

百济神州

(688235.SH/06160.HK/BGNE.O)

与诺华再签重大协议，全球拓展更上层楼

核心观点：

- **诺华加入，助力 Ociperlimab 开拓国际市场。** 近日公司发布公告，全资子公司百济瑞士诺华制药签订一份《合作协议》，公司向诺华制药授予一项独家的、基于时间的选择权，以使诺华制药可以通过行使该选择权获得在美国等区域对公司的在 TIGIT 抑制剂 Ociperlimab 进行开发、生产和商业化的独家许可。诺华制药将向公司支付 3 亿美元的首付款；如诺华制药于限定期限内行使选择权，则公司有资格根据《合作协议》的约定获得 6 亿或 7 亿美元的额外付款，并在实现监管批准里程碑后，有资格获得最高 7.45 亿美元的付款；在实现销售里程碑后，有资格获得最高 11.5 亿美元的付款；且公司还有资格获得分级许可使用费。该协议是公司 与诺华继签订关于 PD-1 单抗抑制剂替雷利珠单抗合作协议之后又一重大产品合作协议。
- **抗 Tigit 单抗 Ociperlimab 有望锦上添花于 PD-1，百济全球进度领先。** Ociperlimab 是一种研发后期的 TIGIT 抑制剂，目前正在开展两项 III 期肺癌试验(AdvanTIG-302、AdvanTIG-301)，分别针对 PD-L1 高表达晚期 NSCLC 一线治疗和 III 期 NSCLC 同步免疫放化疗，目前在全球同类品种中进度领先；针对实体瘤领域的多项 II 期/ I 期研究也正在进行中。与诺华签订该协议后，有望凭借后者在全球肿瘤领域的研发和商业化能力，加快 Ociperlimab 的全球化开发和上市销售。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 21-23 年归母净亏损人民币 117、78、30 亿元；采用 risk-adjusted DCF 估值方法得到合理价值为 311.64 美元/ADS，对应 H 股 186.55 港元/股，A 股 152.84 元/股。维持美股和港股“买入”评级，给予 A 股“买入”评级。
- **风险提示。** Ociperlimab 研发推进不及预期，商业化不及预期。

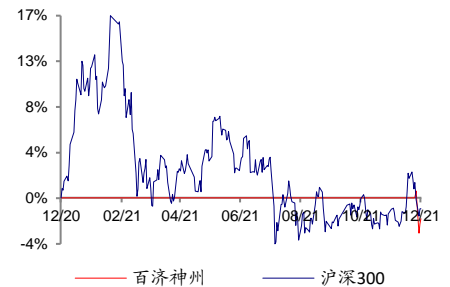
盈利预测：(汇率：人民币兑美元 6.3758，人民币兑港币 0.8193)

货币：人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,954	2,120	4,148	9,250	16,639
增长率(%)	125.5	-28.2	95.6	123.0	79.9
EBITDA(百万元)	-6,718	-11,192	-11,384	-7,500	-2,517
归母净利润(百万元)	-6,915	-11,384	-11,654	-7,827	-3,029
增长率(%)	-45.7	-64.6	-2.4	32.8	61.3
EPS(元/股)	-5.69	-9.37	-8.76	-5.88	-2.28
市盈率(x)	-	-	-	-	-
ROE(%)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA(x)	-	-	-	-	-

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	157.85 元/162.80 港元
合理价值	152.84 元/186.55 港元
前次评级	-买入
报告日期	2021-12-23

相对市场表现



分析师：李安飞



SAC 执证号：S0260520100005



021-38003669



lianfei@gf.com.cn

分析师：罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

请注意，李安飞并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

一、盈利预测与估值

(一)关于最新盈利预测中费用调整说明

本报告与上一篇报告，盈利预测中相关费用有所调整，涉及销售费用、管理费用和研发费用，销售费用率和管理费用率略有下调，因研发项目增多，尤其是全球研发项目增多，研发费用率上调较多。

(二)核心产品销售峰值预测

1.赞布替尼

赞布替尼胶囊在国内已获批三项适应症：成人华氏巨球蛋白血症(WM)、成人套细胞瘤(MCL)和成人慢性淋巴细胞白血病(CLL)/小淋巴细胞淋巴瘤(SLL)。同时，已经被纳入美国国家综合癌症网络(NCCN)肿瘤学临床实践指南(NCCN指南)，作为初治和复发/难治性(R/R)WM患者的1A类首选治疗方案。已陆续在智利、以色列和阿联酋上市，用于治疗既往至少接受过一种治疗的成年套细胞淋巴瘤(MCL)患者。随着临床逐步推进，赞布替尼将在全球获得更多的适应症。赞布替尼已在美国获批MCL适应症，目前零售均价14573.76美元/120粒(盒)，假设每年价格平均上涨2%。

表1：赞布替尼在美国WM适应症销售额预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新发病人数(人)	1,370	1,370	1,370	1,370	1,370	1,370	1,370	1,370	1,370	1,370
新发患者接受治疗比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
初治患者当中接受 BTK 抑制剂治疗的比例	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
zanubrutinib 的市占率	10%	25%	35%	35%	35%	35%	35%	34%	34%	33%
新发患者接受 zanubrutinib 治疗的人数(人)	27	68	96	96	96	96	95	93	92	90
累计接受 zanubrutinib1 线治疗人数(人)	0	25	84	162	232	295	352	402	445	483
现存病人数(人)	13,337	14,118	14,869	15,589	16,281	16,944	17,582	18,193	18,781	19,345
复发比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
复发人数(人)	4,001	4,236	4,461	4,677	4,884	5,083	5,274	5,458	5,634	5,803
复发患者接受治疗比例	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
复发患者当中接受 BTK 抑制剂治疗的比例	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
zanubrutinib 的市占率	10%	20%	25%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
新复发患者接受 zanubrutinib 治疗人数(人)	171	362	477	600	626	652	676	700	723	744
累计复发患者接受 zanubrutinib 治疗人数(人)	0	128	368	633	925	1,163	1,362	1,529	1,671	1,795
zanubrutinib 的年均费用(美元/年)	178,383	181,950	185,589	189,301	193,087	196,949	200,888	204,906	209,004	213,184
zanubrutinib 在 WM 适应症的销售额	35	106	190	282	363	435	499	558	613	664

(百万美元)

zanubrutinib 在 WM 适应症的风险调整	35	106	190	282	363	435	499	558	613	664
销售额(百万美元)										

数据来源: 美国癌症学会, 广发证券发展研究中心

表2: 赞布替尼在美国MCL适应症销售额预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新发病人数(人)	1,826	1,826	1,826	1,826	1,826	1,826	1,826	1,826	1,826	1,826
新发患者接受治疗比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
初治患者当中接受 BTK 抑制剂										
治疗的比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
zanubrutinib 的市占率	20%	25%	30%	35%	40%	40%	40%	39%	39%	38%
新发患者接受 zanubrutinib 治										
疗的人数(人)	77	96	115	134	153	153	152	150	148	146
累计接受 zanubrutinib1 线治疗										
人数(人)	0	65	137	214	296	382	454	513	561	561
zanubrutinib 的年均费用(美元/										
年)	181,950	185,589	189,301	193,087	196,949	200,888	204,906	209,004	213,184	213,184
zanubrutinib 在初治 MCL 适应										
症的销售额(百万美元)	14	30	48	67	89	107	124	138	151	151
现存病人数(人)	16,928	17,066	17,193	17,307	17,412	17,507	17,593	17,672	17,744	17,809
复发比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
复发人数(人)	5,078	5,120	5,158	5,192	5,224	5,252	5,278	5,302	5,323	5,343
复发患者接受治疗比例	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
复发患者当中接受 BTK 抑制剂										
治疗的比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
zanubrutinib 的市占率	6%	10%	15%	20%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
新复发患者接受 zanubrutinib										
治疗人数(人)	145	243	367	493	620	624	627	630	632	634
累计复发患者接受										
zanubrutinib 治疗人数(人)	36	90	167	267	380	500	562	594	612	622
zanubrutinib 的年均费用(美元/										
年)	178,383	181,950	185,589	189,301	193,087	196,949	200,888	204,906	209,004	213,184
zanubrutinib 在复发 MCL 适应										
症的销售额(百万美元)	32	61	99	144	193	221	239	251	260	268
假设 zanubrutinib1 线治疗 MCL										
获批概率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
zanubrutinib 在 MCL 适应症的										
风险调整销售额(百万美元)	32.21	74.64	129.05	191.64	260.46	309.90	346.01	374.39	398.04	418.60

数据来源: 美国癌症学会, 广发证券发展研究中心

表3: 赞布替尼在美国CLL/SLL适应症销售额预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新发病人数(人)	13,242	13,242	13,242	13,242	13,242	13,242	13,242	13,242	13,242	13,242
新发患者接受治疗比例		50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
初治患者当中接受 BTK 抑制剂治疗的比例		40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
zanubrutinib 的市占率		10%	15%	20%	25%	25%	25%	24%	24%	23%
新发患者接受 zanubrutinib 治疗的人数(人)		265	397	530	662	662	649	636	622	609
累计接受 zanubrutinib1 线治疗人数(人)		0	238	572	992	1,488	1,935	2,326	2,665	2,959
zanubrutinib 的年均费用(美元/年)		181,950	185,589	189,301	193,087	196,949	200,888	204,906	209,004	213,184
zanubrutinib 在初治 CLL/SLL 适应症的销售额(百万美元)		48	118	209	319	424	519	607	687	761
现存病人数(人)	127,749	135,351	142,650	149,656	156,382	162,839	169,037	174,988	180,701	186,185
复发比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
复发人数(人)	38,325	40,605	42,795	44,897	46,914	48,852	50,711	52,496	54,210	55,855
复发患者接受治疗比例	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
复发患者当中接受 BTK 抑制剂治疗的比例	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
zanubrutinib 的市占率	3%	12%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
新复发患者接受 zanubrutinib 治疗人数(人)	492	2,083	3,659	3,839	4,011	4,177	4,336	4,488	4,635	4,776
累计复发患者接受 zanubrutinib 治疗人数(人)	0	246	1,747	4,054	5,920	7,448	8,719	9,791	10,709	11,508
zanubrutinib 的年均费用(美元/年)	178,383	181,950	185,589	189,301	193,087	196,949	200,888	204,906	209,004	213,184
zanubrutinib 在复发 CLL/SLL 适应症的销售额(百万美元)	88	424	1,003	1,494	1,918	2,290	2,622	2,926	3,207	3,471
假设 zanubrutinib1 线治疗 CLL/SLL 获批概率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
zanubrutinib 在 CLL/SLL 适应症的风险调整销售额(百万美元)	88	472	1,121	1,703	2,237	2,713	3,142	3,533	3,894	4,232

数据来源: 美国癌症学会, 广发证券发展研究中心

表4: 赞布替尼在美国FL适应症销售额预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新发病人数(人)	7,991	7,991	7,991	7,991	7,991	7,991	7,991	7,991	7,991	7,991
现存病人数(人)	79,514	84,005	88,316	92,454	96,427	100,241	103,903	107,418	110,792	114,032
复发比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
复发人数(人)	23,854	25,201	26,495	27,736	28,928	30,072	31,171	32,225	33,238	34,209
复发患者接受治疗比例	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
复发患者当中接受 BTK 抑制剂治疗的比例	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

比例										
zanubrutinib 的市占率	0%	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
新复发患者接受 zanubrutinib 治疗人数 (人)	0	718	1,007	1,054	1,099	1,143	1,184	1,225	1,263	1,300
累计复发患者接受 zanubrutinib 治疗人数 (人)	0	0	359	683	868	984	1,063	1,124	1,174	1,219
zanubrutinib 的年均费用 (美元/年)	178,383	181,950	185,589	189,301	193,087	196,949	200,888	204,906	209,004	213,184
zanubrutinib 在复发 FL 适应症的销售 额 (百万美元)	0	131	254	329	380	419	452	481	509	537
假设 zanubrutinib 治疗复发 FL 的获 批 概率	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
zanubrutinib 在 FL 适应症的风险调整 销售额 (百万美元)	0	118	228	296	342	377	406	433	458	483

数据来源：美国癌症学会，广发证券发展研究中心

表5: 赞布替尼在美国MZL适应症销售额预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新发病人数 (人)	4,566	4,566	4,566	4,566	4,566	4,566	4,566	4,566	4,566	4,566
现存病人数 (人)	45,017	48,591	52,094	55,527	58,892	62,189	65,420	68,586	71,689	74,730
复发比例		30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
复发人数 (人)		14,577	15,628	16,658	17,668	18,657	19,626	20,576	21,507	22,419
复发患者接受治疗 比例		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
复发患者当中接受 BTK 抑制剂治疗的 比例		40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
zanubrutinib 的市占 率		10%	15%	20%	25%	25%	25%	24%	24%	23%
新复发患者接受 zanubrutinib 治疗人 数 (人)		554	891	1,266	1,678	1,772	1,827	1,877	1,921	1,959
累计复发患者接受 zanubrutinib 治疗人 数 (人)		0	277	584	925	1,302	1,537	1,682	1,779	1,850
zanubrutinib 的年均 费用 (美元/年)		181,950	185,589	189,301	193,087	196,949	200,888	204,906	209,004	213,184
zanubrutinib 在复发 MZL 适应症的销售 额 (百万美元)		101	217	350	503	605	676	729	773	812
假设 zanubrutinib2 线治疗 MZL 获批概 率		90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%

zanubrutinib 在 MZL

适应症的风险调整	91	195	315	452	545	608	656	696	731
销售额(百万美元)									

数据来源: 美国癌症学会, 广发证券发展研究中心

2. 替雷利珠单抗

替雷利珠单抗是公司研发的PD-1单抗抑制剂, 公司拥有国内市场开发和商业化权益, 欧美等市场权益公司已授予诺华。目前该产品在国内已获批cHL、非小细胞肺癌等多个适应症, 在研适应症预计2-3年陆续获批上市。2020年替雷利珠单抗通过谈判进入国家医保, 支付价格2180元/支(100mg)。

表6: 替雷利珠单抗国内主要适应症销售额预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
非小细胞肺癌										
肺癌发病人数(千人)	802	814	827	839	851	864	877	890	904	917
非小细胞肺癌发病人数(千人)	690	700	711	721	732	743	754	766	777	789
IIIb 期及 IV 期患者占 NSCLC 百分比	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%
IIIb 期及 IV 期新发患者人数(千人)	469	476	483	491	498	505	513	521	529	536
EGFR/ALK 阴性比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
IIIb 及 IV 期患者接受治疗比例	80%	81%	81%	82%	82%	82%	83%	83%	84%	84%
一线野生型 NSCLC 潜在用药患者(千人)	189	192	196	200	204	208	212	217	221	225
一线野生型 NSCLC 患者 PD-(L)1 渗透率	34.00%	38.00%	42.00%	46.00%	50.00%	52%	54%	56%	57%	58%
一线野生型 NSCLC 患者 PD-(L)1 用药时长(月)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
I-IIIa 期患者占 NSCLC 百分比	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
I-IIIa 期经治疗后复发的比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
复发患者接受治疗比例	80%	81%	81%	82%	82%	82%	83%	83%	84%	84%
EGFR/ALK 阴性比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
二线野生型 NSCLC 潜在用药患者(千人)	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53
二线野生型 NSCLC 患者 PD-(L)1 渗透率	37.00%	39.00%	41.00%	43.00%	45.00%	47.00%	46%	45%	44%	43%
二线野生型 NSCLC 患者 PD-(L)1 用药时长(月)	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
二线 EGFR/ALK 阳性 NSCLC 潜在用药患者(千人)	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53
二线 EGFR/ALK 阳性 NSCLC 患者 PD-(L)1 渗透率	37.00%	39.00%	41.00%	43.00%	45.00%	50.00%	49%	48%	47%	46%
二线 EGFR/ALK 阳性 NSCLC 患者 PD-(L)-1 用药时长(月)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
替雷利珠单抗在 PD-(L)1 非小细胞肺癌的市场份额	10%	11%	13%	14%	15%	20%	20%	19%	19%	18%
替雷利珠单抗人均治疗费用(元/月)	8,720	8,458	8,205	7,959	7,720	7,488	7,264	6,900	6,555	6,228
替雷利珠单抗在非小细胞肺癌的风险调整后销售额(百万元)	506	609	781	905	1,036	1,429	1,418	1,377	1,314	1,254
肝细胞癌										
肝癌发病数(千人)	466.1	466.1	466.1	466.1	466.1	466.1	466.1	466.1	466.1	466.1

肝细胞癌占肝癌比例	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
III-IV 期患者占比	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
PD-(L)1 在晚期肝癌患者的渗透率	12.00%	14.00%	16.00%	18.00%	20.00%	21.00%	22%	22%	23%	23%
人均用药时长(月)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
替雷利珠单抗在 PD-(L)1 肝细胞癌的市场份额	11%	13%	15%	17%	19%	20%	20%	19%	19%	18%
替雷利珠单抗人均治疗费用(元/月)	8,720	8,458	8,205	7,959	7,720	7,488	7,264	6,900	6,555	6,228
假设替雷利珠单抗在肝细胞癌的获批概率	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
替雷利珠单抗在肝细胞癌的风险调整后销售额(百万元)	107	143	183	226	273	292	283	268	254	240
胃癌										
胃癌发病数(千人)	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1
III-IV 期患者占比	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
HER2 阳性患者占比	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
PD-(L)1 在 HER2 阴性晚期胃癌患者的渗透率	17.00%	19.00%	21.00%	23.00%	25.00%	30.00%	35%	40%	41%	41%
替雷利珠单抗在 PD-(L)1 胃癌的市场份额	15%	13%	15%	17%	19%	20%	20%	19%	19%	18%
人均用药时长(月)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
替雷利珠单抗人均治疗费用(元/月)	8,720	8,458	8,205	7,959	7,720	7,488	7,264	6,900	6,555	6,228
假设替雷利珠单抗在胃癌的获批概率	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
替雷利珠单抗在胃癌的风险调整后销售额(百万元)	572	537	665	800	943	1,156	1,275	1,349	1,263	1,182
食管癌										
食管癌发病数(千人)	477.9	477.9	477.9	477.9	477.9	477.9	477.9	477.9	477.9	477.9
III-IV 期患者占比	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
食管鳞癌占比	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
PD-(L)1 在晚期食管鳞癌患者渗透率	17.00%	19.00%	21.00%	23.00%	25.00%	30.00%	35%	40%	41%	41%
替雷利珠单抗在 PD-(L)1 食管鳞癌的市场份额	12%	13%	15%	17%	19%	20%	20%	19%	19%	18%
人均用药时长(月)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
替雷利珠单抗人均治疗费用(元/月)	8,720	8,458	8,205	7,959	7,720	7,488	7,264	6,900	6,555	6,228
假设替雷利珠单抗在食管癌的获批概率	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
替雷利珠单抗在食管鳞癌的风险调整后销售额(百万元)	487	572	708	852	1,004	1,230	1,357	1,436	1,345	1,258
替雷利珠单抗整体税后销售收入(百万元)	1,686	1,883	2,366	2,823	3,307	4,179	4,439	4,531	4,275	4,030
替雷利珠单抗整体税后销售收入(百万美元)	260	291	365	436	510	645	685	699	660	622

数据来源: GCO, 广发证券发展研究中心

3. 帕米帕利

帕米帕利是公司自主研发PARP抑制剂，已在国内上市，用于既往经过二线及以上化疗的伴有胚系BRCA(gBRCA)突变的复发性晚期卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌患者的治疗。已进入国家医保的同类药物奥拉帕利目前定价大约5700元/盒(150mg, 56粒)。假设帕米帕利2021年医保谈判进入国家医保，月用药费用10200元。

表7: 帕米帕利国内市场销售额预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
卵巢癌										
卵巢癌发病人数(千人)	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1
卵巢癌的 BRCA 突变比例	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
BRCA 阳性卵巢癌一线使用 PARP 抑制剂维持治疗的渗透率	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	41%	42%	43%
BRCA 阳性卵巢癌一线使用 PARP 抑制剂维持治疗的用药时长(月)	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
复发比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
铂敏感患者比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
复发铂敏感卵巢癌患者使用 PARP 抑制剂维持治疗的渗透率	10%	15%	20%	25%	30%	40%	40%	41%	42%	43%
复发铂敏感卵巢癌使用 PARP 抑制剂维持治疗的用药时长(月)	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
Pamiparib 在卵巢癌的市场份额	15%	18%	21%	24%	24%	23%	23%	22%	22%	21%
Pamiparib 的人均治疗费用(元/月)	12,000	10,200	9,690	9,206	8,745	8,308	7,893	7,498	7,123	6,767
Pamiparib 在卵巢癌的风险调整后销售额(百万元)	155	237	350	475	530	593	611	582	553	525
乳腺癌										
乳腺癌发病数(千人)	272.4	272.4	272.4	272.4	272.4	272.4	272.4	272.4	272.4	272.4
三阴性乳腺癌占比	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
BRCA 突变阳性在三阴性乳腺癌患者占比	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
PARP 抑制剂在 BRCA 阳性三阴性乳腺癌的渗透率	25%	27%	29%	31%	33%	35%	36%	37%	37%	38%
HR+/HER2-乳腺癌占比	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
BRCA 突变阳性在 HR+/HER2-乳腺癌患者占比	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
PARP 抑制剂在 BRCA 阳性 HR+/HER2-乳腺癌的渗透率	15%	17%	19%	21%	23%	25%	26%	27%	27%	28%
人均用药时长(月)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
Pamiparib 在乳腺癌的市场份额	30%	33%	36%	39%	39%	38%	38%	37%	37%	36%
Pamiparib 的人均治疗费用(元/月)	12,000	10,200	9,690	9,206	8,745	8,308	7,893	7,498	7,123	6,767
假设 pamiparib 在乳腺癌的获批概率	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Pamiparib 在乳腺癌的风险调整后销售额(百万元)	81	83	94	105	106	107	104	99	94	89
胃癌										

胃癌发病数(千人)	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1	679.1
III-IV 期患者占比	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
PARP 抑制剂晚期胃癌患者的渗透率	1%	2%	3%	4%	5%	5%	6%	6%	7%	7%
Pamiparib 在胃癌的市场份额	50%	47%	44%	41%	41%	40%	40%	39%	39%	38%
人均用药时长(月)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Pamiparib 的人均治疗费用(元/月)	12,000	10,200	9,690	9,206	8,745	8,308	7,893	7,498	7,123	6,767
假设 pamiparib 在胃癌的获批概率	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Pamiparib 在胃癌的风险调整后销售额(百万元)	127	202	270	319	336	351	362	370	376	380
胶质母细胞瘤										
脑癌发病数(千人)	101.6	101.6	101.6	101.6	101.6	101.6	101.6	101.6	101.6	101.6
胶质母细胞瘤占比	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
PARP 抑制剂在胶质母细胞瘤患者的渗透率	10%	11%	12%	13%	14%	14%	15%	15%	16%	16%
Pamiparib 在胶质母细胞瘤的市场份额	40%	43%	46%	49%	49%	48%	48%	47%	47%	46%
人均用药时长(月)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Pamiparib 的人均治疗费用(元/月)	12,000	10,200	9,690	9,206	8,745	8,308	7,893	7,498	7,123	6,767
假设 pamiparib 在胶质母细胞瘤的获批概率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Pamiparib 在胶质母细胞瘤的风险调整后销售额(百万元)	104	104	116	127	124	121	117	114	111	108
Pamiparib 风险调整的销售收入(百万元)	466	626	830	1,025	1,096	1,171	1,194	1,165	1,134	1,102
Pamiparib 风险调整的销售收入(百万美元)	70	94	124	153	164	175	178	174	169	165

数据来源: GCO, 广发证券发展研究中心

(三) risk-adjusted DCF 估值

我们采取risk-adjusted DCF的方法对公司进行估值,也就是将核心在研品种未来的现金流乘以风险系数(获批概率),再进行折现。我们假设8.5%的WACC,3%的永续增长率(terminal growth rate)。计算WACC的核心假设如下表所示。

表8: 计算公司 WACC 的核心假设

WACC	WACC	8.5%
股权成本	Cost of Equity	10.0%
债权成本	Cost of Debt	3.00%
股权 β	Equity Beta	1.00
无风险收益率	Risk Free Rate	3.00%
市场风险溢价	Market Risk Premium	7.00%
目标资产负债率	Target Debt to Asset ratio	20.00%
企业所得税率	Effective Corporate Tax Rate	12.00%

数据来源: Clinicaltrials.gov、广发证券发展研究中心

公司目前商业化品种包括合作产品(国内市场),3个自研产品全球主要国家或区域上市,且部分适应症仍在临床研究阶段,以及多个早期临床阶段的品种。我们对于3个上市产品以及期在研适应症分别假设了成功概率,范围在80-95%。成功概率假设的考虑因素包括:在研品种已经披露的临床试验数据、同类竞争品种已经披露的临床试验数据、该适应症的临床阶段等。

表9: 公司的自由现金流测算

自由现金流(美元, 百万)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
赞布替尼胶囊	165	879	1,896	2,838	3,727	4,473	5,113	5,676	6,187	6,658	7,101	7,521	7,924
替雷利珠单抗	264	295	371	443	519	656	696	711	671	632	595	560	524
Pamiparib	70	94	124	153	164	175	178	174	169	165	160	155	150
合作产品	156	187	225	270	323	388	466	559	643	720	806	903	1,011
技术授权和研发服务收入													
风险校正总收入	655	1,456	2,616	3,704	4,733	5,692	6,453	7,120	7,669	8,175	8,662	9,139	9,609
EBIT 利润率	-280.0%	-84.8%	-17.8%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%	36.0%	37.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
EBIT	(1,833)	(1,235)	(464)	741	1,183	1,707	2,259	2,563	2,838	3,106	3,292	3,473	3,652
替雷利珠单抗收入分成			0	53	65	86	125	135	148	150	160	170	180
所得税税率	0%	0%	0%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
EBIT*(1-企业所得税率)	(1,833)	(1,235)	(464)	699	1,098	1,578	2,098	2,374	2,627	2,866	3,037	3,206	3,372
+ 折旧及摊销	48	58	70	68	66	65	63	61	60	58	57	55	54
- 经营现金流增加	262	(70)	(76)	180	185	189	194	199	204	209	214	219	225
- 资本开支	220	235	251	243	236	229	222	215	205	194	185	176	167
+ 其他非现金调整													
自由现金流	(2,267)	(1,341)	(570)	343	744	1,225	1,744	2,022	2,279	2,521	2,696	2,866	3,034

数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

我们采用risk-adjusted DCF估值方法得到公司合理价值为311.64美元/ADS, 对应H股186.55港元/股, 对应A股152.84元/股。

我们看好公司全球化的创新药研发体系和优质的研发管线, 优秀的管理团队以及全球的临床、商业化布局。维持美股和港股“买入”评级, 给予A股“买入”评级。

表10: Risk-adjusted DCF 估值

WACC	8.5%
终端增长率	3.00%
终值(百万美元)	22,981
风险调整现值(百万美元)	30968.52
净负债(百万美元)	(924)
少数股东权益(百万美元)	(5)
归属股东的风险调整净现值(百万美元)	31,897
发行股数(股)	1,330,592,598
归属股东的每股风险调整净现值(in US\$)	311.64
归属股东的每股风险调整净现值(in HK\$)	186.55
归属股东的每股风险调整净现值(in CNY)	152.84

数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

表11: Risk-adjusted DCF 估值的敏感性分析

敏感性分析(美元/ADS)		Terminal growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	7.5%	341	366	398	437	488
	8.0%	305	326	350	380	418
	8.5%	275	292	312	335	364
	9.0%	250	264	279	298	321
	9.5%	228	239	252	267	285

数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

二、风险提示

(一)产品上市后商业化表现不及预期

公司产品已开始陆续在全球上市，中国大陆市场存在医保谈判药品价格下降幅度过大的风险以及谈判失败风险，影响相应产品在大陆市场放量；海外市场，全球疫情影响医疗机构正常诊疗，可能影响相应产品的销售推广。

(二)在研产品以及研发项目推进不及预期

公司在研产品及项目较多，且在研项目分布全球，外部新冠疫情等因素影响下，项目顺利推进可能受到影响；此外，新药临床开发以及全球注册存在一定风险。

资产负债表

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,178	32,336	41,054	33,186	30,012
货币资金	3,844	6,337	15,780	6,764	2,552
应收及预付	1,007	1,122	811	1,638	2,375
存货	199	583	135	372	551
其他流动资产	3,128	24,294	24,328	24,412	24,534
非流动资产	3,047	4,225	5,349	6,507	7,693
长期股权投资	0	145	145	145	145
固定资产	1,409	1,627	2,026	2,411	2,785
在建工程	146	560	816	1,118	1,461
无形资产	352	348	788	1,228	1,668
其他长期资产	1,140	1,545	1,575	1,605	1,635
资产总计	11,225	36,561	46,403	39,693	37,706
流动负债	2,162	7,013	4,615	5,212	5,734
短期借款	0	2,102	2,000	1,000	0
应付及预收	1,010	2,129	616	1,407	2,005
其他流动负债	1,152	2,782	1,999	2,806	3,729
非流动负债	2,180	4,212	4,712	5,212	5,712
长期借款	581	1,200	1,700	2,200	2,700
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,599	3,013	3,013	3,013	3,013
负债合计	4,342	11,225	9,327	10,425	11,446
股本	1	1	1,331	1,331	1,331
资本公积	22,497	54,057	76,101	76,101	76,101
留存收益	-16,199	-27,583	-39,217	-47,024	-50,033
归属母公司股东权益	6,773	25,336	37,076	29,269	26,260
少数股东权益	109	0	0	0	0
负债和股东权益	11,225	36,561	46,403	39,693	37,706

现金流量表

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-5,546	-5,180	-12,784	-6,875	-1,991
净利润	-6,928	-11,407	-11,654	-7,827	-3,029
折旧摊销	213	349	306	372	444
营运资金变动	1,201	6,211	-1,621	399	433
其它	-33	-332	185	181	161
投资活动现金流	5,085	-21,856	-1,430	-1,530	-1,630
资本支出	-618	-992	-1,400	-1,500	-1,600
投资变动	5,594	-20,964	0	0	0
其他	109	100	-30	-30	-30
筹资活动现金流	587	31,370	23,657	-611	-591
银行借款	470	2,935	398	-500	-500
股权融资	352	30,022	23,374	0	0
其他	-235	-1,587	-115	-111	-91
现金净增加额	152	4,244	9,444	-9,016	-4,212
期初现金余额	3,805	3,957	6,337	15,780	6,764
期末现金余额	3,957	8,201	15,780	6,764	2,552

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	125.5%	-28.2%	95.6%	123.0%	79.9%
营业利润增长	-42.0%	-66.6%	-3.6%	32.8%	61.3%
归母净利润增长	-45.7%	-64.6%	-2.4%	32.8%	61.3%
获利能力					
毛利率	83.4%	77.7%	83.4%	77.7%	89.2%
净利率	-234.5%	-538.0%	-281.0%	-84.6%	-18.2%
ROE	-102.1%	-44.9%	-31.4%	-26.7%	-11.5%
ROIC	-91.1%	-39.2%	-27.8%	-23.4%	-9.8%
偿债能力					
资产负债率	38.7%	30.7%	20.1%	26.3%	30.4%
净负债比率	63.1%	44.3%	25.2%	35.6%	43.6%
流动比率	3.78	4.61	8.90	6.37	5.23
速动比率	3.45	4.42	8.72	6.06	4.88
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.06	0.09	0.23	0.44
应收账款周转率	5.97	5.38	60.83	45.63	36.50
存货周转率	14.83	3.64	30.79	24.86	30.18
每股指标 (元)					
每股收益	-5.69	-9.37	-8.76	-5.88	-2.28
每股经营现金流	-5	-4	-10	-5	-1
每股净资产	5.57	20.84	27.86	22.00	19.74
估值比率					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

利润表

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,954	2,120	4,148	9,250	16,639
营业成本	491	474	449	1,027	1,463
营业税金及附加	9	39	41	92	166
销售费用	1,359	2,618	3,111	3,330	3,827
管理费用	1,365	1,545	1,866	2,035	2,496
研发费用	6,588	8,943	10,369	10,637	11,647
财务费用	103	94	-106	-114	-2
资产减值损失	0	-12	-70	-70	-70
公允价值变动收益	0	86	0	0	0
投资净收益	146	201	0	0	0
营业利润	-6,752	-11,247	-11,654	-7,827	-3,029
营业外收支	-1	-2	0	0	0
利润总额	-6,753	-11,249	-11,654	-7,827	-3,029
所得税	176	158	0	0	0
净利润	-6,928	-11,407	-11,654	-7,827	-3,029
少数股东损益	-14	-23	0	0	0
归属母公司净利润	-6,915	-11,384	-11,654	-7,827	-3,029
EBITDA	-6,718	-11,192	-11,384	-7,500	-2,517
EPS (元)	-5.69	-9.37	-8.76	-5.88	-2.28

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 朱新彦：高级研究员，毕业于香港中文大学硕士，本科毕业于武汉大学，2021年3月加入广发证券。
- 肖鸿德：高级研究员，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。
- 李桢桐：硕士，毕业于复旦大学，2021年2月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。