

# 业绩符合预期，BTK 海外市场收入持续加速

## 百济神州-U (688235)

### 事件概述：

公司公告 2023 年半年报：2023 年半年度公司产品收入为 66.96 亿元，较上年同比上升 82.2%；2023 年半年度公司营业总收入 72.51 亿元，较上年同比上升 72.2%；2023 年半年度归属于母公司所有者的净亏损 52.19 亿元。报告期末，公司总资产 416.73 亿元，较期初减少 5.8%；归属于母公司的所有者权益 275.65 亿元，较期初减少 9.1%。

### 分析判断：

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）以及安进授权产品的销售增长。

#### ▶ 产品端 BTK 海外市场收入持续加速

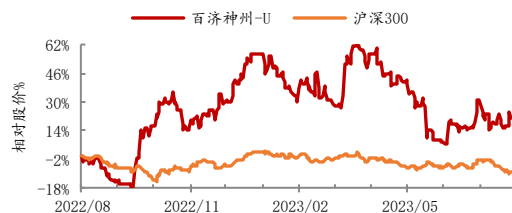
2023 年上半年，百悦泽®全球销售额总计 36.12 亿元，上年同期全球销售额总计 15.14 亿元。在美国，百悦泽®销售额总计 25.19 亿元，上年同期美国市场销售额总计 10.15 亿元，百悦泽®在美国销售的增长主要得益于在慢性淋巴细胞白血病（CLL）或小淋巴细胞淋巴瘤（SLL）成人患者适应症中的应用快速增加以及所有已获美国食品药品监督管理局（FDA）批准的适应症中的应用持续扩大。公司自主研发的 BTK 抑制剂百悦泽®已在包括美国、中国、欧洲、英国、加拿大、澳大利亚、瑞士、韩国在内的超过 65 个市场获批多项适应症，其在全球建立了广泛的临床开发布局，已在超过 29 个国家和地区入组受试者超过 5,000 人。在中国，百悦泽®销售额总计 6.69 亿元，上年同期中国市场销售额总计 4.55 亿元，公司继续巩固百悦泽®在中国 BTK 市场的领导地位。目前，百悦泽®用于治疗复发/难治性慢性淋巴细胞白血病（CLL）/小淋巴细胞淋巴瘤（SLL）、套细胞淋巴瘤（MCL）和华氏巨球蛋白血症（WM）三项适应症已纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（“国家医保目录”）。

#### ▶ 百泽安国内收入继续提升

2023 年上半年，百泽安®在中国的销售额总计 18.36 亿元，上年同期中国市场销售额总计 12.51 亿元。百泽安®市场渗透率和市场份额的提升主要得益于新适应症纳入医保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。目前，百泽安®已在中国获批十一项适应症，其中九项适应症已纳入国家医保目录。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	206.29
最新收盘价：	134.62
股票代码：	688235
52 周最高价/最低价：	170.49/82.26
总市值(亿)	1,847.39
自由流通市值(亿)	1,847.39
自由流通股数(百万)	1,372.30



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）2023 一季报点评：业绩超预期，全球市场快速放量

2023.05.05

### 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，维持前期盈利预测：我们预测公司 2023-2025 年营收为 152.5/225.4/308.9 亿元，采用自由现金流折现估值方法，公司估值为 2804 亿元，对应股价 206.29 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,589	9,566	15,254	22,538	30,889
YoY (%)	257.9%	26.1%	59.5%	47.7%	37.1%
归母净利润(百万元)	-9,748	-13,642	-10,224	-6,970	-4,055
YoY (%)	14.4%	-40.0%	25.1%	31.8%	41.8%
毛利率 (%)	86.0%	80.2%	80.0%	80.0%	80.0%
每股收益 (元)	-8.08	-10.18	-7.45	-5.08	-2.95
ROE	-24.4%	-45.0%	-50.8%	-53.0%	-44.6%
市盈率	-16.66	-13.22	-18.07	-26.51	-45.56

资料来源：wind, 华西证券研究所

表 1 百济神州财务预测及估值（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
EBIT	-12,018.26	-10,556.09	-7,257.23	-4,386.29	299.10	4,286.88	11,268.85	13,285.93	15,584.18	15,899.50	16,221.01
所得税税率	-1.60%	0.00%	0.00%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
息税前税后利润(NOPAT)	-12,210.78	-10,556.09	-7,257.23	-4,386.29	269.19	3,858.19	10,141.96	11,957.34	14,025.76	14,309.55	14,598.91
加：折旧与摊销	619.74	863.44	1,017.14	1,184.87	1,353.63	1,521.95	1,689.85	1,857.36	2,024.50	2,191.28	2,347.72
减：营运资金的增加	-7,827.53	-9,853.83	-9,526.28	-12,664.98	-9,559.47	-3,740.24	-6,378.19	-5,192.81	-3,045.61	-2,035.53	-1,895.44
减：资本性投资	-2,334.65	-4,400.00	-1,700.00	-2,000.00	-2,000.00	-2,000.00	-2,000.00	-2,000.00	-2,000.00	-2,000.00	-2,000.00
加：其他非现金调整	6.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司自由现金流量 FCFF	-1,422.57	4,561.17	4,986.20	11,463.56	13,182.28	11,120.38	20,210.00	21,007.52	21,095.87	20,536.36	20,842.07

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,566	15,254	22,538	30,889	净利润	-13,642	-10,224	-6,970	-4,055
YoY (%)	26.1%	59.5%	47.7%	37.1%	折旧和摊销	620	863	1,017	1,185
营业成本	1,896	3,051	4,508	6,178	营运资金变动	2,568	9,854	9,526	12,665
营业税金及附加	79	183	270	371	经营活动现金流	-7,800	463	3,529	9,734
销售费用	5,997	6,865	7,888	9,885	资本开支	-2,335	-4,400	-1,700	-2,000
管理费用	2,695	3,051	4,057	5,560	投资	4,649	0	0	0
财务费用	1,309	-302	-243	-270	投资活动现金流	2,415	-4,419	-1,705	-1,988
研发费用	11,152	12,966	13,523	13,900	股权募资	335	0	0	0
资产减值损失	-8	0	0	0	债务募资	-430	0	0	0
投资收益	64	31	45	62	筹资活动现金流	-448	0	0	0
营业利润	-13,425	-10,224	-6,970	-4,055	现金净流量	-5,764	-3,956	1,824	7,745
营业外收支	-2	0	0	0					
利润总额	-13,427	-10,224	-6,970	-4,055	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	215	0	0	0	<b>成长能力</b>				
净利润	-13,642	-10,224	-6,970	-4,055	营业收入增长率	26.1%	59.5%	47.7%	37.1%
归属于母公司净利润	-13,642	-10,224	-6,970	-4,055	净利润增长率	-40.0%	25.1%	31.8%	41.8%
YoY (%)	-40.0%	25.1%	31.8%	41.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	-10.18	-7.45	-5.08	-2.95	毛利率	80.2%	80.0%	80.0%	80.0%
					净利率	-142.6%	-67.0%	-30.9%	-13.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	-30.8%	-20.7%	-13.8%	-6.1%
货币资金	20,133	16,176	18,000	25,746	净资产收益率 ROE	-45.0%	-50.8%	-53.0%	-44.6%
预付款项	1,315	1,220	1,803	2,471	<b>偿债能力</b>				
存货	1,954	3,131	3,380	4,857	流动比率	3.51	1.47	1.13	0.99
其他流动资产	12,772	17,138	14,838	20,479	速动比率	<b>2.73</b>	<b>1.11</b>	<b>0.83</b>	<b>0.77</b>
流动资产合计	36,174	37,665	38,022	53,552	现金比率	1.95	0.63	0.53	0.48
长期股权投资	192	192	192	192	资产负债率	31.4%	59.2%	73.9%	86.4%
固定资产	3,555	6,824	7,144	7,601	<b>经营效率</b>				
无形资产	715	1,085	1,545	1,995	总资产周转率	0.19	0.33	0.45	0.53
非流动资产合计	8,050	11,637	12,370	13,235	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	44,224	49,302	50,392	66,787	每股收益	-10.18	-7.45	-5.08	-2.95
短期借款	2,203	2,203	2,203	2,203	每股净资产	22.44	14.65	9.57	6.62
应付账款及票据	2,482	11,077	8,957	18,501	每股经营现金流	-5.77	0.34	2.57	7.09
其他流动负债	5,618	12,325	22,504	33,410	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	10,303	25,605	33,664	54,113	<b>估值分析</b>				
长期借款	1,444	1,444	1,444	1,444	PE	-13.22	-18.07	-26.51	-45.56
其他长期负债	2,146	2,146	2,146	2,146	PB	5.90	9.19	14.06	20.34
非流动负债合计	3,590	3,590	3,590	3,590					
负债合计	13,893	29,195	37,254	57,703					
股本	1	1	1	1					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	30,331	20,107	13,138	9,083					
负债和股东权益合计	44,224	49,302	50,392	66,787					

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。