

百济神州-U (688235)

2024 年三季度报点评：海外销售快速放量，血液瘤行业领先

买入（维持）

2024 年 11 月 17 日

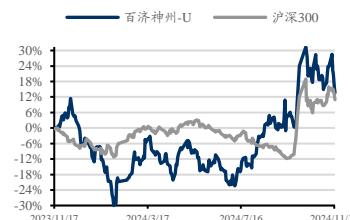
证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	9566	17423	25530	34062	42383
同比（%）	26.06	82.13	46.53	33.42	24.43
归母净利润（百万元）	(13,642.04)	(6,715.86)	(3,115.58)	274.33	635.65
同比（%）	(39.95)	50.77	53.61	108.81	131.71
EPS-最新摊薄（元/股）	(9.91)	(4.88)	(2.26)	0.20	0.46
P/E（现价&最新摊薄）	(14.21)	(28.87)	(62.24)	706.80	305.04

股价走势



投资要点

- **事件：销售收入快速增长，经营性现金流转正。**2024Q3 总收入达 10.02 亿美元（同比+28%，下同），2024Q1-Q3 收入分别为 7.5/9.3/10.0 亿美元（Q3 环比+7.6%），欧美市场贡献超 76%。其中，泽布替尼的全球销售达 6.9 亿美元（+93%），美国销售额 5.04 亿美元（+87%），主要得益于该产品在 CLL 患者中的使用增多；欧洲销售 0.97 亿美元（+141%）。替雷利珠单抗 2024Q3 销售额为 1.67 亿美元（同比+16%）。2024Q3 研发费用为 4.96 亿美元（+10%），研发费用率 52%（去年同期 55%）；销售管理费用率 48%（去年同期 45%）。截至前三季度，GAAP 净亏损 1.21 亿美元（去年同期 2.15 亿美元），业绩符合我们的预期。
- **BTKi 领域领导者，BCL2i 和 BTK CDAC 奠定血液瘤龙头地位：**1、全球 BTKi 市场泽布替尼市占率约 29%（阿卡替尼约占 34%，伊布替尼约占 34%），快速抢占伊布替尼市场。2、Sonrotoclax（潜在同类最佳 BCL2i）：相比维奈克拉有更长久的缓解率，半衰期更短无蓄积毒性。1L CLL 的 3 期注册研究正在进行中，有望成为 1L CLL 新的标准疗法，预计 2025H1 开始 R/R CLL 和 R/R MCL 的全球三期临床试验的首批患者入组。3、BGB-16673(BTK CDAC)：临床已入组超过 350 例患者，获美国 FDA 快速通道认定，我们预计 2025H1 启动三期临床用于治疗 R/R CLL。
- **以替雷利珠单抗为核心，拓展实体瘤新分子：**早期潜在 FIC/BIC 分子包括：1、肺癌：EGFR x MET 三抗，MTA 协同 PRMT5 抑制剂，EGFR CDAC；2、妇肿：CDK4 抑制剂，CDK2 抑制剂，B7H4 ADC；3、胃肠道肿瘤：GPC3 x 4-1BB 双抗、CEAACDC、MUC-1 x CD16A 双抗、泛 KRAS 抑制剂、FGFR2b ADC；4、炎症和免疫：IRAK4 CDAC。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司核心产品销售额持续高速增长，我们维持公司 2024/2025/2026 年营业收入为 255.3 亿元、340.6 亿元和 423.8 亿元的预测。公司催化剂不断兑现，海外市场进一步打开，成长确定性较高，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售收入不及预期；海外注册开发失败；和艾伯维的专利纠纷等。

市场数据

收盘价(元)	165.32
一年最低/最高价	98.50/207.98
市净率(倍)	9.44
流通 A 股市值(百万元)	19,020.94
总市值(百万元)	228,340.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.51
资产负债率(%，LF)	40.84
总股本(百万股)	1,381.20
流通 A 股(百万股)	115.06

相关研究

- 《百济神州-U(688235): 2024 年 H1 业绩快报点评：核心产品放量超预期，进入全球增长新阶段》
2024-08-09
- 《百济神州-U(688235): 2023 年中报点评：产品收入继续维持高增速，核心产品海内外放量超预期》
2023-08-03

百济神州三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29,810	29,505	30,771	33,762	营业总收入	17,423	25,530	34,062	42,383
货币资金及交易性金融资产	22,588	19,081	17,457	17,271	营业成本(含金融类)	2,689	3,766	5,019	6,230
经营性应收款项	3,523	6,825	8,602	10,699	税金及附加	71	204	272	339
存货	2,951	3,139	4,182	5,192	销售费用	7,304	8,170	9,537	10,596
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,472	4,340	4,428	5,510
其他流动资产	748	459	530	600	研发费用	12,813	12,765	15,328	19,073
非流动资产	11,312	11,241	10,734	10,226	财务费用	197	0	0	0
长期股权投资	184	184	184	184	加:其他收益	231	480	637	0
固定资产及使用权资产	4,040	3,532	3,024	2,517	投资净收益	167	120	159	0
在建工程	5,249	5,249	5,249	5,249	公允价值变动	(51)	0	0	0
无形资产	982	982	982	982	减值损失	(35)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	156	156	156	156	营业利润	(8,810)	(3,116)	274	636
其他非流动资产	700	1,137	1,137	1,137	营业外净收支	2,602	0	0	0
资产总计	41,122	40,746	41,504	43,988	利润总额	(6,208)	(3,116)	274	636
流动负债	12,833	14,927	15,411	17,259	减:所得税	508	0	0	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,524	5,613	5,613	5,613	净利润	(6,716)	(3,116)	274	636
经营性应付款项	3,680	2,092	1,394	1,558	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	2,553	3,406	4,238	归属母公司净利润	(6,716)	(3,116)	274	636
其他流动负债	3,629	4,669	4,998	5,850	每股收益-最新股本摊薄(元)	(4.88)	(2.26)	0.20	0.46
非流动负债	3,185	2,987	2,987	2,987	EBIT	(8,730)	(3,116)	274	636
长期借款	1,404	1,404	1,404	1,404	EBITDA	(7,913)	(2,608)	782	1,143
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	84.57	85.25	85.27	85.30
租赁负债	158	158	158	158	归母净利率(%)	(38.55)	(12.20)	0.81	1.50
其他非流动负债	1,624	1,425	1,425	1,425	收入增长率(%)	82.13	46.53	33.42	24.43
负债合计	16,018	17,914	18,398	20,246	归母净利润增长率(%)	50.77	53.61	108.81	131.71
归属母公司股东权益	25,103	22,832	23,106	23,742					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	25,103	22,832	23,106	23,742					
负债和股东权益	41,122	40,746	41,504	43,988					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(7,793)	(3,923)	(1,784)	(185)	每股净资产(元)	18.53	16.59	16.79	17.25
投资活动现金流	117	(317)	159	0	最新发行在外股份(百万股)	1,381	1,381	1,381	1,381
筹资活动现金流	2,558	813	0	0	ROIC(%)	(28.00)	(10.02)	0.91	2.08
现金净增加额	(5,073)	(3,441)	(1,625)	(185)	ROE-摊薄(%)	(26.75)	(13.65)	1.19	2.68
折旧和摊销	817	508	508	508	资产负债率(%)	38.95	43.96	44.33	46.03
资本开支	(4,106)	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	(28.87)	(62.24)	706.80	305.04
营运资本变动	(2,328)	(1,196)	(2,407)	(1,329)	P/B(现价)	7.60	8.49	8.39	8.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>