

百济神州-U (688235)

2023年中报点评: 产品收入继续维持高增速, 核心产品海内外放量超预期

买入 (维持)

2023年08月03日

证券分析师 朱国广
执业证书: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

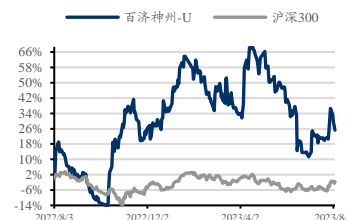
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	9,566	16,262	24,394	31,712
同比	26%	70%	50%	30%
归属母公司净利润 (百万元)	-13,642	-10,406	-9,785	-5,792
同比	-40%	24%	6%	41%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-10.05	-7.66	-7.21	-4.26
P/E (现价&最新股本摊薄)	-	-	-	-

关键词: #第二曲线

投资要点

- **事件:** 2023年上半年, 公司产品收入达到9.64亿美元 (同比+70%), 泽布替尼全球销售额5.19亿美元 (同比+123%), 其中美国销售达3.62亿美元 (同比+132%), 欧洲等其他地区销售额0.61亿美金 (同比+818%), 替雷利珠中国销售额达2.644亿美金 (同比+37%)。公司2023年Q2取得了强劲的业绩, 产品总收入达5.54亿美元 (同比+82%), 泽布替尼全球销售额达3.08亿美元 (同比+139%, 环比+46%), 其中美国销售达2.235亿美元 (同比+152.9%, 环比+61%), 主要得益于泽布替尼在CLL/SLL适应症的放量; 替雷利珠在中国的销售额为1.495亿美元 (同比+42.5%, 环比+30%), 主要得益于替雷利珠领先的市场份额及市场渗透率的持续提升。百济上半年净亏损7.295亿美元, 2022年同期为10.057亿美元, 亏损连续两个季度同比收窄, 产品收入增长超过了经营费用增长, 看到盈利信号。目前现金、现金等价物为35亿美金, 可支撑公司较长时间研发。
- **泽布替尼放量仍保持高速增长, 市场范围持续扩大:** 泽布替尼全球多中心头对头打败伊布替尼, 2023H1已获批跻身CLL/SLL一线用药, 成为CSCO/NCCN指南的双优推荐, CLL/SLL适应症将为百济BTK的海外销售带来持续高速增长。当前泽布替尼已在美国、中国、欧盟、英国等超过65个国家及市场获批, 百济的全球开布局现亮眼, 泽布替尼成为百济第一个超级重磅炸弹产品。
- **替雷利珠单抗适应症快速拓展, 渗透率持续扩大, 即将于海外市场获批:** 替雷利珠单抗目前已获批11项适应症, 数量成为国内第一, 五大一线获批, 其中医保纳入9项适应症, 为国内首位。国内1LHCC的sBLA正积极沟通, 预计将提交1L SCLC NDA; 美国2L ESCC的FDA查厂已经结束, 正在积极推进上市进程, 2L ESCC已获得EMA CHMP的积极意见, 替雷利珠有望实现欧美上市。替雷利珠单抗国内市场份额有望持续保持领先, 伴随美国等全球市场的持续打开, 替雷利珠单抗的未来销售收入将保持高增速, 天花板将进一步拉高。
- **创新研发管线积极推进:** BCL-2抑制剂BGB-11417、BTK CDAC BGB-16673有望与泽布替尼协同夯实血液瘤地位, 扩大市场份额; TIGIT、OX40、TIM3、HPK1等联用替雷利珠单抗, 打造多机制联合IO网络, 继续扩大实体瘤覆盖面和渗透率。百济引进多款创新ADC产品, 多款双抗产品也在推进中, 为百济带来更大的成长空间。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到核心产品销售额高速增长, 我们将公司2023至2025年营业收入由139.98、203.02、280.02亿元上调至162.62、243.94、317.12亿元。公司催化剂不断兑现, 海外市场进一步打开, 成长确定性较高, 当前市值有较大增长空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新药研发及审批进展不及预期, 药品销售不及预期, 产品竞争格局加剧, 政策的不确定性, 全球业务相关风险, 人才流失风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	122.69
一年最低/最高价	82.26/170.49
市净率(倍)	5.83
流通 A 股市值(百万元)	13,551.48
总市值(百万元)	168,367.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.06
资产负债率(% ,LF)	30.21
总股本(百万股)	1,372.30
流通 A 股(百万股)	110.45

相关研究

《百济神州-U(688235): 百创新药, 蛟龙出海浪滔滔》

2023-05-22

百济神州-U 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	36,174	28,472	24,738	28,534	营业总收入	9,566	16,262	24,394	31,712
货币资金及交易性金融资产	26,792	13,508	9,455	8,796	营业成本(含金融类)	1,896	2,927	4,147	5,074
经营性应收款项	2,517	7,037	6,249	10,145	税金及附加	79	130	195	254
存货	1,954	2,924	3,987	4,469	销售费用	5,997	8,944	11,709	12,685
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,695	2,602	2,927	3,171
其他流动资产	4,911	5,002	5,047	5,124	研发费用	11,152	13,010	15,856	16,807
非流动资产	8,050	8,762	8,368	7,874	财务费用	1,309	(538)	(94)	147
长期股权投资	192	192	192	192	加:其他收益	241	325	439	476
固定资产及使用权资产	3,927	4,488	3,994	3,450	投资净收益	64	81	122	159
在建工程	2,038	2,138	2,238	2,338	公允价值变动	(161)	0	0	0
无形资产	715	765	765	715	减值损失	(6)	0	0	0
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	166	166	166	166	营业利润	(13,425)	(10,406)	(9,785)	(5,792)
其他非流动资产	1,011	1,011	1,011	1,011	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	44,224	37,233	33,106	36,408	利润总额	(13,427)	(10,406)	(9,785)	(5,792)
流动负债	10,303	13,719	19,378	26,672	减:所得税	215	0	0	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,263	3,263	6,263	11,263	净利润	(13,642)	(10,406)	(9,785)	(5,792)
经营性应付款项	2,482	4,022	5,193	6,082	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,490	2,049	2,488	3,044	归属母公司净利润	(13,642)	(10,406)	(9,785)	(5,792)
其他流动负债	3,068	4,384	5,433	6,282	每股收益-最新股本摊薄(元)	(10.05)	(7.66)	(7.21)	(4.26)
非流动负债	3,590	3,590	3,590	3,590	EBIT	(12,018)	(11,026)	(10,002)	(5,803)
长期借款	1,444	1,444	1,444	1,444	EBITDA	(11,399)	(10,437)	(9,408)	(5,210)
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	80.18	82.00	83.00	84.00
租赁负债	239	239	239	239	归母净利率(%)	(142.60)	(63.99)	(40.11)	(18.26)
其他非流动负债	1,907	1,907	1,907	1,907	收入增长率(%)	26.06	69.99	50.01	30.00
负债合计	13,893	17,309	22,968	30,262	归母净利润增长率(%)	(39.95)	23.72	5.97	40.81
归属母公司股东权益	30,331	19,925	10,138	6,147					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	30,331	19,925	10,138	6,147					
负债和股东权益	44,224	37,233	33,106	36,408					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(7,800)	(12,000)	(6,862)	(7,287)	每股净资产(元)	22.44	14.67	7.47	4.53
投资活动现金流	2,415	(1,219)	(78)	59	最新发行在外股份(百万股)	1,358	1,358	1,358	1,358
筹资活动现金流	(448)	(66)	2,888	6,569	ROIC(%)	(30.37)	(36.66)	(46.57)	(31.22)
现金净增加额	(5,764)	(13,284)	(4,052)	(660)	ROE-摊薄(%)	(44.98)	(52.23)	(96.52)	(94.23)
折旧和摊销	620	589	594	594	资产负债率(%)	31.42	46.49	69.38	83.12
资本开支	(2,335)	(1,300)	(200)	(100)	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	-	-	-
营运资本变动	2,568	(2,167)	2,340	(2,162)	P/B (现价)	6.91	10.56	20.76	34.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>