

百济神州 (688235.SH)

公司快报

医药 | 生物医药III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2024-02-27)

125.04 元

交易数据

总市值(百万元)	169,502.47
流通市值(百万元)	14,386.51
总股本(百万股)	1,355.59
流通股本(百万股)	115.06
12个月价格区间	163.21/105.77

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.43	-13.31	5.74
绝对收益	8.26	-14.53	-8.2

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号: S0910523060001
 zhaoningda@huajinsec.com.cn

相关报告

百济神州: 核心产品放量明显, 出海进程加速-华金证券-医药-百济神州-公司快报
 2023.9.4

全球市场持续突破, 后期管线积极推进

投资要点

◆ **业绩表现优异, 预计亏损明显缩窄。**公司发布 2023 年业绩快报。2023 年公司预计实现营收 174.23 亿元(+82.1%, 同增, 下同), 其中产品收入 155.04 亿元(+82.8%), 主要得益于核心市场产品销售额快速增长。受益于规模效应及费用管控, 叠加与 BMS 仲裁和解带来非经营收入增加, 公司预计亏损明显缩窄; 2023 年预计亏损 67.16 亿元, 亏损同比缩窄 50.77%; 扣非预计亏损 96.82 亿元, 亏损同比缩窄 29.97%。单 Q4 来看, 公司预计实现营收 45.48 亿元(+68.60%); 预计亏损 28.38 亿元, 亏损同比缩窄 11.55%; 扣非预计亏损 28.99 亿元, 亏损同比缩窄 11.52%。

◆ **百悦泽全球市场快速放量, 血液瘤领域领导地位进一步巩固。**百悦泽(BTK 抑制剂)2023 年全球销售额预计实现 91.38 亿元(+138.7%), 单 Q4 全球销售额 29.55 亿元(+136.40%)。目前, 百悦泽在中国获批 5 项适应症并已全部纳入医保。百悦泽已在美国、欧盟及英国获批更新说明书, 纳入其在 III 期 ALPINE 试验中头对头对比伊布替尼治疗 R/R CLL/SLL 取得的 PFS 优效性结果; 同时, 百悦泽全球适应症范围扩大, 新增适应症 ≥2L R/R 滤泡性淋巴瘤(FL) 已获欧盟及加拿大批准, 美国及中国预计分别在 2024 年 3 月及 6 月获批, 进一步巩固其作为首选 BTK 抑制剂的地位。

◆ **百泽安国内适应症持续扩展, 海外市场迎来突破。**百泽安(PD-1)2023 年销售额预计实现 38.06 亿元(+33.1%), 单 Q4 销售额 9.24 亿元(+26.75%)。国内市场方面, 目前百泽安已获批 12 项适应症, 其中 11 项已纳入医保; 另 3 项新增适应症的上市申请处在审评中, 分别为 1L GC/GEJC (预计 2024Q2 获批)、1L ES-SCLC (预计 2024Q3 获批) 及 NSCLC 围术期治疗。海外市场方面, 百悦泽已在欧盟和英国获批 1 项 2L ESCC 适应症, 并在美国、欧洲等 10 个市场递交注册申请; 其中 1L ESCC 美国上市申请预计 2024 年 7 月做出决定, 欧盟上市申请正审评中, 日本预计 2024H1 递交上市申请; 2L ESCC 美国上市申请预计 2024H1 获批, 日本预计 2024H1 递交上市申请; 1/2L NSCLC 三项新增适应症欧盟上市申请预计 2024H1 获批; 1L GC/GEJC 欧盟上市申请预计 2024Q1 递交。

◆ **在研管线积极推进。**公司积极推进后期管线, sonrotoclax (BCL-2 抑制剂) 4 项注册临床继续推进, 包括 1 项与百悦泽联用治疗 1L CLL 全球关键 III 期、3 项用于 R/R WM、R/R MCL 及 R/R CLL/SLL 潜在注册可用 II 期; BGB-16673 (BTK CDAC) 用于 R/R CLL 及 R/R MCL 的 2 项全球扩展队列研究已启动, 其中 MCL 队列具备潜在注册可能性; 欧司珀利单抗 (TIGIT 抑制剂) 1L NSCLC 临床 III 期试验 AdvanTIG-302 患者入组预计 2024Q1 完成。公司持续推动创新研发, 已于 2023 年推进包括潜在同类最佳 CDK4 抑制剂 BGB-43395 在内的 5 个新分子进入临床, 其中 BGB-43395 已完成 2 个队列入组; 预计在 2024 年推进至少 10 个新分子进入临床, 包括泛 KRAS 抑制剂、MTA 协同 PRMT5 抑制剂、EGFR-CDAC、CDK2 抑制剂、多个 ADC 及双抗分子。

◆ **投资建议:** 公司具有强大的创新研发及商业化推广能力, 全球业务持续快速增长,



在研产品具备同类最佳/同类首创潜力。基于公司 2023 年业绩快报，我们上调原有盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 174.23/225.89/296.35 亿元（前值 152.84/216.60/296.26 亿元），同比增长 82%/30%/31%。维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：** 尚未盈利风险、行业政策风险、产品商业化不及预期风险、研发不及预期风险、在研产品监管获批不确定性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,589	9,566	17,423	22,589	29,635
YoY(%)	257.9	26.1	82.1	29.6	31.2
归母净利润(百万元)	-9,748	-13,642	-6,716	-3,947	-1,033
YoY(%)	14.4	-40.0	50.8	41.2	73.8
毛利率(%)	86.0	80.2	82.7	81.0	80.0
EPS(摊薄/元)	-7.19	-10.06	-4.95	-2.91	-0.76
ROE(%)	-24.4	-45.0	-28.4	-20.1	-5.5
P/E(倍)	-17.4	-12.4	-25.2	-42.9	-164.0
P/B(倍)	4.2	5.6	7.2	8.6	9.1
净利率(%)	-128.4	-142.6	-38.5	-17.5	-3.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	48541	36174	34085	28924	36655	营业收入	7589	9566	17423	22589	29635
现金	25190	20133	13583	9328	12765	营业成本	1061	1896	3014	4292	5927
应收票据及应收账款	3080	1202	3444	3010	4399	营业税金及附加	54	79	134	180	232
预付账款	1234	1315	3328	2691	5206	营业费用	4452	5997	6447	7228	8298
存货	1547	1954	2065	2227	2514	管理费用	2081	2695	3833	4066	4742
其他流动资产	17490	11571	11665	11668	11770	研发费用	9538	11152	12010	9036	8890
非流动资产	6644	8050	10112	10799	11991	财务费用	204	1309	1425	1957	2816
长期投资	146	192	246	271	305	资产减值损失	-2	-6	-31	-49	-36
固定资产	2392	3555	4045	4511	5046	公允价值变动收益	61	-161	-4	-5	-27
无形资产	666	715	789	844	906	投资净收益	32	64	111	102	77
其他非流动资产	3440	3588	5033	5174	5735	营业利润	-9580	-13425	-9122	-3882	-1015
资产总计	55185	44224	44197	39723	48646	营业外收入	0	0	2529	0	0
流动负债	10204	10303	16996	16701	26831	营业外支出	0	2	1	1	1
短期借款	2622	2203	2309	2378	2296	利润总额	-9579	-13427	-6594	-3883	-1016
应付票据及应付账款	2588	2482	6130	6133	10801	所得税	168	215	121	64	17
其他流动负债	4995	5618	8557	8190	13733	税后利润	-9748	-13642	-6716	-3947	-1033
非流动负债	5054	3590	3586	3355	3181	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	1290	1444	1452	1215	1044	归属母公司净利润	-9748	-13642	-6716	-3947	-1033
其他非流动负债	3765	2146	2134	2140	2137	EBITDA	-9775	-13343	-6495	-3542	-647
负债合计	15259	13893	20582	20055	30011						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	1	1	1	1	1	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	78811	80519	80519	80519	80519	成长能力					
留存收益	-37330	-50972	-57688	-61636	-62669	营业收入(%)	257.9	26.1	82.1	29.6	31.2
归属母公司股东权益	39926	30331	23615	19668	18635	营业利润(%)	14.8	-40.1	32.0	57.4	73.9
负债和股东权益	55185	44224	44197	39723	48646	归属于母公司净利润(%)	14.4	-40.0	50.8	41.2	73.8
						获利能力					
						毛利率(%)	86.0	80.2	82.7	81.0	80.0
						净利率(%)	-128.4	-142.6	-38.5	-17.5	-3.5
						ROE(%)	-24.4	-45.0	-28.4	-20.1	-5.5
						ROIC(%)	-21.1	-37.8	-23.6	-15.9	-4.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	27.7	31.4	46.6	50.5	61.7
						流动比率	4.8	3.5	2.0	1.7	1.4
						速动比率	3.0	2.7	1.4	1.1	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.4	0.5	0.7
						应收账款周转率	4.4	4.5	7.5	7.0	8.0
						应付账款周转率	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7
						估值比率					
						P/E	-17.4	-12.4	-25.2	-42.9	-164.0
						P/B	4.2	5.6	7.2	8.6	9.1
						EV/EBITDA	1.9	1.5	2.1	2.8	20.8

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn