



## 百济神州 (ONC.US/6160.HK/688235.CH) : 2025 年收入指引强于市场预期, 重申 GAAP OP 盈利指引

维持“买入”评级, 上调目标价至美股 324 美元, 港股 194 港元, A 股人民币 273 元。

• **4Q24 业绩符合预期, 连续三个季度实现 Non-GAAP OP 盈利:** 4Q24 公司产品收入达到 11.18 亿美元(+77.3% YoY, +12.5% QoQ), 大致符合 Visible Alpha (VA) 一致预期和我们预期, 其中泽布替尼销售好于 VA 和我们预期; 净亏损为 1.52 亿美元 (-58.7% YoY, +25.2% QoQ), 符合我们预期, 尽管略高于 VA 预期。受益于强劲的泽布替尼海外销售, 4Q24 产品毛利率为 85.6% (+2.4 ppts YoY, +2.8ppts QoQ)。百济连续三个季度实现经调整 NON-GAAP OP (Operating Profit, 经营利润), 4Q24 实现 7,860 万美元盈利, 在 2Q/3Q24 基础上进一步提升, 符合我们预期。受益于 GAAP OP 缩窄 (或 Non-GAAP OP 盈利提升), 4Q24 实现经营现金流净流入 7,516 万美元, 较 4Q23 (约 2.2 亿美元净流出) 显著改善。

• **2025 年收入指引强劲, 好于市场预期, 重申 2025 年实现 GAAP OP 盈利:** 如公司此前所言 (详情请见我们先前[报告](#)), 公司在此次业绩会上提供了详细的 2025 年指引: (1) 总产品收入指引为 49-53 亿美元 (+29.6%~40.2% YoY), 高于 VA 预期 (+27% YoY) 及我们原先预期 (+21% YoY); (2) GAAP 经营费用为 41-44 亿美元 (+8.3% YoY ~ 16.3% YoY), 大致符合 VA 预期和我们原先预期; (3) GAAP 毛利率在 80%+中位数区间 (vs.FY2024: 84.3%), 符合 VA 预期和我们预期; (4) 全年实现 GAAP OP 盈利; 及 (5) 经营活动现金流实现净流入。我们认为, 超出市场预期的强劲收入增速显示出百济强大的海外商业化能力, 有助于在目前乐观市场行情背景下进一步提振投资者对于公司股票的情绪。

• **泽布替尼海外销售持续强劲增长:** 泽布替尼 4Q24 全球销售额达到 8.28 亿美元 (+100.5% YoY, +20.0% QoQ), 略超出我们预期, 其中美国销售额达 6.16 亿美元 (+96.7% YoY, +22.3% QoQ), 好于我们此前保守预测的 5.62 亿美元, 部分受益于 3,000 万美元季节性因素的正面影响。若剔除季节性因素影响, 4Q24 泽布替尼美国销售环比提升 13% (3Q24 同样剔除 2Q24 提前购药的季节性因素导致的负面影响)。此外, 欧洲销售额达 1.13 亿美元 (+147.8% YoY, +16.4% QoQ), 得益于主要国家市场份额有所增加 (德国、意大利、西班牙、法国、英国)。泽布替尼于 2024 年全年共计实现收入 26.4 亿美元 (+104.9% YoY), 展望 2025 年, 得益于欧洲市场的持续拓展和美国市场份额的进一步提升, 泽布替尼有望持续强劲增长, 我们预测其可实现约 37 亿美元收入 (+39% YoY)。

• **产品研发进展顺利, 2025 年有望迎来多项研发催化剂:** (1) Sonrotoclax (BCL2 抑制剂) 有望于 2H25 公布全球 R/R MCL 和中国 R/R CLL 二期数据读出, 并进行对应的加速审批 NDA 申请 (若数据支持)。

### 阳景

首席医药分析师  
Jing\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6434

### 胡泽宇 CFA

医药分析师  
ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446

2025 年 2 月 28 日

### 百济神州 (ONC.US)

**买入**

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 目标价 (美元)          | 324.0       |
| 潜在升幅/降幅           | +25%        |
| 目前股价 (美元)         | 259.0       |
| 52 周内股价区间 (美元)    | 126.9-268.5 |
| 总市值 (百万美元)        | 28,924      |
| 近 3 月日均成交额 (百万美元) | 87          |

### 百济神州 (6160.HK)

**买入**

|                   |            |
|-------------------|------------|
| 目标价 (港元)          | 194.0      |
| 潜在升幅/降幅           | +20%       |
| 目前股价 (港元)         | 161.6      |
| 52 周内股价区间 (港元)    | 75.4-164.4 |
| 总市值 (百万港元)        | 233,392    |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 297        |

### 百济神州 (688235.CH)

**买入**

|                    |             |
|--------------------|-------------|
| 目标价 (人民币)          | 273.0       |
| 潜在升幅/降幅            | +21%        |
| 目前股价 (人民币)         | 226.0       |
| 52 周内股价区间 (人民币)    | 111.2-230.0 |
| 总市值 (百万人民币)        | 218,289     |
| 近 3 月日均成交额 (百万人民币) | 383         |

注: 港股及 A 股股价截至 2025 年 2 月 27 日;

美股股价截至 2025 年 2 月 26 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际



Sonrotoclax 全球三期 CELESTIAL-TN CLL 入组目前已完成 (N=640)。此外, 公司有望于 1H25 开启 R/R CLL 和 R/R MCL 的三期研究。(2) BGB-16673 (BTK CDAC) 预计 1H25 启动 R/R CLL 三期临床试验, 2H25 启动三期在 R/R CLL 适应症上和 Pirtobrutinib 头对头临床试验, 2026 年有望读出二期 R/R CLL 数据。(3) TEVIMBRA 有望于 1H25 获得美国 1L ESCC 批准及日本 1L 和 2L ESCC 批准, 于 2H25 获得 3 项欧洲批准 (1L NPC, 1L SCLC, 辅助/新辅助 NSCLC)。(4) 早期资产方面, BGB-43395 (CDK4 抑制剂) 预计将于 1H24 读出 POC 数据, BG-C9074 (B7H4 ADC) 和 CDK2 抑制剂将于 2025 ASCO 上读出初步数据, 其余多款早期资产均预计于 2H25 公布 POC 数据, 包括泛 KRAS 抑制剂、B7H4 ADC、EGFR CDAC、CDK2 抑制剂、B7H3 ADC、CEA ADC、FGFR2b ADC 和 IRAK4 CDAC。

• **维持“买入”评级, 上调目标价至美股 324 美元, 港股 194 港元, A 股人民币 273 元:** 我们将 2025E/2026E 收入分别上调约 6%/7%, 主要受益于泽布替尼海外销售预测提升, 同时我们略微上调毛利率预测, 因此 2025E 由此前盈亏平衡至轻微净利润, 2026E 净盈利较此前预测略有提升。同时, 我们引入 2027E 预测。另外, 考虑到目前乐观的市场情绪及公司正逐步迈入更成熟阶段, 我们将 WACC 预测由先前 8% 下调为 7.6%, 因此, 基于 DCF 估值方法, 我们上调美股/港股/A 股目标价至 324 美元/194 港元/人民币 273 元, 维持“买入”评级。

• **投资风险:** 泽布替尼海外销售增速未如预期; 核心研发管线临床/审批延误或数据不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

| 百万美元       | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 2,459 | 3,810 | 4,972 | 5,724 | 6,615 |
| 同比变动 (%)   | 73.7% | 55.0% | 30.5% | 15.1% | 15.6% |
| 归母净利润/(亏损) | -882  | -645  | 81    | 207   | 493   |
| PS (X)     | 11.4  | 7.4   | 5.7   | 4.9   | 4.3   |

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 百济神州 (6160.HK)

### 利润表

| 百万美元        | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 2,459   | 3,810   | 4,972   | 5,724   | 6,615   |
| 销售成本        | (380)   | (594)   | (752)   | (830)   | (925)   |
| 毛利          | 2,079   | 3,216   | 4,221   | 4,895   | 5,690   |
| 研发费用        | (1,779) | (1,953) | (2,112) | (2,359) | (2,606) |
| 销售、一般及行政费用  | (1,505) | (1,831) | (2,088) | (2,314) | (2,476) |
| 无形资产摊销      | (4)     | (0)     | (1)     | (1)     | (1)     |
| 其他          | -       | -       | -       | -       | -       |
| 经营亏损        | (1,208) | (568)   | 20      | 220     | 607     |
| 利息收入，净额     | 74      | 48      | 52      | 24      | 9       |
| 其他收入，净额     | 308     | (13)    | -       | -       | -       |
| 除所得税前亏损     | (826)   | (533)   | 71      | 244     | 617     |
| 所得税开支       | (56)    | (112)   | 9       | (37)    | (123)   |
| 亏损净额        | (882)   | (645)   | 81      | 207     | 493     |
| 非控股权益应占亏损净额 | -       | -       | -       | -       | -       |
| 归母净利润/(亏损)  | (882)   | (645)   | 81      | 207     | 493     |

### 资产负债表

| 百万美元          | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物      | 3,189   | 2,639   | 1,518   | 946     | 613     |
| 应收账款          | 358     | 676     | 686     | 789     | 857     |
| 存货            | 416     | 495     | 618     | 636     | 659     |
| 预付开支及其他流动资产   | 241     | 182     | 348     | 343     | 331     |
| 流动资产总值        | 4,203   | 3,992   | 3,170   | 2,714   | 2,460   |
| 物业、厂房及设备，净额   | 1,324   | 1,578   | 1,877   | 2,110   | 2,319   |
| 经营租赁使用权资产     | 95      | 139     | 139     | 139     | 139     |
| 无形资产，净额       | 57      | 51      | 50      | 49      | 49      |
| 商誉            | -       | -       | -       | -       | -       |
| 递延税项资产        | -       | -       | -       | -       | -       |
| 其他非流动资产       | 125     | 160     | 160     | 160     | 160     |
| 非流动资产总值       | 1,602   | 1,929   | 2,228   | 2,459   | 2,667   |
| 短期债务          | 688     | 852     | 852     | 852     | 852     |
| 应付账款          | 315     | 405     | 453     | 477     | 456     |
| 应计开支及其他应付款项   | 694     | 804     | 630     | 701     | 762     |
| 其他            | 113     | 155     | 155     | 155     | 155     |
| 流动负债总值        | 1,810   | 2,215   | 2,089   | 2,185   | 2,225   |
| 长期银行贷款        | 198     | 166     | 166     | 166     | 166     |
| 递延收入          | 0       | -       | -       | -       | -       |
| 其他            | 260     | 207     | 207     | 207     | 207     |
| 非流动负债总值       | 458     | 374     | 374     | 374     | 374     |
| 普通股           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 额外实缴资本        | 11,599  | 12,088  | 11,609  | 11,083  | 10,503  |
| 累计其他全面收益 (亏损) | (99)    | (149)   | (149)   | (149)   | (149)   |
| 累计亏损          | (7,962) | (8,607) | (8,526) | (8,319) | (7,825) |
| 少数股东权益        | -       | -       | -       | -       | #REF!   |
| 权益总额          | 3,537   | 3,332   | 2,934   | 2,615   | 2,528   |

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

### 现金流量表

| 百万美元           | 2023A   | 2024A | 2025E   | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|-------|---------|-------|-------|
| 亏损净额           | (882)   | (645) | 81      | 207   | 493   |
| 固定资产折旧         | 88      | 172   | 99      | 111   | 122   |
| 无形资产摊销         | -       | -     | 1       | 1     | 1     |
| 股权激励           | 368     | 442   | (486)   | (535) | (588) |
| 营运资本变动         | (371)   | (157) | (425)   | (21)  | (38)  |
| 应收账款           | (188)   | (329) | (10)    | (102) | (68)  |
| 预付账款及其他流动资产变动  | 12      | 45    | (166)   | 5     | 13    |
| 存货             | (141)   | (91)  | (123)   | (19)  | (23)  |
| 应付账款           | 21      | 121   | 48      | 24    | (21)  |
| 应计开支及其他应付款项    | 180     | 111   | (174)   | 71    | 61    |
| 其他             | (443)   | (344) | (10)    | (102) | (68)  |
| 经营活动现金净额       | (1,157) | (141) | (731)   | (236) | (10)  |
| 购买物业及设备        | (562)   | (493) | (398)   | (343) | (331) |
| 购买投资           | (17)    | (22)  | -       | -     | -     |
| 处置短期投资         | 673     | 3     | -       | -     | -     |
| 其他             | (34)    | (36)  | -       | -     | -     |
| 投资活动现金净额       | 60      | (548) | (398)   | (343) | (331) |
| 短期贷款           | 662     | 868   | -       | -     | -     |
| 长期贷款           | 23      | 9     | -       | -     | -     |
| 执行期权所得款项       | -       | -     | 7       | 8     | 8     |
| 偿还贷款           | (323)   | (732) | -       | -     | -     |
| 出售普通股所得款项，扣除成本 | -       | -     | -       | -     | -     |
| 其他             | 56      | 48    | -       | -     | -     |
| 融资活动现金净额       | 416     | 193   | 7       | 8     | 8     |
| 汇率变动的影响，净额     | (8)     | (52)  | -       | -     | -     |
| 现金增加 (减少) 净额   | (689)   | (547) | (1,121) | (572) | (332) |
| 期初现金           | 3,875   | 3,186 | 2,639   | 1,518 | 946   |
| 期末现金           | 3,186   | 2,639 | 1,518   | 946   | 613   |

### 财务和估值比率

|                  | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>每股数据 (美元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股盈利 (non-GAAP)  | 0.29   | (0.83) | (0.35) | (0.31) | (0.18) |
| 每股净资产            | 2.61   | 2.43   | 2.16   | 1.93   | 1.86   |
| 每股销售额            | 1.81   | 2.78   | 3.66   | 4.22   | 4.87   |
| <b>同比变动 (%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 收入               | 73.7%  | 55.0%  | 30.5%  | 15.1%  | 15.6%  |
| 税后利润             | NM     | NM     | NM     | 157%   | 138%   |
| 归母净利润            | NM     | NM     | NM     | 157%   | 138%   |
| <b>费用率 (%)</b>   |        |        |        |        |        |
| 研发费用/收入          | 72.3%  | 51.3%  | 42.5%  | 41.2%  | 39.4%  |
| 销售、一般及行政费用/收入    | 61.2%  | 48.1%  | 42.0%  | 40.4%  | 37.4%  |
| <b>利润率 (%)</b>   |        |        |        |        |        |
| 毛利率              | 84.5%  | 84.4%  | 84.9%  | 85.5%  | 86.0%  |
| 归母净利率            | -35.9% | -16.9% | 1.6%   | 3.6%   | 7.5%   |
| <b>回报率 (%)</b>   |        |        |        |        |        |
| 平均股本回报率          | -40.8% | -22.9% | -9.6%  | 5.5%   | 13.9%  |
| 平均资产回报率          | -24.9% | -12.9% | -5.2%  | 2.8%   | 6.8%   |
| <b>财务杠杆</b>      |        |        |        |        |        |
| 流动比率 (x)         | 2.3    | 1.8    | 1.5    | 1.2    | 1.1    |
| 速动比率 (x)         | 2.1    | 1.6    | 1.2    | 1.0    | 0.8    |
| 现金比率 (x)         | 1.8    | 1.2    | 0.7    | 0.4    | 0.3    |
| <b>估值</b>        |        |        |        |        |        |
| 市盈率 (x)          | 71.3   | NM     | NM     | NM     | NM     |
| 市净率 (x)          | 7.9    | 8.5    | 9.6    | 10.8   | 11.1   |
| 市销率 (x)          | 11.4   | 7.4    | 5.7    | 4.9    | 4.3    |

图表 2：浦银国际目标价：百济神州美股 (ONC.US)



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)



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)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

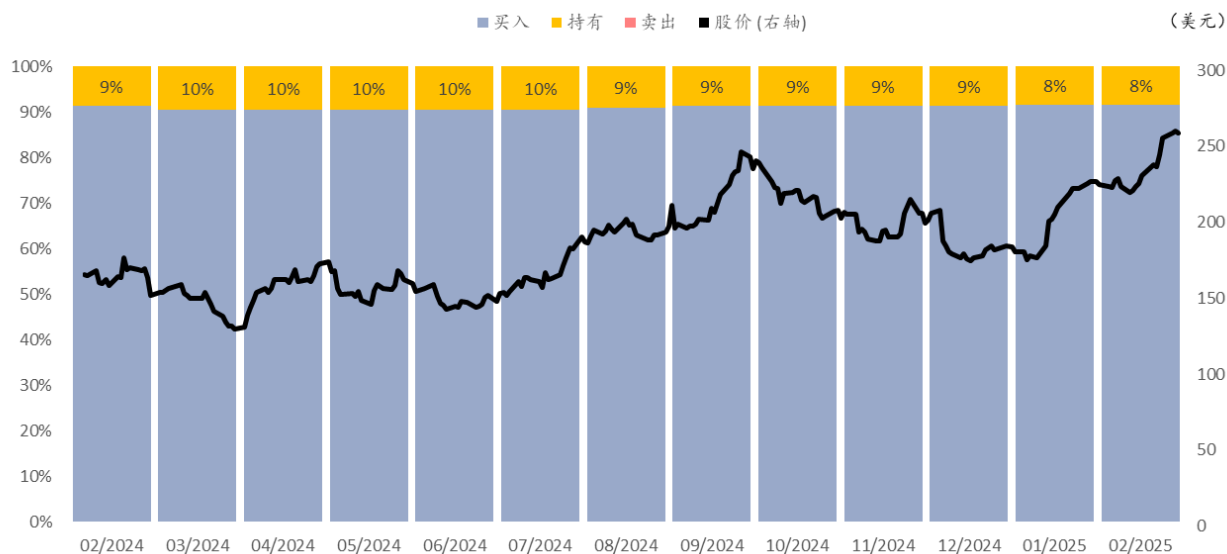
图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

| 股票代码             | 公司     | 现价 (LC) | 评级 | 目标价 (LC) | 行业       |
|------------------|--------|---------|----|----------|----------|
| 6990.HK Equity   | 科伦博泰   | 234.4   | 买入 | 230.0    | 生物科技     |
| 13.HK Equity     | 和黄医药   | 26.7    | 买入 | 41.3     | 生物科技     |
| HCM.US Equity    | 和黄医药   | 16.7    | 买入 | 26.5     | 生物科技     |
| 9688 HK Equity   | 再鼎医药   | 28.8    | 买入 | 55.0     | 生物科技     |
| ZLAB US Equity   | 再鼎医药   | 35.1    | 买入 | 43.0     | 生物科技     |
| ONC US Equity    | 百济神州   | 259.0   | 买入 | 324.0    | 生物科技     |
| 6160 HK Equity   | 百济神州   | 161.6   | 买入 | 194.0    | 生物科技     |
| 688235 CH Equity | 百济神州   | 226.0   | 买入 | 273.0    | 生物科技     |
| 6996.HK Equity   | 德琪医药   | 2.9     | 买入 | 5.4      | 生物科技     |
| 1952 HK Equity   | 云顶新耀   | 47.9    | 买入 | 25.0     | 生物科技     |
| 9995 HK Equity   | 荣昌生物   | 18.9    | 持有 | 26.0     | 生物科技     |
| 688331 CH Equity | 荣昌生物   | 33.6    | 持有 | 35.0     | 生物科技     |
| 9969 HK Equity   | 诺诚健华   | 9.7     | 买入 | 9.2      | 生物科技     |
| 688428 CH Equity | 诺诚健华   | 18.5    | 持有 | 14.5     | 生物科技     |
| 1801 HK Equity   | 信达生物   | 43.2    | 买入 | 60.0     | 生物科技     |
| 6622 HK Equity   | 兆科眼科   | 1.7     | 买入 | 12.5     | 生物科技     |
| 2616.HK Equity   | 基石药业   | 3.7     | 持有 | 4.25     | 生物科技     |
| 9926 HK Equity   | 康方生物   | 75.2    | 买入 | 65.0     | 生物科技     |
| 9966.HK Equity   | 康宁杰瑞   | 6.1     | 买入 | 13.6     | 生物科技     |
| 2162.HK Equity   | 康诺亚    | 37.3    | 买入 | 58.0     | 生物科技     |
| IMAB US Equity   | 天境生物   | 0.9     | 买入 | 22.5     | 生物科技     |
| 2696.HK Equity   | 复宏汉霖   | 28.3    | 持有 | 19.0     | 生物科技     |
| 6855.HK Equity   | 亚盛医药   | 39.7    | 买入 | 28.1     | 生物科技     |
| 2256.HK Equity   | 和誉     | 6.5     | 买入 | 5.6      | 生物科技     |
| 2142.HK Equity   | 和铂医药   | 5.6     | 买入 | 6.0      | 生物科技     |
| 600276 CH Equity | 恒瑞医药   | 47.9    | 买入 | 61.0     | 制药       |
| 1177 HK Equity   | 中国生物制药 | 3.4     | 买入 | 5.5      | 制药       |
| 2359 HK Equity   | 药明康德   | 62.7    | 买入 | 56.0     | CRO/CDMO |
| 603259 CH Equity | 药明康德   | 62.5    | 买入 | 62.0     | CRO/CDMO |
| 3759 HK Equity   | 康龙化成   | 16.8    | 买入 | 16.8     | CRO/CDMO |
| 300759 CH Equity | 康龙化成   | 28.1    | 持有 | 22.4     | CRO/CDMO |
| 2269 HK Equity   | 药明生物   | 23.7    | 持有 | 18.5     | CRO/CDMO |
| 2268 HK Equity   | 药明联合   | 34.2    | 买入 | 35.0     | CRO/CDMO |
| 300760 CH Equity | 迈瑞医疗   | 255.8   | 买入 | 350.0    | 医疗器械     |
| 2252 HK Equity   | 微创机器人  | 24.2    | 买入 | 15.1     | 医疗器械     |
| 2500 HK Equity   | 启明医疗   | 5.6     | 买入 | 10.0     | 医疗器械     |
| 9996 HK Equity   | 沛嘉医疗   | 4.3     | 买入 | 7.5      | 医疗器械     |
| 2160 HK Equity   | 心通医疗   | 1.0     | 买入 | 3.4      | 医疗器械     |
| 2172 HK Equity   | 微创脑科学  | 11.3    | 买入 | 15.5     | 医疗器械     |
| 688351 CH Equity | 微电生理   | 19.6    | 买入 | 27.9     | 医疗器械     |
| 2190 HK Equity   | 归创通桥   | 12.8    | 买入 | 16.4     | 医疗器械     |
| 688617 CH Equity | 惠泰医疗   | 348.5   | 买入 | 454.0    | 医疗器械     |
| 688236 CH Equity | 春立医疗   | 13.7    | 买入 | 16.2     | 医疗器械     |
| 1858 HK Equity   | 春立医疗   | 9.2     | 买入 | 10.6     | 医疗器械     |
| 1789 HK Equity   | 爱康医疗   | 5.1     | 买入 | 6.8      | 医疗器械     |
| 2325 HK Equity   | 云康集团   | 4.9     | 买入 | 10.5     | ICL      |
| 241 HK Equity    | 阿里健康   | 5.3     | 持有 | 4.0      | 互联网医疗    |
| 1833 HK Equity   | 平安好医生  | 8.3     | 持有 | 11.4     | 互联网医疗    |

注：港股及A股股价截至2025年2月27日；美股股价截至2025年2月26日。；资料来源：Bloomberg、浦银国际

## SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：百济神州美股（ONC.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（ONC.US）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：390.0 美元

概率：20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 高于 30%，销售峰值超过 65 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率高于 45%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

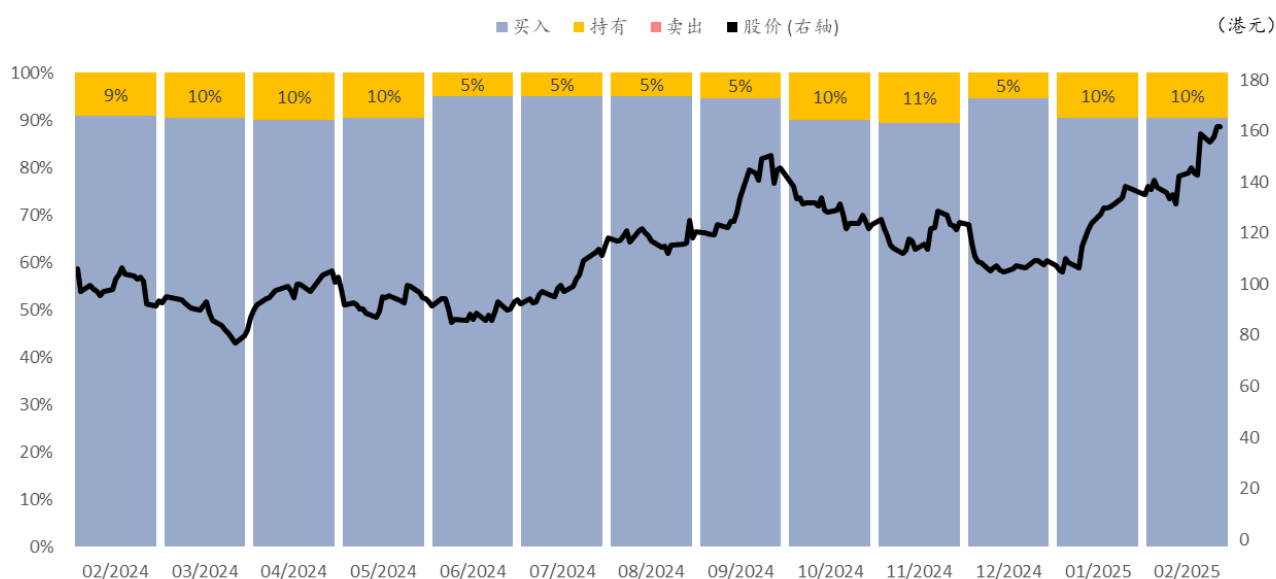
目标价：210.0 美元

概率：20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期；
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 低于 15%，销售峰值低于 40 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率低于 30%。

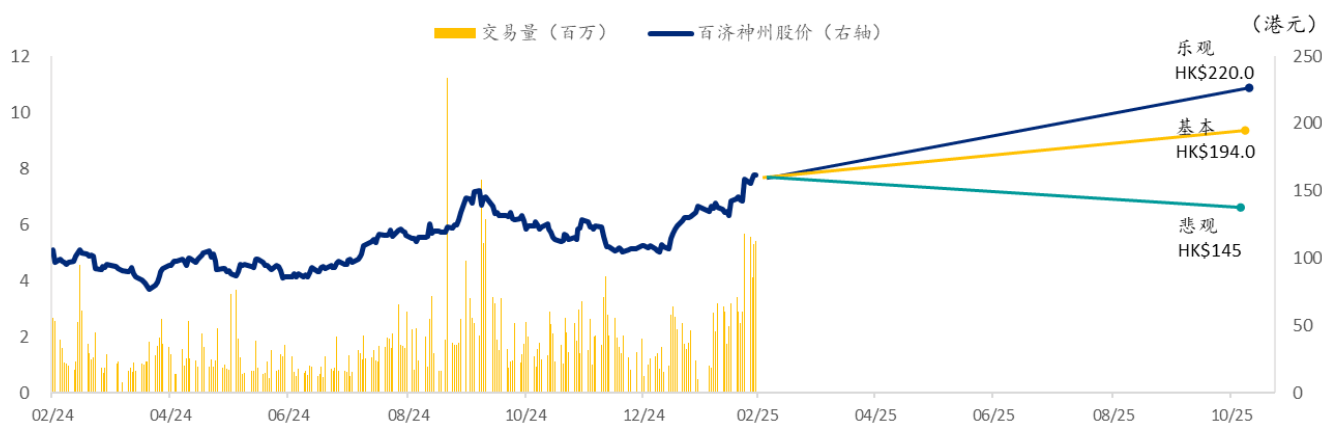
资料来源：浦银国际

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：220.0 港元

概率：20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 高于 30%，销售峰值超过 65 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率高于 45%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

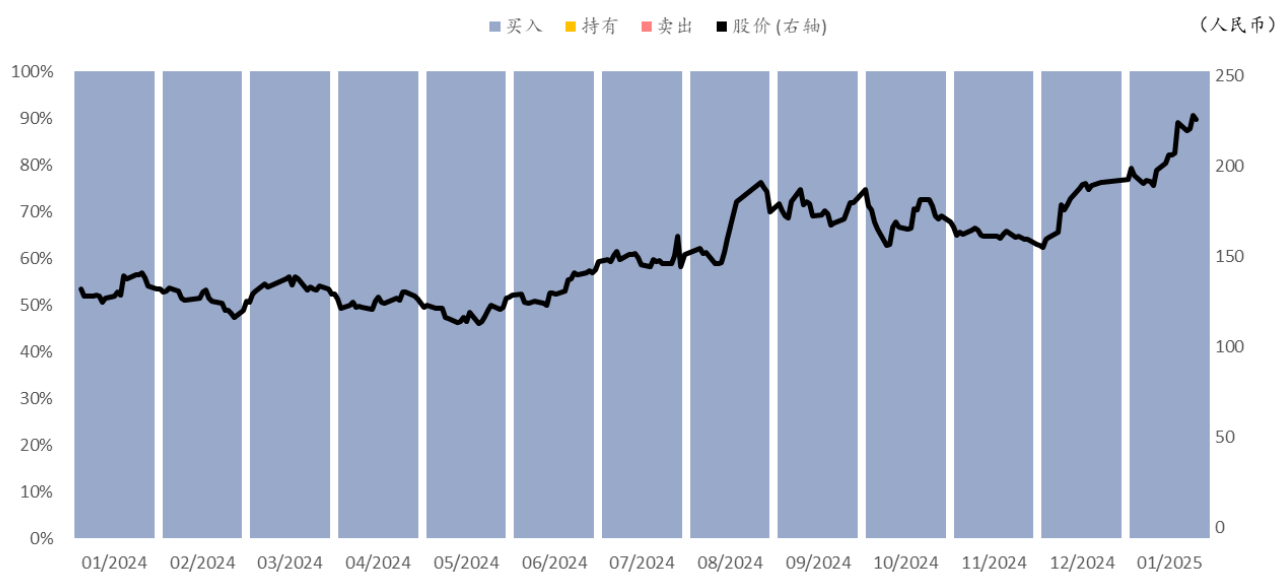
目标价：145.0 港元

概率：20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期；
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 低于 15%，销售峰值低于 40 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率低于 30%。

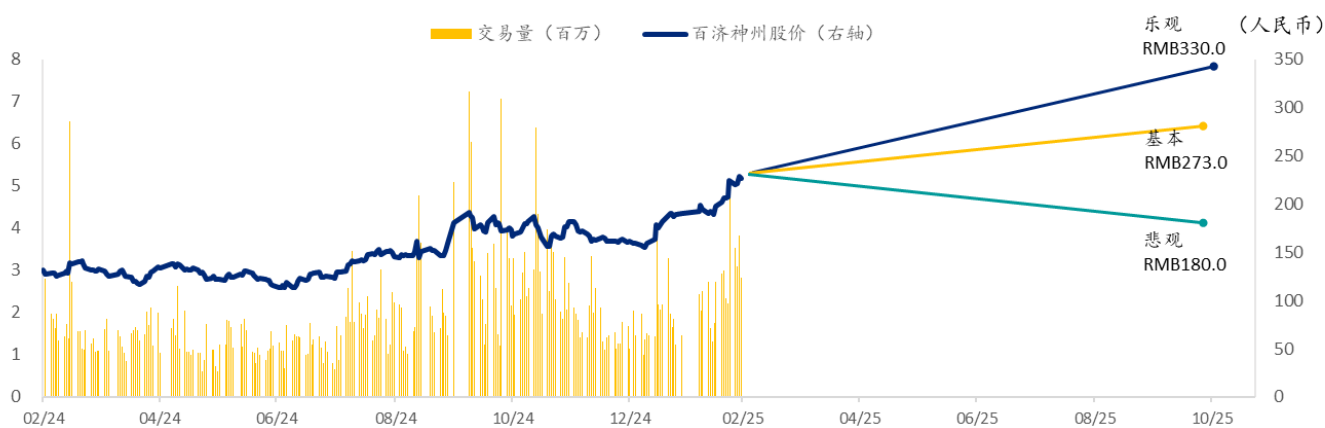
资料来源：浦银国际

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: 人民币 330.0 元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 高于 30%, 销售峰值超过 65 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率高于 45%。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 人民币 180.0 元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 泽布替尼 2024-27E 全球销售额 CAGR 低于 15%, 销售峰值低于 40 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率低于 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团－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) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)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

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

