

## 创新品种国内外快速放量，自研+合作双轮驱动

### 投资要点

● 事件: 公司发布 2021 年报和 2022 一季度主要财务数据, 2021 年实现收入 75.9 亿元(+257.9%), 实现归母净利润-97.5 亿元, 扣非净利润-99.7 亿元, 亏损有所下降。2022 一季度实现收入 19.5 亿元(-50.4%), 其中产品收入 16.6 亿元(+141.4%), 实现归母净利润-28.7 亿元。

● PD-1 收入稳健增长, 多项适应症国内外申报快速推进。百泽安 (替雷利珠单抗注射液) 2021 年中国销售额总计 16.47 亿元(+47.3%), 2022Q1 销售额总计为 5.57 亿元(+75.7%)。百泽安新增一线治疗非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)、一线治疗鳞状 NSCLC 和二线或三线治疗肝细胞癌 (HCC) 三项适应症获纳入 2021 国家医保目录。百泽安后续适应症的申报上市也在顺利推进中:

1) 国内: 晚期非鳞状 NSCLC 一线治疗、联合两项化疗方案用于治疗一线晚期鳞状 NSCLC、既往接受过一线标准化疗后进展或不可耐受的局部晚期或转移性食管鳞状细胞癌 (ESCC) 获批; 至少经过一种全身治疗的 HCC、不可切除或转移性微卫星高度不稳定型 (MSI-H) 或错配修复基因缺陷型 (dMMR) 的成人晚期实体瘤获得附条件批准; 接受铂类化疗后出现疾病进展的二或三线局部晚期或转移性 NSCLC、联合化疗用于复发或转移性鼻咽癌 (NPC) 一线治疗获 NMPA 受理。

2) 国外: WM 获得 FDA 批准; 既往接受过至少一种抗 CD20 疗法的边缘区淋巴瘤 (MZL) 成人适应症获加拿大批准。既往经系统治疗后不可切除、复发性局部晚期或转移性 ESCC; 既往接受过全身化疗的晚期或转移性 ESCC, 以及 NSCLC 适应症的上市申请已获欧洲受理。

● BTK 抑制剂国内外快速放量, 多项适应症国内外申报快速推进。BTK 抑制剂百悦泽 (泽布替尼胶囊) 2021 年全球销售额总计 14.06 亿元(+391.6%), 其中美国市场为 7.46 亿元; 2022Q1 销售额总计为 6.63 亿元(+363.6%), 其中美国市场为 4.31 亿元(+553%)。百悦泽国内获批三项适应症均已获纳入国家医保目录。百悦泽后续适应症的申报上市也在顺利推进中:

1) 国内: 成年华氏巨球蛋白血症 (WM) 新增适应症获批; 成人慢性淋巴细胞白血病 (CLL) 或小淋巴细胞淋巴瘤 (SLL) 上市申请已获 NMPA 受理;

2) 国外: 成年 WM 在欧盟、以色列和瑞士等国获批上市; 治疗既往接受过至少一种抗 CD20 疗法的 MZL 在加拿大获批上市、获 FDA 受理; 既往接受过至少一种治疗的成人套细胞淋巴瘤 (MCL) 在沙特、俄罗斯、澳大利亚等国获批上市; CLL/SLL 上市申请已获 FDA 受理; CLL 和 MZL 上市申请已获欧洲受理; 成年 WM 上市申请获英国受理。

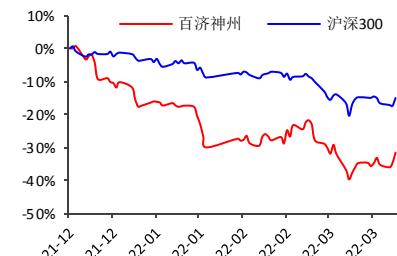
● License out 2021 年贡献 35 亿元收入。2021 年授权合作收入为 34.99 亿元, 主要来自于诺华支付的百泽安的 6.5 亿美元合作预付款和 BTK 抑制剂的 3 亿美元合作预付款。2021 年主要 license in/out 合作如下:

1) 百泽安: 授权诺华在北美、日本、欧盟及其他六个欧洲国家开发和商业化抗

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	13.3
流通 A 股(亿股)	0.8
52 周内股价区间(元)	82-176.96
总市值(亿元)	1181
总资产(亿元)	551.8
每股净资产(元)	29.9

### 相关研究

1. 百济神州 (688235): 自研+合作双轮驱动的全球化创新企业 (2021-12-14)

PD-1 抗体百泽安，公司获得 6.5 亿美元预付款并有资格获得至多 15.5 亿美元的潜在注册和销售里程碑付款等。



**2) 在研 TIGIT 抑制剂：**诺华可以选择获得公司在研 TIGIT 抑制剂在北美、日本、欧盟及其他六个欧洲国家进行开发、生产和商业化的独家许可。公司从诺华获得 3 亿美元的现金预付款，如诺华行使选择权，公司有资格获得至多 7.45 亿美元的药政里程碑付款、11.5 亿美元的销售里程碑付款等，还有权在中国推广诺华 5 款已获批且已纳入国家医保的抗肿瘤药物(已于 2022 年 3 月开始商业化)。

**3) 维立志博 LBL-007：**公司获得维立志博靶向 LAG-3 抗体 LBL-007 的全球研究、开发和生产许可，以及在中国境外的独家商业化权利。公司支付维立志博预付款，并需在授权药物达成临床开发、监管批准和商业化后支付额外的里程碑付款和特许权使用费。

- 持续加大研发投入，加速推进多元创新的庞大管线。**公司持续加大研发投入，2021 年研发费用为 95.38 亿元(+6.66%)。公司已成功将 12 款临床前药物推进到临床阶段，仍有临床前研究项目超过 50 个，其中约一半有潜力成为同类首创或同类最佳项目。公司目前有 90 多项正在进行或已计划的临床试验，其中超过 30 项关键性或潜在注册可用临床试验。2021 年新上市自主研发产品百汇泽(帕米帕利胶囊)，治疗既往接受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。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 -5.22 元、-2.78 元、-0.94 元。考虑到百悦泽、百泽安和新产品百汇泽的快速放量，众多新增适应症处于申报或后期临床，后续在研管线储备充足，建议投资者积极关注。
- 风险提示：**创新药研发、上市、商业化不达预期；药品降价风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7588.96	9856.50	14199.76	19757.85
增长率	257.94%	29.88%	44.06%	39.14%
归属母公司净利润 (百万元)	-9747.67	-6969.54	-3717.53	-1259.01
增长率	14.37%	28.50%	46.66%	66.13%
每股收益 EPS (元)	-7.30	-5.22	-2.78	-0.94
净资产收益率 ROE	-24.41%	-18.44%	-10.48%	-3.60%
PE	-	-	-	-
PB	3.07	3.24	3.45	3.50

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7588.96	9856.50	14199.76	19757.85	净利润	-9747.67	-6969.54	-3717.53	-1259.01
营业成本	1061.30	1728.56	2439.74	3733.38	折旧与摊销	316.55	244.10	280.66	297.83
营业税金及附加	54.44	100.35	149.44	194.64	财务费用	204.46	60.00	100.00	120.00
销售费用	4451.52	4336.86	4543.92	5137.04	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	2080.51	1872.73	1987.97	2469.73	经营营运资本变动	6489.68	-3958.12	-4210.33	907.70
财务费用	204.46	60.00	100.00	120.00	其他	-5547.76	-218.81	-221.86	-222.62
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	-8284.75	-10842.37	-7769.05	-156.11
投资收益	32.28	160.00	160.00	160.00	资本支出	-1801.36	-273.84	-273.84	-273.84
公允价值变动损益	60.55	58.81	63.86	61.62	其他	4934.09	218.81	223.86	221.62
其他经营损益	0.00	500.00	500.00	500.00	投资活动现金流量净额	3132.73	-55.03	-49.98	-52.22
<b>营业利润</b>	<b>-9579.51</b>	<b>-6886.86</b>	<b>-3669.30</b>	<b>-1251.83</b>	短期借款	520.21	-2621.90	0.00	0.00
其他非经营损益	0.02	39.19	14.24	14.35	长期借款	89.89	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-9579.49</b>	<b>-6847.67</b>	<b>-3655.05</b>	<b>-1237.47</b>	股权融资	24754.78	0.00	0.00	0.00
所得税	168.19	121.86	62.48	21.54	支付股利	0.00	1949.53	1393.91	743.51
<b>净利润</b>	<b>-9747.67</b>	<b>-6969.54</b>	<b>-3717.53</b>	<b>-1259.01</b>	其他	-2497.67	467.22	-100.00	-120.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流量净额	22867.21	-205.14	1293.91	623.51
归属母公司股东净利润	-9747.67	-6969.54	-3717.53	-1259.01	<b>现金流量净额</b>	17673.78	-11102.54	-6525.13	415.18
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>					
货币资金	25189.67	15421.42	8896.29	9311.47	<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
应收和预付款项	4389.76	5235.40	7654.43	11294.19	<b>成长能力</b>				
存货	1546.53	2518.87	3553.21	5439.31	销售收入增长率	257.94%	29.88%	44.06%	39.14%
其他流动资产	17414.72	22710.41	27571.33	27696.96	营业利润增长率	14.82%	28.11%	46.72%	65.88%
长期股权投资	146.32	146.32	146.32	146.32	净利润增长率	14.55%	28.50%	46.66%	66.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.98%	27.33%	50.04%	74.64%
固定资产和在建工程	3582.51	3697.36	3775.65	3836.76	<b>获利能力</b>				
无形资产和开发支出	666.86	595.30	523.75	452.19	毛利率	86.02%	82.46%	82.82%	81.10%
其他非流动资产	2248.34	2234.79	2221.25	2207.70	三费率	88.77%	63.61%	46.70%	39.11%
<b>资产总计</b>	<b>55184.71</b>	<b>52559.87</b>	<b>54342.23</b>	<b>60384.90</b>	净利润率	-128.45%	-70.71%	-26.18%	-6.37%
短期借款	2621.90	0.00	0.00	0.00	ROE	-24.41%	-18.44%	-10.48%	-3.60%
应付和预收款项	3856.29	7690.13	10965.43	16012.61	ROA	-17.66%	-13.26%	-6.84%	-2.08%
长期借款	1289.78	1289.78	1289.78	1289.78	ROIC	-51.14%	-38.01%	-15.98%	-4.63%
其他负债	7490.98	5783.67	6614.36	8125.36	EBITDA/销售收入	-119.36%	-66.79%	-23.16%	-4.22%
<b>负债合计</b>	<b>15258.94</b>	<b>14763.58</b>	<b>18869.57</b>	<b>25427.75</b>	<b>营运能力</b>				
股本	1335.18	1335.18	1335.18	1335.18	总资产周转率	0.17	0.18	0.27	0.34
资本公积	78811.47	78811.47	78811.47	78811.47	固定资产周转率	3.78	3.40	4.02	5.32
留存收益	-37330.37	-42350.37	-44673.99	-45189.50	应收账款周转率	4.37	3.30	3.88	3.66
归属母公司股东权益	39925.77	37796.28	35472.66	34957.15	存货周转率	1.00	0.85	0.80	0.83
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.82%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>39925.77</b>	<b>37796.28</b>	<b>35472.66</b>	<b>34957.15</b>	<b>资本结构</b>				
负债和股东权益合计	55184.71	52559.87	54342.23	60384.90	资产负债率	27.65%	28.09%	34.72%	42.11%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	带息债务/总负债	25.64%	8.74%	6.84%	5.07%
EBITDA	-9058.50	-6582.77	-3288.64	-834.00	流动比率	4.76	4.73	3.45	2.64
PE	—	—	—	—	速动比率	4.61	4.47	3.19	2.37
PB	3.07	3.24	3.45	3.50	股利支付率	0.00%	27.97%	37.50%	59.05%
PS	16.13	12.42	8.62	6.19	<b>每股指标</b>				
EV/EBITDA	-10.82	-15.82	-33.65	-132.19	每股收益	-7.30	-5.22	-2.78	-0.94
股息率	0.00%	—	—	—	每股净资产	29.90	28.31	26.57	26.18

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

### 行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn