

百济神州（688235）

2025 年将实现 GAAP 口径下经营利润为正，实体瘤领域多款早研分子将 POC

事件：

近日公司在美股和港股市场发布 2024 全年及 2024 年第四季度主要财务数据：2024 年全年总收入 38.10 亿美元，同比增长 55%，净亏损-6.45 亿美元，同比减亏 27%；2024 年第四季度总收入 11.28 亿美元，同比增长 78%，净亏损-1.52 亿美元，同比减亏 59%。2024 年全年和第四季度经调整营业利润分别为 4536 万和 7860 万美元，实现首次全年非 GAAP 经营利润盈利。且公司重申预计 2025 年 GAAP 经营利润为正。

销售管理费用率逐季降低，实现首次全年 NON-GAAP 经营利润盈利

2024 全年 GAAP 和非 GAAP 研发费用分别为 19.53 亿和 16.68 亿美元，研发费用率分别为 51%和 44%，同比分别减少 21 pct 和 20 pct。2024 全年 GAAP 和非 GAAP 销售及管理费用为 18.31 亿和 15.50 亿美元，对应费用率为 48%和 41%，同比减少 13 pct 和 12 pct。与 GAAP 指标相比，2024 全年经调整后指标在研发费用和销售及管理费用中分别减去 1.86 亿和 2.56 亿美元的股权激励成本以及 9881 万和 2542 万美元的折旧费用，此外在销售及管理费用中还减去了 9.5 万的无形资产摊销费用。

2024Q4 研发费用为 5.42 亿美元，研发费用率为 48%，同比减少 30 pct，环比减少 1 pct。2024Q4 销售及管理费用为 5.05 亿美元，对应费用率为 45%，同比减少 21 pct，环比减少 1 pct。经调整后 2024Q4 研发费用为 4.75 亿美元，研发费用率为 42%，同比减少 27 pct，环比略增 2 pct；经调整后 2024 Q4 销售及管理费用为 4.33 亿美元，对应费用率为 38%，同比减少 19 pct，环比持平。

2024 全年核心品种泽布替尼同比增长超 100%，美国保持环比快速增长

2024 全年泽布替尼全球销售收入 26.4 亿美元，同比增长 105%；2024Q4 收入 8.28 亿美元，同比增长 100%，环比增长 20%。分地区来看，美国地区销量持续高增长，2024Q4 和全年收入分别为 6.16 亿和 20 亿美元，同比分别增长 97%和 106%，2024Q4 环比增长 22%，其中 60%以上的季度环比增长来自于其在 CLL 患者中的扩大使用；欧洲地区 2024Q4 和全年收入为 1.13 亿和 3.59 亿美元，同比增长 148%和 194%，2024Q4 环比增长 16%，其在欧洲所有主要市场的市场份额增加。

替雷利珠单抗两项新适应症纳入 2024 年医保目录，并持续扩张全球版图

2024Q4 和 2024 全年替雷利珠单抗总收入分别为 1.54 亿和 6.21 亿美元，同比增长 20%和 16%。鼻咽癌和胃或胃食管结合部腺癌的一线适应症治疗被纳入 2024 年医保目录。此外，2024Q4，替雷利珠单抗在美国新增获批胃癌一线治疗适应症，在 EMA 新增获批胃癌和食管鳞癌的一线治疗适应症。

BGB-16673 和 Sonrotoclax 的开发计划正在稳步推进中

BGB-16673 关于头对头医生选择的治疗方案和匹妥布替尼用于治疗 R/R CLL 的 2 项 III 期临床试验，预计将分别于 2025 年上半年和下半年启动。

Sonrotoclax 用于 R/R CLL 和 R/R MCL 的 II 期临床数据将读出，并有望于 2025 年下半年基于这两项适应症提交加速批准申请，同时这两项适应症的 III 期临床预计将在 2025 年上半年完成首批患者入组。TN CLL 适应症的 III 期临床已完成入组。

盈利预测与投资评级

考虑到公司收入增长超预期，我们将 2024-2026 年收入从 265.03、338.04 和 410.11 亿元上调至 272.14、375.17 和 450.24 亿元；2024 年归母净利润为-49.78 亿元，将 2025-2026 年归母净利润从-0.54 和 14.03 亿元上调至 7.03 和 40.10 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：政策变动风险、全球市场风险、研发进度不及预期风险、报告中部分财务数据未经审计，请以公司正式财报为准

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	215.58 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	115.06
流通 A 股股本(百万股)	115.06
A 股总市值(百万元)	24,803.61
流通 A 股市值(百万元)	24,803.61
每股净资产(元)	17.51
资产负债率(%)	40.84
一年内最高/最低(元)	248.00/111.22

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《百济神州-季报点评:NON-GAAP 口径下持续盈利，核心在研管线临床数据优异》 2024-11-13
- 2 《百济神州-公司点评:2024Q2 公司业绩表现超预期，实现非 GAAP 经营利润盈利》 2024-08-15
- 3 《百济神州-年报点评报告:泽布替尼海外销售增长超预期，在研药物临床试验稳步推进》 2024-05-25

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,566.41	17,423.34	27,213.96	37,517.16	45,024.34
增长率(%)	26.06	82.13	56.19	37.86	20.01
EBITDA(百万元)	(792.64)	4,610.02	(3,490.47)	1,482.22	4,803.82
归属母公司净利润(百万元)	(13,642.04)	(6,715.86)	(4,978.29)	702.87	4,010.00
增长率(%)	39.95	(50.77)	(25.87)	(114.12)	470.52
EPS(元/股)	(10.09)	(4.96)	(3.56)	0.50	2.87
市盈率(P/E)	(21.16)	(43.08)	(59.95)	424.59	74.42
市净率(P/B)	9.55	11.57	13.15	12.76	10.85
市销率(P/S)	30.17	16.60	10.97	7.95	6.63
EV/EBITDA	(196.01)	37.21	(82.48)	197.23	60.61

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 百济神州 2025 年收入指引为 49-53 亿美元

根据百济神州给出的收入指引，其 2025 年的总收入为 49-53 亿美元，GAAP 营业费用为 41-44 亿美元，且计划在实现有效运营杠杆的前提下进行审慎投资，同时重申预计 2025 年 GAAP 经营利润为正。

表 1：百济神州 2025 年财务指引

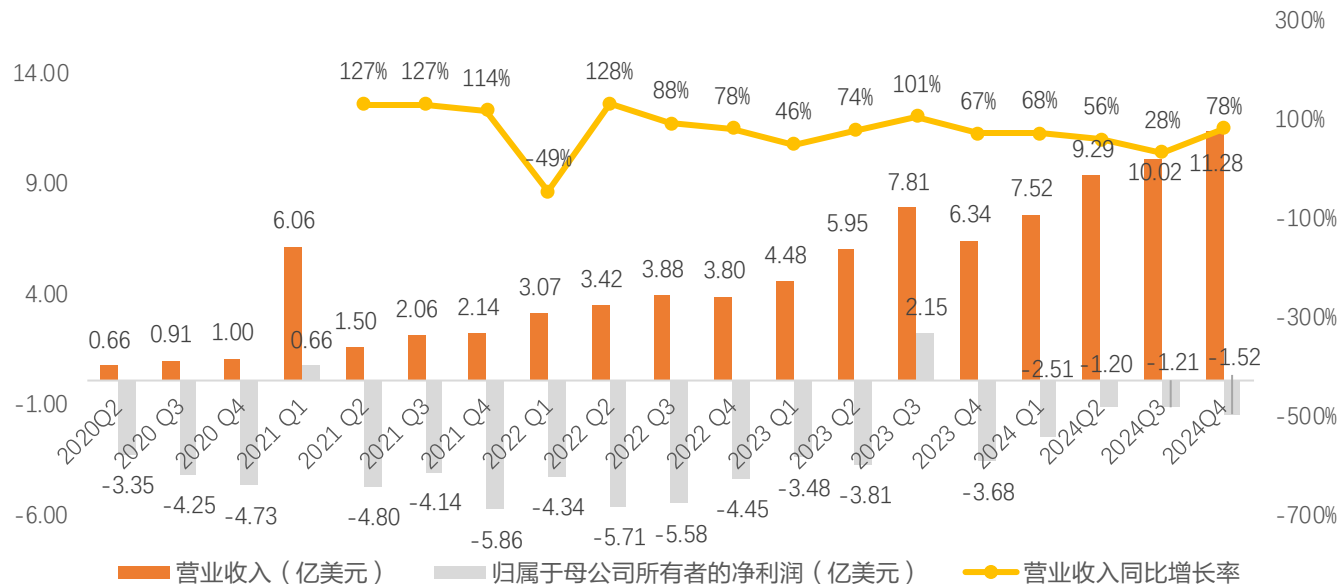
	FY 2024 Actual	FY 2025 guidance	FY 2025 commentary
总收入	38 亿美元	49-53 亿美元	1. 泽布替尼在美国的领导力扩展 2. 在欧盟/其他地区的全球增长 3. 基于 2025 年 1 月 31 日的外汇汇率
GAAP 营业费用 (研发和销售及管理费用)	38 亿美元	41-44 亿美元	1. 在实现有效运营杠杆的前提下进行审慎投资，以此实现增长 2. 非 GAAP 调整项遵循历史方法并跟踪整体费用增长

资料来源：百济神州推介资料，天风证券研究所

2. 百济神州收入持续增长，全年亏损同比收窄

2024Q4 和 2024 年全年，百济神州营业收入分别为 11.28 亿和 38.10 亿美元，同比增长 78% 和 55%，收入持续增长；归母净亏损分别为 -1.52 亿和 -6.45 亿美元，亏损收窄。

图 1：2020Q2-2024Q4 百济神州营业收入和归母净利润情况（单位：亿美元）

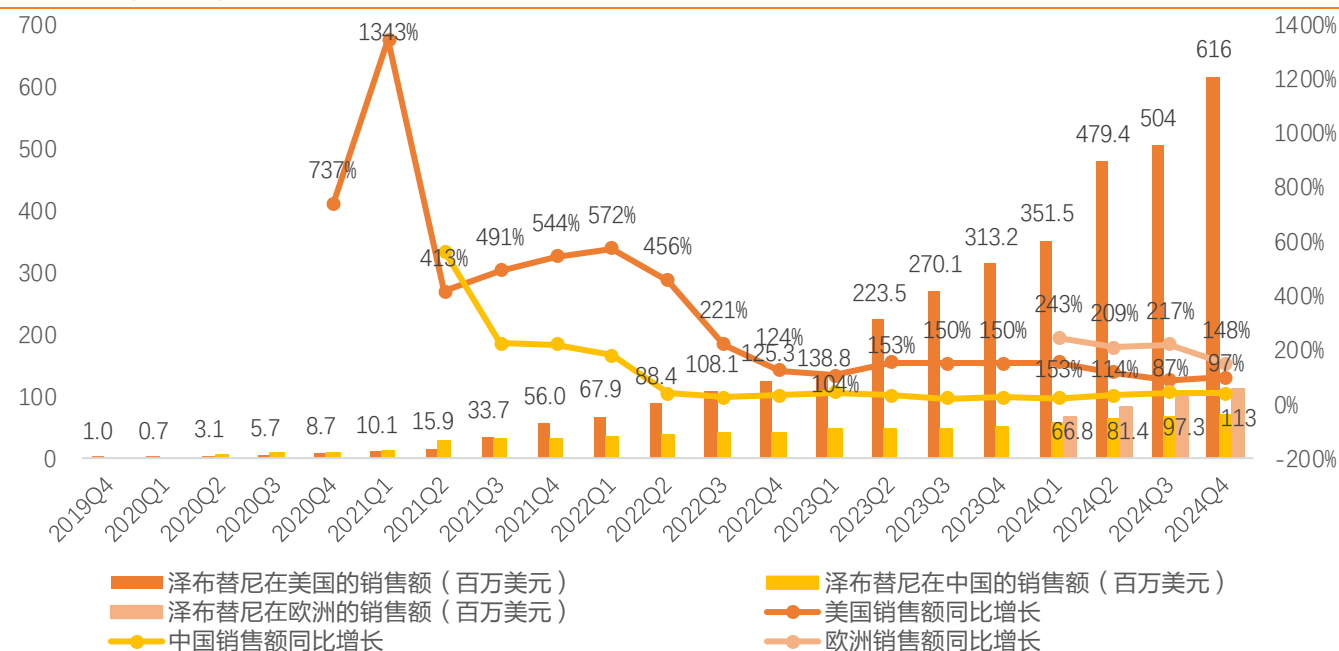


资料来源：百济神州各季度报告，天风证券研究所

3. 泽布替尼在中国、美国和欧盟持续放量，市场扩张迅速

泽布替尼 2024Q4 全球销售额为 8.28 亿美元，同比增长 100%，在主要销售市场美国、欧洲和中国的销售额分别为 6.16 亿美元、1.13 亿美元和 0.69 亿美元，同比增长 97%、148% 和 39%。泽布替尼销售额在中国、美国和欧盟地区持续增长，尤其是在美国和欧盟。美国 2024 年全年销售额约 20 亿美元，同比增长 106%；欧盟 2024 年全年销售额为 3.59 亿美元，同比增长 194%，Q1-Q4 各季度的同比增长率均在 140% 以上，未来可期。

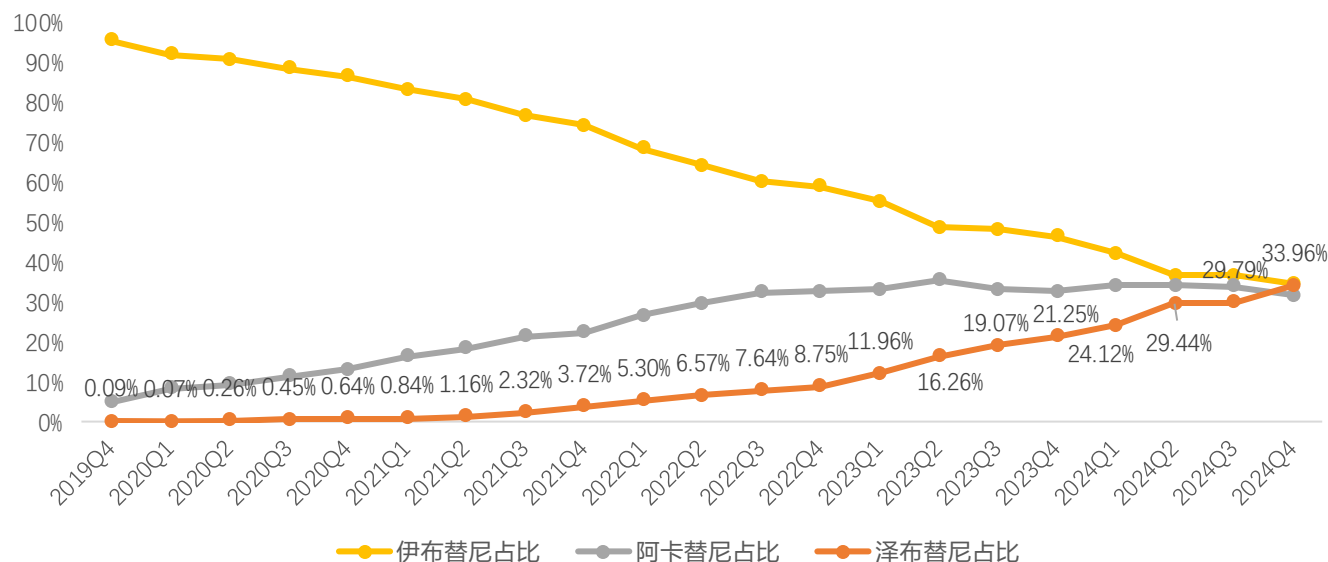
图 2：2019Q4-2024Q4 泽布替尼在中国、美国的销售额（单位：百万美元）



资料来源：百济神州各季度报告，百济神州官网，天风证券研究所

泽布替尼在美市占率持续提升，几乎和伊布替尼并列第一。2024Q4 泽布替尼在美国的销售额占其和同类 BTK 抑制剂伊布替尼、阿卡替尼在美国销售总额的 33.96%左右，和伊布替尼的 34.45%几乎持平。从 2024Q1 到 2024Q4，泽布替尼在 BTK 抑制剂中的市场占比提升约 10 pct，迅速实现市场扩张。

图 3：2019Q4-2024Q4 泽布替尼和同类 BTK 抑制剂在美销售额占比（单位：%）



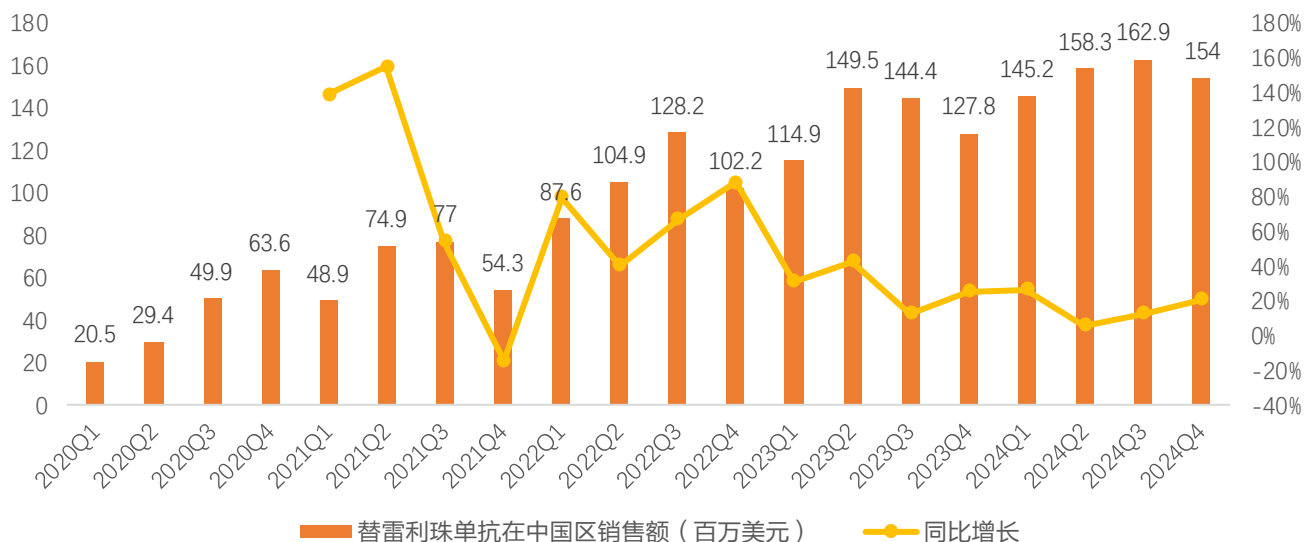
资料来源：各公司各季度报告，百济神州官网，天风证券研究所

4. 替雷利珠单抗新增 2 项适应症纳入 2024 年医保目录

替雷利珠单抗的两项新适应症纳入 2024 年医保目录，在美国等地新增获批 3 项适应症。其鼻咽癌和胃或胃食管结合部腺癌的一线适应症治疗被纳入中国内地 2024 年医保目录，共有 13 项适应症纳入医保目录，囊括非小细胞肺癌、肝细胞癌、结直肠癌等多个瘤种。此外，2024 年 11 月，替雷利珠单抗在在 EMA 新增获批胃癌和食管鳞癌的一线治疗适应症；2024 年 12 月，其在美国新增获批胃癌一线治疗适应症。

2024Q4 和 2024 年替雷利珠单抗总收入分别为 1.54 亿和 6.21 亿美元,同比增长 20%和 16%。

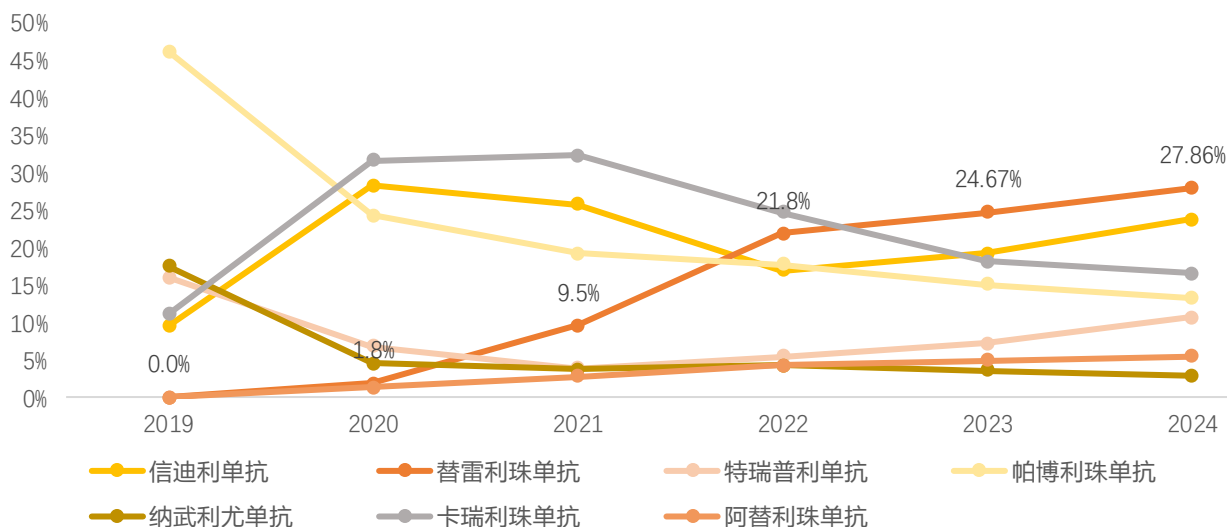
图 4：2020Q1-2024Q4 替雷利珠单抗在中国的销售额（单位：百万美元）



资料来源：百济神州各季度报告，天风证券研究所，注：2024Q4 收入为全球总收入

替雷利珠单抗在竞争激烈的 PD-1 单抗赛道快速实现市场渗透。根据样本医院销售数据显示，2024 年，替雷利珠单抗占据了主要 PD-1 单抗药物市场的约 28%的市场份额。

图 5：2019-2024 替雷利珠单抗在中国 PD-1 单抗药物市场的占比（单位：%）

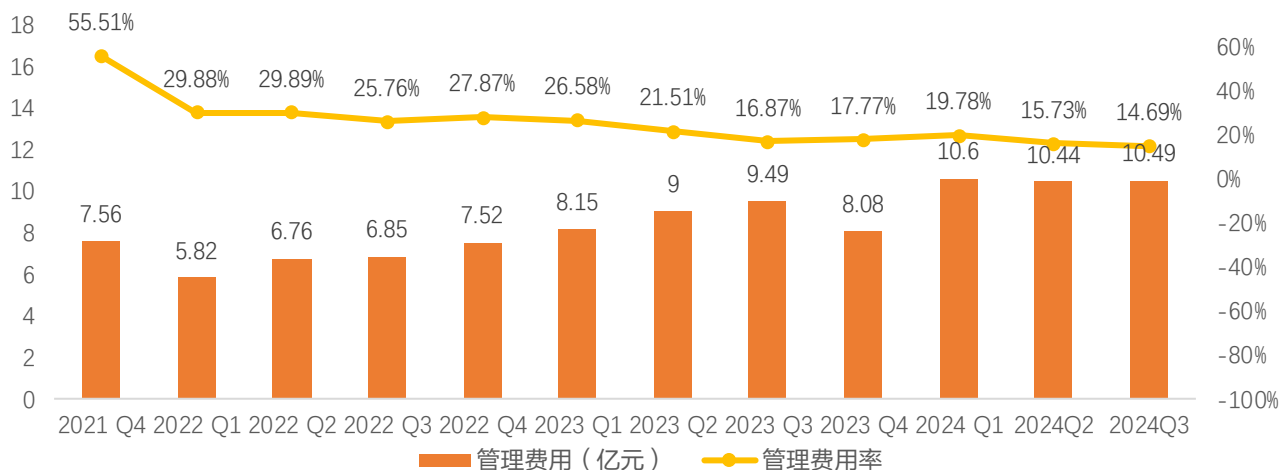


资料来源：医药魔方，天风证券研究所

5. 各费用率持续下降，降本增效收益显著

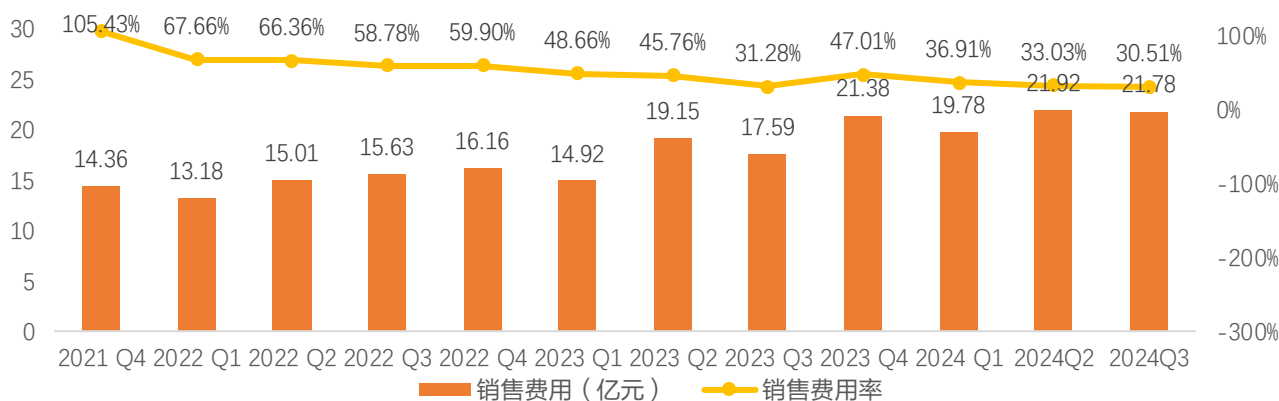
2024 Q4 销售及管理费用为 5.05 亿美元，销售及管理费用率为 45%，同比减少 1pct，环比减少 21 pct，呈现下降趋势。2024 全年的销售及管理费用为 18.31 亿美元，对费用率为 48%，同比减少 13 pct。

图 6：2021Q4-2024Q3 管理费用情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，百济神州 2024 年第三季度报告，天风证券研究所

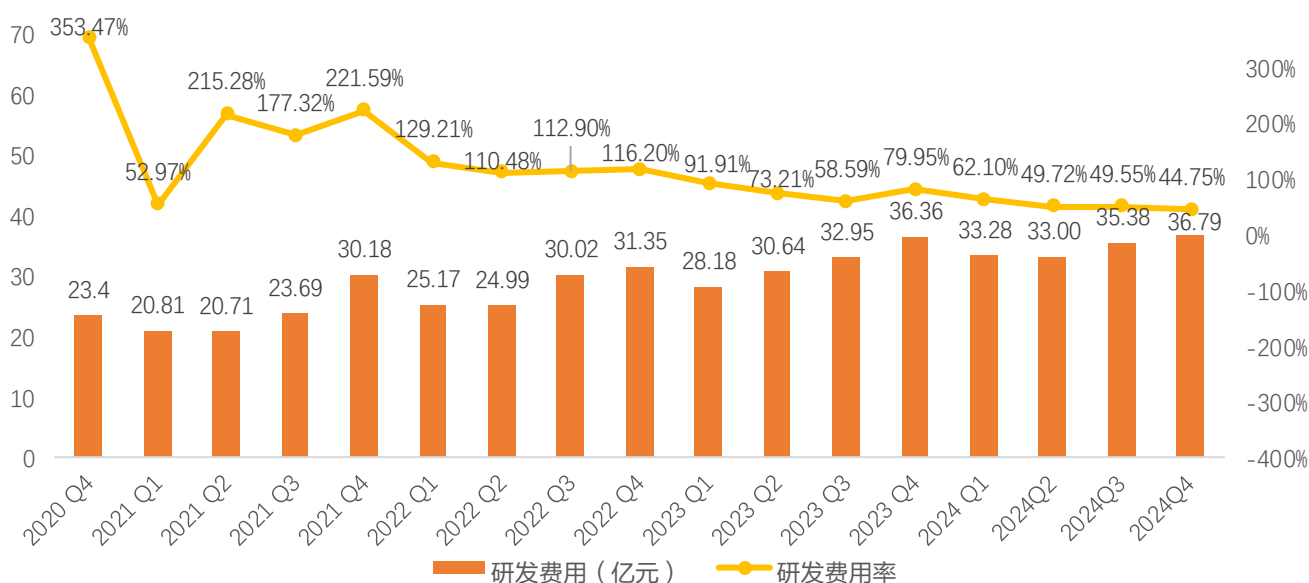
图 7：2021Q4-2024Q3 销售费用情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，百济神州 2024 年第三季度报告，天风证券研究所

2024 Q4 研发费用为 5.42 亿美元，按照公司披露的美元数据计算可得，研发费用率为 48%，同比减少 30 pct，环比减少 1 pct。

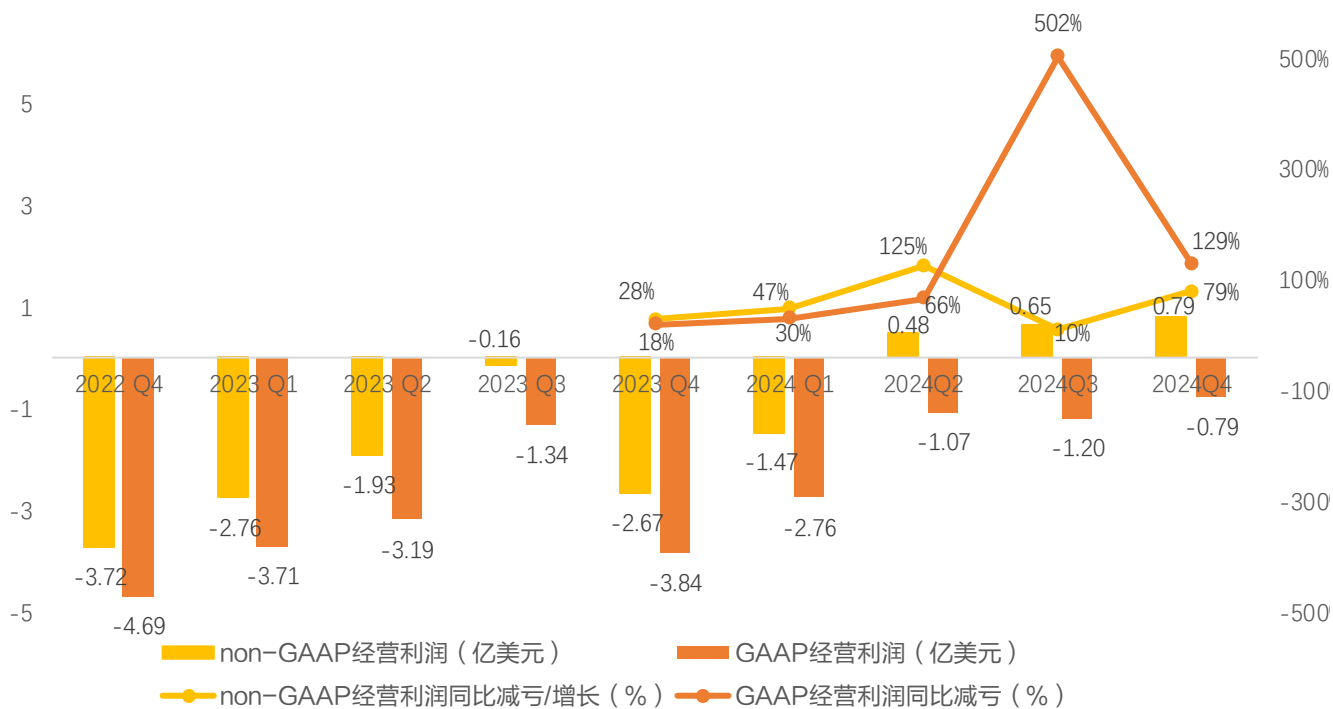
图 8：2020Q4-2024Q4 研发费用情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，百济神州 2024 年第三季度报告，天风证券研究所，2024Q4 的研发费用按照 7.29 的美元兑人民币汇率进行换算

6. 收入持续高速增长，费用增长趋缓，推动亏损大幅收窄

图 9：2022Q4-2024Q4 non-GAAP 经营利润和 GAAP 经营利润对比（单位：亿美元）



资料来源：百济神州各季度报告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,132.63	15,124.88	7,505.21	3,001.37	3,601.95
应收票据及应收账款	1,201.95	2,538.27	3,303.67	5,152.71	5,503.21
预付账款	1,314.59	984.36	2,643.22	1,610.81	3,011.69
存货	1,954.20	2,951.16	5,078.46	3,966.01	6,067.15
其他	11,570.54	8,211.38	8,185.91	8,642.15	8,469.34
流动资产合计	36,173.91	29,810.06	26,716.46	22,373.05	26,653.34
长期股权投资	192.21	184.18	184.18	184.18	184.18
固定资产	3,555.46	3,735.30	4,019.39	4,263.49	4,467.58
在建工程	2,038.11	5,248.86	7,817.46	10,129.20	12,209.76
无形资产	715.06	982.34	843.06	703.79	564.51
其他	1,549.43	1,160.94	1,096.58	1,158.18	1,046.63
非流动资产合计	8,050.27	11,311.62	13,960.67	16,438.83	18,472.66
资产总计	44,224.17	41,121.68	40,677.13	38,811.88	45,126.00
短期借款	2,202.70	4,683.67	3,156.00	3,234.16	2,641.86
应付票据及应付账款	2,482.40	3,679.67	4,098.96	3,053.83	3,285.17
其他	5,617.97	4,469.69	7,487.53	5,862.77	8,536.03
流动负债合计	10,303.07	12,833.03	14,742.48	12,150.76	14,463.06
长期借款	1,444.42	1,403.91	1,459.00	1,361.19	1,330.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,145.62	1,781.40	1,781.40	1,902.80	1,821.87
非流动负债合计	3,590.04	3,185.31	3,240.40	3,263.99	3,151.87
负债合计	13,893.11	16,018.33	17,982.88	15,414.75	17,614.93
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.90	0.91	0.93	0.93	0.93
资本公积	80,518.62	81,383.04	84,264.07	84,264.07	84,264.07
留存收益	(50,972.41)	(57,688.27)	(62,666.55)	(61,963.68)	(57,953.68)
其他	783.94	1,407.66	1,095.80	1,095.80	1,199.76
股东权益合计	30,331.06	25,103.34	22,694.25	23,397.12	27,511.07
负债和股东权益总计	44,224.17	41,121.68	40,677.13	38,811.88	45,126.00

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(13,642.04)	(6,715.86)	(4,978.29)	702.87	4,010.00
折旧摊销	459.47	651.18	655.18	695.18	735.18
财务费用	1,718.28	505.98	(27.02)	60.67	86.10
投资损失	(63.82)	(167.43)	(87.84)	(106.36)	(120.55)
营运资金变动	11,428.94	2,745.62	(1,106.68)	(2,780.01)	(673.35)
其它	(7,700.54)	(4,812.74)	54.00	(27.00)	37.45
经营活动现金流	(7,799.71)	(7,793.25)	(5,490.65)	(1,454.65)	4,074.83
资本支出	4,122.66	4,598.13	3,368.60	2,990.33	2,961.50
长期投资	45.89	(8.03)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,753.97)	(4,472.81)	(6,757.35)	(5,941.71)	(5,796.42)
投资活动现金流	2,414.59	117.29	(3,388.76)	(2,951.37)	(2,834.92)
债权融资	(1,542.40)	2,024.00	(1,309.47)	(97.81)	(743.29)
股权融资	4,047.33	1,488.14	2,569.19	0.00	103.95
其他	(2,953.04)	(953.74)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(448.11)	2,558.41	1,259.73	(97.81)	(639.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,833.23)	(5,117.55)	(7,619.67)	(4,503.83)	600.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,566.41	17,423.34	27,213.96	37,517.16	45,024.34
营业成本	1,895.63	2,689.08	4,243.17	4,877.23	5,402.92
营业税金及附加	78.70	71.28	111.33	153.48	184.19
销售费用	5,997.09	7,304.46	8,302.98	9,716.94	10,850.87
管理费用	2,695.41	3,471.67	4,914.60	5,177.37	5,718.09
研发费用	11,152.09	12,813.45	13,951.06	16,901.48	18,977.76
财务费用	1,309.00	196.74	(27.02)	60.67	86.10
资产/信用减值损失	(6.28)	(34.86)	(21.68)	(17.01)	(20.13)
公允价值变动收益	(161.46)	(50.73)	54.00	(27.00)	37.45
投资净收益	63.82	167.43	87.84	106.36	120.55
其他	240.23	231.25	0.00	0.00	0.00
营业利润	(13,425.20)	(8,810.26)	(4,162.00)	692.34	3,942.29
营业外收入	0.18	2,603.63	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.94	1.65	0.65	1.60	1.48
利润总额	(13,426.96)	(6,208.27)	(4,162.65)	690.74	3,940.81
所得税	215.08	507.59	815.64	(12.13)	(69.19)
净利润	(13,642.04)	(6,715.86)	(4,978.29)	702.87	4,010.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(13,642.04)	(6,715.86)	(4,978.29)	702.87	4,010.00
每股收益（元）	(10.09)	(4.96)	(3.56)	0.50	2.87

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	26.06%	82.13%	56.19%	37.86%	20.01%
营业利润	40.15%	-34.38%	-52.76%	-116.63%	469.42%
归属于母公司净利润	39.95%	-50.77%	-25.87%	-114.12%	470.52%
获利能力					
毛利率	80.18%	84.57%	84.41%	87.00%	88.00%
净利率	-142.60%	-38.55%	-18.29%	1.87%	8.91%
ROE	-44.98%	-26.75%	-21.94%	3.00%	14.58%
ROIC	-79.85%	-139.12%	-60.43%	6.30%	23.69%
偿债能力					
资产负债率	31.42%	38.95%	44.21%	39.72%	39.03%
净负债率	-50.86%	-32.65%	-8.43%	10.91%	4.71%
流动比率	3.51	2.32	1.81	1.84	1.84
速动比率	3.32	2.09	1.47	1.51	1.42
营运能力					
应收账款周转率	4.47	9.32	9.32	8.87	8.45
存货周转率	5.47	7.10	6.78	8.30	8.98
总资产周转率	0.19	0.41	0.67	0.94	1.07
每股指标（元）					
每股收益	-10.09	-4.96	-3.56	0.50	2.87
每股经营现金流	-5.77	-5.75	-3.93	-1.04	2.92
每股净资产	22.37	18.46	16.24	16.74	19.69
估值比率					
市盈率	-21.16	-43.08	-59.95	424.59	74.42
市净率	9.55	11.57	13.15	12.76	10.85
EV/EBITDA	-196.01	37.21	-82.48	197.23	60.61
EV/EBIT	-130.52	42.62	-69.45	371.44	71.56

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com