

百济神州 (688235)

证券研究报告

2022 年 05 月 06 日

核心产品收入增长超预期，全球商业化快速推进

事件：

公司发布 2021 年年报及 2022 年第一季度主要财务数据公告。2021 年全年实现营收 75.89 亿元，同比增长 257.94%，主要来自产品销量增长及新增授权合作和研发服务收入；其中产品收入 40.90 亿元，同比增长 92.92%；归母净亏损 97.48 亿元，同比收缩 14.37%。2022 年一季度实现营收 19.48 亿元，同比下降 50.4%，主要系合作收入较去年同期有所下降；其中产品收入 16.62 亿元，同比增长 141.4%；归母净亏损 28.66 亿元，同比扩大 965.9%。

点评：

泽布替尼营收同比大幅增长，CLL/SLL 全线治疗有望在欧美获批

泽布替尼 2021 年收入约为 13.82 亿元，同比增长 422.73%；2022Q1 收入为 6.63 亿元，同比增长 363.64%。2022 年 2 月，泽布替尼治疗初治或复发/难治性 CLL/SLL 适应症同时获得 FDA、EUA 上市受理，受理基于针对复发患者对比 FIC 药物伊布替尼的 ALPINE 试验，以及针对初治患者对比主流 BR 治疗的 SEQUOIA 试验，两项 III 期国际多中心头对头试验均体现了泽布替尼的 ORR 优效性及安全性改善，临床结果充分可靠具有 BIC 潜力。泽布替尼 CLL/SLL 大适应症有望在两个重要市场全线获批，我们预计泽布替尼在 2022 年销售额有望大幅增长。

替雷利珠单抗营收环比大幅增长，适应症范围持续扩大

替雷利珠单抗 2021 年收入约 16.17 亿元，同比增长 56.17%；2022Q1 收入为 5.57 亿元，同比增长 79.14%，环比增长 61.03%，在医保新价格执行叠加春节假期的前提下仍取得较大增幅。当前替雷利珠单抗已有八项适应症获得 NMPA 批准上市，其中 2021 年新增获批一线鳞状、非鳞状非小细胞肺癌及二线肝癌 3 项大适应症，且均于同年成功纳入医保，有望实现快速放量。2022 年新增获批二/三线非小细胞肺癌、微卫星不稳定型实体瘤及二线食管鳞癌 3 项适应症。此外二线鼻咽癌适应症已提交上市申请。我们预计随肺癌肝癌适应症进入医保目录后放量，2022 年替雷利珠单抗有望取得较大增长。

Ociperlimab 国际多中心试验顺利开展，TIGIT 靶点进度领先

百济神州针对 ociperlimab 开展多项国际多中心 II/III 期临床试验，适应症涉及 NSCLC、ESCC 及 HCC 等。公司预计于 2022 年披露扩大队列的数据。目前全球已有多家公司开展 TIGIT 靶点药物临床试验，其中罗氏 tiragolumab 在 NSCLC 适应症上临床数据亮眼，在 PD-L1 高表达人群中联用组与阿特珠单抗单药组相比 ORR 与 mPFS 大幅提升（69% vs 24.1%；16.6 vs 4.1 个月）。

全球化临床运营团队推动多项临床管线有序开展

百济神州全球化临床试验运营能力在国内 Biotech 公司中领先，海外团队占比超 50%，遍及中国、美国、欧洲、澳洲等多个地区。公司目前针对超过 30 种药物及候选药物开展了 90 余项临床试验，其中包括 TIGIT 抗体和 BCL2 抑制剂进行的关键性临床试验，针对 OX40、TIM3、PI3K delta 和 HPK-1 靶点在内的早期临床试验，以及多项临床前研究项目。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2022 至 2024 年营业收入为 96.65 亿、127.84 亿、170.24 亿元，实现归母净利润-78.98 亿、-66.77 亿、-36.93 亿元人民币。维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响销售以及研发进度的风险，国际环境恶化风险，靶点研发失败风险，全球业务相关风险，在纳斯达克市场摘牌的风险

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	91.84 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)	75.71
A 股总市值(百万元)	10,566.68
流通 A 股市值(百万元)	6,953.07
每股净资产(元)	29.91
资产负债率(%)	27.65
一年内最高/最低(元)	176.96/82.00

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《百济神州-首次覆盖报告:迈入国际竞争行列的中国创新药企业》 2022-03-21

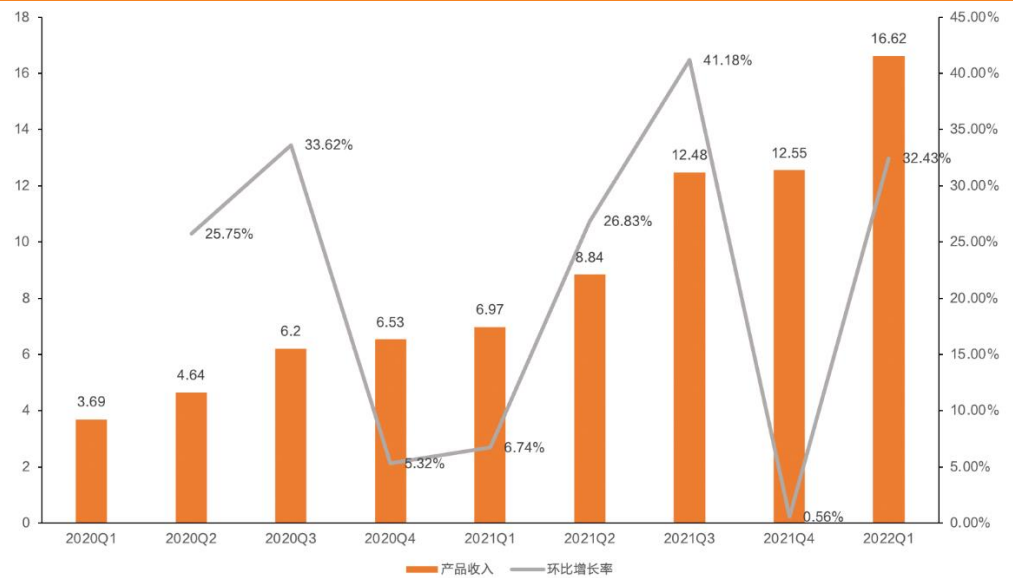
财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,120.20	7,588.96	9,665.07	12,784.18	17,024.36
增长率(%)	(28.23)	257.94	27.36	32.27	33.17
EBITDA(百万元)	(2,066.37)	308.27	(7,295.46)	(6,079.10)	(3,130.83)
净利润(百万元)	(11,383.80)	(9,747.67)	(7,898.25)	(6,676.67)	(3,692.54)
增长率(%)	64.63	(14.37)	(18.97)	(15.47)	(44.69)
EPS(元/股)	(8.53)	(7.30)	(5.92)	(5.00)	(2.77)
市盈率(P/E)	(10.77)	(12.58)	(15.53)	(18.37)	(33.21)
市净率(P/B)	4.84	3.07	0.00	0.00	0.00
市销率(P/S)	57.84	16.16	0.01	0.01	0.00
EV/EBITDA	0.00	(79.09)	3.01	1.06	3.04

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 产品收入保持高速增长，未来长期趋势看好

公司产品收入保持高速增长。2020-2021 年百济神州各季度产品收入总体保持平稳增长。2022Q1 产品收入环比增长 32.43%，较 2021 年同期大幅增长 141.4%，达到 16.62 亿元，我们预计未来有望实现进一步增长。

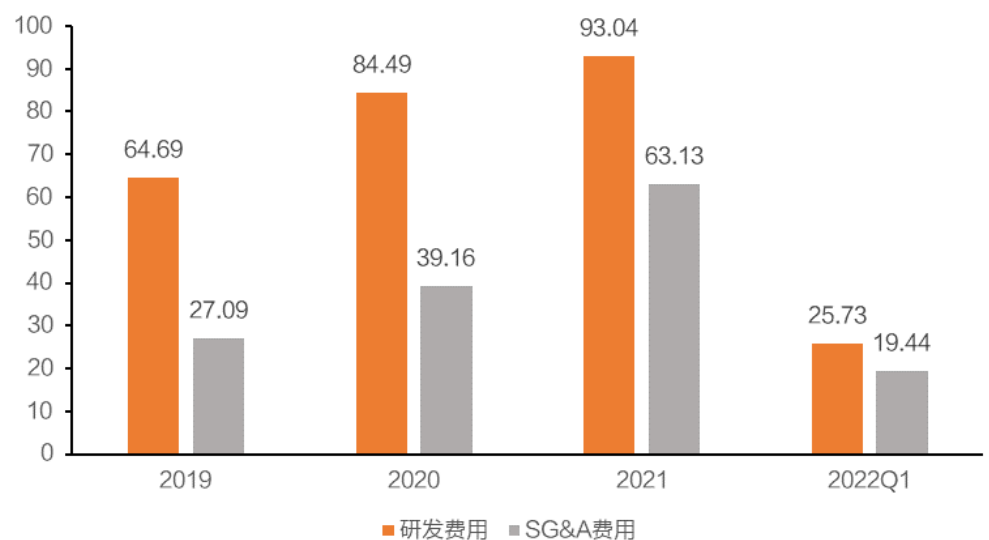
图 1：百济神州 2020 年-2022 年 Q1 分季度产品收入（单位：亿元）



资料来源：wind，百济神州财报，天风证券研究所

公司研发和销售费用保持稳健增长。公司研发费用 2021 年为 93.04 亿元，同比增长 10.1%；2022Q1 为 25.73 亿元，同比增长 21.6%；公司销售、性质及一般费用 2021 年为 63.13 亿元，同比增长 61.2%；2022Q1 为 19.44 亿元，同比增长 61.78%。

图 2：百济神州 2019 年至 2022 Q1 研发和 SG&A 费用（单位：亿元）



资料来源：wind，百济神州财报，天风证券研究所

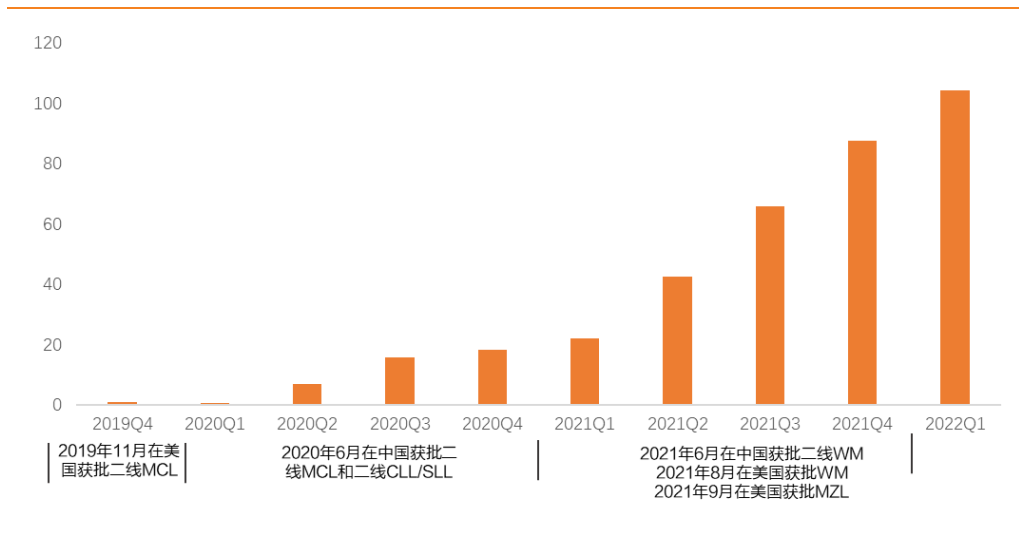
2. 泽布替尼快速放量，头对头临床试验体现 me-better 疗效

2.1. 2021 年泽布替尼销售额同比增长近 4 倍，有望保持高速增长

泽布替尼全球销售额加速上涨。2020 年全球销售额达到 4170 万美元，2021 年全年销售额达到 21790 万美元，同比增长 423%；2022Q1 收入为 6.63 亿元，同比增长 363.64%。预计

随着泽布替尼现获批适应症继续放量以及 CLL/SLL 适应症在美获批上市，泽布替尼销售额有望继续保持高速增长。

图 3：2019-2022Q1 泽布替尼全球销售额（单位：百万美元）



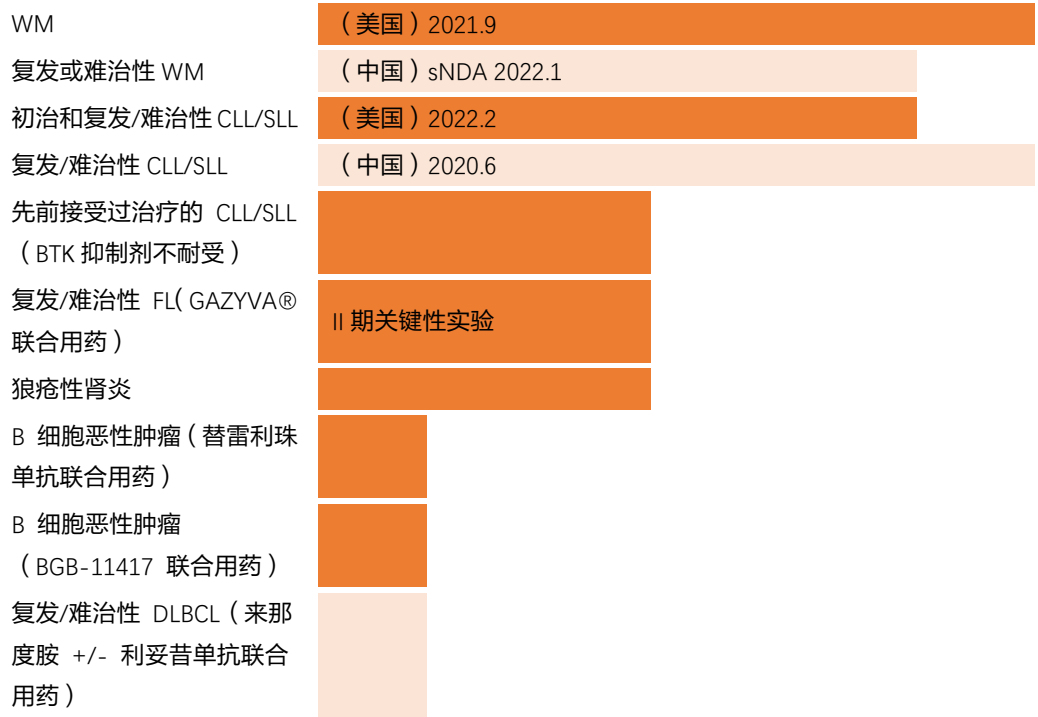
资料来源：百济神州官网，天风证券研究所

2.2. 泽布替尼在全球多地获批上市，CLL/SLL 的上市许可申请获 FDA 受理

泽布替尼治疗 CLL/SLL 新适应症上市许可申请 (sNDA) 获美国 FDA 受理，包括初治和复发/难治人群。泽布替尼已在中国、美国、欧盟、澳大利亚、加拿大等 45 个国家或地区市场获批多项适应症。2022 年 2 月 22 日，百济神州宣布 FDA 已接受泽布替尼的补充新药申请(sNDA)，用于治疗患有 CLL/SLL 的成年患者。CLL 是成人中最常见的白血病类型，CLL 占 25%新发白血病病例，2021 年美国新发 CLL 病例超 2.1 万例。参考阿卡替尼在 CLL/SLL 适应症获批上市后销售额的增长速度，我们预计随着该适应症的获批，泽布替尼有望保持高速增长。

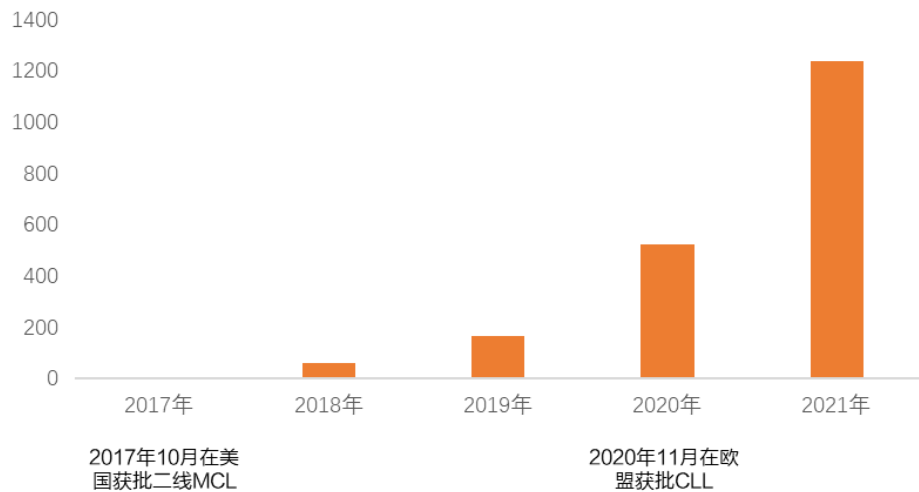
表 1：泽布替尼整体进展及主要临床试验（截至 2022 年 4 月）

通用名/商品名/实验室代码	药物类型	适应症	临床前研究	I 期	II 期	III 期	上市申请	上市
泽布替尼胶囊/百悦泽®/BRUKINSA®	小分子 BTK 抑制剂	复发/难治性 MCL	(美国) 2019.11 (中国) 2020.6 (阿联酋) 2021.2 (加拿大) 2021.7 (智利) 2021.7 (巴西) 2021.8 (以色列) 2021.10 (新加坡) 2021.10 (澳大利亚) 2021.10 (俄罗斯) 2021.10					
BGB-3111	抑制剂	既往接受过至少一种治疗的 MCL	(沙特阿拉伯及其他 MENA 地区) 2021.11					
		一线 MCL (利妥昔单抗联合用药)						
		复发/难治性 WM	(中国) 2021.6 (澳大利亚) 2021.10					
		复发/难治性或接受过至少一种治疗的 WM	(欧盟) 2021.11 (英国) 2021.12 (瑞士) 2022.2 (以色列) 2022.3					
		复发/难治性或不适合化学免疫疗法的一线 WM	(加拿大) 2021.3					
		复发/难治性 MZL	(美国) 2021.9 (加拿大) 2022.3					



资料来源：百济神州公众号，百济神州招股书，百济神州官网，天风证券研究所，注：浅色为中国区管线，深色为全球管线，“全球”指在中国境外设置有临床试验中心的所有临床试验。

图 4：2017-2021 年阿卡替尼全球销售额（单位：百万美元）



资料来源：百济神州官网，天风证券研究所

2.3. 泽布替尼披露多项 III 期临床数据，临床疗效 me-better

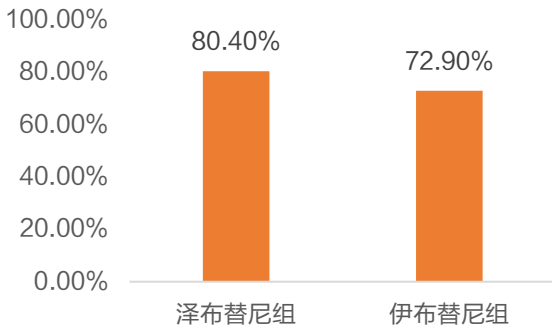
泽布替尼在两项临床试验中均较现有疗法表现出更好的疗效，我们预计这将有助于泽布替尼在临床上的推广。

泽布替尼在 ALPINE 试验中较标准疗法伊布替尼疗效更佳。ALPINE 是一项随机、全球 III 期临床试验，旨在评估泽布替尼对比伊布替尼，用于治疗既往经治的复发或难治性 CLL/SLL 患者的效果。试验主要终点为 ORR。2022 年 4 月于百济神州官网更新了此次最终缓解评估数据；泽布替尼达到了主要终点，ORR 方面展现了优效性。泽布替尼组对比伊布替尼组，ORR 结果分别为 80.4%和 72.9%（双侧 p 值=0.0264）。安全性数据方面，ALPINE 试验中泽布替尼总体耐受性良好，安全性结果与既往研究中的观察一致。预先指定的安全性分析表明，泽布替尼组的房颤或房扑发生率始终较低。其余不良事件发生率方面，3 级及以上不

良事件发生率两者差别不大。

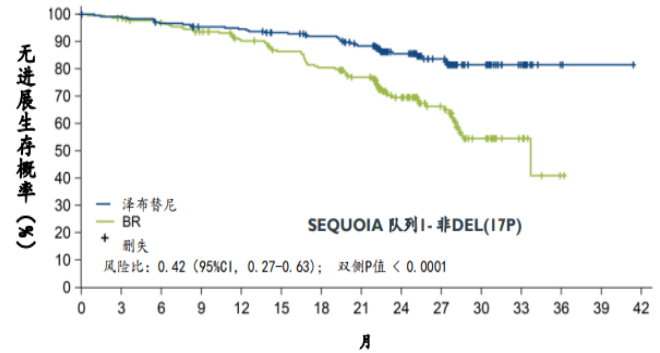
泽布替尼在 SEQUOIA 试验中较标准疗法苯达莫司汀+利妥昔单抗疗效更佳。SEQUOIA 是一项随机、全球 III 期临床试验 (NCT03336333)，旨在评估泽布替尼对比苯达莫司汀+利妥昔单抗针对一线 CLL 适应症的治疗效果。研究主要终点 PFS 的优效性达到统计学显著性差异，泽布替尼对比苯达莫司汀+利妥昔单抗 24 个月的 PFS 分别为 85.5%和 69.5%。

图 5: ALPINE 试验主要终点 ORR



资料来源: 百济神州官网, 天风证券研究所

图 6: SEQUOIA 试验无进展生存率比较



资料来源: 百济神州会议材料, 天风证券研究所

表 2: ALPINE 安全性试验泽布替尼组与伊布替尼组比较

不良事件	泽布替尼组 (N=324)	伊布替尼组 (N=324)
房颤或房扑发生率	4.6% (n=15)	12% (n=39)
因不良事件终止治疗率	13% (n=42)	17.6% (n=57)
中性粒细胞减少症	14.2%	13.9%
高血压	12.7%	10.2%
3 级及以上不良事件发生率		
感染性肺炎	4%	7.4%
中性粒细胞计数降低	4.3%	4.0%
COVID-19 肺炎	4.3%	3.1%

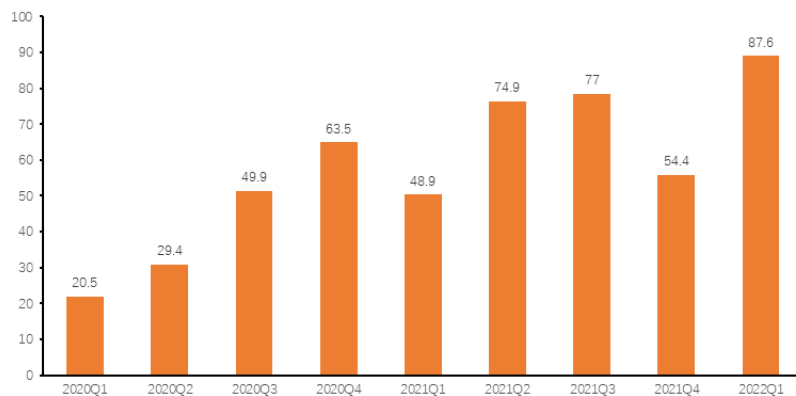
资料来源: 百济神州官网, 天风证券研究所

3. 替雷利珠单抗销售额持续增长, 联用组合值得期待

3.1. 替雷利珠单抗适应症持续扩展, 销售额逐步增长

替雷利珠单抗市场规模自上市以来呈现扩张趋势。2021 年替雷利珠单抗全年销售额达到 2.551 亿美元, 相较于 2020 年 1.634 亿美元同比增长 56.2%; 2022Q1 收入为 5.57 亿元, 同比增长 79.14%, 环比增长 61.03%。替雷利珠单抗于 2019 年 12 月获得 NMPA 批准上市后已获批八项适应症, 其中 2022 年新增获批二/三线非小细胞肺癌、微卫星高度不稳定型实体瘤以及二线食管鳞状细胞癌三项适应症。此外, 2021 年 8 月 NMPA 已受理替雷利珠单抗联合化疗用于复发或转移性鼻咽癌患者一线治疗的上市申请, 预计将于今年获批。新适应症不断获批有望助推替雷利珠单抗进一步放量。

图 7：2020 年至 2022Q1 替雷利珠单抗各季度销售额（单位：百万美元）



资料来源：百济神州年报，天风证券研究所

3.2. 与诺华强强联手，替雷利珠单抗出海进展顺利

替雷利珠单抗用于治疗多个适应症的上市申请有望陆续向 FDA 递交。百济神州于 2021 年 1 月宣布与诺华达成合作，在美国、日本等多个国家合作开发、生产和商业化替雷利珠单抗。2021 年 2 月 26 日诺华已完成替雷利珠单抗在北美、欧洲和日本的许可引进交易。替雷利珠单抗单药治疗 2L-ESCC 的 BLA 和 MAA 申请已分别于 2021 年 9 月和 2022 年 4 月获 FDA 和 EMA 受理，联合化疗治疗 1L-NSCLC 和单药治疗 2L-NSCLC 的 MAA 申请于 2022 年 4 月获 EMA 受理。同时，1L-NPC 也计划于 2022 年申报上市。在 1L-GC、1L-ESCC、LEC、1L-HCC、1L-SCLC 及 1L-UC 方面替雷利珠单抗也具有很大的潜力，根据诺华年报披露，预计于 2023 至 2024 年陆续申报上市。

表 3：诺华公司替雷利珠单抗临床试验及申报计划

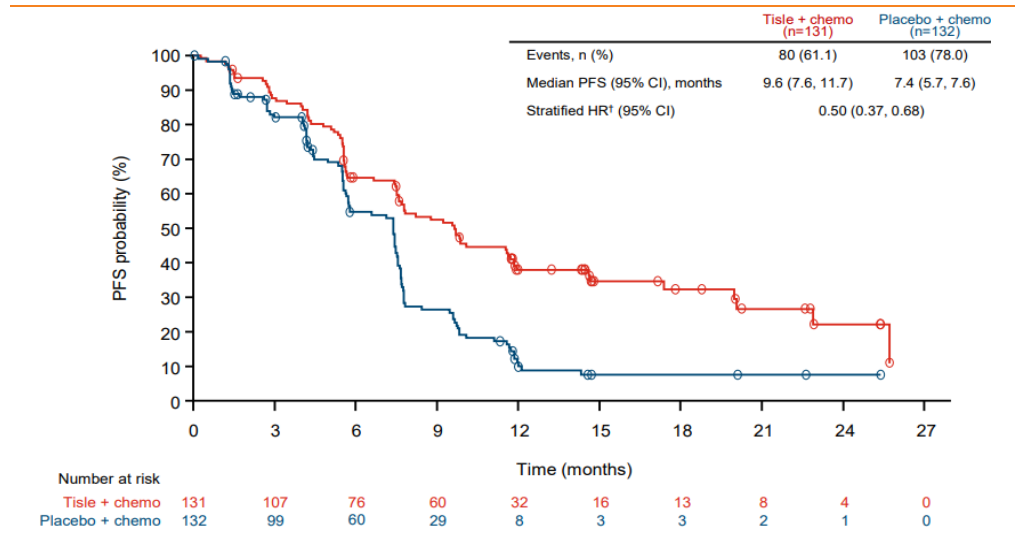
药品	靶点	适应症	阶段	计划申报时间
替雷利珠单抗	PD-1	2L-ESCC	2021.09 FDA 受理	
			2022.04 EMA 受理	
			2022.04 EMA 受理	
		1L-NPC	III 期临床	2022
		1L-GC	III 期临床	2023
		1L-ESCC	III 期临床	2023
		LEC	III 期临床	2023
		1L-HCC	III 期临床	2023
		1L-SCLC	III 期临床	2024
		1L-UC	III 期临床	2024

资料来源：诺华年报，天风证券研究所

3.3. 替雷利珠单抗多项适应症取得积极结果

替雷利珠单抗已公布一线/二线/三线 NSCLC、一线 GC、一线 NPC、一线/二线 ESCC 等多项适应症临床数据，均取得积极结果。近期，针对一线复发或转移性鼻咽癌(NPC)，公司于在 ASCO 上公布了替雷利珠单抗联合化疗的全球 III 期临床试验 RATIONALE 309 的更新数据。在中位随访时间 15.5 个月时，相比于单独化疗 7.4 个月，替雷利珠单抗联合化疗的 mPFS 为 9.6 个月，具有统计学意义上的改善。针对一线晚期或转移性食管鳞状细胞癌 (ESCC)，百济神州于 2022 年 4 月 27 日宣布替雷利珠单抗联合化疗的全球 III 期临床试验 RATIONALE 306 已达到总生存期 (OS) 的主要终点，具有显著临床意义。

图 8: RATIONALE 309 试验 mPFS 数据对比



资料来源: 百济神州公司官网, 天风证券研究所

3.4. Ociperlimab 临床进度领先, TIGIT 靶点在 NSCLC 已显示一定临床获益

Ociperlimab 研发进度全球领先, 预计 2022H2 有数据读出。替雷利珠单抗重点联用药物 TIGIT 抑制剂 ociperlimab (欧司珀利单抗) 已在 25 个国家和地区入组近 800 例受试者, 目前已开展两项全球 III 期临床试验, 包含联用替雷利珠单抗一线治疗 PD-L1 高表达 NSCLC 患者的 AdvanTIG-302 试验以及联合替雷利珠单抗+放化疗一线治疗不可切除 NSCLC 的 AdvanTIG-301 试验, 目前研发进度全球领先。公司在摩根大通医疗会议中披露, ociperlimab 今年将开展新的关键临床试验, 同时预计下半年将有来自扩大队列的数据读出。

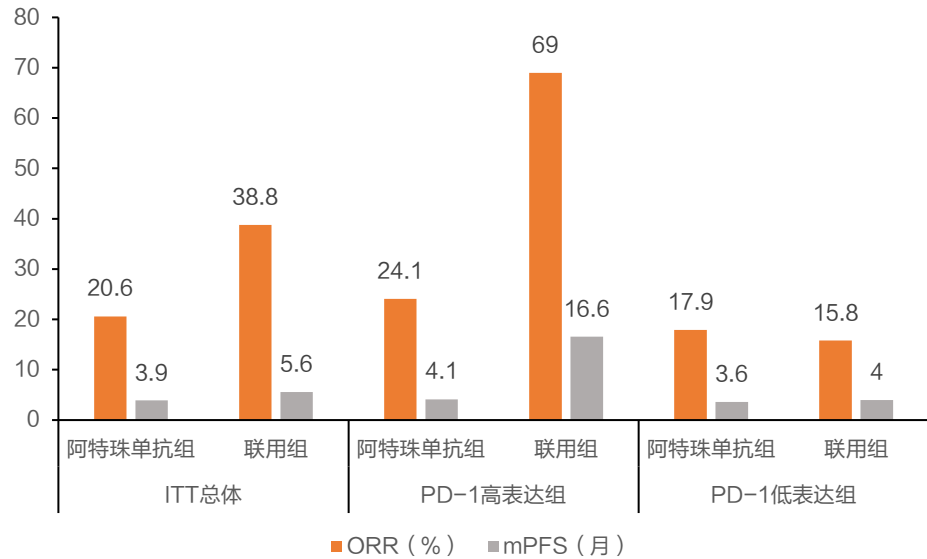
表 4: ociperlimab 相关研究进度 (截至 2022 年 1 月 11 日)

通用名	联用	适应症	临床前研究	I 期	II 期	关键 II 期	III 期	NDA/上市
ociperlimab (欧司珀利单抗)	替雷利珠单抗	一线 NSCLC						
	替雷利珠单抗	III 期不可切除 NSCLC						
	+cCRT							
	替雷利珠单抗+	一线 NSCLC						
	化疗							
	替雷利珠单抗	一线 SCLC						
	+cCRT							
	替雷利珠单抗	复发或转移性宫颈癌、ESCC						
替雷利珠单抗	一线 HCC							
+BAT1706								
替雷利珠单抗	实体瘤							

资料来源: 百济神州会议材料, 天风证券研究所, 注: 浅色为中国区管线

TIGIT 抑制剂相较现有 PD-(L)1 联用药在 NSCLC 治疗中体现疗效与安全性优势。目前罗氏公司 tiragolumab 研发进度最快, 已于 2021 年 1 月获 FDA 授予突破性疗法认证, 与阿特珠单抗联合用于高 PD-L1 表达的转移性一线 NSCLC 患者。认证基于 II 期 CITYSCAPE 试验, 与阿特珠单抗治疗相比 ITT 人群 ORR 显著提升 (38.8% vs 20.6%); 针对 PD-L1 高表达人群 (PD-L1 阳性比例分数 TPS ≥ 50%) 疗效对比更为明显 (ORR 69% vs 24.1%; mPFS 16.6 vs 4.1 个月)。安全性方面与阿特珠单抗对比 3-4 级 AE 发生率相似 (22.4% vs 25%)。

图 9: CITYSCAPE 试验各组客观缓解率及中位无进展生存期对比



资料来源：罗氏官网，天风证券研究所

罗氏 SCLC 临床试验失败，对靶点整体影响有限。近期罗氏宣布，tiragolumab 联用阿特珠单抗及化疗治疗广泛期 SCLC 的 III 期 SKYSCRAPER-02 临床试验主要终点 (PFS、OS) 均未达到。该临床试验设计中未对 PD-L1 高表达人群进行筛选，且适应症不是 TIGIT 靶点重点开发的 NSCLC，与 ociperlimab 当前两项 III 期试验的适应症及目标人群均不同。我们认为该事件对 TIGIT 靶点的整体开发前景以及百济神州 ociperlimab 的研发影响较小。

3.5. 针对 LAG-3 靶点，替雷利珠单抗联用可增强免疫抑制解除作用

LAG-3 是一种免疫检查点受体，主要在活化的 CD4+T 细胞、Treg 细胞以及 NK 细胞等的表面表达。LAG-3 通过与 FGL1 配体结合来抑制上述细胞功能，进而可能导致肿瘤免疫的逃逸。百时美施贵宝的 relatlimab 于 2022 年 3 月 18 日获得 FDA 批准，作为目前全球市场唯一获批的 LAG-3 抑制剂 relatlimab 被用于联合纳武利尤单抗治疗不可切除或转移性黑色素瘤。目前还有多家公司布局针对 LAG-3 靶点的药物研发管线。

表 5: LAG-3 抑制剂临床竞争格局

公司	名称	临床阶段	临床开展适应症
Macrogenics	MGD-013	III 期	实体瘤
九章生物	Chlorogenic acid	III 期	实体瘤
Immutep	IMP-701	II 期	实体瘤
岸迈生物	EMB-02	II 期	实体瘤
勃林格殷格翰	BI-754111	II 期	头颈癌、肺癌
安帝君斯	INCAGN-2385	II 期	黑色素瘤
维立志博	LBL-007	II 期	实体瘤、淋巴瘤
默克雪兰诺	FS-118	II 期	血液瘤、头颈癌
Abl Bio	ABL-501	I 期	实体瘤
复宏汉霖	HLX-26	I 期	实体瘤、淋巴瘤
时迈药业	DNV-3	I 期	实体瘤、淋巴瘤
科伦博泰	KL-A289	I 期	实体瘤
信达生物	IBI-323	I 期	实体瘤
Symphogen	Sym-022	I 期	实体瘤、淋巴瘤
Regeneron	REGN-3767	I 期	实体瘤
Xencor	XmAb-22841	I 期	实体瘤

资料来源: BiG 生物创新社, 天风证券研究所

通过授权引入, 百济神州快速搭建了 LAG-3 靶点相应研发管线。LBL-007 是一款由人类抗体噬菌体展示库的筛选而开发出的新型抗体, 有靶向 LAG-3 通路。百济神州与维立志博于 2021 年 12 月 14 日达成授权和合作协议, 同时百济神州被维立志博授权了 LBL-007 的全球研发和生产许可, 以及中国境外的独家商业化权利。2022 年下半年, 百济神州与南京维立志博合作启动了 LBL-007(LAG3)与替雷利珠单抗联用的全球 II 期临床试验。同时在 2022 年百济神州将持续进行对于 Mirati 的 sitravatinib 与替雷利珠单抗联用治疗 2/3 线鳞状、非鳞状 NSCLC3 期临床试验的患者入组。LBL-007 与百济神州将在未来就多个肿瘤免疫药物管线的联用疗法展开更多合作, 其中替雷利珠单抗与 LBL-007 的联用有较大潜力值得期待。

百济神州也布局了替雷利珠单抗与其他多个候选药物的联用研究, 有望进一步扩大适用人群以及解决 PD-1 耐药问题。

表 6: 替雷利珠单抗联用方案临床进展

用药	联用方案	靶点	适应症	临床 I 期前研究	II 期	关键 II 期	III 期	NDA/上市
BGB-A425	替雷利珠单抗	TIM-3, PD-1	实体瘤	[Color Block]	[Color Block]	[Color Block]	[Color Block]	[Color Block]
BGB-10188	替雷利珠单抗	PI3Kδ, PD-1	B 细胞+实体恶性肿瘤					
BGB-A445	替雷利珠单抗	OX40, PD-1	实体瘤	[Color Block]	[Color Block]	[Color Block]	[Color Block]	[Color Block]
BGB-15025	替雷利珠单抗	HPK1, PD-1		IND 申报试验进行中				
BA3017	替雷利珠单抗	CTLA4, PD-1		I 期试验启动中				
DKN-01	替雷利珠单抗 ± 化疗	DKK1, PD-1	胃食管腺癌	临床试验已计划				

资料来源: Insight 数据库, 百济神州官方公众号, 天风证券研究所 注: 以上试验除浅色为亚洲除日本、澳大利亚、新西兰管线, 其余均为全球管线

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,336.85	25,189.67	21,705.49	6,666.12	9,592.13
应收票据及应收账款	394.12	3,079.85	1,344.50	4,342.91	3,377.14
预付账款	727.94	1,234.50	1,222.15	1,292.28	1,843.17
存货	582.61	1,546.53	104.65	1,834.91	770.94
其他	24,294.36	17,490.13	16,056.02	19,829.18	17,764.24
流动资产合计	32,335.88	48,540.68	40,432.81	33,965.40	33,347.63
长期股权投资	144.59	146.32	146.32	146.32	146.32
固定资产	1,627.29	2,391.79	2,101.59	1,811.40	1,521.20
在建工程	559.70	1,190.72	1,190.72	1,190.72	1,190.72
无形资产	348.21	666.15	626.17	586.20	546.22
其他	1,545.04	2,249.05	2,202.54	1,929.55	2,038.07
非流动资产合计	4,224.83	6,644.03	6,267.34	5,664.18	5,442.53
资产总计	36,560.72	55,184.71	46,700.15	39,629.58	38,790.16
短期借款	2,101.69	2,621.90	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	2,129.42	2,587.91	3,151.04	2,966.35	4,530.01
其他	2,780.84	3,537.00	3,751.63	4,205.52	5,332.85
流动负债合计	7,011.95	8,746.81	8,902.67	9,171.87	11,862.87
长期借款	1,199.89	1,289.78	1,200.00	1,200.00	1,200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,012.56	3,764.68	3,764.68	3,513.97	3,681.11
非流动负债合计	4,212.45	5,054.46	4,964.68	4,713.97	4,881.11
负债合计	11,225.17	15,258.94	13,867.35	13,885.85	16,743.98
少数股东权益	0.00	0.00	(10.52)	(18.01)	(21.03)
股本	0.80	0.89	0.89	0.89	0.89
资本公积	54,056.78	78,811.47	78,811.47	78,811.47	78,811.47
留存收益	(27,582.69)	(37,330.37)	(45,228.62)	(51,905.29)	(55,597.83)
其他	(1,139.33)	(1,556.22)	(740.43)	(1,145.33)	(1,147.33)
股东权益合计	25,335.55	39,925.77	32,832.80	25,743.73	22,046.18
负债和股东权益总计	36,560.72	55,184.71	46,700.15	39,629.58	38,790.16

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(11,406.96)	(9,747.67)	(7,898.25)	(6,676.67)	(3,692.54)
折旧摊销	241.32	316.55	330.17	330.17	330.17
财务费用	116.39	246.87	145.80	150.55	167.49
投资损失	(201.08)	(32.28)	(126.51)	(119.96)	(92.91)
营运资金变动	(14,712.04)	7,453.64	4,362.71	(8,519.21)	6,328.41
其它	20,782.84	(6,521.85)	43.48	(34.49)	(3.02)
经营活动现金流	(5,179.54)	(8,284.75)	(3,142.60)	(14,869.60)	3,037.60
资本支出	(451.00)	1,237.32	0.00	250.71	(167.14)
长期投资	144.59	1.73	0.00	0.00	0.00
其他	(21,549.28)	1,893.68	18.51	(76.75)	260.05
投资活动现金流	(21,855.70)	3,132.73	18.51	173.96	92.91
债权融资	3,578.78	407.30	(1,175.88)	61.17	(202.50)
股权融资	29,945.97	24,337.90	815.80	(404.90)	(2.00)
其他	(2,155.01)	(1,877.98)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	31,369.73	22,867.21	(360.08)	(343.73)	(204.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4,334.50	17,715.19	(3,484.17)	(15,039.37)	2,926.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,120.20	7,588.96	9,665.07	12,784.18	17,024.36
营业成本	473.80	1,061.30	1,154.89	1,144.07	1,523.53
营业税金及附加	38.70	54.44	69.34	91.72	122.13
销售费用	2,617.55	4,451.52	5,025.83	6,187.54	7,270.27
管理费用	1,544.93	2,080.51	1,942.68	2,176.69	2,350.82
研发费用	8,942.55	9,538.42	9,278.46	9,690.41	9,312.86
财务费用	93.84	204.46	145.80	150.55	167.49
资产/信用减值损失	(12.93)	(1.88)	0.00	(4.01)	(1.34)
公允价值变动收益	85.60	60.55	54.00	(27.00)	0.00
投资净收益	201.08	32.28	126.51	119.96	92.91
其他	(618.16)	(313.14)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(11,246.78)	(9,579.51)	(7,771.43)	(6,567.85)	(3,631.18)
营业外收入	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
营业外支出	2.09	0.00	0.92	1.01	0.65
利润总额	(11,248.85)	(9,579.49)	(7,772.32)	(6,568.83)	(3,631.79)
所得税	158.12	168.19	136.46	115.33	63.76
净利润	(11,406.96)	(9,747.67)	(7,908.77)	(6,684.16)	(3,695.56)
少数股东损益	(23.16)	0.00	(10.52)	(7.49)	(3.02)
归属于母公司净利润	(11,383.80)	(9,747.67)	(7,898.25)	(6,676.67)	(3,692.54)
每股收益(元)	(8.53)	(7.30)	(5.92)	(5.00)	(2.77)

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-28.23%	257.94%	27.36%	32.27%	33.17%
营业利润	66.57%	-14.82%	-18.87%	-15.49%	-44.71%
归属于母公司净利润	64.63%	-14.37%	-18.97%	-15.47%	-44.69%
获利能力					
毛利率	77.65%	86.02%	88.05%	91.05%	91.05%
净利率	-536.92%	-128.45%	-81.72%	-52.23%	-21.69%
ROE	-44.93%	-24.41%	-24.05%	-25.92%	-16.73%
ROIC	-513.38%	-45.50%	-50.33%	-60.63%	-18.33%
偿债能力					
资产负债率	30.70%	27.65%	29.69%	35.04%	43.17%
净负债率	-7.93%	-50.72%	-54.20%	-9.88%	-24.97%
流动比率	4.61	4.76	4.54	3.70	2.81
速动比率	4.53	4.61	4.53	3.50	2.75
营运能力					
应收账款周转率	4.77	4.37	4.37	4.50	4.41
存货周转率	5.42	7.13	11.71	13.18	13.07
总资产周转率	0.09	0.17	0.19	0.30	0.43
每股指标(元)					
每股收益	-8.53	-7.30	-5.92	-5.00	-2.77
每股经营现金流	-3.88	-6.20	-2.35	-11.14	2.28
每股净资产	18.98	29.90	36,902.60	28,945.78	24,794.62
估值比率					
市盈率	-10.77	-12.58	-15.53	-18.37	-33.21
市净率	4.84	3.07	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	-79.09	3.01	1.06	3.04
EV/EBIT	0.00	-716.82	2.88	1.01	2.75

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com