

增持 (维持)

## 百济神州 (688235.SH)

2023 年第一季度业绩点评报告:总营收 4.10 亿美元,净亏损持续减少,核心产品持续放量

2023 年 05 月 11 日

### 市场数据

日期	2023.05.10
收盘价(元)	147.12
总股本(百万股)	1359.05
流通股本(百万股)	1359.05
净资产(百万元)	30331.06
总资产(百万元)	44224.17
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

《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》2023-03-11

《全球已上市 BTK 血液瘤临床试验设计及结果数据梳理: 泽布替尼布局全面, 后来居上》2023-01-29

《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:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

李博康

libokang@xyzq.com.cn

S0190522120003

### 投资要点

- **产品收入大幅增长,净亏损将持续减少趋势。**截至 2023 年 3 月 31 日的三个月内,产品总收入为 4.103 亿美元,相比较 2022 年同期产品总收入 2.616 亿美元同比增长 56.8%。截至 2023 年 3 月 31 日的第一季度内,净亏损为 3.484 亿美元,即每股亏损 0.26 美元,每股美国存托股份(ADS)亏损 3.34 美元;相比较,2022 年同期净亏损为 4.352 亿美元,即每股亏损 0.33 美元,每股 ADS 亏损 4.25 美元。公司预计在 2023 年将继续保持这一趋势。
- **自产品上市以来,百悦泽产品销量即保持高增长。**2023 年第一季度,百悦泽®全球销售额为 2.114 亿美元,相比较 2022 年同期销售额 1.043 亿美元同比增长 102.7%。在美国,得益于 CLL/SLL 适应症上市的推动,百悦泽®2023 年第一季度的销售额达到 1.388 亿美元,相较去年同期增长 104%。随着临床医生的使用增多以及处方数量的持续增长,百悦泽®在所有已获 FDA 批准的适应症中的应用快速增加。在中国,百悦泽®2023 年第一季度的销售额为 4,810 万美元,相较去年同期增长 44%,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。**2023 年第一季度,百泽安®在中国的销售金额为 1.149 亿美元,相比较 2022 年同期销售金额 8,760 万美元同期增长 31%。
- **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 2023 年至 2025 年,公司收入分别为 146.87 亿人民币、191.59 亿人民币、257.84 亿人民币,对应每股收益分别为-10.34 元、-12.05 元、-16.32 元,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	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9566	14687	19159	25784
同比增长	26.1%	53.5%	30.4%	34.6%
归母净利润(百万元)	-13642	-14021	-16347	-22129
同比增长	-40.0%	-2.8%	-16.6%	-35.4%
毛利率	80.2%	83.9%	84.1%	85.7%
ROE	-45.0%	-50.2%	-61.5%	-87.0%
每股收益(元)	-10.06	-10.34	-12.05	-16.32
市盈率	-8.9	-8.6	-7.4	-5.5

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 2023 年第一季度业绩概况

**产品收入大幅增长，净亏损将持续减少趋势。**

- 截至 2023 年 3 月 31 日的三个月内，季度收入为 4.478 亿美元，相比较 2022 年同期收入 3.066 亿美元同比增长 46.1%。
- 截至 2023 年 3 月 31 日的三个月内，产品总收入为 4.103 亿美元，相比较 2022 年同期产品总收入 2.616 亿美元同比增长 56.8%。
- 截至 2023 年 3 月 31 日的三个月内，合作收入为 3,750 万美元，主要来自于对与诺华分别于 2021 年第一季度就百泽安®达成的合作预付款和 2021 年第四季度就欧司珀单抗达成的合作预付款进行的部分收入确认。相比较 2022 年同期合作收入 4,510 万美元同比下降 16.9%。

**销售成本：**2023 年第一季度，销售成本为 8,180 万美元；相比较 2022 年同期 6,520 万美元同比增长 25.5%。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，以及安加维®和普贝希®销售所产生的费用。

**研发费用：**截至 2023 年 3 月 31 日的三个月内，研发费用为 4.086 亿美元；相比较 2022 年同期 3.899 亿美元同比增长 4.8%。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临床运营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的临床试验相关费用的减少所抵消。2023 年第一季度，研发相关的股权激励支出为 3,400 万美元，上一年同期为 3,090 万美元。

**销售及管理（SG&A）费用：**截至 2023 年 3 月 31 日的三个月内，SG&A 费用为 3.285 亿美元；相比较 2022 年同期 2.946 亿美元同比增长 11.5%。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扩大，以及包括市场准入和推广活动在内的外部商业费用的增加。2023 年第一季度和 2022 年第一季度，SG&A 相关员工的股权激励支出分别为 4,140 万美元和 3,470 万美元。

**净亏损：**截至 2023 年 3 月 31 日的第一季度内，净亏损为 3.484 亿美元，即每股亏损 0.26 美元，每股美国存托股份（ADS）亏损 3.34 美元；相比较，2022 年同期净亏损为 4.352 亿美元，即每股亏损 0.33 美元，每股 ADS 亏损 4.25 美元。净亏损减少主要因为产品收入增长超过了经营费用增长，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。

**现金、现金等价物、受限资金和短期投资：**截至 2023 年 3 月 31 日为 38 亿美元；相比较，截至 2022 年 12 月 31 日，该部分资金为 45 亿美元。

- 截至 2023 年 3 月 31 日的三个月内，经营活动现金支出为 5.638 亿美元，主要由于净亏损 3.484 亿美元，以及由于季节性支付的应收账款和薪酬相关付款，营运资本增加 2.941 亿美元。这些被净亏损中的非现金支出 7,870 万美元所部分抵消。资本支出为 1.256 亿美元，用于融资活动的现金为 1,990 万美元。
- 截至 2022 年 3 月 31 日的三个月内，经营活动现金支出为 2.366 亿美元，主要由于净亏损 4.352 亿美元，但被净亏损中的非现金支出 8,090 万美元部分抵消。由于来自诺华就欧司珀单抗合作的 3 亿美元首付款，经营性资产和负债净额减少 1.177 亿美元，部分被薪酬相关支付造成的季节性营运资本抵消；资本支出为 4,510 万美元；用于融资活动的现金为 1,130 万美元。

## 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。2023 年第一季度，百悦泽®全球销售额为 2.114 亿美元，相比较 2022 年同期销售额 1.043 亿美元同比增长 102.7%。在美国，得益于 CLL/SLL 适应症上市的推动，百悦泽®2023 年第一季度的销售额达到 1.388 亿美元，相较去年同期增长 104%。随着临床医生的使用增多以及处方数量的持续增长，百悦泽®在所有已获 FDA 批准的适应症中的应用快速增加。在中国，百悦泽®2023 年第一季度的销售额为 4,810 万美元，相较去年同期增长 44%，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。**2023 年第一季度，百泽安®在中国的销售额为 1.149 亿美元，相比较 2022 年同期销售额 8,760 万美元同期增长 31%；百泽安®市场渗透率 and 市场份额的提升，主要得益于医保报销范围扩大所带来的新增患者需求、销售团队效率的进一步提升以及药品进院数量的增加。
- 同安进公司战略合作为收入增长提供助力。**2023 年第一季度，安进公司授权在华销售产品的销售额为 3,640 万美元，相比较 2022 年同期销售额 2,990 万美元同比增长 21.7%。

### 在公司全球整体发展方面主要有以下几项亮点：

- 位于美国新泽西州霍普韦尔普林斯顿西部创新园区的在建旗舰级生产基地和临床研发中心已完成钢梁吊装封顶。该基地预留了超过 100 万平方英尺（约 9.3 万平方米）的可开发地产，以备用于未来的进一步拓展。
- 持续建设位于中国广州的世界一流生物药生产基地，目前总产能已达到 54,000 升，预计 2023 年第二季度产能还将额外增加 10,000 升。
- 在广州启动抗体偶联药物（ADC）生产设施及全新生物药生产大楼的建设，预计将于 2024 年完工；在苏州启动新研发中心的建设，以提高临床和商业化生产能力，该项目预计将于 2025 年完工。
- 继续建设位于中国苏州的新建小分子创新药物产业化基地。第一阶段的建设

面积预计将超过 55.9 万平方英尺(约 5.2 万平方米),固体制剂产能可扩大至 6 亿片(粒)剂次,该项目预计将于 2023 年内完工。待基地建设完成、验收合格并获批后,预计我们在中国的小分子药物生产能力最高将提升至目前的 10 倍。

- 宣布巴西圣保罗办事处正式启用,标志着公司在拉丁美洲的发展规划已迈出重要一步。

### 3. 百悦泽试验数据持续读出,多种适应症全球陆续获批

**百悦泽®(泽布替尼):**一款旨在最大化布鲁顿氏酪氨酸激酶(BTK)占有率、最小化脱靶效应的小分子 BTK 抑制剂,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 4,900 例受试者。

- 基于 3 期 ALPINE 试验中百悦泽®在 R/R CLL 成人患者中取得无进展生存期最终分析结果,向美国食品药品监督管理局(FDA)递交新适应症补充说明。
- 在澳大利亚获批用于治疗 CLL/SLL 成人患者。
- 欧盟已受理百悦泽®用于治疗 R/R 滤泡性淋巴瘤(FL)的新适应症上市申请(sNDA),以及基于在 R/R CLL 患者中取得 PFS 优效性结果的新适应症补充说明。
- 在 ACCESS 联盟(ACCESS consortium)下的瑞士、英国和加拿大递交百悦泽®用于治疗 R/R FL 的 sNDA。
- 拓展百悦泽®全球药政注册项目,2023 年有望超过 30 个市场取得药政批准。

#### 百悦泽®未来里程碑事件:

- 继续支持美国 FDA 和欧洲药品管理局(EMA)对 R/R CLL 的新适应症补充说明的审评工作,该申请基于百悦泽®对比亿珂®在 R/R CLL 中所取得的 PFS 优效性结果。
- 继续支持中国国家药品监督管理局(NMPA)对一线 CLL/SLL 和 WM 的 sNDA 的审评工作,预计其将于 2023 年上半年,对该审评做出决议。
- 继续支持加拿大卫生部对 CLL 的 sNDA 的审评工作,预计其将于 2023 年将对 该审评做出决议。
- 继续在全球更多的新地区和新的适应症中拓展百悦泽®全球药政注册项目。
- 将于 2023 年 ASCO 年会上,展示百悦泽®联合来那度胺治疗 R/R 弥漫性大 B 细胞淋巴瘤的 1 期研究的首次期中分析结果,以及百悦泽®联合奥妥珠单抗对比奥妥珠单抗治疗复发或难治性滤泡性淋巴瘤的 ROSEWOOD 研究的最新分析摘要。

#### 4. 百泽安扩适应症及布局全球化市场紧密进行中

**百泽安®(替雷利珠单抗):** 一款人源化 IgG4 抗 PD-1 单克隆抗体, 其结构经特殊改造, 可最大限度减少与巨噬细胞上的 Fcγ受体结合。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 12,100 例受试者。

- 在 2023 年美国癌症研究协会 (AACR) 年会上, 公布了 RATIONALE-302 (NCT03430843)、RATIONALE-304 (NCT03663205)、RATIONALE-306 (NCT03783442) 和 RATIONALE-307 (NCT03594747) 研究的结果。
- 宣布百泽安®治疗晚期胃或胃食管结合部腺癌的 3 期试验取得积极结果。
- 美国 FDA 将于今年第二季度对百泽安®新药上市许可申请 (BLA) 进行获批前的生产基地现场核查。

##### 百泽安®未来里程碑事件:

- 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 (预计其将于 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 (预计其将于 2023 年下半年做出审评决议)。
- 继续支持多个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:
- 澳大利亚药品管理局 (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) 对百泽安®用于二线治疗 ESCC 的 BLA 的审评工作;
- 巴西国家卫生监督局 (Anvisa) 对百泽安®用于一线和二线治疗 NSCLC 和二线治疗 ESCC 的 BLA 的审评工作。

##### 与诺华合作, 继续支持对百泽安®的上市申请审评工作, 包括:

- 美国 FDA 正在审评的百泽安®用于二线治疗 ESCC 的 BLA, 预计将于 2023 年做出审评决议;
- EMA 对百泽安®用于一线和二线治疗 NSCLC, 以及用于二线治疗 ESCC 上市申请的审评工作, 预计将于 2023 年做出审评决议;
- 英国药品与健康产品管理局对百泽安®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 年内向日本药品和医疗器械管理局递交百泽安®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关键性试验的最终分析数据。
- 将于 2023 年 ASCO 年会上，通过海报展示 RATIONALE 301 研究补充分析的两份摘要。

## 5. 自研管线和战略合作稳步推进中

### 5.1 欧司珀利单抗 (BGB-A1217)

- 欧司珀利单抗是一款具有完善 Fc 功能的在研抗 TIGIT 单克隆抗体，其全球临床开发项目已在 20 个国家和地区入组超过 1,700 例受试者。联合百泽安®和化疗、用于一线治疗非小细胞肺癌 (NSCLC) 的 2 期试验 (NCT05014815) 已完成患者入组工作。
- 公司将于 2023 年公布多项欧司珀利单抗 2 期研究数据，包括：用于二线治疗肿瘤表达 PD-(L)1 的 ESCC (NCT04732494)；用于一线治疗肝癌 (NCT04948697)；用于一线治疗 NSCLC (NCT05014815)。另外，公司将于 2023 年完成用于一线治疗 NSCLC 的 3 期 AdvanTIG-302 试验的入组工作。并将在 2023 年 ASCO 年会上，通过海报展示 1b 期 AdvanTIG-105 的研究摘要。

### 5.2 BGB-11417

- 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 7 个国家和地区入组超过 430 例受试者。2023 年第一季度，公司继续推动 BGB-11417 用于治疗 R/R 套细胞淋巴瘤 (MCL) (NCT05471843) 和 R/R CLL/SLL (NCT05479994) 的潜在注册可用 2 期研究的临床开发。
- 公司将于 2023 年下半年启动联合百悦泽®用于一线治疗 CLL 的全球关键性试验，并将对正在开展的研究进行数据公布。另外，公司将于 2023 年 ASCO 年会上，通过海报展示一项 1 期研究摘要，评估 BGB-11417 用于治疗成熟 B 细胞恶性肿瘤成人患者的安全性、耐受性、药代动力学和初步抗肿瘤活性。

### 5.3 BGB-A445

- 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。联合百泽安®、用于治疗实体瘤的 1 期剂量递增试验 (NCT04215978) 已完成患者入组工作。
- 公司将于 2023 年公布用于治疗实体瘤的 1 期研究 (NCT04215978) 初步数据。另外，于 2023 年 ASCO 年会上，公司将通过海报展示 OX40 激动剂 BGB-A445

联合或不联合百泽安®治疗晚期实体瘤的 1 期研究摘要。

#### 5.4 合作项目

- 与 SpringWorks Therapeutics 合作：在 AACR 年会上公布在研 B-RAF 抑制剂 lifirafenib (BGB-283) 与 SpringWorks 的 MEK 抑制剂 mirdametinib 联合用于携带 RAS 突变、RAF 突变和其他 MAPK 通路异常的晚期或难治性实体瘤患者的 1b 期临床数据。
- 与 MapKure 和 SpringWorks 合作：在 AACR 年会上公布在研高选择性 RAF 二聚体抑制剂 brimrafenib (BGB-3245) 用于治疗携带 MAPK 通路异常的晚期或难治性实体瘤成人患者的 1a/b 期临床数据。
- 与南京维立志博合作：在靶向 LAG-3 通路的新型在研抗体 LBL-007 联合百泽安®和贝伐珠单抗加卡培他滨，治疗不可切除或转移性 CRC 的 2 期临床试验 (NCT05609370) 中启动患者入组工作。
- 与南京维立志博合作：在 LBL-007 与百泽安®联合用药，对比百泽安®与其他药物联合用药 (包括 BGB-A445 和欧司珀利单抗) 的伞式研究 (NCT05635708、NCT05577702) 中启动患者给药。
- 另外，公司将于 2023 年 ASCO 年会上，通过海报展示靶向 HER2 的双特异性抗体 zanidatamab 联合多西他赛，用于一线治疗晚期 HER2 阳性乳腺癌患者的 1b/2 期研究的最新结果摘要，并口头报告 zanidatamab 用于治疗既往经治的 HER2 基因扩增胆道癌的关键性 2b 期 HERIZON-BTC-01 研究摘要。

#### 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 2023 年至 2025 年，公司收入分别为 146.87 亿人民币、191.59 亿人民币、257.84 亿人民币，对应每股收益分别为-10.34 元、-12.05 元、-16.32 元，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

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	36174	28526	31803	38918
货币资金	20133	14729	18222	26747
交易性金融资产	6659	3887	2194	1608
应收票据及应收账款	1202	2445	3043	2078
预付款项	1315	1513	1668	1809
存货	1954	2031	2321	2427
其他	4911	3921	4356	4248
<b>非流动资产</b>	8050	7616	7228	6917
长期股权投资	192	208	231	248
固定资产	3555	4217	4302	4098
在建工程	2038	1019	510	255
无形资产	715	715	715	715
商誉	1	1	1	1
长期待摊费用	166	166	166	166
其他	1383	1290	1303	1434
<b>资产总计</b>	44224	36142	39031	45835
<b>流动负债</b>	10303	10553	11726	11909
短期借款	2203	2506	2796	2490
应付票据及应付账款	2482	2709	2914	3228
其他	5618	5337	6017	6191
<b>非流动负债</b>	3590	4578	5271	5341
长期借款	1444	1444	1444	1444
其他	2146	3133	3827	3896
<b>负债合计</b>	13893	15131	16998	17250
股本	131491	139697	143015	147019
资本公积	80519	83576	84698	86107
未分配利润	-50972	-56121	-58317	-60912
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	30331	27929	26561	25440
<b>负债及权益合计</b>	44224	43060	43559	42690

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	-13642	-14021	-16347	-22129
折旧和摊销	459	552	703	791
资产减值准备	8	3	1	-2
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	161	180	199	210
财务费用	1718	1493	1704	1824
投资损失	-64	-52	-103	-159
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	1196	3327	1275	1141
<b>经营活动产生现金流量</b>	-7800	-19286	-15131	-18455
<b>投资活动产生现金流量</b>	2415	7346	10924	15829
<b>融资活动产生现金流量</b>	2505	6536	7700	11151
现金净变动	-5764	-5404	3493	8525
现金的期初余额	25875	20133	14729	18222
现金的期末余额	20111	14729	18222	26747

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9566	14687	19159	25784
营业成本	1896	2361	3046	3689
税金及附加	79	89	103	126
销售费用	5997	7058	7835	8560
管理费用	2695	3185	3847	4519
研发费用	11152	13545	14887	16087
财务费用	1309	1820	2130	2513
其他收益	241	278	293	361
投资收益	64	52	36	187
公允价值变动收益	-161	-136	-67	-187
信用减值损失	1	2	2	2
资产减值损失	-8	-13	-6	-19
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	-13425	-13187	-12431	-9366
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	2	3	2
<b>利润总额</b>	-13427	-13921	-15820	-17021
所得税	215	239	271	294
<b>净利润</b>	-13642	-14160	-16091	-17315
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-13642	-14021	-16347	-22129
<b>EPS(元)</b>	-10.06	-10.34	-12.05	-16.32

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	26.1%	53.5%	30.4%	34.6%
营业利润增长率	-40.1%	1.8%	5.7%	24.7%
归母净利润增长率	-40.0%	-2.8%	-16.6%	-35.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	80.2%	83.9%	84.1%	85.7%
净利率	-142.6%	-96.4%	-84.0%	-67.2%
ROE	-45.0%	-50.2%	-61.5%	-87.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.4%	35.1%	39.0%	40.4%
流动比率	3.51	2.70	2.71	3.27
速动比率	3.32	2.51	2.51	3.06
<b>营运能力</b>				
资产周转率	19.2%	36.6%	51.0%	60.8%
应收账款周转率	446.4%	804.8%	697.6%	1006.1%
存货周转率	108.1%	117.9%	139.3%	154.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	-10.06	-10.34	-12.05	-16.32
每股经营现金	-5.75	-14.22	-11.16	-13.61
每股净资产	22.37	20.59	19.59	18.76
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	-8.9	-8.6	-7.4	-5.5
PB	4.0	4.3	4.6	4.8



## 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