

| | | | |
|----|------------------|-------------------|----------------|
| 医药 | 收盘价 港元 109.20 | 目标价 港元 156.00个 | 潜在涨幅 +42.9% |
|----|------------------|-------------------|----------------|

2024年8月8日

百济神州 (6160 HK)

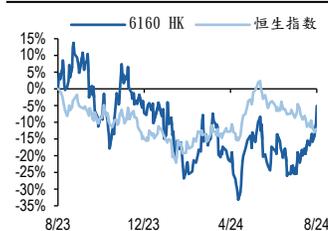
2Q24 泽布替尼海外销售大超预期，费用结构持续优化，上调目标价

- 经营层面扭亏为盈，泽布替尼海外销售大超预期：2Q24 公司录得经调整 non-GAAP 经营利润 0.48 亿（美元，下同），成功扭亏为盈（2Q23：-1.93 亿）；经营性现金流出大幅收窄至 4.04 亿美元。亮眼的业绩表现主要得益于：1）泽布替尼全球销售快速放量，同比+107%/环比+30%至 6.37 亿，其中美国销售同比+114%/环比+36%，得益于 1L CLL/SLL 市场快速渗透、新患份额已提升至和竞品 Calquence 相当；2）泽布替尼在欧美等高定价市场销售占比提升，带动公司产品销售毛利率提升 2ppts 至 85%；3）经营杠杆效应显著，经营性费用同比+10%，远慢于 66%的产品收入增速，研发和 SG&A 费用率分别大幅下降 22ppts/19ppts 至 49%/48%。我们认为 2Q24 业绩再次验证泽布替尼在全球 BTK 市场中的强大竞争力及公司在控费上做出的努力，并将泽布替尼全球销售峰值预测从 44 亿上调至 52 亿。
- 新一波创新成果蓄势待发：1) Sonrotoclax (Bcl-2) 首个注册性临床（全球单臂 II 期治疗 r/r MCL）已完成入组，有望在大约一年内完成随访、数据清理和上市申报，我们预计将于 2026 年上市；此外还有 1L CLL（全球 III 期，头对头 venetoclax）、r/r CLL（中国单臂 II 期）、r/r WM（全球单臂 II 期）等三个适应症的注册临床正在进行中。2) BTK CDAC II 期试验中有 r/r MCL 和 r/r CLL 两个潜在注册性队列，有望于未来两年内首次申报，同时首个 III 期将于今年底/明年年初启动（治疗 BTK 耐药的 r/r CLL 患者）。3) 选择性 CDK4 抑制剂 BGB-43395 在临床前阶段展现出优于辉瑞的同类首创分子的选择性和效力，目前 I 期剂量爬坡阶段入组进展超预期，有望于 12 月 SABCS 大会上公布初步数据。
- 上调目标价：我们上调公司 2024-26 年收入预测 13-18%，反映对泽布替尼销售更乐观的预测，同时上调毛利率预测、下调经营费用率预测。我们继续基于 DCF 模型对公司估值，得到港股/美股/A 股目标价 156 港元/260 美元/176.14 元人民币，对应 43%/47%/25%潜在升幅，维持买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

| | |
|--------------|------------|
| 52周高位 (港元) | 130.90 |
| 52周低位 (港元) | 77.00 |
| 市值 (百万港元) | 289,063.74 |
| 日均成交量 (百万) | 2.05 |
| 年初至今变化 (%) | (0.82) |
| 200天平均价 (港元) | 93.68 |

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

财务数据一览

| 年结12月31日 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (百万美元) | 1,416 | 2,459 | 3,463 | 4,366 | 5,252 |
| 同比增长 (%) | 20.4 | 73.7 | 40.8 | 26.1 | 20.3 |
| 净利润 (百万美元) | (2,004) | (882) | (762) | (250) | 410 |
| 每股盈利 (美元) | (1.49) | (0.65) | (0.57) | (0.18) | 0.30 |
| 同比增长 (%) | 23.7 | -56.5 | -12.1 | -67.8 | -263.8 |
| 前EPS预测值 (美元) | | | (0.64) | (0.21) | 0.26 |
| 调整幅度 (%) | | | -11.2 | -11.1 | 15.5 |
| 市盈率 (倍) | NA | NA | NA | NA | 46.5 |
| 每股账面净值 (美元) | 3.24 | 2.61 | 2.34 | 2.54 | 3.30 |
| 市账率 (倍) | 4.32 | 5.36 | 5.99 | 5.51 | 4.24 |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 百济神州：财务预测变动

| 百万美元 | 2024E | | | 2025E | | | 2026E | | |
|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | 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 | 3,463 | 2,925 | 18% | 4,366 | 3,744 | 17% | 5,252 | 4,629 | 13% |
| 毛利 | 2,911 | 2,430 | 20% | 3,713 | 3,147 | 18% | 4,519 | 3,936 | 15% |
| 产品毛利率 | 84.0% | 83.0% | 1.0ppt | 85.0% | 84.0% | 1.0ppt | 86.0% | 85.0% | 1.0ppt |
| 归母净利润(亏损) | (762) | (859) | NA | (250) | (281) | NA | 410 | 355 | 16% |

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 百济神州：DCF 估值模型

| 百万美元 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入 | 3,463 | 4,366 | 5,252 | 6,144 | 7,025 | 7,540 | 8,220 | 8,771 | 9,218 |
| EBIT | -1076 | -570 | 156 | 797 | 1509 | 1960 | 2589 | 3026 | 3364 |
| EBIT*(1-t) | -915 | -484 | 132 | 678 | 1283 | 1666 | 2201 | 2572 | 2860 |
| 加: 折旧摊销 | 111 | 118 | 120 | 123 | 126 | 130 | 134 | 138 | 143 |
| 减: 营运资金增加/(减少) | -299 | -158 | -130 | -136 | -137 | -149 | -133 | -102 | -160 |
| 减: 资本开支 | -199 | -150 | -158 | -165 | -174 | -182 | -191 | -201 | -211 |
| 自由现金流 | -1301 | -674 | -35 | 500 | 1099 | 1464 | 2010 | 2407 | 2632 |

永续增长率

2%

自由现金流现值

6,875

终值现值

17,136

企业价值

24,011

净现金

3,516

少数股东权益

0

股权价值(百万美元)

27,527

股权价值(百万港元)

214,712

股份数量(百万)

1,376

ADR 转化比例

13.00

A 股/美股平均溢价

0.23

每股价值(港元, 2024年12月31日)

156.00

每 ADR 价值(美元, 2024年12月31日)

260.00

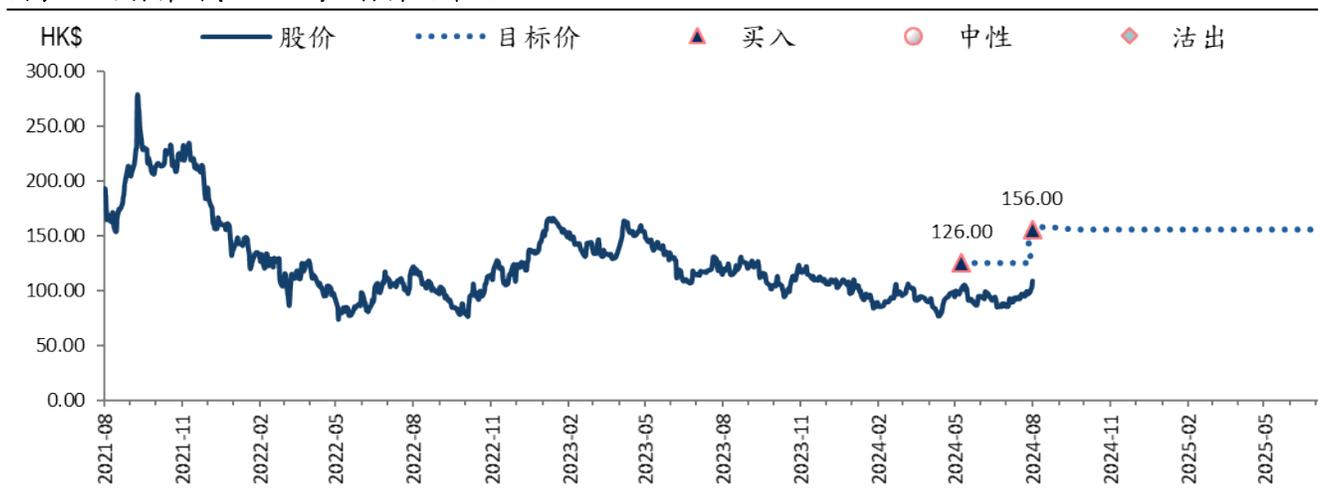
每股价值(人民币, 2024年12月31日)

176.14

| WACC | |
|--------|--------|
| 无风险利率 | 4.00% |
| 市场风险溢价 | 7.00% |
| 贝塔 | 1.00 |
| 股权成本 | 11.00% |
| 税前债务成本 | 5.00% |
| 税后债务成本 | 4.30% |
| 预期债权比例 | 20.00% |
| 有效税率 | 15.00% |
| WACC | 9.7% |

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 百济神州 (6160 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际医药行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司名称 | 评级 | 收盘价 (交易货币) | 目标价 (交易货币) | 潜在涨幅 | 最新目标价/评级 发表日期 | 子行业 |
|-----------|--------|----|---------------|---------------|--------|------------------|----------|
| 6160 HK | 百济神州 | 买入 | 109.20 | 156.00 | 42.9% | 2024年08月08日 | 生物科技 |
| 13 HK | 和黄医药 | 买入 | 31.10 | 40.40 | 29.9% | 2024年08月01日 | 生物科技 |
| LEGN US | 传奇生物 | 买入 | 55.06 | 70.00 | 27.1% | 2024年06月18日 | 生物科技 |
| 1952 HK | 云顶新耀 | 买入 | 19.94 | 41.00 | 105.6% | 2024年05月17日 | 生物科技 |
| 1801 HK | 信达生物 | 买入 | 41.15 | 48.00 | 16.7% | 2024年05月17日 | 生物科技 |
| 2162 HK | 康诺亚 | 买入 | 33.45 | 72.00 | 115.2% | 2024年05月17日 | 生物科技 |
| 9995 HK | 荣昌生物 | 买入 | 14.34 | 56.00 | 290.5% | 2024年03月28日 | 生物科技 |
| 9926 HK | 康方生物 | 买入 | 43.95 | 70.00 | 59.3% | 2024年03月19日 | 生物科技 |
| 1548 HK | 金斯瑞生物 | 买入 | 12.96 | 27.75 | 114.1% | 2024年03月12日 | 生物科技 |
| 6996 HK | 德琪医药 | 买入 | 0.59 | 4.40 | 646.4% | 2023年08月28日 | 生物科技 |
| 9966 HK | 康宁杰瑞制药 | 中性 | 2.32 | 7.40 | 218.9% | 2023年11月16日 | 生物科技 |
| 2268 HK | 药明合联 | 买入 | 17.94 | 42.00 | 134.1% | 2024年02月02日 | 医药研发服务外包 |
| 2269 HK | 药明生物 | 中性 | 11.20 | 16.20 | 44.7% | 2024年03月27日 | 医药研发服务外包 |
| 6078 HK | 海吉亚医疗 | 买入 | 21.65 | 49.00 | 126.3% | 2024年03月28日 | 医疗服务 |
| AZN US | 阿斯利康 | 买入 | 80.62 | 93.30 | 15.7% | 2024年07月18日 | 跨国处方药企 |
| BMY US | 百时美施贵宝 | 沽出 | 46.50 | 33.10 | -28.8% | 2024年07月18日 | 跨国处方药企 |
| 1177 HK | 中国生物制药 | 买入 | 2.85 | 4.80 | 68.5% | 2024年07月11日 | 制药 |
| 1093 HK | 石药集团 | 买入 | 5.94 | 11.00 | 85.2% | 2024年05月27日 | 制药 |
| 002422 CH | 科伦药业 | 买入 | 30.80 | 40.00 | 29.9% | 2024年04月29日 | 制药 |
| 600867 CH | 通化东宝 | 买入 | 8.12 | 14.00 | 72.5% | 2024年04月01日 | 制药 |
| 2096 HK | 先声药业 | 买入 | 5.41 | 11.50 | 112.5% | 2024年02月19日 | 制药 |
| 600276 CH | 恒瑞医药 | 中性 | 42.58 | 45.50 | 6.9% | 2024年04月18日 | 制药 |
| 3692 HK | 翰森制药 | 中性 | 19.00 | 16.00 | -15.8% | 2024年03月27日 | 制药 |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月8日

财务数据

| 年结12月31日 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| 收入 | 1,416 | 2,459 | 3,463 | 4,366 | 5,252 |
| 主营业务成本 | (286) | (380) | (552) | (653) | (734) |
| 毛利 | 1,129 | 2,079 | 2,911 | 3,713 | 4,519 |
| 销售及管理费用 | (1,278) | (1,505) | (1,905) | (2,096) | (2,259) |
| 研发费用 | (1,641) | (1,779) | (2,078) | (2,183) | (2,101) |
| 其他经营净收入/费用 | (1) | (4) | (5) | (4) | (4) |
| 经营利润 | (1,790) | (1,208) | (1,076) | (570) | 156 |
| 财务成本净额 | 52 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非经营净收入/费用 | (224) | 308 | 314 | 320 | 327 |
| 税前利润 | (1,961) | (826) | (762) | (250) | 482 |
| 税费 | (43) | (56) | 0 | 0 | (72) |
| 净利润 | (2,004) | (882) | (762) | (250) | 410 |
| 作每股收益计算的净利润 | (2,004) | (882) | (762) | (250) | 410 |

| 截至12月31日 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 3,875 | 3,186 | 2,498 | 2,609 | 3,507 |
| 应收账款及票据 | 173 | 358 | 629 | 759 | 882 |
| 存货 | 282 | 416 | 491 | 546 | 599 |
| 其他流动资产 | 877 | 243 | 248 | 253 | 258 |
| 总流动资产 | 5,207 | 4,203 | 3,867 | 4,167 | 5,247 |
| 物业、厂房及设备 | 846 | 1,324 | 1,417 | 1,453 | 1,494 |
| 无形资产 | 41 | 57 | 50 | 44 | 38 |
| 其他长期资产 | 286 | 221 | 225 | 229 | 234 |
| 总长期资产 | 1,172 | 1,602 | 1,692 | 1,726 | 1,766 |
| 总资产 | 6,379 | 5,805 | 5,559 | 5,893 | 7,012 |
| 短期贷款 | 329 | 688 | 702 | 716 | 730 |
| 应付账款 | 295 | 315 | 350 | 365 | 399 |
| 其他短期负债 | 845 | 807 | 823 | 839 | 856 |
| 总流动负债 | 1,469 | 1,810 | 1,875 | 1,921 | 1,985 |
| 长期贷款 | 209 | 198 | 202 | 206 | 210 |
| 其他长期负债 | 318 | 260 | 265 | 271 | 276 |
| 总长期负债 | 527 | 458 | 467 | 476 | 486 |
| 总负债 | 1,996 | 2,268 | 2,342 | 2,397 | 2,471 |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 储备及其他资本项目 | 4,383 | 3,537 | 3,216 | 3,496 | 4,541 |
| 股东权益 | 4,383 | 3,537 | 3,216 | 3,496 | 4,541 |
| 非控股权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总权益 | 4,383 | 3,537 | 3,216 | 3,496 | 4,541 |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

| 年结12月31日 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 税前利润 | (1,961) | (826) | (762) | (250) | 482 |
| 折旧及摊销 | 66 | 88 | 111 | 118 | 120 |
| 营运资本变动 | 285 | (116) | (304) | (163) | (136) |
| 其他经营活动现金流 | 113 | (304) | 447 | 535 | 569 |
| 经营活动现金流 | (1,497) | (1,157) | (509) | 240 | 1,036 |
| 资本开支 | (325) | (562) | (199) | (150) | (158) |
| 投资活动 | (1) | (2) | (0) | (0) | (0) |
| 其他投资活动现金流 | 1,404 | 624 | 2 | 2 | 2 |
| 投资活动现金流 | 1,077 | 60 | (197) | (148) | (155) |
| 负债净变动 | (66) | 361 | 18 | 18 | 18 |
| 权益净变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资活动现金流 | 47 | 56 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | (19) | 416 | 18 | 18 | 18 |
| 汇率收益/损失 | (69) | (8) | 0 | 0 | 0 |
| 年初现金 | 4,383 | 3,875 | 3,186 | 2,498 | 2,609 |
| 年末现金 | 3,875 | 3,186 | 2,498 | 2,609 | 3,507 |

| 年结12月31日 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 每股指标(美元) | | | | | |
| 核心每股收益 | (1.495) | (0.650) | (0.571) | (0.184) | 0.301 |
| 全面摊薄每股收益 | (1.495) | (0.650) | (0.571) | (0.184) | 0.301 |
| 每股账面值 | 3.243 | 2.611 | 2.337 | 2.540 | 3.299 |
| 利润率分析(%) | | | | | |
| 毛利率 | 79.8 | 84.5 | 84.1 | 85.0 | 86.0 |
| EBITDA利润率 | (121.7) | (45.6) | (27.9) | (10.4) | 5.3 |
| EBIT利润率 | (126.4) | (49.1) | (31.1) | (13.1) | 3.0 |
| 净利率 | (141.5) | (35.9) | (22.0) | (5.7) | 7.8 |
| 盈利能力(%) | | | | | |
| ROA | (31.4) | (15.2) | (13.7) | (4.2) | 5.8 |
| ROE | (45.7) | (24.9) | (23.7) | (7.1) | 9.0 |
| ROIC | (40.7) | (19.9) | (18.5) | (5.6) | 7.5 |
| 其他 | | | | | |
| 净负债权益比(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 流动比率 | 3.5 | 2.3 | 2.1 | 2.2 | 2.6 |
| 存货周转天数 | 359.7 | 399.8 | 324.9 | 305.3 | 298.2 |
| 应收账款周转天数 | 44.6 | 53.1 | 66.3 | 63.4 | 61.3 |
| 应付账款周转天数 | 375.6 | 302.7 | 231.7 | 204.1 | 198.3 |

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月8日
百濟神州 (6160 HK)

分析員披露

本報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則之相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關於上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份，一位分析師持有英偉達之股份。

有關商務關係及財務權益之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集團有限公司、湖州燃氣股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康創新集團有限公司、武漢有機控股有限公司、巨星傳奇集團有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建設發展有限公司、上海小南國控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科倫博泰生物醫藥股份有限公司、新傳企劃有限公司、樂輪物流股份有限公司、途虎養車股份有限公司、北京第四範式智慧技術股份有限公司、深圳市天圖投資管理股份有限公司、邁越科技股份有限公司、極兔遞送環球有限公司、山西省安裝集團股份有限公司、富景中國控股有限公司、中軍集團股份有限公司、佳民集團有限公司、集海資源集團有限公司、君聖泰醫藥、天津建設發展集團股份有限公司、長久股份有限公司、樂思集團有限公司、出門問問有限公司、趣致集團、宜搜科技控股有限公司、老鋪黃金股份有限公司及中贛通信(集團)控股有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際證券有限公司及/或其集團公司現持有東方證券股份有限公司、光大證券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已發行股本逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有权獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)复制、复印或儲存，或者(ii)直接或者間接分发或者轉交予任何其他人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不顯示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而非非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分发、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分发或由其使用。本報告的發送對象不包括身處中國內地的投資人。如知悉收取或發送本報告有可能構成當地法律、法則或其他規定之違反，本報告的收取者承諾儘快通知交銀國際證券。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。