

百济神州（688235）

CDK4 抑制剂展现出优异早期疗效信号，后续将进入注册临床研究阶段

百济神州的 CDK4 抑制剂 BGB-43395 进度处于前列，有望成为全球第二款进入注册临床阶段的 CDK4 抑制剂

根据公司指引，BGB-43395 预计在未来的 6-12 个月内进入注册临床阶段。BGB-43395 目前开展了 3 项 I 期临床，试验方案涵盖了单药或联合内分泌疗法（ET，Endocrine Therapy）二线治疗，以及联合 ET 和 BCL2i 三线治疗 HR+/HER2- BC。

CDK4 抑制剂 BGB-43395 在多个体外药效评估中均展现出 BIC 潜力

BGB-43395 相较现有 CDK4/6 抑制剂具有更高选择性。BGB-43395 在 GLP 毒理研究中表现良好，未见显著中性粒细胞减少或胃肠道毒性。百济神州的 BGB-43395 体内药代动力学数据符合预期，药效学活性强效。

CDK4 抑制剂 BGB-43395 具有更优抑制效力。目前 CDK4i 领域 FIC 的药物是进入 III 期临床的辉瑞的 PF-07220060，在 MCF-7 增殖实验中，BGB-43395 的抑制细胞增殖效力 IC₅₀ 为 126 nM，比 PF-07220060 更强（后者为 544 nM），活性提升 4.3 倍，展现出卓越疗效。

后续随访时间延长，整体响应率有望大幅提升

从辉瑞披露的数据可以看到，CDK4 抑制剂 Atirmociclib 的中位起效时间是 3.6M。所以对同靶点药物，百济神州的 CDK4i 来说，3 个月的中位随访时间还未到中位起效时间。过往数据提示 CDK4/6i 的应答率随时间延长逐步提升，在 9 个月时达到最高应答概率。BGB-43395 在 3 个月的评估时间看到 240mg、400mg、600mg BID 联用组 SD+PR 为 67%(8/12)，83% (5/6)，75% (6/8)，趋势较好。

盈利预测与投资评级

我们预计 2025-2027 年的营业收入为 375.17、450.24 和 540.34 亿元；预计 2025-2027 年的归母净利润 7.03、40.10 和 67.44 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：公司产品商业化进度不及预期风险、政策变动风险、研发进展不及预期风险、核心技术人员流失风险、市场竞争加剧风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,423.34	27,213.96	37,517.16	45,024.34	54,033.71
增长率(%)	82.13	56.19	37.86	20.01	20.01
EBITDA(百万元)	4,610.02	11,093.44	2,447.68	6,262.84	9,525.73
归属母公司净利润(百万元)	(6,715.86)	(4,978.29)	703.19	4,009.97	6,744.09
增长率(%)	(50.77)	(25.87)	(114.13)	470.26	68.18
EPS(元/股)	(4.94)	(3.59)	0.46	2.60	4.38
市盈率(P/E)	(45.21)	(62.24)	489.45	85.83	51.03
市净率(P/B)	12.10	12.82	13.52	11.68	9.48
市销率(P/S)	17.43	11.39	9.17	7.64	6.37
EV/EBITDA	37.35	19.03	136.49	53.29	34.72

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 07 月 08 日

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	223.35 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	115.06
流通 A 股股本(百万股)	115.06
A 股总市值(百万元)	25,697.59
流通 A 股市值(百万元)	25,697.59
每股净资产(元)	18.00
资产负债率(%)	40.17
一年内最高/最低(元)	268.47/111.22

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《百济神州-季报点评:2025Q1 首次实现季度 GAAP 净利润转正，泽布替尼放量稳定》 2025-05-29
- 2 《百济神州-公司点评:2025 年将实现 GAAP 口径下经营利润为正，实体瘤领域多款早研分子将 POC》 2025-03-16
- 3 《百济神州-季报点评:NON-GAAP 口径下持续盈利，核心在研管线临床数据优异》 2024-11-13

内容目录

1. BGB-43395 跻身新一代高选择性 CDK4 抑制剂研发前列.....	3
2. CDK4 抑制剂 BGB-43395 相较 FIC CDK4i 显示出更强的选择性和抑制效力.....	4
3. CDK4 抑制剂 BGB-43395 体内数据亮眼，药代动力学和药效学数据符合预期.....	4
4. 参照同类 CDK4i 起效时间，CDK4 抑制剂 BGB-43395 疗效潜力显著.....	5
5. 参照 CDK4/6i 响应率时间，CDK4 抑制剂 BGB-43395 后续响应率有望提升.....	6
6. CDK4 抑制剂 BGB-43395 早期临床数据初显较优抗肿瘤响应率.....	7
7. 风险提示.....	8

图表目录

图 1: BGB-43395 对 CDK4 具有高选择性	4
图 2: BGB-43395 在 MCF-7 细胞中具有最强 CDK4 抑制效力.....	4
图 3: BGB-43395 首次人体试验的药代动力学特征	5
图 4: BGB-43395 在乳腺癌患者中观察到强效的药效学活性	5
图 5: Atirmociclib 试验（NCT04557449）数据	5
图 6: 肿瘤体积相较基线随时间变化的蜘蛛图（n=25）	6
图 7: 中位应答时间.....	6
图 8: 不同时点的应答概率	6
图 9: BGB-43395 试验数据.....	7
图 10: 研究者评估的靶病灶直径总和相较基线的最佳变化情况	7
表 1: 进入临床试验阶段的新一代 CDK4 抑制剂	3

1. BGB-43395 跻身新一代高选择性 CDK4 抑制剂研发前列

新一代 CDK 抑制剂赛道大部分在研品种处于 I/II 期临床阶段, 仅有辉瑞制药的 Atirmociclib 推进至 III 期临床阶段。根据 insight 数据库显示, 目前在 CDK4i 领域, 共有四款药物进入临床试验阶段, 其中进度最为领先的是辉瑞的 Atirmociclib(PF-07220060), HR+/HER2- BC 的一线 and 二线治疗均已进入 III 期临床试验。

百济神州的 BGB-43395 进度处于前列, 有望成为第二款进入注册临床阶段的同靶点药物。根据公司指引, BGB-43395 预计在未来的 6-12 个月内进入注册临床阶段。BGB-43395 目前开展了 3 项 I 期临床, 试验方案涵盖了单药或联合内分泌疗法(ET ,Endocrine Therapy) 二线治疗, 以及联合 ET 和 BCL2i 三线治疗 HR+/HER2- BC。根据指引, BGB-43395 最早能于今年启动 2L BC 的 III 期全球多中心临床试验, 有望成为第二款进入注册临床阶段的药物。

表 1: 进入临床试验阶段的新一代 CDK4 抑制剂

药物	项目 全球 最高 进度	申办 者	适应症	试验 状态	分期	首次登 记 / 公 示日期	试验组方案	对照组 方案	试验开始日期	主要指标 完成日期	目标 入组 人数	地区
BGB-43395 (CDK4i)	I 期	百济神州	mHR+/HER2-BC 3L+	招募中	I 期	2025-01-03	BGB-43395+BGB-21447 (BCL2i) +ET	-	2025-02-04	2027-06-30(预计)	92	含中美
			a/m HR+/HER2- BC 或其他晚期实体瘤 2L+	招募完成	I 期	2024-02-12	BGB-43395 联合 ET	-	2024-04-01	2026-02-28(预计)	187	中国内地
			mHR+/HER2-BC 和其他晚期实体瘤 2L+	招募中	I 期	2023-11-07	BGB-43395 单药, 或联合 ET	-	2023-12-01	2028-06-01(预计)	431	含中美
HRS-6209 (CDK4i)	I/II 期	恒瑞医药	BC 2L+	招募中	I/II 期	2025-05-16	HRS-6209 联合 ET	-	2025-05-22	2025-12-01(预计)	80	中国内地
			晚期不可切除或转移性 BC 2L+	招募中	I/II 期	2024-11-06	三药组合: HRS-6209+HRS-2189 (KAT6A) 并联用氟伐他汀(降脂药)或 ET	-	2025-01-21	2026-10-30(预计)	300	中国内地
			晚期不可切除或转移性 BC 2L+	招募中	I/II 期	2024-08-05	HRS-6209 联合 ET	-	2024-08-12	2025-12-01(预计)	528	中国内地
			晚期实体瘤	尚未招募	I 期	2023-02-20	HRS-6209	-	/	2026-12-30(预计)	90	中国内地
ARTS-023 (CDK4i)	I/II 期	Avenzo Therapeutics	晚期实体瘤	招募中	I/II 期	2025-05-31	两药: ARTS-023 联用 ET 三药: 两药+CDK2i 四药: 两款 ET+CDK2i+ARTS-023	-	2025-06-01(预计)	2028-08-01(预计)	380	美国
Atirmociclib (CDK4i)	III 期	辉瑞	a/m HR+/HER2- BC 1L	招募中	III 期	2025-01-07	Atirmociclib 联用 ET	来曲唑, CDK4/6i	2025-01-06	2029-01-02(预计)	1020	含中美
			HR+/HER2- BC	招募	II 期	2024-06	Atirmociclib 联用 ET	来曲唑	2024-07-11	2025-10-	118	含美

			新辅助治疗	中	期	-18				24(预计)		国
			a/m ER+/HER2- BC	招募 完成	I/II 期	2024-01 -04	Atirmociclib 联用 ET	-	2024-02-19	2025-09- 05(预计)	50	含中 美
			a/m HR+/HER2- BC 且 CDK4/6i 治疗 失败	招募 完成	III 期	2023-10 -24	Atirmociclib 联用 ET	氟维司 群, 依维莫 司+依 西美坦	2024-01-09	2025-06- 07(预计)	264	含中 美
			HR+/HER2- BC 和其他晚期实 体瘤 2L	招募 完成	I/II 期	2022-03 -02	双药: Atirmociclib+Tagtociclib (CDK2i) 三药: 在双药基础上联用 ET	-	2022-03-14	2026-08- 23(预计)	144	含中 美
			a/m ER+/HER2- BC 2-4L	招募 中	I 期	2020-10 -28	Atirmociclib 联用 PF-07248144 (KAT6A, KAT6B) 和 ET	-	2020-11-16	2028-01- 30(预计)	320	含中 美

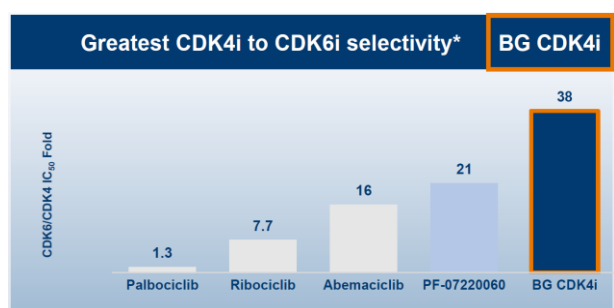
资料来源: 丁香园 insight 数据库, 百度健康官网, 天风证券研究所

2. CDK4 抑制剂 BGB-43395 相较 FIC CDK4i 显示出更强的选择性和抑制效力

BGB-43395 相较现有 CDK4/6 抑制剂具有更高选择性。CDK4/6 抑制剂在 HR+/HER2- 乳腺癌领域商业成功, 全球销售峰值预计超 180 亿美元; 根据 IQVIA MIDAS™ 的数据, 2024 年全球 CDK4/6i 抑制剂市场销售额为 147.77 亿美元, 同比增长 17%。已有 3 款 FDA 批准药物, 但均存在毒性问题。而 BGB-43395 (CDK4i) 选择性抑制 CDK4, CDK6/CDK4 IC₅₀ 比值高达 38 倍, 远高于其他产品 (PF-07220060: 21; Abemaciclib: 16; Ribociclib: 7.7; Palbociclib: 1.3), 说明几乎不抑制 CDK6, 选择性非常好, 可避免 CDK6 介导的毒性及其它脱靶毒性, 安全性更优。BGB-43395 在 GLP 毒理研究中表现良好, 未见显著中性粒细胞减少或胃肠道毒性。

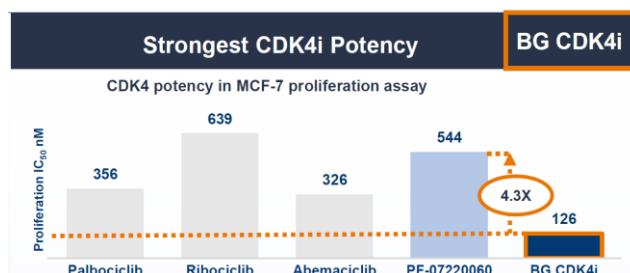
BGB-43395 具有更优抑制效力。目前 CDK4i 领域 FIC 的药物是进入 III 期临床的辉瑞的 PF-07220060, 在 MCF-7 增殖实验中, BGB-43395 的抑制细胞增殖效力 IC₅₀ 为 126 nM, 比 PF-07220060 更强 (后者为 544 nM), 活性提升 4.3 倍, 展现出卓越疗效。

图 1: BGB-43395 对 CDK4 具有高选择性



资料来源: 百济神州推介资料, 天风证券研究所

图 2: BGB-43395 在 MCF-7 细胞中具有最强 CDK4 抑制效力

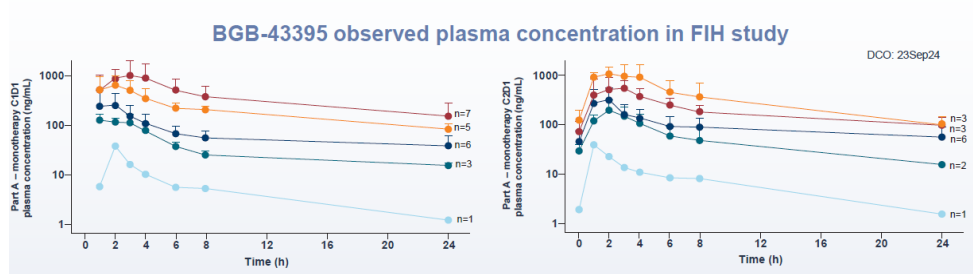


资料来源: 百济神州推介资料, 天风证券研究所

3. CDK4 抑制剂 BGB-43395 体内数据亮眼, 药代动力学和药效学数据符合预期

CDK4 抑制剂 BGB-43395 在测试的剂量水平中显示出预期的药代动力学特征。BGB-43395 单药在与 CDK4 依赖相关的晚期实体瘤患者中的初步临床数据显示，其口服后快速吸收，T_{max} 中位数约为 2 小时。半衰期约为 13 小时。暴露水平与剂量呈比例增加。与 fulvestrant 或 letrozole 联合用药不影响暴露水平。

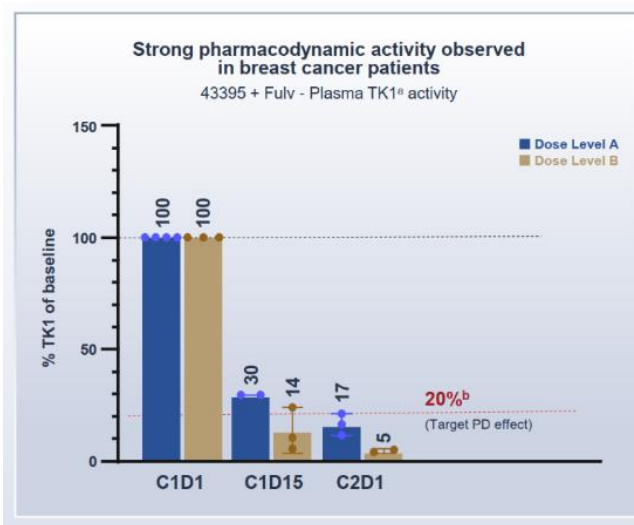
图 3：BGB-43395 首次人体试验的药代动力学特征



资料来源：百济神州推介资料，天风证券研究所

BGB-43395 药效学效应强，达到目标水平。BGB-43395 与氟维司群联合治疗的剂量 A 和剂量 B 对患者血液中 TK1 抑制水平达到了目标药效学效应。TK1 是 DNA 合成补救途径的关键酶，负责催化胸苷磷酸化为胸苷一磷酸（dTMP），为 DNA 复制提供原料。在细胞周期中，TK1 活性在 G1/S 期显著升高，直接驱动细胞进入 DNA 合成阶段。乳腺癌等恶性肿瘤细胞因异常增殖，TK1 表达水平远高于正常组织（可达健康人的 2-5 倍）。这一指标直接反映药物对肿瘤细胞 DNA 合成能力的抑制效果，是评估治疗响应的重要生物标志物。

图 4：BGB-43395 在乳腺癌患者中观察到强效的药效学活性



资料来源：百济神州推介资料，天风证券研究所

4. 参照同类 CDK4i 起效时间，CDK4 抑制剂 BGB-43395 疗效潜力显著

从辉瑞披露的数据可以看到，CDK4 抑制剂 Atimociclib 的中位起效时间是 3.6M。所以对同靶点药物，百济神州的 CDK4i 来说，3M 的中位随访时间还未到中位起效时间。

图 5：Atimociclib 试验（NCT04557449）数据

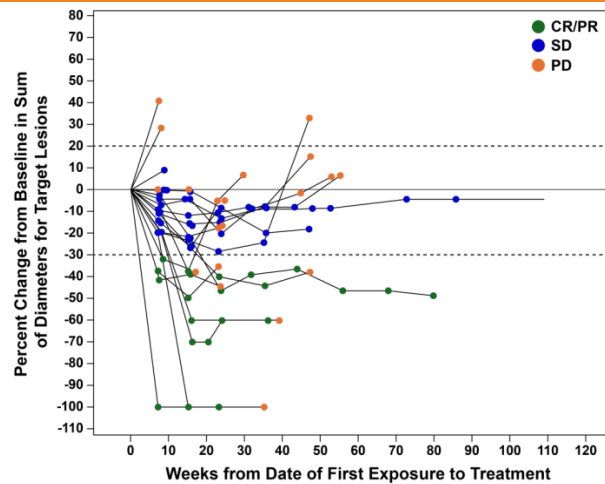
Tumor response based on investigator assessment (RECIST v1.1)

Parts 1B+1C (n=33)	
Best overall response, n (%)	
Complete response (CR)	1 (3.0%)
Partial response (PR)	7 (21.2%)
Stable disease (SD)	14 (42.4%)
Progressive disease (PD)	6 (18.2%)
Non-CR/non-PD	5 (15.2%)
Not evaluable	0
Disease control rate (CR+PR+SD+non-CR/non-PD), n (%)	27 (81.8%)
Median PFS, months (95% CI)	8.1 (5.3–10.9)
Patients with measurable disease at baseline n=25	
Objective response (CR+PR), [95% CI]	8 (32.0%) [14.9–53.5]
Clinical benefit rate (CR + PR + ≥ 24 weeks SD), [95% CI]	16 (64.0%) [42.5–82.0]

资料来源：辉瑞官网，天风证券研究所

同时，从辉瑞的蜘蛛图数据中也可以看到该类分子后续的疗效是持续性强的，ORR 为 32%，CBR 为 64%。

图 6：肿瘤体积相较于基线随时间变化的蜘蛛图（n=25）



资料来源：辉瑞官网，天风证券研究所，注：median follow-up time 为 13.0 个月（95%CI, 10.8–NE）

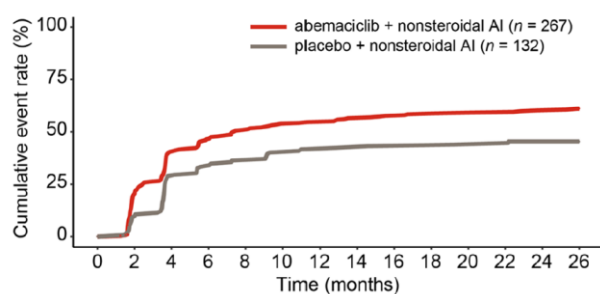
5. 参照 CDK4/6i 响应率时间，CDK4 抑制剂 BGB-43395 后续响应率有望提升

在 MONARCH 试验中，对阿贝西利的响应在接近 9 个月的时候达到。阿贝西利组在随机分组后 3 个月有一批患者治疗起效，在大约 9 个月时达到最大反应概率；阿贝西利组的最大反应概率为 53.4%。

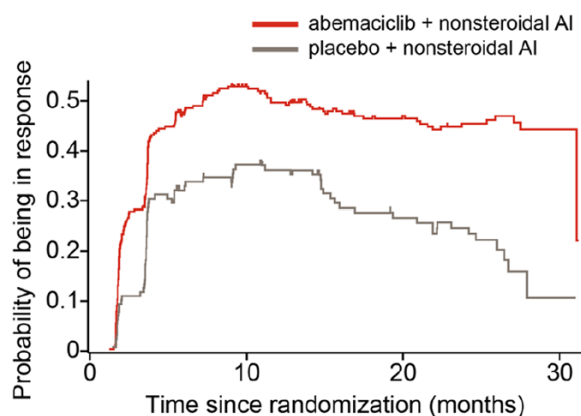
根据阿贝西利的结果也可以合理推测，BGB-43395 的 3 个月的中位观察期较短，后续随治疗时间延长，患者响应率有望有比较大的提升。

图 7：中位应答时间

图 8：不同时间点的应答概率



资料来源: Johnston et al., 《MONARCH 3 final PFS: a randomized study of abemaciclib as initial therapy for advanced breast cancer》, 天风证券研究所



资料来源: Johnston et al., 《MONARCH 3 final PFS: a randomized study of abemaciclib as initial therapy for advanced breast cancer》, 天风证券研究所

6. CDK4 抑制剂 BGB-43395 早期临床数据初显较优抗肿瘤响应率

BGB-43395 在 3 个月的评估时间看到 240mg、400mg、600mg BID 联用组 SD+PR 为 67%(8/12), 83% (5/6), 75% (6/8), 趋势较好。我们认为后续随访时间延长, 整体响应率有望大幅提升。

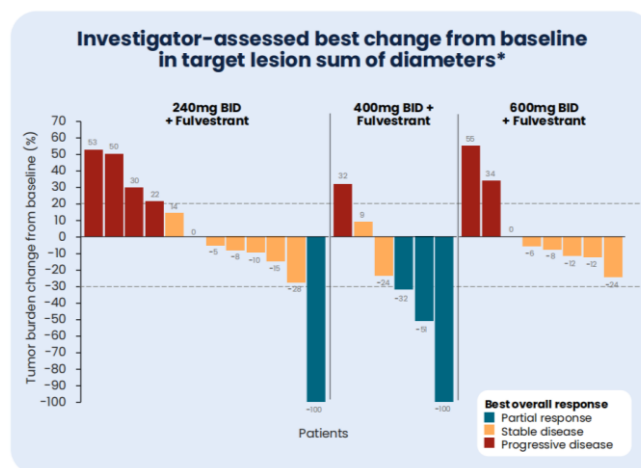
图 9: BGB-43395 试验数据

BGB-43395 + Fulvestrant Dose escalation	N=29; Breast Cancer	N=37; Total*
Number of prior lines of therapy in metastatic setting	4 (0-11) 90%	4 (0-11) 73%
• Median (range)		
• ≥ 3 Lines		
Prior chemotherapy (including ADC)	100%	100%
Prior endocrine therapy	100%	84%
Prior CDK4/6 inhibitor(s)	93%	76%
Median follow-up (months)	3.0	2.7
Objective response rate#	11% (2 of 19)	15% (4 of 27)

Breast cancer patients with 'bone only' metastatic disease are eligible for dose escalation but are not response evaluable (19 of 29 response evaluable)

资料来源: 百济神州推介资料, 天风证券研究所

图 10: 研究者评估的靶病灶直径总和相较基线的最佳变化情况



资料来源: 百济神州推介资料, 天风证券研究所

7. 风险提示

公司产品商业化进度不及预期风险：产品获批后可能因市场推广、医生接受度等导致销售放量缓慢，影响收入增长。

政策变动风险：医药行业受政策影响较大，政策调整可能降低产品利润或延缓上市进程。

研发进展不及预期风险：新药研发周期长、投入高，临床试验可能因疗效不足、安全性问题或监管要求变化而失败或延迟。

核心技术人员流失风险。高端研发人才竞争激烈，若关键研发人员或管理团队流失，可能影响研发效率和核心技术稳定性。

市场竞争加剧风险。国内外药企加速布局创新药，同靶点药物增多可能导致价格战，削弱公司产品的市场竞争力。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,124.88	12,279.42	7,844.46	7,435.31	10,058.62
应收票据及应收账款	2,538.27	4,883.63	3,170.06	6,978.44	5,809.73
预付账款	984.36	913.47	4,087.52	1,017.74	4,529.72
存货	2,951.16	3,580.35	7,489.28	3,364.99	8,675.81
其他	8,211.38	7,250.09	8,067.96	7,509.50	8,256.98
流动资产合计	29,810.06	28,906.96	30,659.28	26,305.97	37,330.86
长期股权投资	184.18	239.00	239.00	239.00	239.00
固定资产	3,735.30	6,311.89	7,671.78	9,159.22	10,786.95
在建工程	5,248.86	4,718.00	5,027.60	5,306.24	5,557.02
无形资产	982.34	1,166.34	1,071.85	977.35	882.85
其他	1,160.94	1,492.52	1,065.65	1,130.60	1,046.63
非流动资产合计	11,311.62	13,927.75	15,075.88	16,812.41	18,512.45
资产总计	41,121.68	42,834.71	45,735.15	43,118.39	55,843.31
短期借款	4,683.67	5,890.98	3,156.00	2,524.80	2,019.84
应付票据及应付账款	3,679.67	4,399.06	4,529.90	2,617.58	3,716.71
其他	4,469.69	5,713.46	9,351.98	5,220.31	10,640.01
流动负债合计	12,833.03	16,003.51	17,037.88	10,362.69	16,376.56
长期借款	1,403.91	1,216.33	1,459.00	1,386.05	1,330.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,781.40	1,439.65	1,781.40	1,902.80	1,821.87
非流动负债合计	3,185.31	2,655.98	3,240.40	3,288.85	3,151.87
负债合计	16,018.33	18,659.49	20,278.28	13,651.55	19,528.42
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.91	0.93	0.94	0.94	0.94
资本公积	81,383.04	85,170.66	86,323.50	86,323.50	86,323.50
留存收益	(57,688.27)	(62,666.55)	(61,963.36)	(57,953.40)	(51,209.31)
其他	1,407.66	1,670.18	1,095.80	1,095.80	1,199.76
股东权益合计	25,103.34	24,175.22	25,456.88	29,466.84	36,314.88
负债和股东权益总计	41,121.68	42,834.71	45,735.15	43,118.39	55,843.31

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(6,715.86)	(4,978.29)	703.19	4,009.97	6,744.09
折旧摊销	651.18	1,217.66	1,568.85	1,724.73	1,896.20
财务费用	505.98	289.44	212.69	9.67	(125.85)
投资损失	(167.43)	(296.40)	(87.84)	(106.36)	(120.55)
营运资金变动	2,745.62	(972.82)	(1,514.87)	(2,093.75)	(1,913.17)
其它	(4,812.74)	3,481.36	(68.53)	(67.85)	(67.17)
经营活动现金流	(7,793.25)	(1,259.05)	813.48	3,476.41	6,413.56
资本支出	4,598.13	3,773.98	2,802.09	3,274.90	3,761.15
长期投资	(8.03)	54.81	0.00	0.00	0.00
其他	(4,472.81)	(6,217.66)	(5,721.04)	(6,429.16)	(7,186.48)
投资活动现金流	117.29	(2,388.86)	(2,918.94)	(3,154.26)	(3,425.33)
债权融资	2,024.00	1,215.63	(2,907.96)	(731.31)	(468.86)
股权融资	1,488.14	4,050.17	578.47	0.00	103.95
其他	(953.74)	(4,439.61)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,558.41	826.19	(2,329.50)	(731.31)	(364.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,117.55)	(2,821.72)	(4,434.96)	(409.16)	2,623.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,423.34	27,213.96	37,517.16	45,024.34	54,033.71
营业成本	2,689.08	4,234.10	5,849.64	5,853.16	6,484.05
营业税金及附加	71.28	127.80	153.48	184.19	221.05
销售费用	7,304.46	8,855.66	9,716.94	11,632.04	13,022.12
管理费用	3,471.67	4,277.85	5,890.19	6,213.36	6,862.28
研发费用	12,813.45	14,139.84	15,069.06	16,659.01	19,888.19
财务费用	196.74	143.15	212.69	9.67	(125.85)
资产/信用减值损失	(34.86)	(21.97)	(23.28)	(18.54)	(22.38)
公允价值变动收益	(50.73)	(98.45)	(68.53)	(67.85)	(67.17)
投资净收益	167.43	296.40	87.84	106.36	120.55
其他	231.25	226.46	207.29	226.31	222.83
营业利润	(8,810.26)	(4,162.00)	828.48	4,719.20	7,935.70
营业外收入	2,603.63	0.43	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.65	1.08	1.20	1.60	1.48
利润总额	(6,208.27)	(4,162.65)	827.28	4,717.61	7,934.22
所得税	507.59	815.64	124.09	707.64	1,190.13
净利润	(6,715.86)	(4,978.29)	703.19	4,009.97	6,744.09
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(6,715.86)	(4,978.29)	703.19	4,009.97	6,744.09
每股收益 (元)	(4.94)	(3.59)	0.46	2.60	4.38

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	82.13%	56.19%	37.86%	20.01%	20.01%
营业利润	-34.38%	-52.76%	-119.91%	469.62%	68.16%
归属于母公司净利润	-50.77%	-25.87%	-114.13%	470.26%	68.18%
获利能力					
毛利率	84.57%	84.44%	84.41%	87.00%	88.00%
净利率	-38.55%	-18.29%	1.87%	8.91%	12.48%
ROE	-26.75%	-20.59%	2.76%	13.61%	18.57%
ROIC	-139.12%	-58.03%	7.48%	26.18%	34.84%
偿债能力					
资产负债率	38.95%	43.56%	44.34%	31.66%	34.97%
净负债率	-32.65%	-16.52%	-8.85%	-8.71%	-15.93%
流动比率	2.32	1.81	1.80	2.54	2.28
速动比率	2.09	1.58	1.36	2.21	1.75
营运能力					
应收账款周转率	9.32	7.33	9.32	8.87	8.45
存货周转率	7.10	8.33	6.78	8.30	8.98
总资产周转率	0.41	0.65	0.85	1.01	1.09
每股指标 (元)					
每股收益	-4.94	-3.59	0.46	2.60	4.38
每股经营现金流	-5.73	-0.91	0.53	2.26	4.16
每股净资产	18.46	17.43	16.52	19.12	23.57
估值比率					
市盈率	-45.21	-62.24	489.45	85.83	51.03
市净率	12.10	12.82	13.52	11.68	9.48
EV/EBITDA	37.35	19.03	136.49	53.29	34.72
EV/EBIT	42.78	21.22	380.13	73.55	43.34

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com