允价值变动收益	60.55	(161.46)	54.00	(27.00)	0.00
投资净收益	32.28	63.82	99.06	65.05	75.98
其他	(313.14)	(32.37)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(9,579.51)	(13,425.20)	(10,024.67)	(6,952.32)	(4,742.44)
营业外收入	0.02	0.18	0.07	0.09	0.12
营业外支出	0.00	1.94	1.35	1.10	1.46
利润总额	(9,579.49)	(13,426.96)	(10,025.94)	(6,953.32)	(4,743.79)
所得税	168.19	215.08	176.02	122.08	83.29
净利润	(9,747.67)	(13,642.04)	(10,201.97)	(7,075.40)	(4,827.08)
少数股东损益	0.00	0.00	(6.90)	(1.60)	(1.45)
归属于母公司净利润	(9,747.67)	(13,642.04)	(10,195.06)	(7,073.80)	(4,825.62)
每股收益(元)	(7.17)	(10.04)	(7.50)	(5.20)	(3.55)

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	257.94%	26.06%	54.40%	28.45%	27.87%
营业利润	-14.82%	40.15%	-25.33%	-30.65%	-31.79%
归属于母公司净利润	-14.37%	39.95%	-25.27%	-30.62%	-31.78%
获利能力					
毛利率	86.02%	80.18%	82.00%	85.00%	87.00%
净利率	-128.45%	-142.60%	-69.02%	-37.28%	-19.89%
ROE	-24.41%	-44.98%	-56.64%	-63.76%	-72.77%
ROIC	-45.50%	-79.85%	-152.23%	-47.11%	-29.99%
偿债能力					
资产负债率	27.65%	31.42%	57.46%	67.22%	83.90%
净负债率	-50.72%	-50.86%	24.45%	103.27%	171.23%
流动比率	4.76	3.51	1.66	1.53	1.17
速动比率	4.61	3.32	1.52	1.39	1.06
营运能力					
应收账款周转率	4.37	4.47	4.47	4.43	4.46
存货周转率	7.13	5.47	6.06	7.03	8.28
总资产周转率	0.17	0.19	0.34	0.50	0.65
每股指标(元)					
每股收益	-7.17	-10.04	-7.50	-5.20	-3.55
每股经营现金流	-6.10	-5.74	-13.01	-5.12	0.17
每股净资产	29.38	22.32	19,978.88	12,313.59	7,359.65
估值比率					
市盈率	-20.54	-14.68	-19.64	-28.30	-41.49
市净率	5.01	6.60	0.01	0.01	0.02
EV/EBITDA	-79.09	29.66	0.38	-0.53	-0.89
EV/EBIT	-716.82	19.75	0.37	-0.49	-0.79

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com