

# 业绩如期兑现，产品端收入持续加速

## 百济神州-U (688235)

### 事件概述

公司公告 2022 年业绩快报：报告期内，公司产品收入为 84.80 亿元，较上年同比上升 107.3%；报告期内，公司营业总收入为 95.66 亿元，较上年同比上升 26.1%；报告期内，公司归属于母公司所有者的净利润-136.42 亿元。报告期末，公司总资产 442.24 亿元，较期初减少 19.9%；归属于母公司的所有者权益 303.31 亿元，较期初减少 24.0%。

### 业绩如期兑现，产品端收入持续加速

2022 年，产品收入为 84.80 亿元，上年同期产品收入为 40.90 亿元，产品收入的增长主要得益于自主研发产品百悦泽®（泽布替尼胶囊）和百泽安®（替雷利珠单抗注射液）以及安进公司和百奥泰授权产品的销售增长。合作收入为 10.87 亿元，主要来自于对与 Novartis Pharma AG（以下简称“诺华制药”）分别于 2021 年第一季度就百泽安®、2021 年第四季度就 TIGIT 抑制剂欧司珀利单抗（ociperlimab）的合作预付款进行的部分收入确认；上年同期合作收入为 34.99 亿元，得益于对与诺华制药就百泽安®达成的授权许可预付款进行收入确认的时间点。

### 百悦泽放量加速，大适应症获批助力抢占全球市场

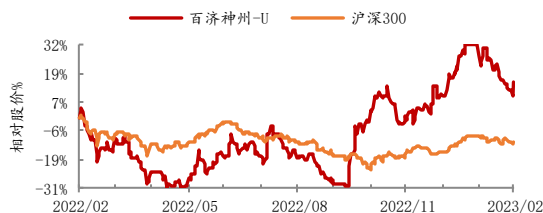
2022 年，百悦泽®全球销售额总计 38.29 亿元，上年同期全球销售额总计 14.06 亿元。在美国，百悦泽®销售额总计 26.44 亿元，上年同期美国市场销售额总计 7.46 亿元，百悦泽®在美国销售的持续增长主要得益于在套细胞淋巴瘤（MCL）、华氏巨球蛋白血症（WM）和边缘区淋巴瘤（MZL）市场的持续渗透。随着美国食品药品监督管理局（FDA）已批准其布鲁顿氏酪氨酸激酶（BTK）抑制剂百悦泽®（泽布替尼胶囊）用于治疗慢性淋巴细胞白血病（CLL）或小淋巴细胞淋巴瘤（SLL）成人患者。大适应症获批将加速百悦泽全球放量速度。

### 百泽安国内收入持续提升，全球多地大适应症审评中

2022 年，百泽安®在中国的销售总额总计 28.59 亿元，上年同期中国市场销售总额总计 16.47 亿元。国家医保目录报销范围的扩大带来了更多的新患者需求，进一步扩大的销售团队规模以及进院数量推动了市场渗透率和市场份额的提升。目前，百泽安®已在中国获批十项适应症，其中九项适应症已纳入国家医保目录（2022 年）。公司将与诺华制药合作，继续支持在以下国家和地区监管部门对百泽安®的审评：在美国，FDA 正在审评的对百泽安®用于二线治疗 ESCC 的 BLA。在欧盟，百泽安®针对一线和二线治疗非小细胞肺癌（NSCLC）以及二线治疗食管鳞状细胞癌（ESCC）的上市许可申请（MAA）已获得欧洲药品管理局（EMA）受理，目前正在审评中，预计将在 2023 年取得相关审评决议；在英国，

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	140.54
股票代码：	688235
52 周最高价/最低价：	165.9/82.0
总市值(亿)	1,902.78
自由流通市值(亿)	155.23
自由流通股数(百万)	110.45



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

研究助理：孙子豪

邮箱：sunzh@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

相关研究

1. 【华西医药】百济神州（688235.SH）三季度业绩快报点评：营收超预期，产品端收入占主导，商业化进程不断加速

2022.11.11

英国药品与保健品管理局 (MHRA) 正在对百泽安®针对一线和二线治疗非小细胞肺癌 (NSCLC) 以及二线治疗食管鳞状细胞癌 (ESCC) 进行审评; 在瑞士, 百泽安®针对二线治疗食管鳞状细胞癌 (ESCC) 与二线治疗非小细胞肺癌 (NSCLC) 的上市许可申请 (MAA) 已获得瑞士药品监督管理局 (Swissmedic) 的受理, 目前正在审评中。公司也将继续为合作伙伴诺华制药就计划于 2023 年提交的百泽安®新适应症上市申请提供支持, 包括在美国递交针对一线治疗肿瘤表达 PD-L1 的晚期或转移性胃或胃食管结合部 (G/GEJ) 腺癌以及一线治疗不可切除的食管鳞状细胞癌 (ESCC) 适应症的上市申请以及向日本药品和医疗器械管理局 (PMDA) 递交百泽安®用于治疗一线和二线食管鳞状细胞癌 (ESCC) 的新药上市许可申请。公司计划于 2023 年公布广泛期小细胞肺癌 (ESCLC) 和一线胃癌关键性试验的最终分析数据。

### 投资建议

考虑到产品在全球新适应症不断获批以及获批后快速放量, 我们将公司 2022-2024 年营收预测由 96.1/149.5/227.8 亿元调整至 95.66/149.5/227.8 亿元, 考虑到公司经营费用等支出加大, 采用自由现金流折现估值方法, 公司估值由 2448 亿元调整为 2443 亿元, 考虑到公司业绩有较大增长空间, 维持“买入”评级。

### 风险提示

新药研发不及预期, 全球合作中断风险, 产品上市后商业化表现不及预期

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,120	7,589	9,566	14,950	22,775
YoY (%)	-28.2%	257.9%	26.1%	56.3%	52.3%
归母净利润(百万元)	-11,384	-9,748	-13,179	-8,867	-6,055
YoY (%)	-64.6%	14.4%	-35.2%	32.7%	31.7%
毛利率 (%)	77.7%	86.0%	80.1%	85.0%	85.0%
每股收益 (元)	-10.49	-8.08	-9.73	-6.55	-4.47
ROE	-44.9%	-24.4%	-49.3%	-49.6%	-51.2%
市盈率	-13.40	-17.39	-14.44	-21.46	-31.43

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,589	9,566	14,950	22,775	净利润	-9,748	-13,179	-8,867	-6,055
YoY (%)	257.9%	26.1%	56.3%	52.3%	折旧和摊销	442	710	860	1,024
营业成本	1,061	1,900	2,243	3,416	营运资金变动	1,150	8,571	-793	13,896
营业税金及附加	54	115	179	273	经营活动现金流	-8,285	-3,917	-8,830	8,819
销售费用	4,452	6,218	8,970	11,388	资本开支	-2,256	-4,400	-1,700	-2,000
管理费用	2,081	2,392	2,990	3,644	投资	5,334	0	0	0
财务费用	204	-378	-253	-94	投资活动现金流	3,133	-4,431	-1,720	-2,004
研发费用	9,538	11,083	11,213	12,526	股权募资	22,583	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	659	0	0	0
投资收益	32	19	30	46	筹资活动现金流	22,867	0	0	0
营业利润	-9,580	-13,179	-8,867	-6,055	现金净流量	17,674	-8,348	-10,550	6,815
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	-9,579	-13,179	-8,867	-6,055	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	168	0	0	0	<b>成长能力</b>				
净利润	-9,748	-13,179	-8,867	-6,055	营业收入增长率	257.9%	26.1%	56.3%	52.3%
归属于母公司净利润	-9,748	-13,179	-8,867	-6,055	净利润增长率	14.4%	-35.2%	32.7%	31.7%
YoY (%)	14.4%	-35.2%	32.7%	31.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	-8.08	-9.73	-6.55	-4.47	毛利率	86.0%	80.1%	85.0%	85.0%
					净利率	-128.4%	-137.8%	-59.3%	-26.6%
					总资产收益率 ROA	-17.7%	-27.3%	-21.0%	-11.8%
					净资产收益率 ROE	-24.4%	-49.3%	-49.6%	-51.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	25,190	16,841	6,291	13,106	流动比率	4.76	2.30	1.60	1.13
预付款项	1,234	760	897	1,367	速动比率	<b>2.97</b>	<b>1.22</b>	<b>0.68</b>	<b>0.56</b>
存货	1,547	1,620	1,619	2,936	现金比率	2.47	1.03	0.33	0.38
其他流动资产	20,570	18,617	22,192	21,747	资产负债率	27.7%	44.5%	57.7%	77.0%
流动资产合计	48,541	37,839	30,999	39,156	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	146	146	146	146	总资产周转率	0.17	0.19	0.33	0.49
固定资产	2,392	5,771	6,207	6,787	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	666	1,036	1,496	1,946	每股收益	-8.08	-9.73	-6.55	-4.47
非流动资产合计	6,644	10,384	11,274	12,300	每股净资产	29.99	19.76	13.21	8.73
资产合计	55,185	48,222	42,273	51,456	每股经营现金流	-6.22	-2.89	-6.52	6.51
短期借款	2,622	2,622	2,622	2,622	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	2,588	5,857	4,110	11,073	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	4,995	7,943	12,607	20,881	PE	-17.39	-14.44	-21.46	-31.43
流动负债合计	10,204	16,421	19,339	34,576	PB	4.82	7.11	10.64	16.09
长期借款	1,290	1,290	1,290	1,290					
其他长期负债	3,765	3,765	3,765	3,765					
非流动负债合计	5,054	5,054	5,054	5,054					
负债合计	15,259	21,476	24,393	39,631					
股本	1	1	1	1					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	39,926	26,746	17,880	11,825					
负债和股东权益合计	55,185	48,222	42,273	51,456					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

孙子豪：复旦大学博士，生物医学研究背景，4年医药行业实业经历，2021年12月加入华西证券，负责创新药及生命科学相关标的

### 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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