

医药

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 166.70 港元 208.80个 +25.3%

2025 年 3 月 3 日

百济神州 (6160 HK)

泽布替尼美国市场快速放量，2025 年指引经营利润转正，维持买入

④ **核心产品快速放量，泽布替尼美国新患份额跃居第一**：2024 年公司产品销售收入同比增长 73%至 37.80 亿美元。4Q24 单季销售收入首次突破 10 亿美元，达到 11.18 亿美元（同比+77%），由以下因素驱动：**1）泽布替尼**销售额 8.28 亿美元，延续逐季快速增长势头（环比+20%），全年销售突破 26 亿美元（同比+105%）。其中美国 4Q24 销售额达 6.16 亿美元（环比+22%），受益于泽布替尼在美国 1/2L CLL 新患中份额提升，4Q24 份额已超过阿卡替尼至全美第一。欧洲 4Q24 销售收入也迅速爬坡至 1.13 亿美元（同比+16%），公司预计欧洲的新患份额仍有提升空间，未来仍会保持较快的爬坡节奏。**2）替雷利珠单抗**在医保谈判降价 9%的情况下，全年销售额仍增长 16%至 6.21 亿美元，4Q24 环比增长 21%至 1.54 亿美元，继续稳坐国产 PD-(L)1 头把交椅。全年经调整经营利润实现转正至 4,536 万美元。整体毛利率为 84.4%，同比基本持平；研发/SG&A 费用率分别同比下降 21.1/13.1 个百分点，显示公司运营效率显著改善。**公司指引 2025 全年收入 49-53 亿美元，GAAP 经营费用 41-44 亿美元，毛利率指引在 80-90% 的中位区间，同时 GAAP 经营利润和经营活动现金流为正。**

④ **后续管线快速推进，巨大价值逐步兑现**：血液瘤领域重点关注后 BTK 时代治疗方案开发进展：1）Bcl-2 抑制剂 sonrotoclax 在 r/r MCL 和 r/r CLL 上的 II 期数据读出（2H25）及潜在加速上市申请递交（如数据支持）；2）BTK CDAC 年内启动两项 III 期，包括头对头 pirtobrutinib 治疗 r/r CLL 的 III 期，2026 年潜在关键 II 期数据读出。实体瘤领域关注：1）PD-1 一线 ESCC、NPC、SCLC、GC 等适应症在欧美/日本等主要市场获批；2）HER2 双抗、DLL3 单抗、TIGIT 等品种 III 期数据读出；3）早期管线重点品种（CDK4、pan-KRAS、EGFR CDAC、多个 ADC 候选药物）PoC 数据读出。

④ **上调目标价**：根据公司 2024 年强劲的产品表现及 2025 全年指引，我们上调 2025/26 年收入预测至 51 亿/62 亿美元、泽布替尼全球峰值销售预测至 69 亿美元，并预测 2025 年起实现净利润层面盈亏平衡。上调美股/港股/A 股目标价至 348.00 美元/208.80 港元/289.22 元人民币，维持**买入**评级。

财务数据一览

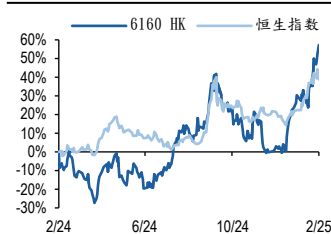
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万美元)	2,459	3,810	5,078	6,208	7,155
同比增长(%)	73.7	55.0	33.3	22.3	15.2
净利润(百万美元)	(882)	(645)	59	734	1,387
每股盈利(美元)	(0.65)	(0.48)	0.04	0.54	1.02
同比增长(%)	-56.5	-25.6	-109.0	1,141.4	89.2
前EPS预测值(美元)			(0.23)	0.10	
调整幅度(%)			-119.0	448.2	
市盈率(倍)	NA	NA	493.1	39.7	21.0
每股账面净值(美元)	2.61	2.41	2.83	3.82	5.32
市账率(倍)	8.21	8.91	7.58	5.62	4.03

资料来源：公司资料，交银国际预测

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)	166.70
52周低位(港元)	77.00
市值(百万港元)	448,202.21
日均成交量(百万)	13.65
年初至今变化(%)	52.66
200天平均价(港元)	124.92

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

图表 1: 百济神州：财务预测变动

百万美元	2025E			2026E			2027E		
	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	5,078	4,630	10%	6,208	5,566	12%	7,155		
毛利润	4,320	3,940	10%	5,343	4,791	12%	6,228		
产品毛利率	85.0%	85.0%	0.0ppt	86.0%	86.0%	0.0ppt	87.0%		
经营利润	152	(231)	NA	931	223	317%	1,646		
经营利润率	3.0%	NA	NA	15.0%	4.0%	11.0ppt	23.0%		

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 百济神州：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	5,078	6,208	7,155	7,980	8,414	9,118	9,684	10,090	10,433
EBIT	152	931	1,646	2,275	2,693	3,283	3,730	3,987	4,227
EBIT * (1-t)	129	791	1,399	1,934	2,289	2,791	3,170	3,389	3,593
加：折旧摊销	131	132	134	136	139	143	146	150	155
减：营运资金增加/（减少）	(205)	(208)	(145)	(130)	(132)	(104)	(77)	(57)	(71)
减：资本开支	(150)	(158)	(165)	(174)	(182)	(191)	(201)	(211)	(222)
自由现金流	(95)	558	1,222	1,766	2,115	2,638	3,039	3,271	3,456

永续增长率 2%

自由现金流现值 11,016

终值现值 22,052

企业价值 33,068

净现金 4,053

少数股东权益 0

股权价值（百万美元） 37,121

股权价值（百万港元） 289,540

股份数量（百万） 1,387

ADR 转化比例 13

A 股/美股平均溢价 48%

每股价值(港元，2025 年 12 月 31 日) 208.80

每 ADR 价值(美元，2025 年 12 月 31 日) 348.00

每股价值(人民币，2025 年 12 月 31 日) 289.22

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 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	166.70	208.80	25.3%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	25.75	44.00	70.9%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	46.80	56.20	20.1%	2024 年 12 月 04 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	72.95	87.00	19.3%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	40.45	60.00	48.3%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	35.25	66.00	87.2%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	17.98	24.00	33.5%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.72	28.75	126.0%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	36.72	76.00	107.0%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	2.49	4.40	76.9%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	5.88	5.00	-14.9%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	32.15	44.00	36.9%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	22.45	12.30	-45.2%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.76	24.50	66.0%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	76.21	93.30	22.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	59.62	33.10	-44.5%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	18.02	24.00	33.2%	2024 年 12 月 02 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	29.50	42.50	44.1%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	7.93	10.00	26.1%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.22	4.80	49.2%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.45	14.00	88.0%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.71	5.80	23.1%	2024 年 11 月 18 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	45.96	45.00	-2.1%	2024 年 10 月 28 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	34.75	42.00	20.9%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	2.62	3.05	16.3%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 2 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,459	3,810	5,078	6,208	7,155
主营业务成本	(380)	(594)	(758)	(866)	(927)
毛利	2,079	3,216	4,320	5,343	6,228
销售及管理费用	(1,505)	(1,831)	(2,031)	(2,173)	(2,290)
研发费用	(1,779)	(1,953)	(2,133)	(2,235)	(2,290)
其他经营净收入/费用	(4)	0	(4)	(4)	(3)
经营利润	(1,208)	(568)	152	931	1,646
财务成本净额	74	48	0	0	0
其他非经营净收入/费用	308	(13)	(13)	(13)	(13)
税前利润	(826)	(533)	139	918	1,632
税费	(56)	(112)	(80)	(184)	(245)
净利润	(882)	(645)	59	734	1,387
作每股收益计算的净利润	(882)	(645)	59	734	1,387

资产负债表简表 (百万元美元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3,186	2,639	3,026	4,186	6,120
应收账款及票据	358	676	826	1,011	1,106
存货	416	495	585	672	750
其他流动资产	243	182	185	189	193
总流动资产	4,203	3,992	4,622	6,058	8,169
物业、厂房及设备	1,324	1,578	1,602	1,631	1,665
无形资产	57	51	45	39	33
其他长期资产	221	300	306	312	318
总长期资产	1,602	1,929	1,952	1,981	2,016
总资产	5,805	5,921	6,574	8,039	10,185
短期贷款	688	852	869	886	904
应付账款	315	405	426	476	489
其他短期负债	807	958	978	997	1,017
总流动负债	1,810	2,215	2,272	2,359	2,410
长期贷款	198	166	170	173	177
其他长期负债	260	207	211	216	220
总长期负债	458	374	381	389	397
总负债	2,268	2,589	2,653	2,748	2,807
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	3,537	3,332	3,921	5,291	7,378
股东权益	3,537	3,332	3,921	5,291	7,378
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	3,537	3,332	3,921	5,291	7,378

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(826)	(533)	139	918	1,632
折旧及摊销	88	172	131	132	134
营运资本变动	(116)	(143)	(210)	(212)	(150)
其他经营活动现金流	(304)	364	454	457	459
经营活动现金流	(1,157)	(141)	514	1,295	2,076
资本开支	(562)	(493)	(150)	(158)	(165)
投资活动	(2)	(3)	0	0	0
其他投资活动现金流	624	(53)	2	2	2
投资活动现金流	60	(548)	(148)	(155)	(163)
负债净变动	361	145	20	21	21
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	56	48	0	0	0
融资活动现金流	416	193	20	21	21
汇率收益/损失	(8)	(52)	0	0	0
年初现金	3,875	3,186	2,639	3,026	4,186
年末现金	3,186	2,639	3,026	4,186	6,120

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(0.650)	(0.483)	0.043	0.540	1.021
全面摊薄每股收益	(0.650)	(0.483)	0.043	0.540	1.021
每股账面值	2.611	2.406	2.828	3.816	5.321
利润率分析(%)					
毛利率	84.5	84.4	85.1	86.1	87.0
EBITDA利润率	(45.6)	(10.4)	5.6	17.1	24.9
EBIT利润率	(49.1)	(14.9)	3.0	15.0	23.0
净利率	(35.9)	(16.9)	1.2	11.8	19.4
盈利能力(%)					
ROA	(15.2)	(10.9)	0.9	9.1	13.6
ROE	(24.9)	(19.4)	1.5	13.9	18.8
ROIC	(19.9)	(14.8)	1.2	11.6	16.4
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	2.3	1.8	2.0	2.6	3.4
存货周转天数	399.8	304.1	281.6	283.4	295.3
应收账款周转天数	53.1	64.8	59.4	59.4	56.4
应付账款周转天数	302.7	248.8	205.0	200.6	192.7

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**

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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、湖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、山西省安装集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司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，而并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。