

中信证券研究部

核心观点



陈竹
 首席医药分析师
 S1010516100003



刘泽序
 医药分析师
 S1010518060001

公司业绩符合预期，2020Q2 产品收入环比提升明显。替雷利珠单抗和泽布替尼进入高速放量期，白蛋白紫杉醇负面影响逐步减弱。研发迎来收获期，正在步入商业化新篇章。现金储备丰富，保障公司持续性研发投入。

公司业绩符合预期，2020Q2 产品收入环比提升明显。公司 2020H1，2020Q2 分别实现总收入 1.18 亿美元、6563.5 万美元，同比-63.36%，-73.03%，主要由于和新基公司终止合作减少合作收入和白蛋白紫杉醇产品停销所致。若扣除合作收入影响，2020H1 产品收入同比+1.84%，其中 2020Q2 环比+26.08%，第二季度产品收入增长有所加快。公司 2020H1 净亏损为 6.99 亿美元，同比有所扩大，主要是研发费用的增加以及扩大在华和在美上市产品推广的商业团队规模导致的费用增加。总体来看公司 2020H1 业绩符合预期。

替雷利珠单抗和泽布替尼进入高速放量期，白蛋白紫杉醇负面影响逐步减弱。新上市产品替雷利珠和泽布替尼 2020Q2 分别实现销售收入 2942 万美元、697 万美元，环比+43.30%、868.06%，销量大幅增长主要由于新适应症在国内获批上市及产品的持续推广。其中替雷利珠单抗虽然上市进度位于国产第四名，但销售额正逐步追赶国内同行，考虑到今年下半年有望通过谈判纳入全国医保，预计后续几个季度将维持高速增长。泽布替尼国内、国外分别实现 391 万美元、306 万美元收入，其中国内方面今年 6 月刚刚开始销售；海外目前获批的适应症成年套细胞淋巴瘤（二线及以上）适用人群较少，其一线治疗成年慢性淋巴细胞白血病/淋巴细胞性淋巴瘤的重要适应症临床数据有望于 2020H2 公布，值得重点关注。商业合作产品瑞复美和维达莎收入为 2901 万美元，同比+23.92%。尽管原品种白蛋白紫杉醇产品停销和召回导致其 2020Q2 收入与 2019 同期减少 3449 万美元，其他核心产品的迅速放量已抵消白蛋白紫杉醇的负面影响，实现 2020Q2 产品收入同比+12.89%。

研发迎来收获期，正在步入商业化新篇章。2020H1 研发费用为 5.90 亿美元，同比+44.99%，实现高速增长。高强度的研发投入下，公司研发进展顺利：1) 核心肿瘤管线产品陆续获批上市。泽布替尼陆续获 NMPA 批准用于治疗（二线及以上）成年套细胞淋巴瘤、（二线及以上）成年慢性淋巴细胞白血病、（二线及以上）小淋巴细胞性淋巴瘤，此外泽布替尼在以色列和澳大利亚新药上市申请获受理；替雷利珠单抗（PD-1）国内新增获批晚期或转移性尿道上皮癌适应症，其用于治疗（一线晚期）鳞状非小细胞肺癌、（一线晚期）非鳞状非小细胞肺癌及（二线及以上）肝细胞癌的上市申请也被受理；近日帕米帕利针对晚期卵巢癌、输卵管癌与原发腹膜癌的上市申请获优先审评，有望成为公司第三款自主研发的肿瘤产品。2) 早期研发管线布局 TIGIT、Bcl-2、OX40、PI3K δ 、HPK1 等新颖靶点的开发项目进展顺利。其中公司拥有的国内首个 TIGIT 单抗正处于 1/2 期临床，目前已有临床结果证实其与 PD-L1 联用的良好抗肿瘤效果，潜力巨大。3) 与安进合作用于治疗骨巨细胞瘤的地舒单抗国内商业化上市，用于骨髓瘤和实体瘤骨转移的新适应症上市申请已获受理。4) 与 Assembly Biosciences 达成合作，获得三款治疗乙型肝炎感染的产品独家开发和商业化权利，拓宽公司非肿瘤领域研发管线。公司研发迎来收获期，在研药物陆续上市，正步入商业化新篇章。

百济神州	06160
评级	买入（维持）
当前价	133.60 港元
目标价	165.54 港元
总股本	1,170 百万股
港股流通股本	1,170 百万股
52 周最高/最低价	151.6/70.55 港元
近 1 月绝对涨幅	11.89%
近 6 月绝对涨幅	36.33%
近 12 月绝对涨幅	71.28%

■ **现金储备丰富，保障公司持续性研发投入。**截至 2020 年 6 月 30 日，公司现金、现金等价物、受限资金和短期投资共 31.6 亿美元现金储备丰富。此外 2020 年 7 月公司通过定向筹资还获得约 20.7 亿美元的注册发行净收入。充沛的现金储备将保障公司持续加大研发投入，丰富产品管线。

■ **风险因素。**药品研发、上市进展不及预期风险；带量采购导致产品价格大幅下降风险。

■ **盈利预测及估值。**公司多年在研产品陆续上市，同时开拓国内外广阔市场，License in 合作产品研发进展稳步推进，公司步入商业化新篇章。公司早期研发管线布局大潜力靶点，通过商业化合作纳入新产品丰富研发管线。尽管当前由于高研发投入和商业化团队扩张仍处于亏损状态，公司随着新产品陆续上市放量将迎来业绩爆发期。维持公司 2020/2021/2022 年净利润预测为-10.43 亿/-8.81 亿/-6.30 亿美元。依据 DCF 估值方法，我们认为公司合理估值约为 216.80 亿美元，按照美元/港元汇率 7.7515 计算，对应港股目标价 165.54 港元，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	198.22	428.21	422.06	731.73	1,231.19
营业收入增长率	-22.17%	116.03%	-1.44%	73.37%	68.26%
净利润(百万元)	-673.77	-948.63	-1,042.71	-881.36	-629.94
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.66	-0.93	-1.03	-0.87	-0.62
毛利率%	85.52%	83.38%	81.65%	82.72%	84.53%
净资产收益率 ROE%	-38.74%	-98.59%	1295.23%	91.63%	39.57%
每股净资产	2	1	-0	-1	-2
PE	-26.40	-18.71	-133.39	-157.80	-220.79
PB	10	18	-1,728	-145	-87
每股收益 EPS(基本)(港元)	-5.19	-7.32	-1.03	-0.87	-0.62
每股净资产(港元)	13.40	7.43	-0.08	-0.95	-1.57

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 8 月 7 日收盘价；货币单位为美元

利润表 (百万美元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	198	428	422	732	1,231
营业成本	(29)	(71)	(77)	(126)	(190)
毛利率	85.52%	83.38%	81.65%	82.72%	84.53%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(196)	(388)	(422)	(454)	(579)
营业费用率	99.02%	90.67%	100.00%	62.00%	47.00%
管理费用	(679)	(927)	(929)	(951)	(960)
管理费用率	342.55%	216.56%	220.00%	130.00%	78.00%
财务费用	14	9	(37)	(83)	(132)
财务费用率	-7.04%	-2.13%	8.76%	11.28%	10.75%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	(692)	(951)	(1,043)	(882)	(631)
营业利润率	-349.02%	-222.03%	-247.11%	-120.56%	-51.22%
营业外收入	2	7	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	(690)	(944)	(1,043)	(882)	(631)
所得税	16	(7)	0	0	0
所得税率	-2.29%	0.74%	0.00%	0.00%	0.00%
少数股东损益	(0)	(2)	(0)	(1)	(1)
归属于母公司股东的净利润	(674)	(949)	(1,043)	(881)	(630)
净利率	-339.91%	-221.53%	-247.05%	-120.45%	-51.17%

资产负债表 (百万美元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	727	618	106	183	308
存货	16	29	31	49	72
应收账款	132	161	148	252	419
其他流动资产	1,069	365	365	365	365
流动资产	1,944	1,173	649	849	1,163
固定资产	202	325	401	431	431
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	7	6	6	6	6
其他长期资产	97	109	109	109	109
非流动资产	306	440	516	546	546
资产总计	2,250	1,612	1,165	1,395	1,710
短期借款	0	0	730	1,808	2,732
应付账款	214	286	155	190	209
其他流动负债	33	24	20	20	22
流动负债	246	310	906	2,018	2,963
长期借款	190	241	241	241	241
其他长期负债	60	83	83	83	83
非流动性负债	250	324	324	324	324
负债合计	496	634	1,229	2,342	3,287
股本及储备	1,739	962	-81	-962	-1,592
资本公积	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	1,739	962	-81	-962	-1,592
少数股东权益	14	16	16	15	14
股东权益合计	1,754	978	-65	-947	-1,577
负债股东权益总计	2,250	1,612	1,165	1,395	1,710

现金流量表 (百万美元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	-690	-944	-1,043	-882	-631
所得税支出	16	-7	0	0	0
折旧和摊销	9	17	34	40	45
营运资金的变化	20	44	-124	-89	-168
其他经营现金流	96	139	37	83	132
经营现金流合计	-548	-750	-1,096	-848	-622
资本支出	-71	-90	-110	-70	-45
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-567	644	0	0	0
投资现金流合计	-638	554	-110	-70	-45
发行股票	1,627	0	0	0	0
负债变化	34	35	730	1,078	924
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	30	51	-37	-83	-132
融资现金流合计	1,691	86	693	995	792
现金及现金等价物净增加额	505	-110	-513	77	125

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-22.17%	116.03%	-1.44%	73.37%	68.26%
营业利润增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
毛利率	85.52%	83.38%	81.65%	82.72%	84.53%
EBITDA Margin	-320.12%	-216.99%	-247.86%	-126.23%	-58.29%
净利率	-339.91%	-221.53%	-247.05%	-120.45%	-51.17%
净资产收益率	-38.74%	-98.59%	1295.23%	91.63%	39.57%
总资产收益率	-29.95%	-58.84%	-89.53%	-63.17%	-36.85%
资产负债率	0.22	0.39	1.06	1.68	1.92
所得税率	-2.29%	0.74%	0.00%	0.00%	0.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。