

百济神州 (BGNE.US/6160.HK/688235.CH): 核心产品市场潜力持续扩大; 上调目标价

近期, 百济神州的泽布替尼的海外适用范围和替雷利珠的国内医保覆盖范围均得以扩大, 产品的临床和销售潜力得以进一步被释放。我们继续看好公司作为国内领先的全能新药开发平台, 未来十年有向全球龙头地位发起冲击的潜力。我们上调公司 2023/24E 和未来年度收入预测、上调美股/港股/A 股目标价至 USD300 / HKD180 / RMB179。

泽布替尼全球 me-better 潜质持续验证: 1 月英国 MHRA 和美国 FDA 相继批准泽布替尼用于治疗初治或复发/难治 CLL/SLL, 基于全球 III 期 SEQUOIA 试验(泽布替尼 vs. 标准 BR 疗法用于初治 CLL/SLL)和 ALPINE 试验(泽布替尼 vs. 伊布替尼用于复发/难治 CLL/SLL)的结果。最新的 ALPINE 数据显示, 泽布替尼在 PFS 和 ORR 上对比伊布替尼(2021 年全球销售 98 亿美元)均展现出统计学优效。我们认为, 上述适应症获批将进一步加快产品海外放量节奏, 故上调泽布替尼 2023/24E 销售预测至 8.3 亿/11.9 亿美元、上调最终峰值销售至 37 亿美元。

替雷利珠单抗医保支付范围再扩大: 3 月起, 医保将新增覆盖替雷利珠的四项适应症, 包括 TKI 耐药的 NSCLC、二线 ESCC、一线鼻咽癌和 MSI-H/dMMR 实体瘤。在医保谈判简易续约新规下, 我们预计降价幅度有限。百济在商业化上展现出强大执行力, 2022 年市场份额迅速提升并超越同行。鉴于国内 PD-(L)1 市场格局逐渐明朗、竞争趋于稳定, 我们上调 2023/24E 替雷利珠国内销售预测至 5.2 亿/6.0 亿美元。

上调目标价: 基于上述调整, 我们上调公司 2023/24E 及后续年度收入预测, 并上调美股/港股/A 股目标价至 300 美元/180 港元/179 元人民币, 对应 312 亿美元目标市值(基于美股目标价计算)。

图表 1: 盈利预测变动

百万美元	2022E			2023E			2024E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	1,406	1,510	-6.9%	2,376	2,292	3.6%	2,879	2,683	7.3%
毛利润	1,084	1,204	-10.0%	1,942	1,886	3.0%	2,253	2,095	7.5%
毛利率	77.1%	79.7%	-2.6pcts	81.7%	82.3%	-0.5pcts	78.3%	78.1%	0.2pcts
归母净利润/(亏损)	-1,808	-1,659	NM	-1,108	-1,103	NM	-986	-1,005	NM

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

丁政宁

医疗分析师
ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2023 年 2 月 2 日

百济神州 (BGNE.US)

目标价 (美元)	300.0
潜在升幅/降幅	+18%
目前股价 (美元)	254.3
52 周内股价区间 (美元)	118.1-280.6
总市值 (百万美元)	29,059
近 3 月日均成交额 (百万)	60

买入

百济神州 (6160.HK)

目标价 (港元)	180.0
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (港元)	156.3
52 周内股价区间 (港元)	73.8-170.5
总市值 (百万港元)	231,820
近 3 月日均成交额 (百万)	177

买入

百济神州 (688235.CH)

目标价 (人民币)	179.0
潜在升幅/降幅	+18%
目前股价 (人民币)	151.2
52 周内股价区间 (人民币)	82.0-165.9
总市值 (百万人民币)	199,319
近 3 月日均成交额 (百万)	225

买入

注: 股价截至 2023 年 2 月 1 日



扫码关注浦银国际研究

图表 2：浦银国际目标价：百济神州美股 (BGNE.US)



截至 2023 年 2 月 1 日收盘价；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：百济神州港股 (6160.HK)



截至 2023 年 2 月 1 日收盘价；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：浦银国际目标价：百济神州 A 股 (688235.CH)



截至 2023 年 2 月 1 日收盘价；资料来源：Bloomberg、浦银国际

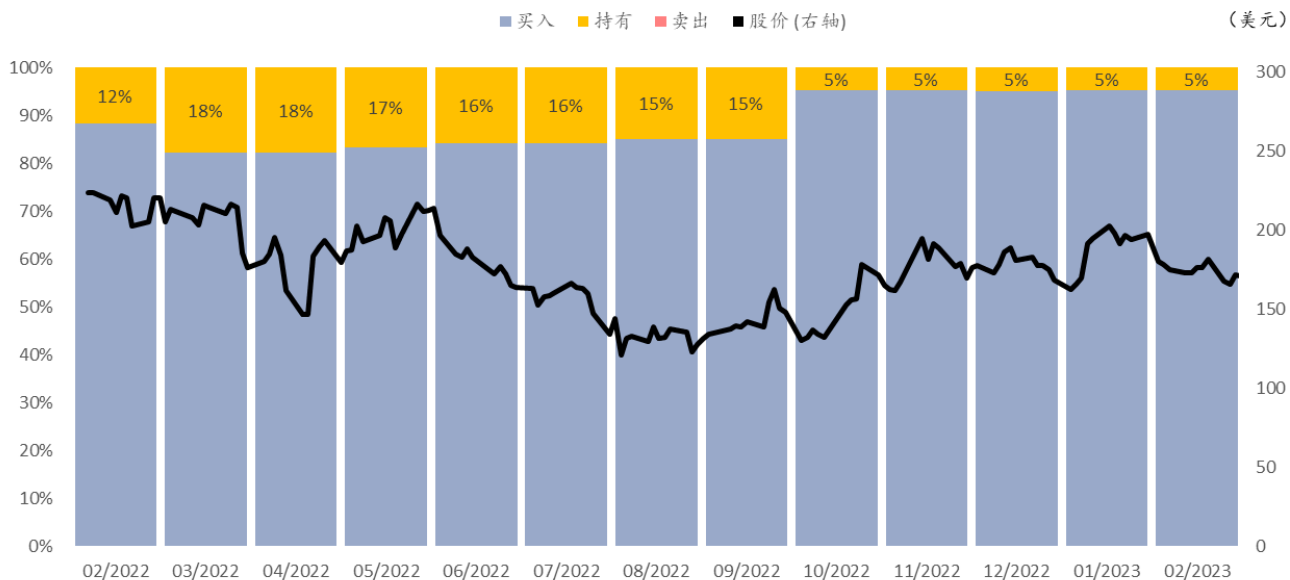
图表 5: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	102.9	买入	86.0	2022 年 10 月 27 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	93.9	买入	97.0	2022 年 10 月 27 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	58.0	买入	59.0	2022 年 10 月 31 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	72.8	买入	67.0	2022 年 10 月 31 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	67.1	买入	88.0	2022 年 9 月 15 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	7.1	持有	4.3	2022 年 5 月 26 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	21.2	持有	20.0	2022 年 3 月 16 日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	25.6	买入	28.0	2023 年 1 月 9 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	66.5	买入	82.0	2022 年 8 月 31 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	34.0	买入	53.0	2022 年 8 月 11 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	5.5	买入	13.5	2022 年 3 月 25 日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	254.3	买入	300.0	2023 年 2 月 2 日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	156.3	买入	180.0	2023 年 2 月 2 日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	151.2	买入	179.0	2023 年 2 月 2 日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	45.5	买入	55.0	2022 年 8 月 11 日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	49.0	买入	63.0	2022 年 12 月 8 日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	6.3	买入	22.5	2022 年 7 月 27 日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	14.3	买入	18.8	2022 年 11 月 22 日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	14.8	买入	13.6	2022 年 12 月 16 日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	30.4	买入	43.7	2023 年 1 月 30 日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	18.8	买入	28.0	2023 年 1 月 30 日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	75.5	买入	69.0	2022 年 11 月 22 日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.8	持有	19.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	5.1	持有	5.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	33.2	买入	28.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.4	买入	5.6	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	3.6	买入	6.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	5.5	买入	9.5	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	3.0	买入	6.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.6	买入	6.15	2022 年 11 月 7 日	制药
2325 HK Equity	云康集团	16.1	买入	23.8	2022 年 11 月 7 日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	331.0	买入	420.0	2022 年 10 月 31 日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	32.1	买入	45.0	2023 年 1 月 12 日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	16.0	买入	20.5	2023 年 1 月 12 日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	12.5	买入	14.0	2023 年 1 月 12 日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	3.5	买入	4.1	2023 年 1 月 12 日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 2 月 1 日收盘价

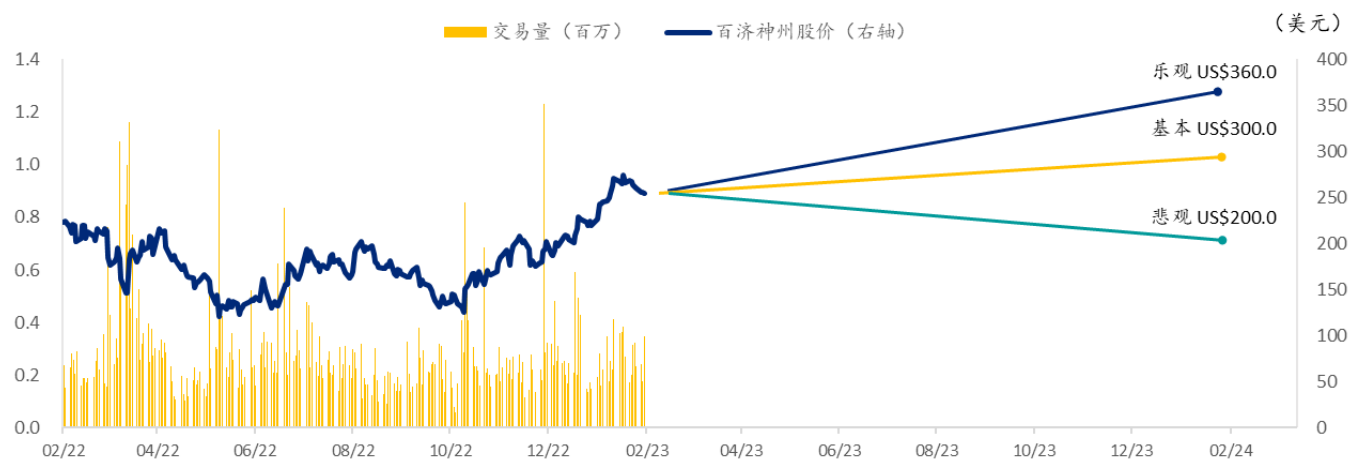
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：百济神州美股（BGNE US）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：百济神州美股（BGNE US）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：360.0 美元

概率：30%

- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 泽布替尼 2022-25E 全球销售额 CAGR 高于 60%，销售峰值超过 50 亿美元；
- 替雷利珠单抗国内销售峰值超 10 亿美元；
- 新产品和新适应症以高价进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润高于 45%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

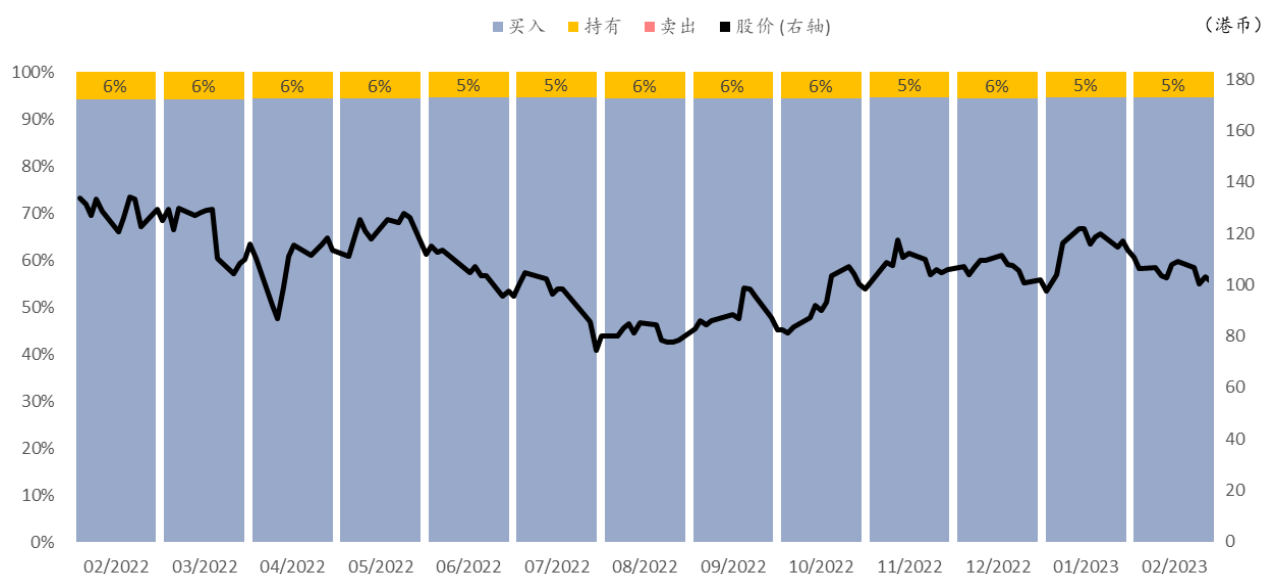
目标价：200.0 美元

概率：20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期；
- 泽布替尼 2022-25E 销售额 CAGR 低于 30%，销售峰值低于 20 亿美元；
- 替雷利珠单抗国内国内销售峰值低于 6 亿美元；
- 新产品和新适应症未能进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润低于 30%。

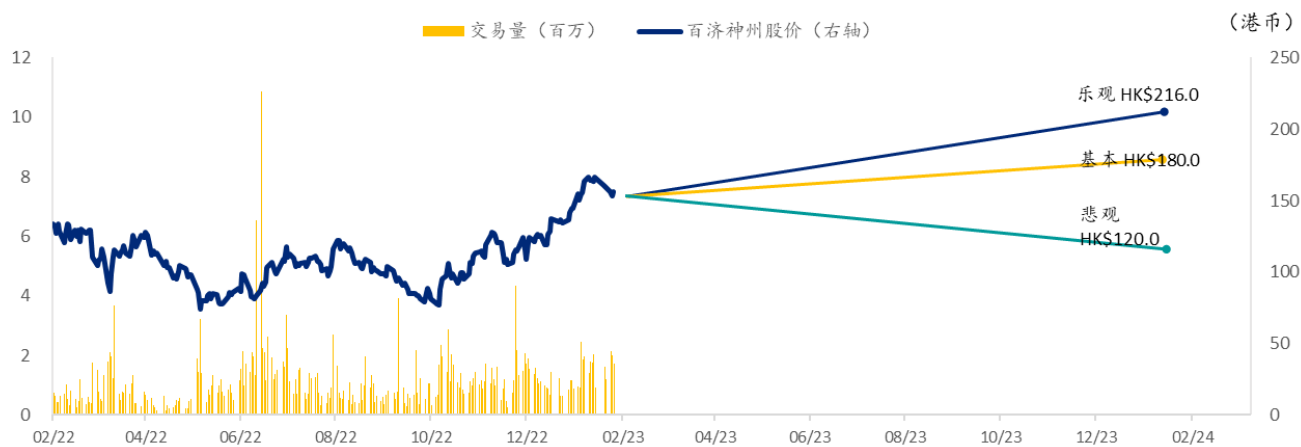
资料来源：浦银国际

图表 8：百济神州港股（6160 HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：百济神州港股（6160 HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：216.0 港元

概率：30%

- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 泽布替尼 2022-25E 全球销售额 CAGR 高于 60%，销售峰值超过 50 亿美元；
- 替雷利珠单抗国内销售峰值超 10 亿美元；
- 新产品和新适应症以高价进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润高于 45%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

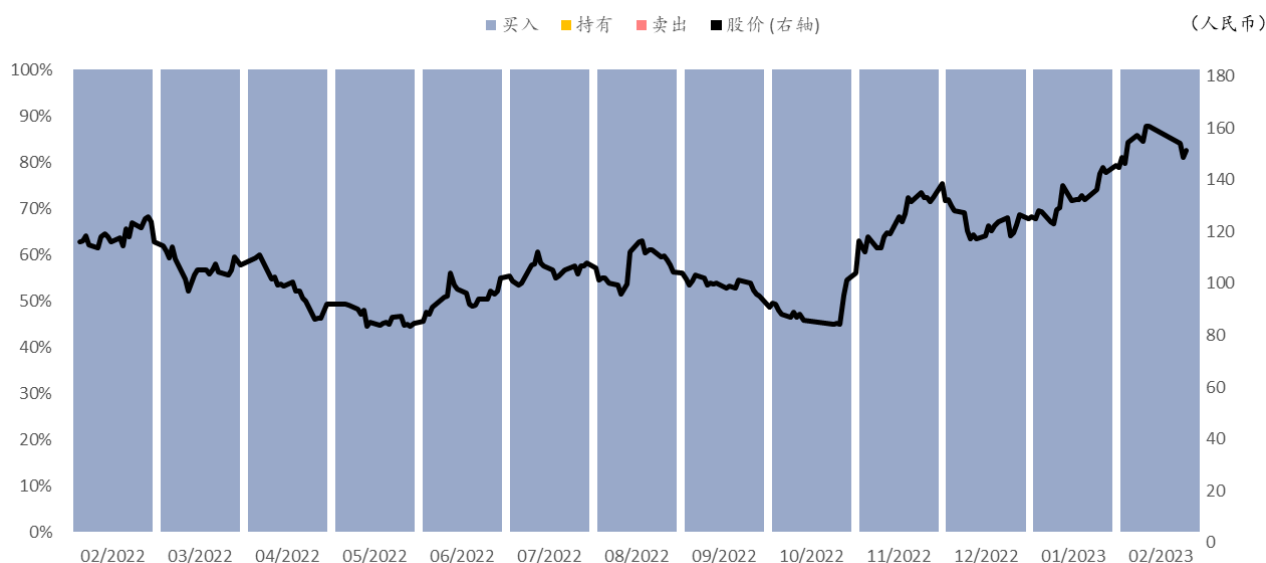
目标价：120.0 港元

概率：20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期；
- 泽布替尼 2022-25E 销售额 CAGR 低于 30%，销售峰值低于 20 亿美元；
- 替雷利珠单抗国内国内销售峰值低于 6 亿美元；
- 新产品和新适应症未能进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润低于 30%。

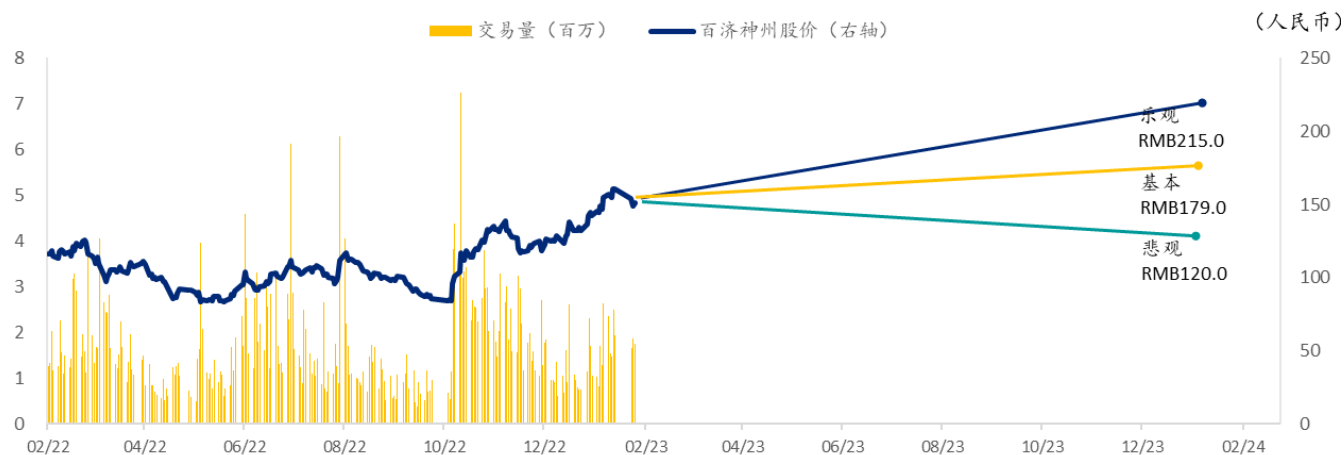
资料来源：浦银国际

图表 10: 百济神州 A 股 (688235 CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 百济神州 A 股 (688235 CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 215.0 人民币

概率: 30%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 泽布替尼 2022-25E 全球销售额 CAGR 高于 60%, 销售峰值超过 50 亿美元;
- 替雷利珠单抗国内销售峰值超 10 亿美元;
- 新产品和新适应症以高价进入医保目录;
- 长期稳态下营业利润高于 45%。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 120.0 人民币

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 泽布替尼 2022-25E 销售额 CAGR 低于 30%, 销售峰值低于 20 亿美元;
- 替雷利珠单抗国内国内销售峰值低于 6 亿美元;
- 新产品和新适应症未能进入医保目录;
- 长期稳态下营业利润低于 30%。

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

