

医药生物

2022年11月14日

百济神州-U (688235)

——产品收入翻倍增长，经营质量持续改善

报告原因：有业绩公布需要点评

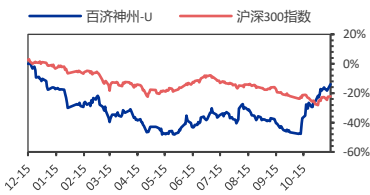
买入 (维持)

市场数据： 2022年11月14日	
收盘价(元)	138.4
一年内最高/最低(元)	176.96/82
市净率	5.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万)	11147
上证指数/深证成指	3083.40/11113.47

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年09月30日	
每股净资产(元)	24.58
资产负债率%	30.71
总股本/流通A股(百万)	1349/81
流通B股/H股(百万)	-/532

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《百济神州-U (688235) 深度：拥有全方位一体化平台的全球性生物制药公司，国际化进入收获期》 2022/03/29

证券分析师

仰佳佳 A0230522100005
yangjj@swsresearch.com

研究支持

仰佳佳 A0230522100005
yangjj@swsresearch.com

联系人

仰佳佳
(8621)23297818x
yangjj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**2022年11月11号，百济神州发布三季报报告，前3季度公司实现收入68.69亿（同比+10.31%），实现归母净利润-104.34亿，去年同期为-55.00亿；单3季度实现收入26.59亿（同比+99.05%），实现归母净利润-37.70亿，去年同期为-30.07亿。
- **泽布替尼和替雷利珠单抗快速增长是业绩主要驱动力。**收入增速超预期，前3季度，销售产品收入为60.69亿（同比+115%）。泽布替尼前3季度实现收入25.79亿（同比+206%），增长驱动力来自于已获批适应症渗透率的不断提升，其中美国区域实现收入17.55亿（同比+353%），中国区域实现收入7.25亿（同比+59%）；替雷利珠单抗前3季度实现收入21.30亿（同比+64%），增长驱动力来自于肺癌和肝癌大适应症纳入医保后的放量；授权产品得益于安进授权产品的增长，前3季度实现收入13.60亿，（同比+98%）。
- **财务数据持续改善。**在销售收入持续快速增长的同时，公司的财务指标也在不断改善，前3季度，毛利率从Q1的78.7%提升到Q3的80.8%，销售费用占总营收的比例从Q1的68%下降到Q3的59%，管理费用占总营收的比例从Q1的30%下降到Q3的26%，研发费用占总营收的比例从Q1的129%下降到Q3的113%。关键财务指标的改善得益于公司产品收入起量后的规模效应，预期未来上述指标将持续改善，公司盈利能力不断提升。
- **核心产品即将迎来关键节点。**公司目前有2款产品在美国处于关键阶段，一个是泽布替尼，针对CLL/SLL的适应症已提交BLA申请，FDA做出决议的目标时间为2023年1月，该适应症是泽布替尼最大的细分适应症，一旦获批，泽布替尼的销售将呈现爆发式增长；另一个在美国处于BLA申请阶段的是替雷利珠单抗，申报适应症为二线食管鳞状细胞癌(ESCC)。与此同时，公司将继续推进其他十几款早期自主研发项目和合作药物候选物的临床进展，其中关键品种BCL-2抑制剂已经进入关键II期临床阶段。
- **创新药国际化龙头，维持“买入”评级，**公司产品销售超预期，因此我们上调了2022-2023年销售收入，预计2022-2023年营业总收入分别为100.99亿和171.57亿（此前预计分别为97.98亿和153.34亿），但由于公司持续加大研发投入力度，以及2022年财务费用的增加（美元升值导致汇兑损失较大），下调2022-2023年的归母净利润，预计分别为-123.50亿和-76.03亿，（此前预计分别为-85.74亿和-45.80亿元），新增2024年盈利预测，预计2024年归母净利润为-39.53亿。公司产品收入增长超预期，核心产品即将迎来关键节点，海外业绩即将爆发，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发失败或进度延期风险、产品销售不及预期、持续亏损风险。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7,589	6,869	10,099	17,157	23,472
同比增长率(%)	257.9	10.3	33.1	69.9	36.8
归母净利润(百万元)	-9,748	-10,434	-12,350	-7,603	-3,953
同比增长率(%)	-	-	-	-	-
每股收益(元/股)	-7.30	-7.74	-9.15	-5.63	-2.93
毛利率(%)	86.0	79.5	80.7	83.1	84.9
ROE(%)	-24.4	-31.5	-44.8	-38.1	-24.7
市盈率	-18.4	-	-14.6	-23.7	-45.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,120	7,589	10,099	17,157	23,472
其中: 营业收入	2,120	7,589	10,099	17,157	23,472
减: 营业成本	474	1,061	1,954	2,892	3,554
减: 税金及附加	39	54	72	123	168
主营业务利润	1,608	6,473	8,073	14,142	19,750
减: 销售费用	2,618	4,452	5,965	7,456	8,948
减: 管理费用	1,545	2,081	2,393	2,751	2,889
减: 研发费用	8,943	9,538	11,065	11,397	11,738
减: 财务费用	94	204	1,132	251	210
经营性利润	-11,591	-9,802	-12,482	-7,713	-4,035
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-1	-2	1	-2	-2
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-12	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	357	224	319	312	285
营业利润	-11,247	-9,580	-12,162	-7,403	-3,753
加: 营业外净收入	-2	0	0	0	0
利润总额	-11,249	-9,579	-12,162	-7,403	-3,753
减: 所得税	158	168	188	200	200
净利润	-11,407	-9,748	-12,350	-7,603	-3,953
少数股东损益	-23	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-11,384	-9,748	-12,350	-7,603	-3,953

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。