

百济神州 (688235.SH)

强烈推荐 (首次)

深入理解疾病领域，跻身全球竞争舞台

百济神州是已经完成创新产品全球化销售的国际化药企，其对疾病领域的深刻理解和科学布局是保证持续竞争力的根本。我们看好百济神州短中期泽布替尼等产品的快速放量，中长期管线产品的竞争力。

- 百济神州：跻身全球竞争舞台的国际化药企。百济神州是国内国际化进度最领先的药企之一，核心产品 PD-1 单抗替雷利珠单抗与 BTK 抑制剂泽布替尼均在国内海外上市，2024 年上半年公司海外收入占比已经超过 60%。创始人、管理团队与股东方具备国际化背景，赋能百济全球创新。在研管线具备全球竞争力。
- 从疾病逻辑理解百济神州创新管线布局。创新药品可能会因为专利期或疗法更新而被迭代，但疾病治疗需求不会消失，因此基于疾病的深入理解的管线布局将为企业输入持久的生命力。在血液肿瘤领域，百济神州以 BTK 抑制剂泽布替尼为基础，联用 BCL2 抑制剂挑战 1 线治疗标准，同时布局 BTK CDAC 布局 BTK 抑制剂耐药后市场，在 B 细胞恶性肿瘤领域保持绝对领先地位。在乳腺癌领域，布局下一代 CDK 抑制剂，挑战最大市场的乳腺癌药物。激素受体阳性、HER2 阴性乳腺癌为乳腺癌中占比最高的基因分型，CDK4/6 抑制剂目前为 1 线治疗的基石药物，但安全性与有效性均有升级迭代空间。百济神州布局 CDK4 抑制剂，同时联用 CDK2 抑制剂，挑战 CDK4/6 抑制剂治疗地位。同时管线内布局 B7H4 ADC 涵盖三阴性乳腺癌治疗产品。在肺癌领域的疾病治疗按照是否有基因型的驱动进行区分，百济神州在有基因突变驱动的 NSCLC 领域布局泛 KRAS 抑制剂、EGFR CDAC，在无基因突变驱动的 NSCLC 领域布局替雷利珠单抗、联用 TIGIT 抗体等疗法，在小细胞肺癌领域布局 DLL3 TCE 双抗、B7H3 ADC 等产品。在自身免疫疾病领域，百济神州基于自身 CDAC 技术平台布局上游靶点 IRAK4。
- 给予“强烈推荐”投资评级。我们预计百济神州 2024-2026 年营业收入分别为 268.7 亿元、338.2 亿元、424.6 亿元，同比增长 54%、26%、26%。2024 年大幅减亏，2024-2026 年利润分别为亏损 43.4 亿元、亏损 12.0 亿元，盈利 12.5 亿元。首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：研发不及预期风险、商业化不及预期风险、支付政策变化风险、竞争加剧风险、海外环境变化风险、短期尚未盈利风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	9566	17423	26871	33821	42456
同比增长	26%	82%	54%	26%	26%
营业利润(百万元)	(13425)	(8810)	(4009)	(1103)	1163
同比增长	40%	-34%	-54%	-73%	-206%
归母净利润(百万元)	(13642)	(6716)	(4338)	(1200)	1246
同比增长	40%	-51%	-35%	-72%	-204%
每股收益(元)	-9.88	-4.86	-3.14	-0.87	0.90
PE	-16.8	-34.2	-53.0	-191.5	184.4
PB	7.6	9.2	11.1	11.7	11.0

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/生物医药

目标估值：NA

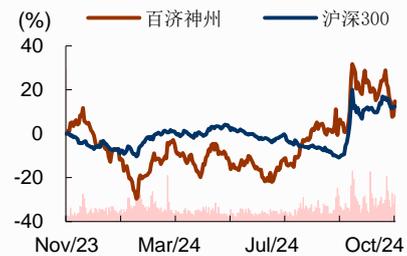
当前股价：166.4 元

基础数据

总股本(百万股)	1381
已上市流通股(百万股)	115
总市值(十亿元)	229.8
流通市值(十亿元)	19.1
每股净资产(MRQ)	17.5
ROE(TTM)	-27.0
资产负债率	40.8%
主要股东	中国保险投资基金(有限合
主要股东持股比例	0.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	25	15
相对表现	-4	17	3



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
- 许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
- 焦玉鹏 S1090523070004
jiaoyupeng@cmschina.com.cn

正文目录

一、 百济神州：跻身全球竞争舞台的国际化药企	4
1、 百济神州：公司 A+H+美股三地上市，创新产品全球销售	4
2、 创始人、管理团队与股东方具备国际化背景，赋能百济全球创新	4
3、 产品收入强劲增长，销售来源于多元化市场	6
4、 在研管线具备全球竞争力	7
二、 从疾病逻辑理解百济神州创新管线布局	8
1、 血液肿瘤：B 细胞恶性肿瘤领域保持绝对领先地位	8
2、 乳腺癌：布局下一代 CDK 抑制剂，挑战最大市场的乳腺癌药物	14
3、 肺癌：多产品涵盖肺癌多分型多分期	17
4、 自身免疫疾病：基于技术平台优势的疾病治疗领域拓展	20
三、 盈利预测与估值	23
四、 风险提示	24

图表目录

图 1：百济神州市值复盘（亿元）	4
图 2：百济神州创始人及高管简历	5
图 3：百济神州股权结构	6
图 4：百济神州已上市产品	6
图 5：百济神州收入分地区拆分（亿美元）	7
图 6：百济神州在研管线	8
图 7：B 细胞恶性肿瘤发病情况	9
图 8：CLL/SLL 治疗方案及百济神州产品布局	9
图 9：BTK 在代谢通路中位置	10
图 10：泽布替尼头对头 PK 伊布替尼取得优效结果	11
图 11：百济神州 BCL-2 产品临床布局	11
图 12：Sonrotoclax 初步临床结果	12
图 13：BCL-2 抑制剂研发格局	12
图 14：BTK CDAC 示意图	13
图 15：BTK CDAC 作用机制	13

图 16: BTK CDAC 安全性良好	14
图 17: BTK CDAC 在 BTK 耐药人群中具备潜力	14
图 18: 乳腺癌治疗方案及百济神州产品布局	15
图 19: CDK 抑制剂作用机制	15
图 20: CDK4/6 抑制剂选择性与有效性安全性关系	16
图 21: CDK4 抑制剂在研企业	16
图 22: 百济神州 CDK4 抑制剂优势	17
图 23: CDK2 抑制剂在研企业	17
图 24: 肺癌治疗方案及百济神州产品布局	18
图 25: EGFR CDAC 产品优势	19
图 26: TIGIT 与 PD-1 产品联用机制	19
图 27: 百济神州 B7H3 ADC 分子差异化设计	20
图 28: IRAK4 参与多个自身免疫代谢途径	21
图 29: IRAK4 CDAC 药物 KT-474 初步临床结果	22
图 30: 百济神州营业收入预测 (单位: 百万元)	23
附: 财务预测表	25

一、百济神州：跻身全球竞争舞台的国际化药企

1、百济神州：公司 A+H+美股三地上市，创新产品全球销售

百济神州是国际化进度最领先的药企之一。百济神州成立于2010年，是一家全球肿瘤治疗创新公司，专注于发现和开发创新性疗法，旨在为全球癌症患者提高药物可及性和可负担性。公司产品聚焦于肿瘤免疫、血液肿瘤、实体瘤等领域，通过自身研发与对外合作两种方式推动创新药产品在多个国家上市，目前已经成功商业化17个品种，其中核心产品PD-1单抗替雷利珠单抗与BTK抑制剂泽布替尼均在中美两国上市，而核心产品的不同适应症临床进度、获批情况与销售情况成为股价重要驱动因素。同时公司在科创板、港股与美股三地上市，国际化进度遥遥领先。

图1：百济神州市值复盘（亿元）



资料来源：公司官网、招商证券

2、创始人、管理团队与股东方具备国际化背景，赋能百济全球创新

公司联合创始人具备国际化背景的欧雷强与王晓东博士，领导团队同样具备丰富的国际化管理经验。王晓东博士为美国科学院院士，北京生命科学研究所所长，欧雷强具备连续创业成功经验。公司总裁、首席运营官兼中国区总经理吴晓滨博士曾任辉瑞中国总经理，全球研发负责人汪来在公司曾承担过多个角色，经验丰富。全球人力资源高级副总裁，总法律顾问，首席财务官，战略与企业发展高级副总裁均为外籍人士，具备跨国药企从业经历。

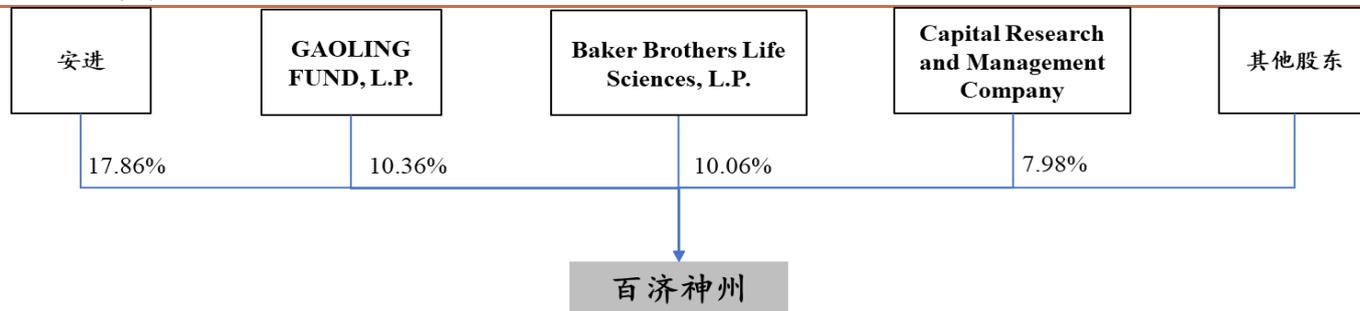
图 2: 百济神州创始人及高管简历

姓名	职务	简历
欧雷强 (John V. Oyler)	联合创始人、董事长兼首席执行官	欧雷强先生于2010年联合创立百济神州。自公司创立以来，他担任公司首席执行官，并作为董事长领导董事会。 欧雷强先生曾于2005年起，担任药物发现服务公司保诺科技 (BioDuro, LLC) 总裁兼首席执行官，该公司已于2009年被医药产品开发公司PPD收购。2002年至2004年期间，他曾担任生物医药企业Galenea公司首席执行官，该公司专注于研发中枢神经系统疾病创新疗法。1998年至2002年期间，他创立了信息公司Telephia并担任总裁，该公司此后被尼尔森公司收购。1997年至1998年期间，欧雷强先生曾在专注于肿瘤领域的生物医药公司Genta公司 (纳斯达克代码: GNNTA) 担任联席首席执行官一职。他的职业生涯始于美国麦肯锡公司商业咨询顾问。 欧雷强先生于2019年加入生物技术产业协会 (BIO) 董事会，并成为BIO卫生部门理事会成员。此外，他还是斯坦福大学商学院的顾问委员会成员。欧雷强先生拥有麻省理工学院机械工程理学学士学位和斯坦福大学工商管理硕士学位。
王晓东博士	联合创始人、科学顾问委员会主席	王晓东博士是百济神州的联合创始人，自2011年起担任公司科学顾问委员会主席，并于2016年2月成为公司董事会成员。 王晓东博士自2003年出任北京生命科学研究所首任共同所长，并在2010年被委任为第二任所长兼资深研究员。此前，王晓东博士于1997年至2010年任霍华德-休斯医学研究所研究员，并于2001至2010年任美国德克萨斯大学西南医学中心生物医学科学杰出首席教授。 王晓东博士拥有美国德克萨斯大学西南医学中心生物化学博士学位和北京师范大学生物系学士学位。2004年，王晓东博士当选美国国家科学院院士——美国学术界最高荣誉之一，并于2013年当选中国科学院外籍院士。
吴晓滨博士	总裁、首席运营官	此前，吴晓滨博士于2009年至2018年担任辉瑞中国国家经理，并兼任辉瑞核心医疗大中华区总裁。在他的领导下，辉瑞成功拓展了产品线和组织架构，大幅提升了销售额，并启动了一系列创新营销项目，进而确立了其作为跨国药企在中国市场的领先地位。加入辉瑞前，吴晓滨博士于2004年至2009年担任惠氏制药中国及香港地区总裁兼总经理。加入惠氏之前，他曾于2001年至2004年任拜耳医药保健有限公司 (中国) 总经理。吴晓滨博士于1992年在德国加入了拜耳公司销售与市场营销部门，自此开启了职业生涯。 吴晓滨博士拥有德国康斯坦茨大学生物化学和药理学博士学位和分子生物学硕士学位。
汪来博士	高级副总裁、全球研发负责人	汪来博士在2011年百济神州成立之初便加入公司。目前是百济神州全球研发负责人。多年来，他在公司的角色发生了转变，最初是生物标志物、体内药理学、临床生物标志物及转化研究工作的负责人。2016年他被任命为中国开发部负责人，负责亚太地区的临床开发。2019年他又承担了更多的职责，包括全球临床前研究、全球临床运营和全球生物数据统计。 在加入百济神州之前，汪博士是美国德州生物技术公司Joyant Pharmaceuticals的研究主管。汪博士1996年在复旦大学获得学士学位，2001年在德州大学圣安东尼奥健康科学中心获得博士学位，并在霍华德休斯医学院王晓东博士实验室接受博士后培训。
Graham Hardiman	全球人力资源高级副总裁	Graham Hardiman先生于2021年加入百济神州，担任全球人力资源高级副总裁一职。 Hardiman先生拥有30余年的人力资源经验，在加盟百济神州之前，他供职辉瑞 (Pfizer) 公司并担任高级副总裁，负责全球人才招聘、人才管理、绩效管理、学习和发展以及多元化等工作。而在此之前，他主要负责对辉瑞公司的肿瘤和罕见病特许经营权的人力资源团队进行支持。随着辉瑞完成对惠氏的收购，Hardiman先生直接从惠氏加入到辉瑞，他最初常驻英国，随后调往西班牙马德里，过后又在美国办公。在加盟辉瑞之前，Hardiman先生曾先后供职于希柏 (Siebel)、联合电脑公司 (Computer Associates)、易安信 (EMC) 和西班牙电信 (Telefonica) 等公司的人力资源部。
Chan Lee	总法律顾问	Chan Lee先生于2022年7月加入百济神州，担任总法律顾问。 加入公司之前，Chan Lee于2016至2022年期间任职于赛诺菲，担任北美总法律顾问兼专科护理全球事业部法务负责人，负责赛诺菲在美国、加拿大的运营以及公司全球专业护理业务的法律事务。在加入赛诺菲之前，他曾于2008至2016年在辉瑞公司担任多项要职，其中包括辉瑞创新医疗全球业务首席法律顾问；更早之前，他还曾担任辉瑞疫苗、肿瘤学和消费者保健全球业务首席法律顾问，以及亚洲业务助理总法律顾问。 Chan Lee拥有加利福尼亚大学伯克利分校法学博士学位和康奈尔大学应用经济学学士学位。
Aaron Rosenberg	首席财务官	Aaron Rosenberg于2024年7月加入百济神州，担任公司首席财务官。 此前，Rosenberg先生自2021年起是默沙东公司高级副总裁兼企业司库。在成为默沙东公司企业司库之前，Rosenberg先生于2018年至2021年任该公司企业战略与规划高级副总裁，领导整个公司的业务转型团队，并是其中的财务规划与分析负责人。2015年至2018年，Rosenberg先生任默沙东动物保健公司副总裁兼财务负责人，领导一支120人的全球团队。他于2003年加入默沙东公司，其后在全球财务部门的领导职位不断提升，职责不断扩大。 Rosenberg先生拥有佛罗里达大学金融学学士学位和纽约大学工商管理硕士学位。
Jason Radford	战略与企业发展高级副总裁	Jason Radford先生于2020年加入百济神州，目前担任战略与企业发展高级副总裁，负责领导支持企业和产品战略、合作方管理和业务转型的团队。 加入百济神州之前，Radford先生曾在Genomic Health执行领导团队中担任总法律顾问，负责领导全球法务、监管及合规部门的各项工作。在那之前，Radford先生曾作为Life Technologies (现赛默飞世尔旗下子公司) 领导团队成员，担任医疗科学业务部首席律师，并为战略业务转型计划提供支持，包括推动全新收购交易和业务整合工作等。 Radford先生拥有波士顿学院法学博士学位和工商管理硕士学位，以及加州大学洛杉矶分校学士学位。

资料来源: 公司官网、招商证券

从股权结构看，公司第一大股东为安进，同时前几大股东分别为高瓴、Baker Brothers Life Sciences、Capital Research and Management Company 等国际知名资本，同时股权结构并不集中。国际资本为百济提供全球化资源，同时对百济内部决策干涉较为有限。

图 3: 百济神州股权结构



资料来源: iFind、招商证券

3、产品收入强劲增长，销售来源于多元化市场

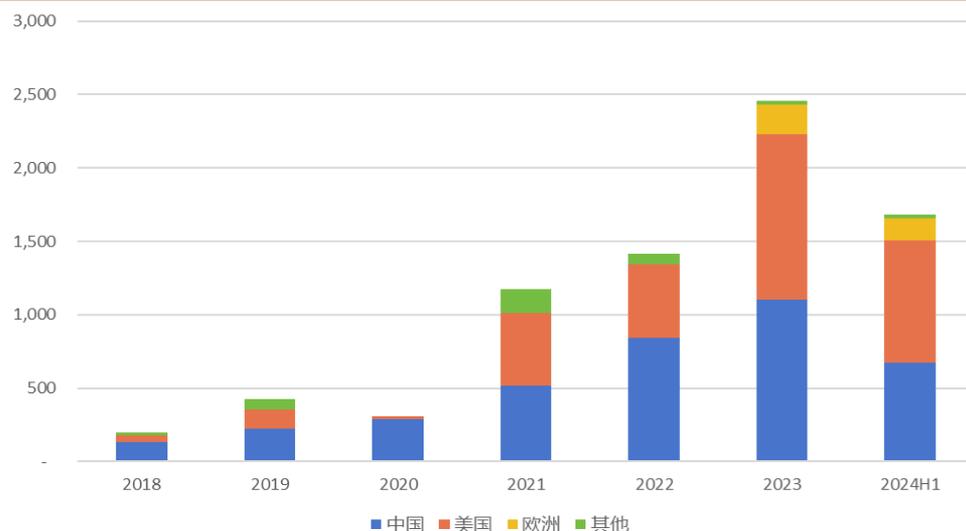
公司已经在中美两地累计获批上市 17 个产品，产品收入增长强劲，在国内国际市场均有良好表现。公司 2023 年全年营业收入 24.59 亿美元，其中国内市场产品销售收入 11.02 亿美元，美国市场产品销售收入 11.28 亿美元，欧洲市场产品销售收入 2.02 亿美元，其他市场合计 0.26 亿美元。2024 年上半年公司销售产品产生的营业收入 16.81 亿美元，同比增长 61.1%，其中国内市场产品销售收入 6.72 亿美元，同比增长 23.7%，美国市场产品销售收入 8.33 亿美元，同比增长 99.8%，欧洲市场产品销售收入 1.49 亿美元，其他市场合计 0.26 亿美元。

图 4: 百济神州已上市产品

产品	靶点	获批适应症	权益范围	合作伙伴
泽布替尼	BTK	MCL、WM、CLL/SLL、FL、FZL 等	全球	
替雷利珠单抗	PD-1	肺癌、尿路上皮癌等多种肿瘤	全球	
帕米帕利	PARP1/2	卵巢癌	全球	
来那度胺	IMiD	多发性骨髓瘤	中国	BMS
阿扎胞苷		白血病、骨髓异常增生	中国	BMS
地舒单抗注射液		骨转移瘤	中国	BMS
卡非佐米		多发性骨髓瘤	中国	安进
贝林妥欧单抗	CD19/CD3	急性淋巴细胞白血病	中国	安进
达妥昔单抗β	GD2	神经母细胞瘤	中国	EUSA Pharma
司妥昔单抗	IL-6	HIV-/HHV-8- iMCD	中国	EUSA Pharma
贝伐珠单抗		NSCLC、结直肠癌	中国	百奥泰
达拉非尼	BRAF	BRAF V600阳性黑色素瘤、甲状腺癌、NSCLC	中国	诺华
曲美替尼	MEK	BRAF V600阳性黑色素瘤、甲状腺癌、NSCLC	中国	诺华
帕唑帕尼	VEGFR	肾细胞癌	中国	诺华
依维莫司	mTOR	肾细胞癌	中国	诺华
塞瑞替尼	ALK	ALK+ NSCLC	中国	诺华
戈舍瑞林微球		乳腺癌、前列腺癌	中国	绿叶制药

资料来源: 公司官网、招商证券

图 5: 百济神州收入分地区拆分 (亿美元)



资料来源: iFind、招商证券

4、在研管线具备全球竞争力

在研管线围绕血液肿瘤、实体瘤领域,同时依托技术平台扩展自身免疫等新领域,具备全球竞争力。血液肿瘤领域,公司在 BTK 抑制剂泽布替尼上市的基础上布局 BCL2 抑制剂及新一代 BCL2 抑制剂,同时布局 BTK CDAC (嵌合式降解激活化合物)。在实体瘤领域,公司布局肿瘤免疫疗法、ADC、TCE 双抗等技术平台。同时依托 CDAC 技术平台公司进行 IRAK4 靶点的开发,进一步拓展自身免疫领域的布局。

图 6: 百济神州在研管线

治疗领域	产品	靶点	权益范围	适应症	最新进展	
血液肿瘤	Sonrotoclax	BCL2	全球	初治慢性淋巴细胞白血病	III期临床	
			全球	r/r套细胞淋巴瘤、r/r慢性淋巴细胞白血病、r/r华氏巨球蛋白血症	II期临床	
			全球	B细胞恶性肿瘤、急性髓系白血病、骨髓异常增生、多发性骨髓瘤	I期临床	
	BGB-21447	新一代BCL-2	全球	B细胞恶性肿瘤	I期临床	
	BGB-16673	BTK CDAC	全球	r/r套细胞淋巴瘤、r/r慢性淋巴细胞白血病	II期临床	
			全球	B细胞恶性肿瘤	I期临床	
实体瘤	泽尼达妥单抗	HER2 双抗	中国	HER2阳性胆道癌	NDA	
			中国	HER2阳性胃食管腺癌	III期临床	
	欧司珀利单抗	TIGIT 单抗	全球	PD-L1高表达非小细胞肺癌	III期临床	
	Tarlatab	DLL3 x CD3	中国	2L小细胞肺癌、1L ⁺ 泛期小细胞肺癌、局限期小细胞肺癌	III期临床	
			中国	3L小细胞肺癌（启动活动）	II期临床	
	LBL-007	LAG-3 单抗	中国以外	微卫星稳定型结直肠癌、1L食管鳞状细胞癌	II期临床	
	BGB-A445	OX40 单抗	全球	黑色素瘤、尿路上皮癌	II期临床	
	BGB-15025	HPK1	全齐	实体瘤	I期临床	
	BGB-26808	HPK1	全球	实体瘤	I期临床	
	BGB-30813	DGK ζ	全球	实体瘤	I期临床	
	BGB-A3055	CCR8单抗	全球	实体瘤	I期临床	
	BGB-24714	SMAC模拟物	全球	实体瘤	I期临床	
	BGB-43395	CDK4	全球	乳腺癌和实体瘤	I期临床	
	BGB-68501	CDK2	全球	乳腺癌和实体瘤	I期临床	
	BG-C9074	B7H4 ADC	全球	乳腺癌和实体瘤	I期临床	
	BGB-C354	B7H3 ADC	全球	实体瘤	I期临床	
	BGB-R046	IL-15前体药物	全球	实体瘤	I期临床	
	Xaloritamig	STEAP1 x CD3	中国	转移性去势抵抗性前列腺癌	I期临床	
	自身免疫	BGB-45035	IRAK4 CDAC	全球	免疫炎症	I期临床

资料来源：公司官网、招商证券

二、从疾病逻辑理解百济神州创新管线布局

1、血液肿瘤：B 细胞恶性肿瘤领域保持绝对领先地位

B 细胞恶性肿瘤疾病负担重，用药市场空间广阔。根据世界卫生组织发布的造血与淋巴组织肿瘤分类，将血液肿瘤分为髓系肿瘤、树突细胞/组织细胞肿瘤、B 细胞肿瘤、T 和 NK 细胞肿瘤、淋巴组织间质源性肿瘤五个分类。B 细胞肿瘤包括非霍奇金淋巴瘤（NHL）与霍奇金淋巴瘤（HL），NHL 发病率在 B 细胞恶性肿瘤中占比超过 90%。将 NHL 进行更细致划分，可以分为慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤（CLL/SLL）、滤泡性淋巴瘤（FL）、弥漫性大 B 细胞淋巴瘤（DLBCL）、边缘区淋巴瘤（MZL）、套细胞淋巴瘤（MCL）等。其中国内疾病负担最重的为 DLBCL，每年新发患者 2.8 万人，存量患者超过 22 万人。美国疾病负担最重的为 CLL/SLL，每年新发患者 2 万人，存量患者 20 万人。B 细胞肿瘤由于具有较长的生存期，在一定发病人数的基础上往往具有较长的治疗时长，导致用药空间的进一步延长。疾病领域内治疗药物出现伊布替尼等重磅炸弹。

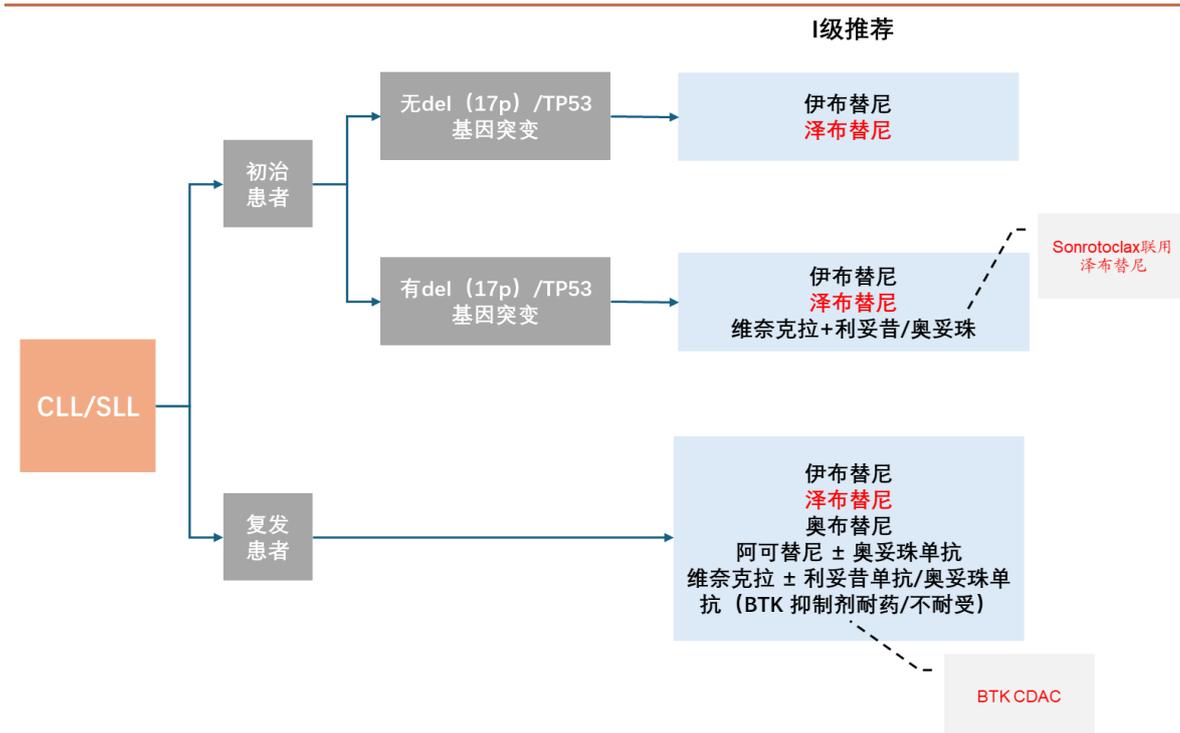
图 7: B 细胞恶性肿瘤发病情况

NHL		中国		美国	
		新发病人数 (万人)	存量患者人数 (万人)	新发病人数 (万人)	存量患者人数 (万人)
	DLBCL	3.8	22.9	1.6	16.3
	MZL	0.7	4.5	0.2	3.8
	FL	0.5	0.8	4.6	10.4
	CLL/SLL	0.4	2.1	2.4	20.0
	MCL	0.4	0.2	2.2	3.5
	WM	0.2	0.1	0.4	2.4

资料来源: AGING、招商证券

泽布替尼在 B 细胞恶性肿瘤治疗上具有基石地位, 联用 BCL2 抑制剂挑战 1 线治疗标准, BTK CDAC 布局 BTK 抑制剂耐药后市场, 领域内保持绝对领先。以疾病负担最重的 CLL/SLL 为例, 目前指南推荐的标准治疗呈现 BTK 抑制剂治疗为基石, BCL2 抑制剂+CD20 为重要衔接或并列推荐的方案。百济神州泽布替尼为 I 级推荐, 临床管线中布局 BCL2 抑制剂 Sonrotoclax, 与泽布替尼联用 PK 维奈克拉联用利妥昔单抗 (BCL2 抑制剂联用 CD20), 挑战 1 线治疗标准。同时管线内布局 BTK CDAC (BTK 嵌合式降解激活化合物) BGB-16673, 为 BTK 抑制剂耐药后市场做准备。

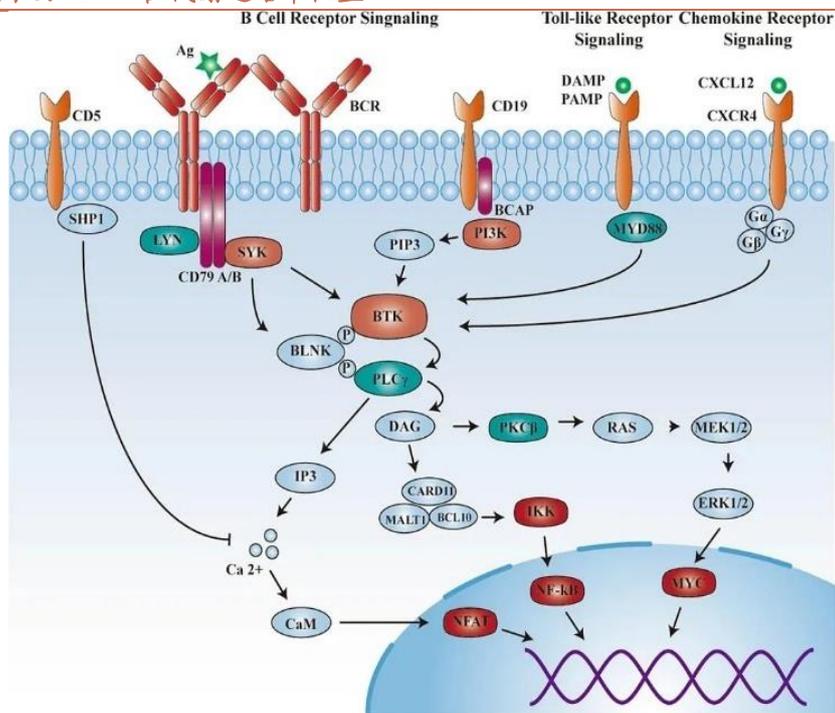
图 8: CLL/SLL 治疗方案及百济神州产品布局



资料来源: NCCN、CSCO、招商证券

■ 泽布替尼在 CLL/SLL 适应症上头对头击败伊布替尼。BTK 是一种连接 BCR 信号、Toll 样受体 (TLR) 信号和趋化因子受体信号的关键分子，可直接与 5 种不同的分子相互作用，促进细胞增殖、抗体分泌、类开关重组和促炎性细胞因子的产生。BTK 在 B 细胞生长成熟与调节 B 细胞功能方面起到关键作用，因此成为治疗 B 细胞恶性肿瘤和自身免疫疾病的有吸引力的治疗靶点。

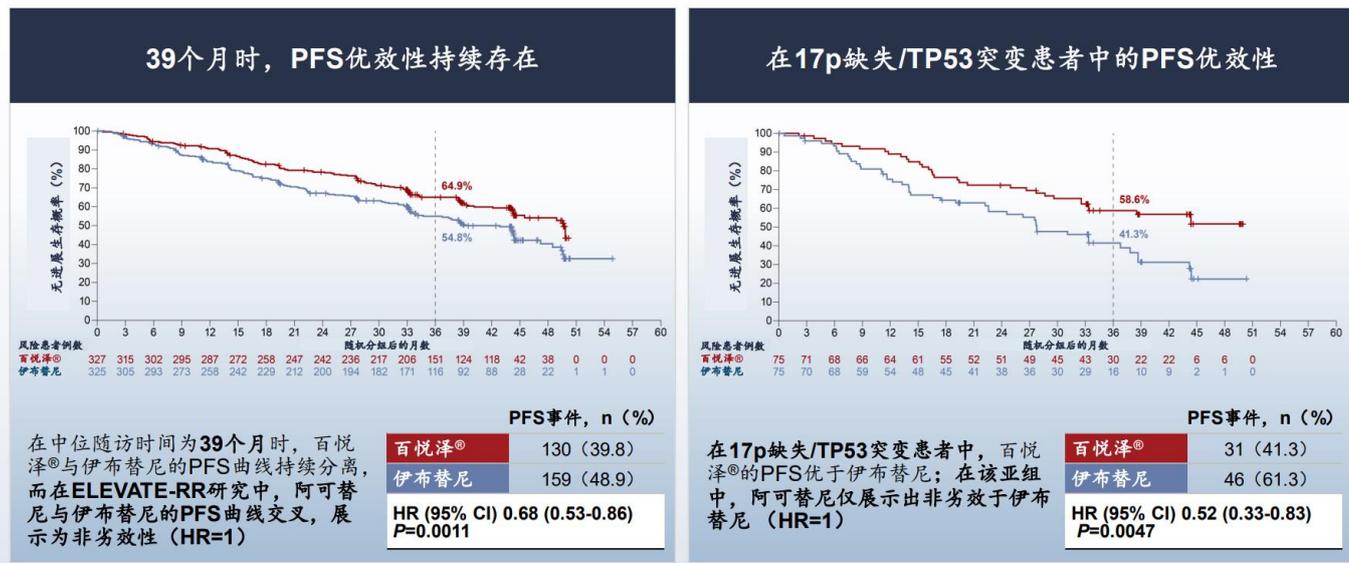
图 9: BTK 在代谢通路中位置



资料来源: JOCI、招商证券

目前已经获批上市的 BTK 抑制剂有伊布替尼 (强生/艾伯维)、阿可替尼 (阿斯利康)、泽布替尼、奥布替尼 (诺诚健华)、替拉鲁替尼 (吉利德/小野)、吡托布鲁替尼 (礼来)。泽布替尼有望成为同类最佳 BTK 抑制剂，在与伊布替尼头对头临床试验中，随访 39 个月，PFS 优效性持续存在，同时在 17p 缺失/TP53 突变患者中同样显示出 PFS 优效性，而阿可替尼仅显示出非劣效性。2023 年伊布替尼销售额 35.96 亿美元，同比下滑 21%，阿可替尼销售额 25.14 亿元，同比增长 22%，泽布替尼销售额 13 亿美元，同比增长 130%，在新发患者或复发患者治疗中竞争力强，增长强劲。

图 10: 泽布替尼头对头 PK 伊布替尼取得优效结果



资料来源: 公司官网、招商证券

■ **BCL2 抑制剂 (Sonrotoclax) 联用泽布替尼挑战 B 细胞恶性肿瘤 1 线治疗标准。** BCL2 蛋白是细胞内源性凋亡的重要信号, 肿瘤细胞 BCL2 的异常表达上调会导致肿瘤细胞无法进入凋亡程序, 多种肿瘤的发生或进展与 BCL2 有关。已经获批上市的 BCL2 抑制剂只有艾伯维的维奈克拉 (Venetoclax), 获批适应症为单药 2 线治疗 CLL、联用 CD20 治疗 2 线 CLL/SLL、联用 CD20 治疗 1 线 CLL/SLL、联用阿扎胞苷 1 线治疗 AML。维奈克拉 2023 年销售额为 22.88 亿美元, 同比增长 13.9%。

百济神州 BCL2 抑制剂 Sonrotoclax 目前联用泽布替尼治疗复发 CLL/SLL 适应症已经进入 III 期临床阶段, 同时针对 R/R WM、BTK 耐药后的 2 线 CLL/SLL、BTK 耐药后 2 线 MCL 等适应症均在临床阶段。Sonrotoclax 单药及联合用药用于初治和 R/R CLL 患者客观缓解率高, 产生深度缓解。在接受联合治疗且具有至少 3 次基线后疗效评估结果的初治 CLL/SLL 患者中 (n=37), ORR=100%, CR 率=35%。

图 11: 百济神州 BCL-2 产品临床布局

试验	研究阶段	Clinicaltrials.gov	患者人群	患者总数	联合用药分子	主要终点	状态
BGB-11417-101	1期	NCT04277637	B细胞恶性肿瘤	438	泽布替尼和奥美珠单抗	TEAE, MTD	入组中
BGB-11417-102	1期	NCT04883957	B细胞恶性肿瘤	64		TEAE, MTD	进行中 (中国)
BGB-11417-103	1期	NCT04771130	AML/MDS	265	阿扎胞苷	TEAE, CR, mOR	入组中
BGB-11417-105	1期	NCT04973605	携带t(11;14)的R/R MM	181	地塞米松和卡非佐米	TEAE, ORR, VGPR, CR	入组中
BGB-11417-201	2期	NCT05471843	既往接受过BTK抑制剂治疗的MCL	122		TEAE, ORR	进行中
BGB-11417-202	2期	NCT05479994	既往接受过BTK抑制剂治疗的CLL/SLL	97		ORR	入组中
BGB-11417-203	2期	NCT05952037	R/R WM	85	泽布替尼	MRR	入组中
BGB-11417-301	3期	NCT06073821	TN CLL/SLL	640	泽布替尼	PFS	入组中

资料来源: 公司官网、招商证券

图 12: Sonrotoclax 初步临床结果

有效性 (总缓解率)			
缓解, n (%)	R/R sonrotoclax* (n=47)	R/R sonrotoclax + 百悦泽® (n=34)	初治 sonrotoclax + 百悦泽® (n=94)
接受sonrotoclax治疗的患者例数	47	34	94
接受sonrotoclax治疗且有效可评价的患者例数	35	25	56
ORR, n (%)	23 (65.7)	24 (96)	56 (100)
CR	8 (22.8)	11 (44)	15 (26.8)
PR	15 (42.9)	12 (48)	41 (73.2)
PR-L	-	2 (8)	0
SD	5(14.3)	1 (4)	0
PD	5(14.3)	0	0
中位随访时间 (月)	8.44 (0.1-29.6)	16.99 (0.6-26.3)	8.54 (0.6-18.2)

BGB-11417 的数据截止日期: R/R CLL 为 2023 年 4 月 24 日, 初治 CLL 为 2023 年 5 月 21 日
*R/R CLL/SL 单药治疗数据为研究 101 和 102 的汇总分析

资料来源: 公司官网、招商证券

在临床进度方面, 百济神州 Sonrotoclax 进入 III 期临床, 进度领先。且全球仅有 1 款同靶点药物上市, 百济神州具备卡位优势。

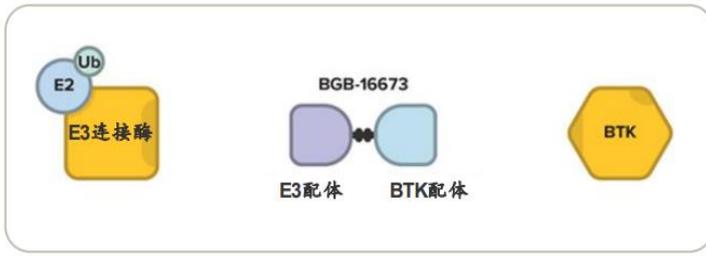
图 13: BCL-2 抑制剂研发格局

研发企业	药物名称	靶点	最快进度
艾伯维/罗氏	维奈克拉	BCL2	已上市
	Navitoclax	BCL2、BCL-xL 双靶点	II 期临床
亚盛医药	APG-2575	BCL2	III 期临床
	APG-1252	BCL2、BCL-xL 双靶点	II 期临床
百济神州	Sonrotoclax	BCL2	III 期临床
阿斯利康	AZD0466	BCL2、BCL-xL 双靶点	I 期临床
复星医药	FCN-338	BCL2	I 期临床
诺华	VOB560	BCL2	I 期临床
麓鹏制药	LP-108	BCL2	I 期临床
	LP-118	BCL2、BCL-xL 双靶点	I 期临床
中国生物制药	TQB3909	BCL2	I 期临床
诺诚健华	ICP-248	BCL2	I 期临床

资料来源: 药融云、招商证券

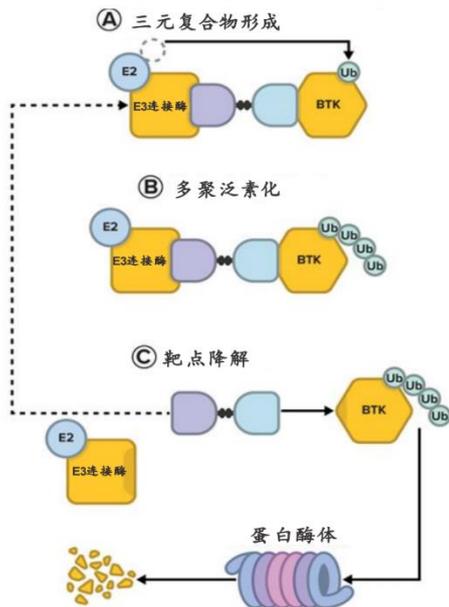
- **BTK CDAC (BGB-16673) 布局 BTK 抑制剂耐药后市场。** CDAC (嵌合式降解激活化合物) 是百济神州自主研发的平台, BGB-16673 采用差异化的 BTK 降解剂, 作用机制不受包括 C481、T474* 和 L528W* 在内的任何 BTK 突变的限制。与抑制相比, 蛋白的完全降解可能提供更好的疗效, 与竞品药物相比, 缺少 IMiD 活性, 有更好的安全性。从机理上, BGB-16673 与 E3 连接酶和 BTK 形成三元复合物, 再对 BTK 进行多聚泛素化, 进而借助蛋白酶体完成靶点降解。

图 14: BTK CDAC 示意图



资料来源: 公司官网、招商证券

图 15: BTK CDAC 作用机制



资料来源: 公司官网、招商证券

BGB-16673 在的 1a/b 期研究过程中, 显示出良好的安全性及有潜力的有效性。在 BGB-16673-101 临床试验治疗 B 细胞恶性肿瘤中, 在既往接受过多线治疗的患者人群中安全性特征良好, 未达到 MTD 未见房颤、高血压。在不良事件中, 挫伤和脂肪酶升高为需要特别关注的不良事件, 挫伤中血尿(50 mg) 的发生随后确认为复发性尿路上皮癌的背景下, 关节痛 (100 mg) 的发生随后确认在 BTK 抑制剂相关关节痛既往史的背景下, 脂肪酶升高为短暂性且无症状。

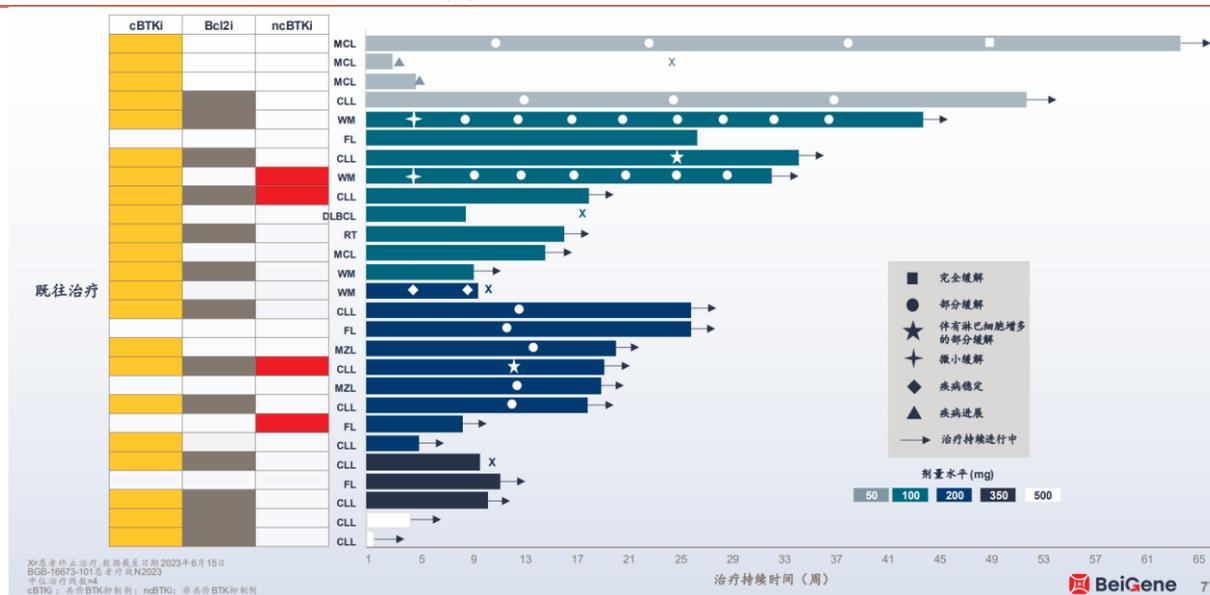
图 16: BTK CDAC 安全性良好

关注的不良事件 (合并, %)	N = 26	
	任何级别	≥ 3级
挫伤 ^a	8 (30.8%)	0
中性粒细胞减少症	6 (23.1%)	4 (15.4%)
脂肪酶升高 ^b	6 (23.1%)	1 (3.8%)
发热	6 (23.1%)	0
高血压	0	0
房颤	0	0

资料来源: 公司官网、招商证券

有效性方面, 在大部分经过 BTK 抑制剂治疗的患者中, 200mg 组别 (N=7) 的 PR 达到 71.4%, PR-L 达到 14.3%, ORR 达到 85.7%, 显示出具有潜力的 BTK 抑制剂耐药后有效性。

图 17: BTK CDAC 在 BTK 耐药人群中具备潜力

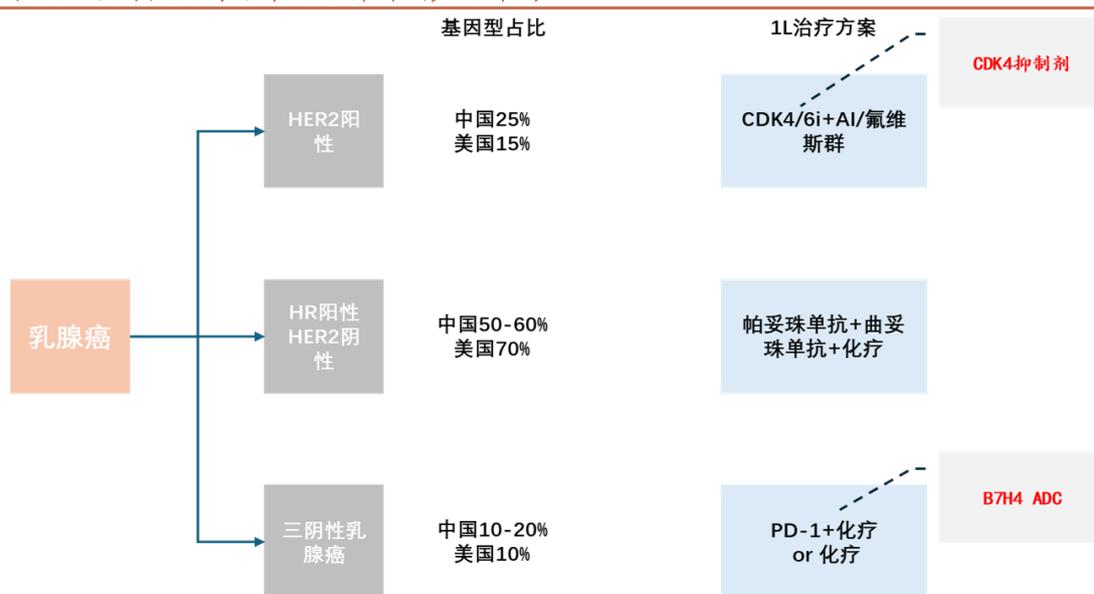


资料来源: 公司官网、招商证券

2、乳腺癌: 布局下一代 CDK 抑制剂, 挑战最大市场的乳腺癌药物

激素受体阳性、HER2 阴性乳腺癌为乳腺癌中占比最高的基因分型, CDK4/6 抑制剂目前为激素受体阳性、HER2 阴性乳腺癌 1 线治疗的基石药物。按照乳腺癌基因分型可将乳腺癌分为 HER2 阳性乳腺癌、HR 阳性 HER2 阴性乳腺癌、三阴性乳腺癌, 其中 HR 阳性 HER2 阴性乳腺癌在中国发病占比 50-60%, 在美国发病占比 70%, 是占比最高的基因分型。对 HR 阳性、HER2 阴性的乳腺癌, 目前的 1 线标准治疗方案以 CDK4/6 抑制剂为基石, 联用氟维司群或芳香化酶抑制剂, TROP2 ADC、HER2 ADC 等均挑战的为 2 线及以后的治疗方案。百济神州管线产品重点围绕 HR 阳性、HER2 阴性的乳腺癌进行布局, 同时涵盖三阴性乳腺癌治疗产品。

图 18: 乳腺癌治疗方案及百济神州产品布局

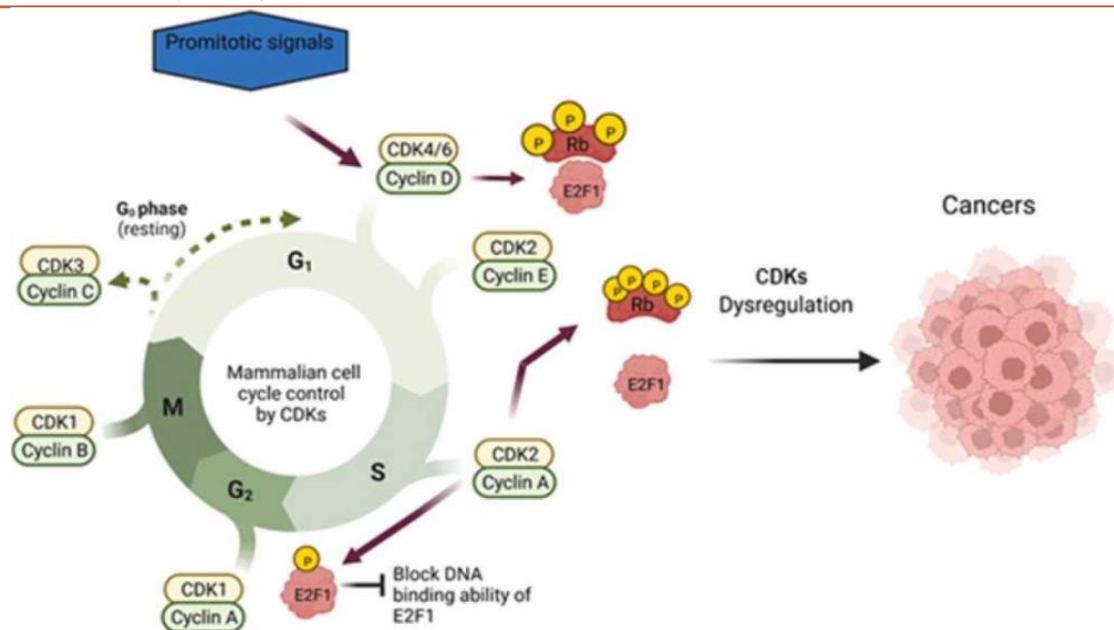


资料来源: NCCN、CSCO、招商证券

CDK4/6 抑制剂升级更新市场空间巨大，对 CDK4 的选择性可能成为药效关键。

目前已经获批上市的 CDK4/6 抑制剂有哌柏西利（辉瑞）、瑞波西利（诺华）、阿贝西利（礼来）和达尔西利（恒瑞），2023 年销售额分别为 48 亿美元、21 亿美元、39 亿美元，市场空间巨大。CDK4/6 抑制剂的作用机制为阻滞细胞周期转换，抑制细胞的有丝分裂，进而完成抗肿瘤功能。CDK4 与 CDK6 均能激活细胞周期，但 CDK4 对肿瘤细胞作用更大，CDK6 对血液细胞作用更大，为平衡血液毒性，CDK4/6 抑制剂存在剂量上限。对 CDK4/6 抑制剂中提高 CDK4 的选择性，可以提高安全性，在非头对头临床试验比较中，已上市的 CDK4/6 抑制剂中阿贝西利血液安全性好，有效性好。而专门设计 CDK4 选择性抑制剂可以进一步提高给药剂量，进而增强治疗效果，是升级的重要思路。

图 19: CDK 抑制剂作用机制



资料来源: Nature、招商证券

图 20: CDK4/6 抑制剂选择性与有效性安全性关系

	Palbociclib	Ribociclib	Abemaciclib
CDK4 (Ki, nM)	1.4	6	0.3
CDK6 (Ki, nM)	2.2	26	4.3
CDK4 选择性 (CDK4:CDK6)	1.5x	4x	14x
剂量	125mg, QD	600mg, QD	150mg, BID
mPFS, m	24.8	25.3	28.2
HR	0.58	0.56	0.54
mOS, m	53.9	63.9	66.8
HR	0.96	0.76	0.8
>=3级中性粒细胞减少	66%	53%	27%
source	PALOMA-2研究	MONALEESA-2研究	MONARCH 3研究

资料来源: ClinicalTrials.gov、招商证券

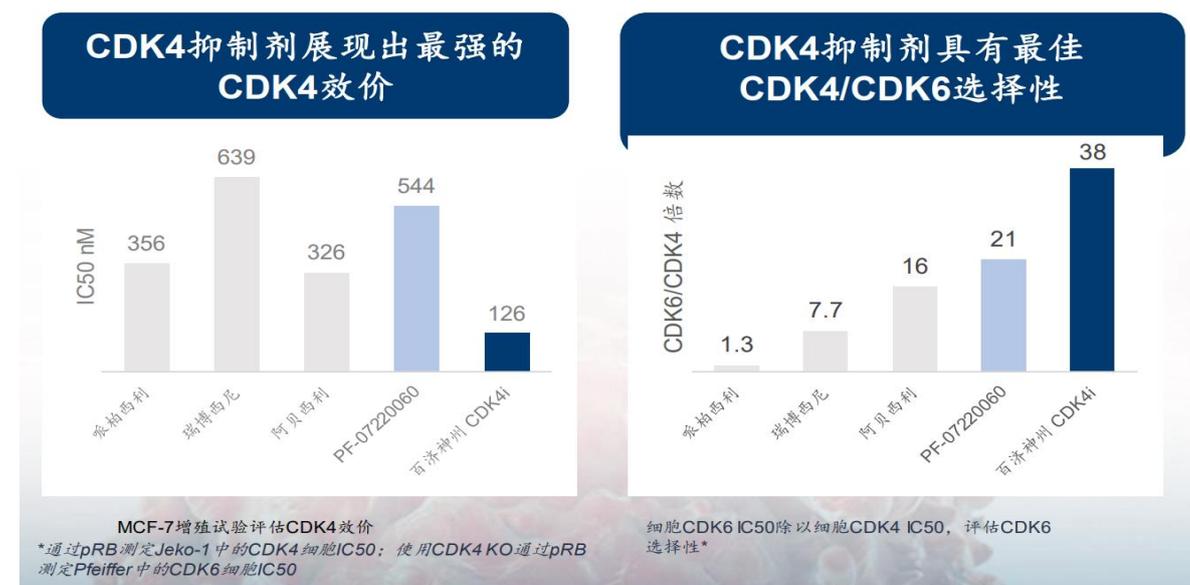
- 百济神州 CDK4 抑制剂 BGB-43395 目前处于 I 期临床阶段, 全球临床进度顺位第三, 与已经上市的 CDK4/6 抑制剂与辉瑞的 CDK4 抑制剂 PF-07220060 相比, 百济神州的 CDK4 抑制剂展现出最强的 CDK4 效价, 同时具有最佳的 CDK4/6 选择性。在 ESMO BCPRO 会议上, PF-07220060 公布了 III 期临床数据, 既往接受 CDK4/6i 治疗的 HR+/HER2- 的乳腺癌患者, 在 25 例基线时有可测量疾病的患者中, 中位随访时间为 13.0 个月, 根据 RECIST v1.1 标准评估的客观缓解率 (ORR) 为 32.0%, 包括 1 例 CR 和 7 例 PRs; 临床获益率 (CBR) 为 64.0%。此外, 无论 ESR1 或 PI3K 通路突变状态如何, 均观察到经确认的客观缓解 (PRs), 同靶点药物已经显示出成药潜力。

图 21: CDK4 抑制剂在研企业

研发企业	研发项目	最新进展
辉瑞	PF-07220060	III 期临床
恒瑞	HRS-6209	II 期临床
百济神州	BGB-43395	I 期临床

资料来源: 药融云、招商证券

图 22: 百济神州 CDK4 抑制剂优势



资料来源: 公司官网、招商证券

- 百济神州同步布局 CDK2 抑制剂。2023 年 11 月，百济神州与 Ensem Therapeutics 达成合作协议，引进后者的差异化 CDK2 抑制剂 ETX-197 (BG-68501)，交易总金额 13.3 亿美元，目前同样推进至 I 期临床阶段。CDK2 在细胞周期中同样起到重要作用，理论上联用 CDK4/6 抑制剂有望取得更好的疗效或对 CDK4/6 抑制剂耐药患者起效。百济神州在 CDK4/6 抑制剂耐药后市场或挑战 CDK4/6 抑制剂市场上做出充分布局。

图 23: CDK2 抑制剂在研企业

研发企业	研发项目	最新进展
Blueprint	BLU-0298	II期临床
辉瑞	PF-07104091	II期临床
安锐生物	AVZO-021	II期临床
阿斯利康	AZD-8421	II期临床
百济神州	BG-68501	I期临床
NiKang Therapeutics	NKT-3447	I期临床
Incyte	INCB-0123667	I期临床

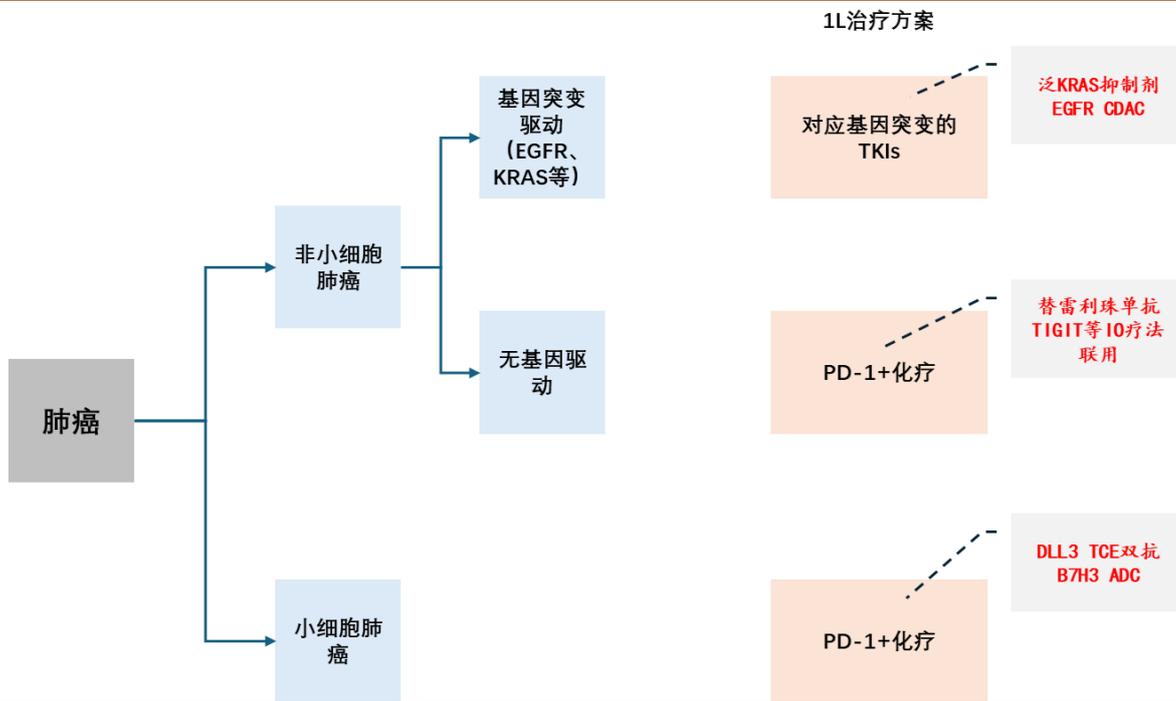
资料来源: 药融云、招商证券

3、肺癌: 多产品涵盖肺癌多分型多分期

肺癌按照是否有基因驱动进行不同用药治疗选择。肺癌可分为非小细胞肺癌 (NSCLC) 与小细胞肺癌 (SCLC)，小细胞肺癌又可以按照基因突变驱动继续分型，有基因突变驱动的非小细胞肺癌小分子激酶抑制剂 (TKIs) 是首选的治疗选择，非基因突变驱动的非小细胞肺癌优先选择免疫疗法，小细胞肺癌治疗以免疫疗法联用化疗为标准治疗，近年来出现 ADC、TCE 双抗等新疗法挑战标准治

疗方案。百济神州肺癌领域布局多产品涵盖肺癌多分型多分期，泛 KRAS 抑制剂布局 KRAS 突变 NSCLC、EGFR CDAC 瞄准 EGFR TKIs 突变耐药后市场；替雷利珠单抗联用 TIGIT 等 IO 疗法布局无基因驱动 NSCLC；DLL3 TCE 与 B7H3 ADC 布局小细胞肺癌领域的治疗。

图 24: 肺癌治疗方案及百济神州产品布局

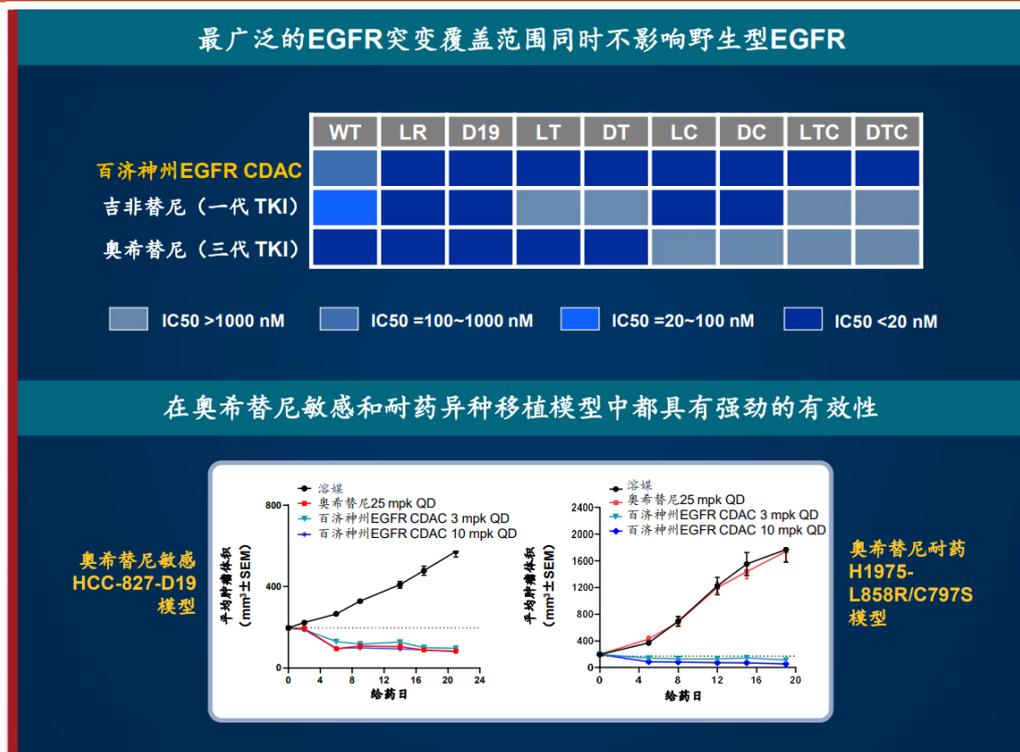


资料来源: 诊疗指南、招商证券

- 肿瘤细胞对 KRAS 突变具有非常高的依赖性，所有肿瘤类型中约 19% 具有 KRAS 突变，而目前尚无针对非 G12C KRAS 突变型肿瘤的有效治疗。BGB-53038 为百济神州开发的泛 KRAS 抑制剂，与突变选择性 KRAS 抑制剂相比，泛 KRAS 抑制剂具有差异化特征，目前已经进入 I 期临床阶段，有望探索肺癌、胰腺癌、结直肠癌等适应症潜力。

EGFR 突变在 NSCLC 中亚洲人种占比高达 50%，白种人占比约为 15%，用药空间巨大，代表性 TKIs 药物奥希替尼 2023 年销售额为 57.99 亿美元。BG-60366 是百济神州研发的新型、潜在同类最佳 EGFR 降解剂，广泛覆盖多种 EGFR 突变，破坏 EGFR 支架功能，产生持久的信号抑制作用，当用于前期治疗线时，非冗余机制有望防止发生耐药。在临床前试验中，显示出对奥希替尼敏感和耐药 EGFR 突变的有效性较高。BG-60366 目前处于临床前研发阶段。

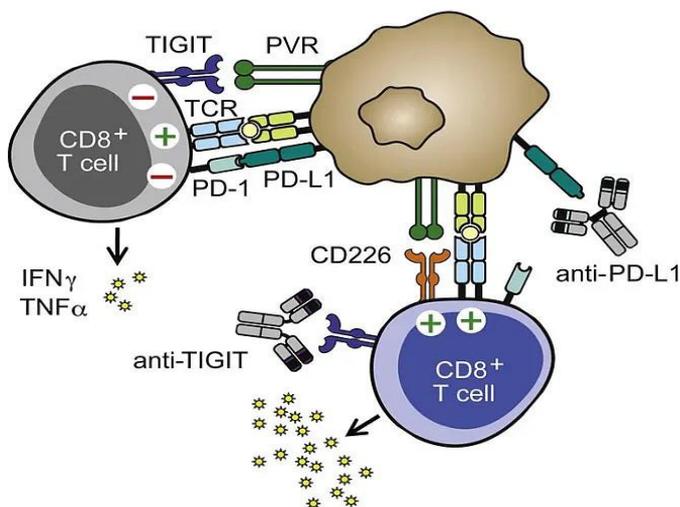
图 25: EGFR CDAC 产品优势



资料来源: 公司官网、招商证券

- 替雷利珠单抗联用 TIGIT 抗体旨在增强 PD-1 免疫疗法效果。替雷利珠单抗联合化疗用于非驱动基因型的 NSCLC 的 1 线治疗与 2/3 线治疗，TIGIT 是 NK 细胞和 T 细胞共有的抑制性受体，介导免疫反应的抑制信号，从而直接抑制 NK 细胞和 T 细胞对肿瘤细胞的杀伤作用。TIGIT 抗体与 PD-1 抗体联用理论上可以提高 PD-1 抗体的治疗效果。百济神州 TIGIT 抗体欧司珀利单抗联用替雷利珠单抗正在推进 PD-L1 阳性的 NSCLC 的 1 线治疗的全球 III 期临床，对照组为 K 药和替雷利珠单抗单药。

图 26: TIGIT 与 PD-1 产品联用机制

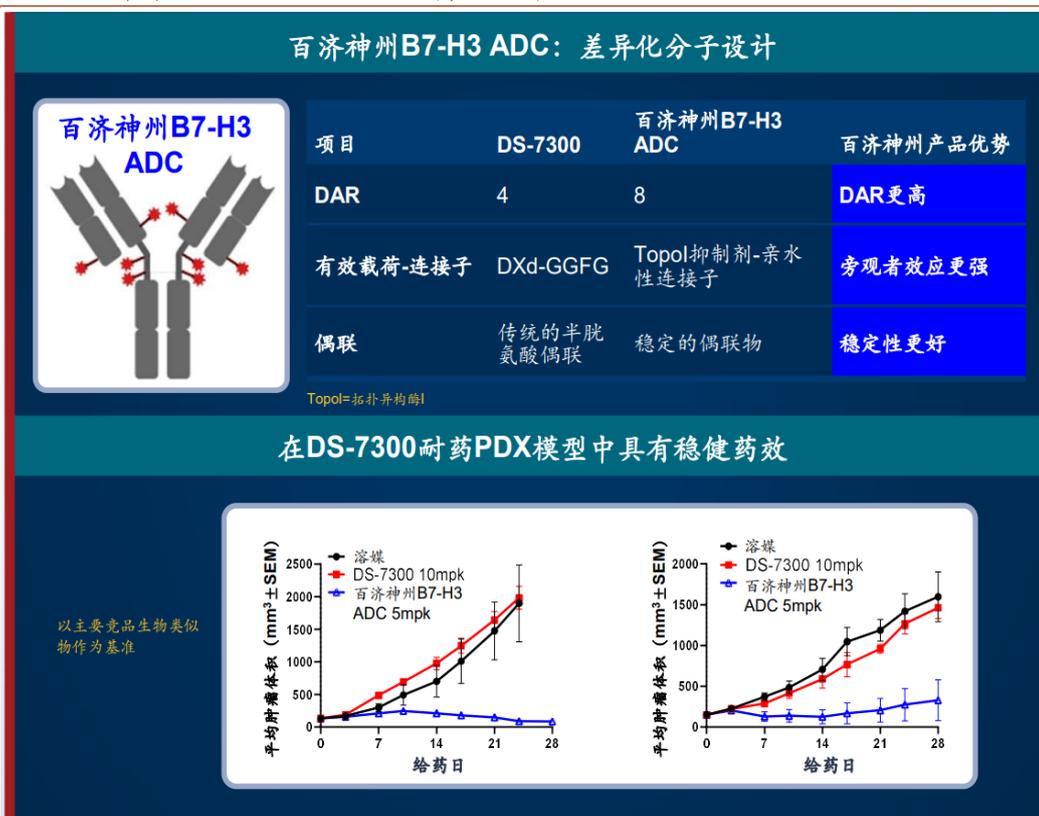


资料来源: Cancer、招商证券

■ 引进 DLL3 TCE、自研 B7H3 ADC 进入小细胞肺癌领域。Taratamab 为百济神州自安进引进的 DLL3/CD3 双抗，2024 年 5 月，FDA 已经加速批准 Tarlatamab 上市，用于治疗铂类化疗期间或之后疾病进展的广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）。本次批准主要是基于一项 II 期 DeLLphi-301 研究积极数据，该研究结果显示，Taratamab 治疗组（10mg Q2W，n=99）ORR 达到 40%，mDoR 为 9.7 个月，mOS 为 14.3 个月，最终完整 OS 数据尚未成熟。Taratamab 在国内已经进入 III 期临床，针对 2 线小细胞肺癌与 1 线小细胞肺癌。

百济神州的 B7H3 ADC BCG-C354 采用差异化分子设计，与第一三共的 B7H3 ADC DS-7300 相比，百济神州的 BCG-C354 DAR 值更高、旁观者效应更强、稳定性更好。DS-7300 在小细胞肺癌患者中已完成临床验证，而 BCG-C354 在 DS-7300 耐药 PDX 模型中具有稳健药效。

图 27：百济神州 B7H3 ADC 分子差异化设计

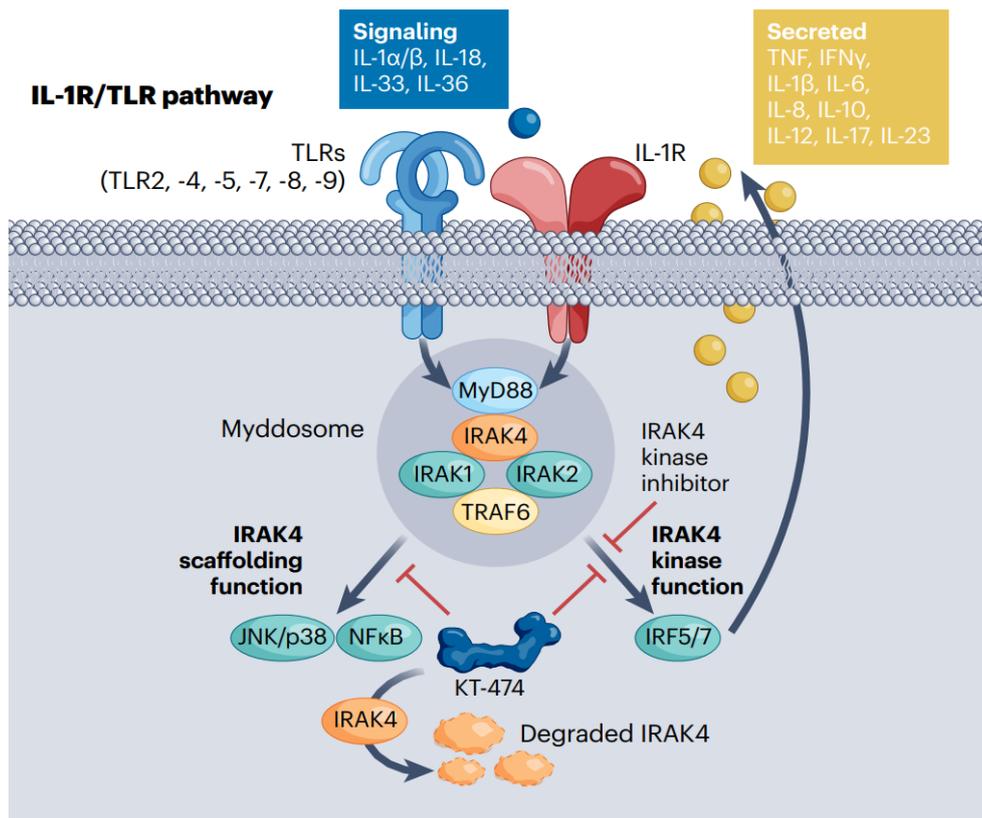


资料来源：公司官网、招商证券

4、自身免疫疾病：基于技术平台优势的疾病治疗领域拓展

百济神州基于自身 CDAC 技术平台拓展治疗领域至自身免疫领域，靶点布局 IRAK4。IRAK4 是免疫通路的偏上游的靶点，生理状态下，IRAK4 处于免疫系统上 IL-1R 信号与 TLR 信号通路交会的节点，与 MyD88（髓样分化因子 88）形成复合物来启动下游免疫反应或细胞生长相关的基因表达。理论上，阻断 IRAK4 信号可以阻断上游 TLRs、IL-1 α/β 、IL-18、IL-33、IL-36 信号传导，可以阻断下游 TNF、IFN γ 、IL-1 β 、IL-6、IL-8、IL-10、IL-12、IL-17、IL-23 信号的激活，进而具备潜力治疗相关的自身免疫性疾病。

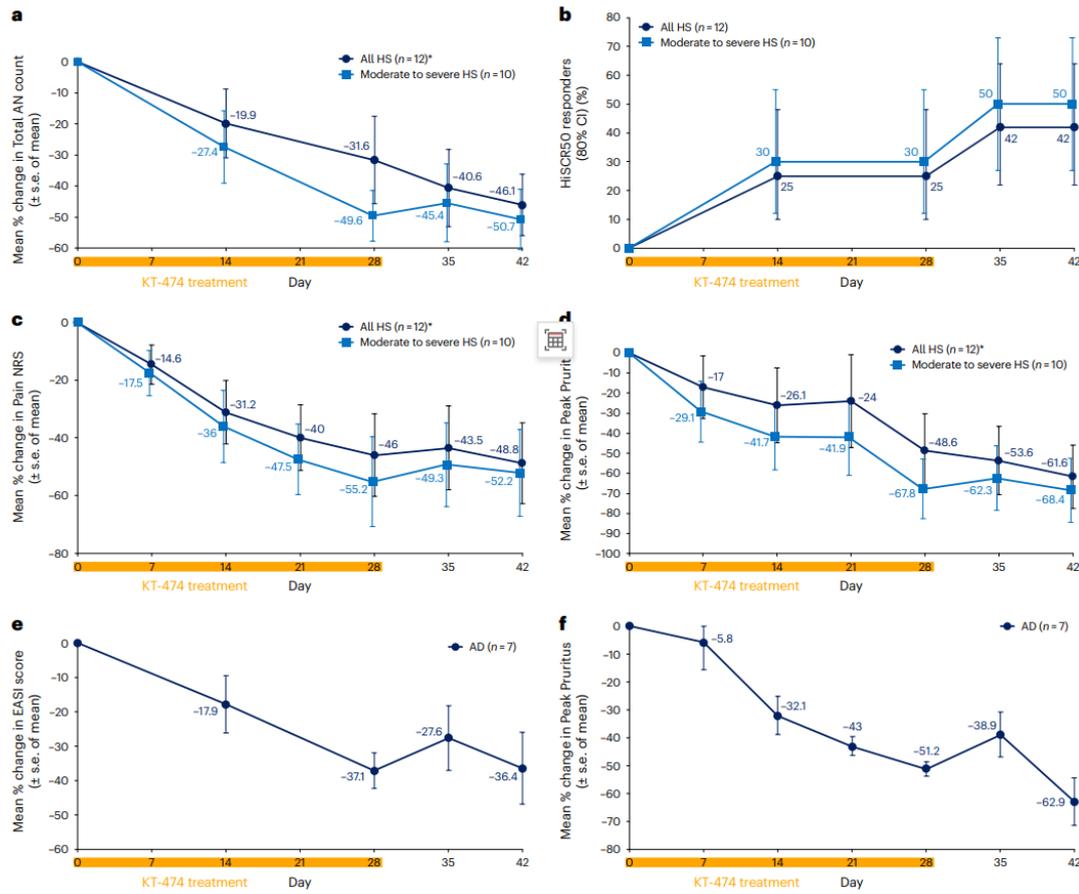
图 28: IRAK4 参与多个自身免疫代谢途径



资料来源: Kymera Therapeutics 官网、招商证券

IRAK4 CDAC 药物已经在 Kymera Therapeutics 公司的 KT-474 的 I 期临床上得到初步验证, 在 KT-474 的 I 期临床试验中, 105 名健康志愿者与 13 名化脓性汗腺炎 (HS) 与 8 名特应性皮炎 (AD) 患者参与临床试验。105 名健康志愿者被分为单剂量队列 (SAD) 与多剂量递增队列 (MAD), MAD 队列给药 14 天, 无论是 SAD 或 MAD 患者, 均能够检测到 IRAK4 在外周血单核细胞与皮肤组织的有效下降, 且下降效果可持续至停药后一段时间。HS 与 AD 患者每天服用 75mg 的 KT-474, 可以观察到 HS 患者经过治疗后, 系列指标均出现改善, 包括脓肿和结节 (AN) 计数减少 46.1-50.7%, HS 临床反应 50% (HiSCR50) 减少率为 42-50%, 疼痛评分量表 (NRS) 数值减少了 48.8-55.2%, 瘙痒峰值减少了 61.6%-68.4%。在 AD 患者中, 湿疹面积和严重程度指数 (EASI) 评分降低了 37.1%。安全性角度, KT-474 在 HS 和 AD 患者中均表现出较好的安全性, 无药物相关的感染事件发生。同时疾病改善程度与 IRAK4 降解程度相关, 百济神州管线产品 IRAK4 CDAC BGB-45035 基于其 CDAC 平台设计, 有望完成更彻底的 IRAK4 清除, 目前处于 I 期临床阶段。

图 29: IRAK4 CDAC 药物 KT-474 初步临床结果



资料来源: Kymera Therapeutics 官网、招商证券

三、盈利预测与估值

对百济神州进行盈利预测与估值，百济神州业绩增长主要由泽布替尼与替雷利珠单抗销售放量驱动。泽布替尼与替雷利珠单抗海外均已上市，我们预期百济神州 2024-2026 年营业收入分别为 268.7 亿元、338.2 亿元、424.6 亿元，同比增长 54%、26%、26%。2024 年大幅减亏，2024-2026 年利润分别为亏损 43.4 亿元、亏损 12.0 亿元，盈利 12.5 亿元。首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

图 30：百济神州营业收入预测（单位：百万元）

	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,871	33,822	42,456
yoy	49.6%	25.9%	25.5%
分产品			
新基产品	343		
安进产品	2,336	2,482	2,628
YOY	52%	6%	6%
自研产品	24,097	31,340	39,828
YOY	75%	30%	27%

资料来源：iFind、招商证券

四、风险提示

研发不及预期风险。创新药领域为创新驱动，若研发进度不及预期，可能对股价造成一定风险。

商业化不及预期风险。创新产品存在商业化存在不及预期风险，若商业化不及预期，可能对公司业绩造成一定风险。

支付政策变化风险。药品存在支付政策变化风险。

竞争加剧风险。若有后续企业进入市场，存在市场竞争加剧，对公司业绩造成波动风险。

海外环境变化风险。创新药出海存在海外风险变化风险。

短期尚未盈利风险。百济神州目前尚未盈利，存在一定风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	36174	29810	22239	24280	27817
现金	20133	15125	3808	3507	3957
交易性投资	6659	7463	7463	7463	7463
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1202	2538	3915	4927	6185
其它应收款	90	502	774	975	1223
存货	1954	2951	4423	5196	6290
其他	6136	1231	1855	2211	2698
非流动资产	8050	11312	11338	11360	11378
长期股权投资	192	184	184	184	184
固定资产	3555	3735	3891	4027	4144
无形资产商誉	716	982	884	796	716
其他	3587	6410	6379	6354	6334
资产总计	44224	41122	33576	35640	39195
流动负债	10303	12833	9626	12890	15199
短期借款	2203	4684	0	2047	2635
应付账款	2482	3680	5515	6479	7843
预收账款	1490	0	0	0	0
其他	4128	4470	4111	4363	4721
长期负债	3590	3185	3185	3185	3185
长期借款	1444	1404	1404	1404	1404
其他	2146	1781	1781	1781	1781
负债合计	13893	16018	12811	16075	18384
股本	1	1	1	1	1
资本公积金	80519	81383	81383	81383	81383
留存收益	(50188)	(56281)	(60619)	(61819)	(60573)
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	30331	25103	20765	19565	20811
负债及权益合计	44224	41122	33576	35640	39195

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(7800)	(7793)	(5148)	(1703)	507
净利润	(13642)	(6716)	(4338)	(1200)	1246
折旧摊销	459	651	617	622	625
财务费用	1718	506	150	150	150
投资收益	(64)	(167)	(149)	(149)	(149)
营运资金变动	2896	(2077)	(1443)	(1135)	(1379)
其它	832	10	16	11	13
投资活动现金流	2415	117	(495)	(495)	(495)
资本支出	(2335)	(4106)	(644)	(644)	(644)
其他投资	4749	4223	149	149	149
筹资活动现金流	(448)	2558	(5674)	1897	438
借款变动	797	2265	(5524)	2047	588
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1707	864	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(2952)	(571)	(150)	(150)	(150)
现金净增加额	(5833)	(5118)	(11317)	(300)	450

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9566	17423	26871	33821	42456
营业成本	1896	2689	4031	4735	5732
营业税金及附加	79	71	110	138	174
营业费用	5997	7304	8578	9106	11218
管理费用	2695	3472	4817	5724	6761
研发费用	11152	12813	13344	15220	17407
财务费用	1309	197	150	150	150
资产减值损失	(7)	(34)	0	0	0
公允价值变动收益	(161)	(51)	(51)	(51)	(51)
其他收益	241	231	100	100	100
投资收益	64	167	100	100	100
营业利润	(13425)	(8810)	(4009)	(1103)	1163
营业外收入	0	2604	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	(13427)	(6208)	(4011)	(1104)	1162
所得税	215	508	327	96	(85)
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(13642)	(6716)	(4338)	(1200)	1246

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	26%	82%	54%	26%	26%
营业利润	40%	-34%	-54%	-73%	-206%
归母净利润	40%	-51%	-35%	-72%	-204%
获利能力					
毛利率	80.2%	84.6%	85.0%	86.0%	86.5%
净利率	-142.6%	-38.5%	-16.1%	-3.5%	2.9%
ROE	-38.8%	-24.2%	-18.9%	-6.0%	6.2%
ROIC	-30.8%	-27.7%	-15.4%	-4.6%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	31.4%	39.0%	38.2%	45.1%	46.9%
净负债比率	10.6%	16.8%	4.2%	9.7%	10.3%
流动比率	3.5	2.3	2.3	1.9	1.8
速动比率	3.3	2.1	1.9	1.5	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.4	0.7	1.0	1.1
存货周转率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	4.5	9.3	8.3	7.7	7.6
应付账款周转率	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8
每股资料(元)					
EPS	-9.88	-4.86	-3.14	-0.87	0.90
每股经营净现金	-5.65	-5.64	-3.73	-1.23	0.37
每股净资产	21.96	18.18	15.03	14.17	15.07
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-16.8	-34.2	-53.0	-191.5	184.4
PB	7.6	9.2	11.1	11.7	11.0
EV/EBITDA	-0.8	-1.1	-2.8	-27.7	4.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。