

医药

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 115.20 港元 159.00个 +38.0%

2024年11月14日

百济神州 (6160 HK)

3Q24 产品销售及经营持续向好，催化剂即将密集落地，上调目标价

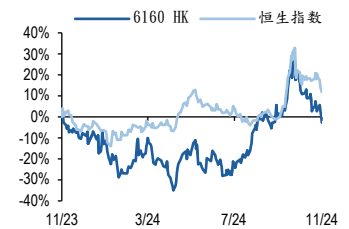
① **3Q24 产品销售放量趋势不改，泽布替尼核心适应症新患份额持续扩大：**公司总收入同比增长28.2%至10.02亿美元（美元，下同），其中产品收入9.93亿美元（同比+66.9%），主要包括：**1）泽布替尼**全球销售额6.90亿美元（环比+8.3%/同比+93.0%），其中美国5.04亿美元（环比-12.2%/同比+62.3%），环比增速放缓主因3Q欧美假期出游带来的季节性波动，叠加2Q末1,500万的一次性购药带来高基数影响；泽布替尼在美国1/2L CLL新患中的份额不断提升，当前已超过阿卡替尼，位居领先。**2）替雷利珠单抗**继续稳步爬坡，3Q销售达到1.63亿美元（环比+3.2%/同比+13.2%）。3Q公司经调整 non-GAAP 经营利润为6,563万，连续两个季度实现 non-GAAP 经营利润转正。3Q24 公司整体毛利率为83.0%，同比环比均有所下行（环比-2.1/同比-4.7个百分点），主要系替雷利珠单抗新投入大产量产线带来的1,690万的加速折旧。公司预计4Q24仍会存在相同规模的加速折旧影响，而明年随着产品放量，毛利有望有所恢复。经营费用方面，公司研发费用率和销售管理费用率分别49.5%/45.4%，环比分别-4.9/-6.4个百分点，同比分别-8.5/-1.2个百分点，展现出公司逐步提高的运营效率。

② **上调目标价：**基于3Q业绩以及持续强劲的产品放量趋势，我们上调了公司2024-26年收入预测6-7%，同时上调泽布替尼峰值销售预测4%至54亿美元，2024-26年经营亏损/利润预测相应收窄/提高。我们上调公司美股/港股/A股DCF目标价至265.00美元/159.00港元/179.52元人民币。未来12个月重点关注：**1）替雷利珠 1L ESCC、1L GC 等更多适应症在欧美等核心发达国家市场获批、I/O 组合疗法（替雷利珠联合 OX40、LAG3 等）数据读出；2）Bcl-2 抑制剂 sonrotoclax 1H25 启动两项 III 期研究（R/R CLL 和 R/R MCL）、更多适应症初步数据读出；3）BTK 降解剂 1H25 启动首个 III 期临床（R/R CLL）；4）更多实体瘤候选药物分子进入临床阶段：今年已有 8 个进入临床，预计年底前还将有 4 个。**

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)	150.30
52周低位 (港元)	77.00
市值 (百万港元)	314,894.93
日均成交量 (百万)	2.11
年初至今变化 (%)	4.63
200天平均价 (港元)	109.35

资料来源: FactSet

丁政宁

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

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

盈利预测变动

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	3,712	3,463	7%	4,630	4,366	6%	5,566	5,252	6%
毛利润	3,108	2,911	7%	3,940	3,713	6%	4,791	4,519	6%
毛利率	83.6%	84.0%	-0.4ppt	85.0%	85.0%	0.0ppt	86.0%	86.0%	0.0ppi
经营利润	(683)	(1,076)	NA	(231)	(570)	NA	223	156	43%
经营利润率	NA	NA	NA	NA	NA	NA	4.0%	3.0%	1.0ppi

资料来源: FactSet, 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>

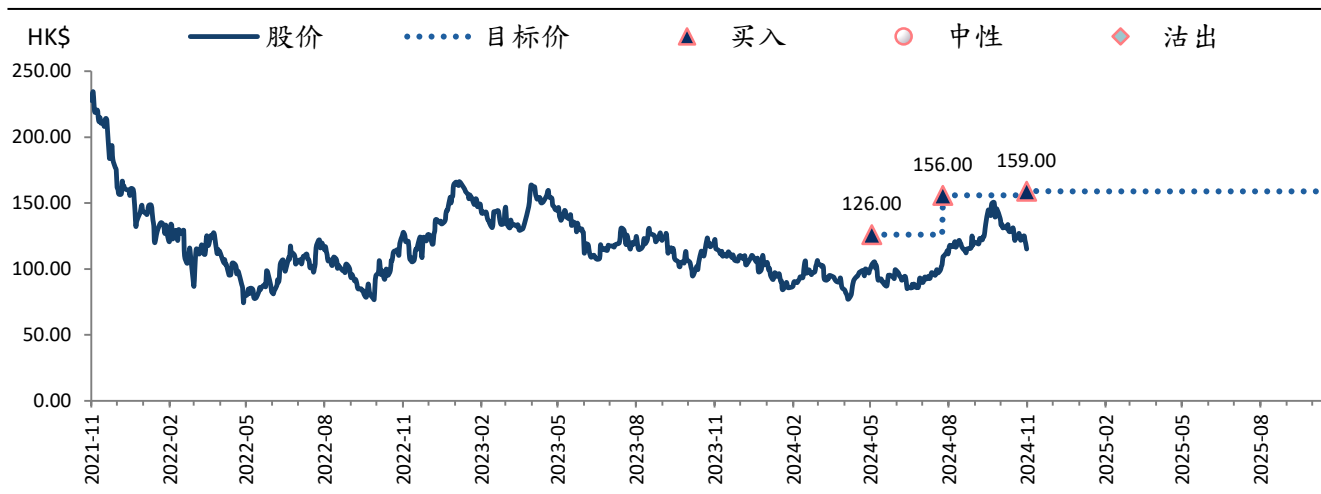
图表 1: 百济神州：DCF 估值模型

百万美元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	4,630	5,566	6,505	7,420	7,936	8,627	9,180	9,628	9,975
EBIT	(231)	223	781	1,448	1,827	2,460	2,940	3,276	3,493
EBIT* (1-t)	(196)	190	664	1,231	1,553	2,091	2,499	2,784	2,969
加：折旧摊销	118	120	123	126	130	134	138	143	148
减：营运资金增加/ (减少)	(134)	(181)	(120)	(194)	(96)	(142)	(90)	(119)	(131)
减：资本开支	(150)	(158)	(165)	(174)	(182)	(191)	(201)	(211)	(222)
自由现金流	(362)	(29)	502	989	1,405	1,892	2,346	2,597	2,765
永续增长率	2%								
自由现金流现值	6,981								
终值现值	17,643								
企业价值	24,624								
净现金	3,531								
少数股东权益	0								
股权价值 (百万美元)	28,155								
股权价值 (百万港元)	219,608								
股份数量 (百万)	1,381								
ADR 转化比例	13								
A 股/美股平均溢价	23%								
每股价值 (港元, 2025 年 12 月 31 日)	159.00								
每 ADR 价值 (美元, 2025 年 12 月 31 日)	265.00								
每股价值 (人民币, 2025 年 12 月 31 日)	179.52								

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.0
股权成本	11.0%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.7%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 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 3: 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	115.20	159.00	38.0%	2024 年 11 月 14 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	68.05	87.00	27.9%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	37.70	60.00	59.1%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	34.80	44.00	26.4%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	40.40	66.00	63.4%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	16.94	24.00	41.7%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	10.82	28.75	165.7%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	39.35	76.00	93.1%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	26.60	40.40	51.9%	2024 年 08 月 01 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.73	4.40	503.3%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	4.93	7.40	50.0%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	24.80	44.00	77.4%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	15.18	12.30	-19.0%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	17.34	24.50	41.3%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	65.29	93.30	42.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	58.41	33.10	-43.3%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
002422 CH	科伦药业	买入	30.60	42.50	38.9%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	7.12	10.00	40.5%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.29	4.80	46.0%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.73	14.00	60.4%	2024 年 04 月 01 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	48.45	45.00	-7.1%	2024 年 10 月 28 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	17.24	20.40	18.3%	2024 年 08 月 28 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	5.19	6.30	21.4%	2024 年 08 月 22 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 11 月 14 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	1,416	2,459	3,712	4,630	5,566
主营业务成本	(286)	(380)	(604)	(690)	(775)
毛利	1,129	2,079	3,108	3,940	4,791
销售及管理费用	(1,278)	(1,505)	(1,819)	(2,083)	(2,338)
研发费用	(1,641)	(1,779)	(1,967)	(2,083)	(2,226)
其他经营净收入/费用	(1)	(4)	(5)	(4)	(4)
经营利润	(1,790)	(1,208)	(683)	(231)	223
财务成本净额	52	74	55	0	0
其他非经营净收入/费用	(224)	308	0	0	0
税前利润	(1,961)	(826)	(628)	(231)	223
税费	(43)	(56)	(70)	(80)	(89)
净利润	(2,004)	(882)	(698)	(311)	134
作每股收益计算的净利润	(2,004)	(882)	(698)	(311)	134

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,875	3,186	2,551	2,623	3,195
应收账款及票据	173	358	618	752	895
存货	282	416	576	520	690
其他流动资产	877	243	248	253	258
总流动资产	5,207	4,203	3,994	4,148	5,038
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	5,685	5,874	6,804
短期贷款	329	688	702	716	730
应付账款	295	315	413	343	463
其他短期负债	845	807	823	839	856
总流动负债	1,469	1,810	1,938	1,899	2,050
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	2,405	2,375	2,536
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	4,383	3,537	3,281	3,499	4,268
股东权益	4,383	3,537	3,281	3,499	4,268
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	4,383	3,537	3,281	3,499	4,268

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(1,961)	(826)	(628)	(231)	223
折旧及摊销	66	88	111	118	120
营运资本变动	285	(116)	(316)	(140)	(187)
其他经营活动现金流	113	(304)	377	455	552
经营活动现金流	(1,497)	(1,157)	(456)	202	708
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	2,551	2,623
年末现金	3,875	3,186	2,551	2,623	3,195

财务比率					
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)	(0.523)	(0.229)	0.098
全面摊薄每股收益	(1.495)	(0.650)	(0.523)	(0.229)	0.098
每股账面值	3.243	2.611	2.375	2.533	3.090
利润率分析(%)					
毛利率	79.8	84.5	83.7	85.1	86.1
EBITDA利润率	(121.7)	(45.6)	(15.4)	(2.4)	6.2
EBIT利润率	(126.4)	(49.1)	(18.4)	(5.0)	4.0
净利率	(141.5)	(35.9)	(18.8)	(6.7)	2.4
盈利能力(%)					
ROA	(31.4)	(15.2)	(12.3)	(5.3)	2.0
ROE	(45.7)	(24.9)	(21.3)	(8.9)	3.1
ROIC	(40.7)	(19.9)	(16.7)	(7.0)	2.6
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	2.5
存货周转天数	359.7	399.8	348.4	275.1	325.1
应收账款周转天数	44.6	53.1	60.8	59.3	58.7
应付账款周转天数	375.6	302.7	249.5	181.7	218.3

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竿指数**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竿指数**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竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。