

百济神州 (6160 HK, 买入, 目标价: HK\$208.22)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$208.22 当前股价: HK\$118.20

股价上行/下行空间 +76%

52 周最高/最低价 (HK\$) 153.00/75.45

市值 (US\$mn) 18,310

当前发行数量(百万股) 1,206

三个月平均日交易额 (US\$mn) 27

流通盘占比 (%) 55

主要股东 (%)

安进公司 18

高瓴资本基金 11

贝克兄弟咨询 10

按 2025 年 1 月 15 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	208.22	208.22	N/A
2024E EPS (US\$)	(0.40)	(0.40)	N/A
2025E EPS (US\$)	0.10	0.10	N/A
2026E EPS (US\$)	0.52	0.52	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (US\$mn)	3,210 (+19%)	4,196 (+17%)
EPS (US\$)	(0.61) (+34%)	(0.16) (+162%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

市场优势与研发实力并进, 迈向盈利新征程

- 自建临床团队以提高药物开发效率并降低成本。
- 公司预计 2025 年将实现全年经营利润为正。
- 重申买入评级; DCF 目标价为 208.22 港币 (WACC: 9.3%)。

事件: 百济神州欧雷强于 2025 年 1 月 13 日出席第 43 届摩根大通医疗健康年会, 并就公司现状及未来关注点发表演讲。

自建临床团队以提高药物开发效率并降低成本: 根据 JPM 会议, 百济神州组建了包含 3600 名成员的全球化内部临床开发团队, 从而实现以更快的速度和更低的成本来开发药物。随着内部临床团队的建立, 公司目前对 CRO 的使用比例从 2019 年的 77% 降到了 2024 年的 5%。2025 年, 百济神州的战略规划将主要包括三个方向: 1) 巩固和深化公司在血液学领导地位; 2) 加速推进内部在研管线的开发进展; 3) 进一步推动公司的财务业绩表现。

研发管线丰富且潜力巨大: 根据 JPM 会议, 百济神州关键商业化产品泽布替尼成为美国 BTK 抑制剂首位, 在 CLL 等血液肿瘤治疗领域展现卓越疗效与广泛应用。根据公司在 JPM 会议中展示的泽布替尼与公司差异化的 BCLi (sonrotoclax) 的组合疗法, 显示深度、可持续的响应, 以及良好的安全性。公司在会议中展示了其强大的内部研发管线, 其中包括 25 个 I 期项目、8 个 II 期项目、7 个 III 期项目。其中, 7 款处于 1 期临床的高潜力早期研发管线, 如 CDK4i、panKRASi 等, 有望成为未来的重磅产品, 为公司持续发展提供强大动力。

财务状况持续改善迈向盈利: 2Q24, 百济神州实现 Non-GAAP 盈利, 3Q24 公司营业现金流首次为正。根据 JPM 会议, 公司预计 2025 年 GAAP 下全年经营利润为正, 这得益于其有效的成本管控策略, 坚持去 CRO 化显著降低公司临床试验成本。同时公司列出了 2025-2026 年关键临床阶段资产的催化剂事件, 显示出公司良好的运营和发展态势。

重申买入评级; DCF (WACC: 9.3%) 目标价为 208.22 港币: 对应 5.8 倍的 2025 年市销率。

风险提示: 1) 研发进度延迟; 2) 延迟或未能获得药物批准; 3) 销售和营销力度弱于预期; 4) 汇率风险; 5) 开展全球业务的相关风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (US\$mn)	1,416	2,459	3,807	4,904	5,808
毛利润 (US\$mn)	1,129	2,080	2,998	3,857	4,648
归母净利润 (US\$mn)	(2,004)	(882)	(554)	137	715
每股收益 (US\$)	(1.48)	(0.64)	(0.40)	0.10	0.52
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	152.9	29.3

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告、华兴证券预测

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

图表 1：2025 年和 2026 年关键后期催化剂

资产	催化剂	1H 25	2H 25	2026
百悦泽 (BRUKINSA)	MANGROVE 试验：复发/难治性套细胞淋巴瘤 (TN MCL) III 期无进展生存期 (PFS) 中期分析		●	
Sonrotoclax	CELESTIAL 试验：初治慢性淋巴细胞白血病 (TN CLL) III 期入组完成 (联合百悦泽)	●		
	复发/难治性慢性淋巴细胞白血病 (R/R CLL) III 期启动	●		
	复发/难治性套细胞淋巴瘤 (R/R MCL) III 期启动	●		
	复发/难治性套细胞淋巴瘤 (R/R MCL) II 期数据读出, 若数据支持则提交新药申请 (AA)		●	
	复发/难治性慢性淋巴细胞白血病 (R/R CLL) II 期数据读出, 若数据支持则向中国提交新药申请 (CN AA)		●	
BTK CDAC	复发/难治性慢性淋巴细胞白血病 (R/R CLL) III 期启动	●		
	复发/难治性慢性淋巴细胞白血病 (R/R CLL) 与吡托布鲁替尼 (pirtobrutinib) 头对头 (H2H) III 期启动		●	
	复发/难治性慢性淋巴细胞白血病 (R/R CLL) II 期数据读出 - 可能具有关键意义			●
替雷利珠单抗	局部晚期食管鳞状细胞癌 (LAESCC) 中国提交申请并获批	●		●
	一线食管鳞状细胞癌 (1L ESCC) 美国获批	●		
	一线食管鳞状细胞癌 (1L ESCC) 和二线食管鳞状细胞癌 (2L ESCC) 日本获批	●		
	一线鼻咽癌 (1L NPC) 欧盟获批		●	
	一线小细胞肺癌 (1L SCLC) 欧盟获批		●	
	新辅助/辅助非小细胞肺癌 (Neo/adj NSCLC) 欧盟获批		●	
	一线胃癌 (1L GC) 皮下制剂 III 期启动		●	
	一线胃癌 (1LGC) 日本获批			●
泽尼达妥单抗 + 替雷利珠单抗	HERIZON - 301 一线 HER2 阳性胃食管腺癌 (1LHER2 + GEA) III 期结果读出	●		
IMDELLTRA (Tarlataamab)	二线小细胞肺癌 (2LSCLC) III 期结果读出	●		
Ociprelimab (TIGIT)	AdvanTIG - 302 一线非小细胞肺癌 (1LNSCLC) III 期总生存期 (OS) 中期分析		●	

数据来源：公司官网，华兴证券整理

图表 2：2025 年和 2026 年关键早期催化剂

资产	催化剂	1H 2025	2H 2025	2026
CDK4 抑制剂 (CDK4i)	概念验证 (PoC) 数据	●		
	二线激素受体阳性/人表皮生长因子受体 2 阴性转移性乳腺癌 (2L HR + /HER2 - mBC) III 期启动		●	
泛 KRAS 抑制剂 (PanKRASi)	概念验证 (PoC) 数据		●	
B7H4 ADCa	概念验证 (PoC) 数据		●	
EGFR CDAC	概念验证 (PoC) 数据		●	
CDK2i b	概念验证 (PoC) 数据		●	
B7H3 ADC	概念验证 (PoC) 数据		●	
癌胚抗原 ADC (CEAACD)	概念验证 (PoC) 数据		●	
FGFR2b ADC	概念验证 (PoC) 数据		●	
IRAK4 CDAC	概念验证 (PoC) 数据		●	
PRMT5i + MAT2AiC 联合用药	概念验证 (PoC) 数据			●
EGFRxMET 双特异性抗体 (TsAb)	概念验证 (PoC) 数据			●

数据来源：公司官网，华兴证券整理

风险提示

- **研发进展延迟：**百济神州十分依赖于药品和候选药品的临床研发，而研发过程会受多种因素影响，包括招募参与临床试验的患者，临床试验和研究的安全性与疗效数据等。任何延迟或干扰因素都可能影响研发进度以及公司的整体业绩。
- **药品审批延迟或未能获批：**NDA（新药上市审批）或生物制品许可的审批过程漫长、昂贵、充满不确定性，且有可能失败。如果公司无法获得监管审批，或者在获批过程遭遇延迟，那么药品和候选药品的商业化可能受挫，由此极大影响公司营收。
- **销售和营销力度弱于预期：**百济神州在自研/第三方药品的上市和销售方面经验有限，候选药品和未来获批的候选药品可能无法获得医生、患者、第三方付款人和医疗界其他人士的认可，导致市场接受度不足。市场对百济神州及其竞争对手的产品的认可度高低难以预测，由此公司可能无法产生较高的销售收入。
- **汇率风险：**百济神州的部分费用和收入以美元或港币以外的货币支付，特别是人民币、欧元和澳元。公司的财务状况、经营业绩和现金流可能会受到汇率波动的不利影响。
- **开展全球业务的相关风险：**由于百济神州的业务涉及中国、北美、欧洲等地区，公司面临了开展全球业务的有关风险，业务和业绩可能因各种因素而受到不利影响，包括特定国家或地区的政治和文化气候或经济状况的变化，当地辖区内法律和监管要求的意外变化，流行病对员工、公司业务和全球经济的影响等。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(US\$mn)	2023A	2024E	2025E	2026E
百悦泽	1,300	1,746	2,311	2,832
百泽安	537	650	744	840
Lifirafenib	82	117	152	174
其他收入	540	1,293	1,697	1,962
营业收入	2,459	3,807	4,904	5,808
营业成本	(379)	(809)	(1,047)	(1,160)
毛利润	2,080	2,998	3,857	4,648
管理及销售费用	(3,283)	(3,562)	(3,704)	(3,758)
其中: 研发支出	(1,779)	(1,832)	(1,887)	(1,887)
其中: 市场营销支出	(1,505)	(1,730)	(1,817)	(1,871)
息税前利润	(900)	(564)	153	890
息税折旧及摊销前利润	(812)	(375)	382	1,160
利息收入	39	32	51	86
利息支出	(22)	(22)	(22)	(22)
税前利润	(826)	(554)	183	954
所得税	(56)	0	(46)	(238)
净利润	(882)	(554)	137	715
基本每股收益 (US\$)	(0.64)	(0.40)	0.10	0.52

资产负债表

(US\$mn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,203	6,483	10,073	14,087
货币资金	3,172	5,125	8,588	12,621
应收账款	358	834	940	955
存货	416	266	287	254
其他流动资产	243	243	243	243
非流动资产	1,602	1,903	2,088	2,338
固定资产	1,324	674	675	646
无形资产	57	6	6	6
商誉	0	0	0	0
其他	221	1,223	1,406	1,686
资产	5,805	8,386	12,160	16,425
流动负债	1,810	1,283	1,553	1,734
短期借款	350	350	350	350
预收账款	0	1	2	3
应付账款	315	377	516	636
长期借款	198	192	192	192
非流动负债	244	543	543	543
负债	2,268	2,035	2,304	2,486
股份	1,376	1,376	1,376	1,376
资本公积	2,745	2,745	2,745	2,745
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3,537	6,351	9,856	13,939
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	5,805	8,386	12,160	16,425

现金流量表

(US\$mn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	(882)	(554)	137	715
折旧摊销	88	189	229	271
利息 (收入) / 支出	17	10	30	64
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	2	360	340	306
营运资本变动	(383)	(764)	185	135
经营活动产生的现金流量	(1,157)	(759)	921	1,491
资本支出	(562)	0	0	0
收购及投资	(2)	(2)	(2)	(2)
处置固定资产及投资	673	674	675	676
其他	(49)	(16)	(17)	(18)
投资活动产生的现金流量	60	656	656	656
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	0	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	416	2,050	1,894	1,894
筹资活动产生的现金流量	416	2,050	1,894	1,894
现金及现金等价物净增加额	(681)	1,947	3,471	4,041
自由现金流	(1,813)	(1,139)	521	1,056

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
百悦泽 患者数 ('000)	14	19	24	29
百泽安 患者数 ('000)	90	115	137	162
Lifirafenib 患者数 ('000)	8	12	16	19
百汇泽 患者数 ('000)	15	19	24	28

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	73.7	54.8	28.8	18.4
毛利润	84.1	44.2	28.6	20.5
息税折旧及摊销前利润	58.3	53.9	202.1	203.5
净利润	56.0	37.2	124.8	421.6
稀释每股调整收益	56.7	37.2	124.8	421.6
盈利率 (%)				
毛利率	84.6	78.8	78.7	80.0
息税折旧摊销前利润率	(33.0)	(9.8)	7.8	20.0
息税前利润率	(36.6)	(14.8)	3.1	15.3
净利率	(35.9)	(14.5)	2.8	12.3
净资产收益率	(24.9)	(8.7)	1.4	5.1
总资产收益率	(15.2)	(6.6)	1.1	4.4
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.3	5.1	6.5	8.1
速动比率	2.1	4.8	6.3	8.0
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	N/A	152.9	29.3
市净率	6.4	2.9	2.1	1.5
市销率	7.5	4.8	3.8	3.2

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。