

自研+合作加速业绩兑现，出海逻辑验证值得期待

投资要点

- 事件：**公司发布2022Q2美股、港股财报及A股半年度主要财务数据，公司2022年上半年实现收入42.1亿元(-13.9%)，其中产品收入36.8亿元(+132.2%)；实现归母净利润-66.6亿元，扣非净利润-66.8亿元。
- 医保助力PD-1渗透率稳健提升，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）2022年上半年中国销售额总计12.5亿元(+56.4%)，百泽安新增治疗复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤（R/R cHL）、二线治疗尿路上皮癌（UC）、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）五项适应症获纳入国家医保药品目录。百泽安后续适应症申报上市也在顺利推进中：
 - 国内：**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）的晚期实体瘤、二线治疗食管鳞状细胞癌（ESCC）和联合化疗一线治疗复发或转移性鼻咽癌（NPC）等三项新增适应症于2022H1获批；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于2021年12月获批；一线治疗肿瘤表达PD-L1的晚期或转移性胃或胃食管结合部（G/GEJ）腺癌患者的一项补充新增适应症上市许可申请正在NMPA审评阶段。
 - 国外：**美国：针对二线治疗食管鳞状细胞癌（ESCC）的新药上市许可申请获FDA受理，由于新冠肺炎疫情相关旅行限制无法如期在中国完成现场核查，FDA将延长此BLA审批时间直至现场核查完成，尚未提供更新的预期决议日期；欧洲：NSCLC、二线治疗ESCC的上市申请已获EMA受理；澳大利亚、英国：一线和二线治疗NSCLC、二线治疗ESCC的新药上市申请已获受理。
- 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）2022年上半年全球销售额总计15.1亿元(+263.1%)，其中，美国市场销售额10.2亿元(+504.2%)，主要由于美国处方数量持续增长及临床医生在套细胞淋巴瘤（MCL）、华氏巨球蛋白血症（WM）和边缘区淋巴瘤（MZL）等获批适应症中使用增多；中国市场销售额4.6亿元(+83.5%)，主要由于包括慢性淋巴细胞白血病（CLL）、MCL和WM在内多个已获批适应症销售额持续增长，百悦泽国内获批三项适应症均已纳入国家医保目录。
 - 临床有效性持续验证：**2022H1百悦泽“头对头”对比伊布替尼用于CLL/小淋巴细胞淋巴瘤（SLL）全球临床III期试验最终缓解评估结果显示更优ORR；包括PFS在内的最终临床试验分析数据预计2022H2公布。
 - 后续适应症上市申报顺利推进：**美国：CLL/SLL适应症上市申请已获FDA受理，PDUFA目标时间为2023年1月；与奥比妥珠单抗联合治疗既往接受过至少二线全身治疗后的复发或难治性滤泡性淋巴瘤（R/R FL）适应症获FDA“快速通道”资格；欧洲：CLL补充新药上市申请（sNDA）已获受理。
- License out 2022年半年度贡献5.3亿元收入。**2022年半年度授权合作收入为5.3亿元，主要来自于诺华支付的百泽安6.5亿美元合作预付款和TIGIT抑制剂的3亿美元合作预付款。其中，2022H1安进公司授权产品的中国销售额为3.8

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)	13.45
流通A股(亿股)	0.81
52周内股价区间(元)	82-176.96
总市值(亿元)	1388.19
总资产(亿元)	494.62
每股净资产(元)	26.7

相关研究

- 百济神州（688235）：创新品种国内外快速放量，自研+合作双轮驱动（2022-5-10）
- 百济神州（688235）：自研+合作双轮驱动的全球化创新企业（2021-12-14）

亿元(+233.9%)，包括分别在2021年8月、2022年1月上市的倍利妥(注射用贝林妥欧单抗)和凯洛斯(注射用卡非佐米)产品收入；2022H1百时美施贵宝授权产品的中国销售额为3.27亿元(+50%)。

- **多个重磅品种持续推进，BCL-2即将进入关键临床。**其中，1) TIGIT抑制剂欧司珀利单抗已在全球入组超1000例受试者，包括两项全球Ⅲ期临床；2) 五项进行中的临床Ⅱ期试验，其中四项为全球临床试验，覆盖非小细胞肺癌、小细胞肺癌、宫颈癌、食管癌等适应症；3) 欧司珀利单抗及BCL-2抑制剂BGB-11417将启动更多关键临床试验；4) 早期靶点布局持续推进，包括抗OX40单克隆抗体BGB-A445、HPK1抑制剂BGB-15025、PI3Kδ抑制剂BGB-10188、TYK2抑制剂BGB-23339、第二线粒体衍生的半胱天冬酶激活剂(SMAC)模拟物(BGB-24714)以及LAG-3抗体(LBL-007)。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为-5.18元、-2.76元、-0.94元。考虑到百悦泽、百泽安和新产品快速放量，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)	-7.25	-5.18	-2.76	-0.94
净资产收益率ROE	-24.41%	-18.44%	-10.48%	-3.60%
PE	—	—	—	—
PB	3.80	4.01	4.28	4.34

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	投资活动现金流净额	3132.73	-55.03	-49.98	-52.22
营业利润	-9579.51	-6886.86	-3669.30	-1251.83	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
利润总额	-9579.49	-6847.67	-3655.05	-1237.47	股权融资	26089.07	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
净利润	-9747.67	-6969.54	-3717.53	-1259.01	其他	-3831.96	1801.51	-100.00	-120.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	22867.21	1129.15	1293.91	623.51
归属母公司股东净利润	-9747.67	-6969.54	-3717.53	-1259.01	现金流量净额	17673.78	-9768.25	-6525.13	415.18
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	25189.67	15421.42	8896.29	9311.47	成长能力				
应收和预付款项	4389.76	5235.40	7654.43	11294.19	销售收入增长率	257.94%	29.88%	44.06%	39.14%
存货	1546.53	2518.87	3553.21	5439.31	营业利润增长率	14.82%	28.11%	46.72%	65.88%
其他流动资产	17414.72	22710.41	27571.33	27696.96	净利润增长率	14.55%	28.50%	46.66%	66.13%
长期股权投资	146.32	146.32	146.32	146.32	EBITDA 增长率	16.98%	27.33%	50.04%	74.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3582.51	3697.36	3775.65	3836.76	毛利率	86.02%	82.46%	82.82%	81.10%
无形资产和开发支出	666.86	595.30	523.75	452.19	三费率	88.77%	63.61%	46.70%	39.11%
其他非流动资产	2248.34	2234.79	2221.25	2207.70	净利润率	-128.45%	-70.71%	-26.18%	-6.37%
资产总计	55184.71	52559.87	54342.23	60384.90	ROE	-24.41%	-18.44%	-10.48%	-3.60%
短期借款	2621.90	0.00	0.00	0.00	ROA	-17.66%	-13.26%	-6.84%	-2.08%
应付和预收款项	3856.29	7690.13	10965.43	16012.61	ROIC	-51.14%	-38.01%	-15.98%	-4.63%
长期借款	1289.78	1289.78	1289.78	1289.78	EBITDA/销售收入	-119.36%	-66.79%	-23.16%	-4.22%
其他负债	7490.98	5783.67	6614.36	8125.36	营运能力				
负债合计	15258.94	14763.58	18869.57	25427.75	总资产周转率	0.17	0.18	0.27	0.34
股本	1335.18	1345.09	1345.09	1345.09	固定资产周转率	3.78	3.40	4.02	5.32
资本公积	78811.47	78801.56	78801.56	78801.56	应收账款周转率	4.37	3.30	3.88	3.66
留存收益	-37330.37	-42350.37	-44673.99	-45189.50	存货周转率	1.00	0.85	0.80	0.83
归属母公司股东权益	39925.77	37796.28	35472.66	34957.15	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	117.82%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	39925.77	37796.28	35472.66	34957.15	资产负债率	27.65%	28.09%	34.72%	42.11%
负债和股东权益合计	55184.71	52559.87	54342.23	60384.90	带息债务/总负债	25.64%	8.74%	6.84%	5.07%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	4.76	4.73	3.45	2.64
EBITDA	-9058.50	-6582.77	-3288.64	-834.00	速动比率	4.61	4.47	3.19	2.37
PE	—	—	—	—	股利支付率	0.00%	27.97%	37.50%	59.05%
PB	3.80	4.01	4.28	4.34	每股指标				
PS	19.99	15.39	10.69	7.68	每股收益	-7.25	-5.18	-2.76	-0.94
EV/EBITDA	-13.94	-20.28	-42.57	-167.36	每股净资产	29.68	28.10	26.37	25.99
股息率	0.00%	—	—	—	每股经营现金	-6.16	-8.06	-5.78	-0.12

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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