

BTK 快速放量，创新管线积极布局

百济神州-U(688235)

事件概述：

公司 2024 年报：报告期内本集团实现营业收入 272.14 亿元，比上年同期增加 56.19%；实现净亏损 49.78 亿元，比上年同期减少 17.38 亿元；报告期内，本集团的经营活动产生的现金流量净额为-12.59 亿元；报告期内，本集团全年研发投入为 141.40 亿元。

分析判断：

产品收入的增长主要得益于自主研发产品百悦泽®（泽布替尼胶囊）和百泽安®（替雷利珠单抗注射液）以及安进授权产品的销售增长。

►海外市场积极拓展，快速放量

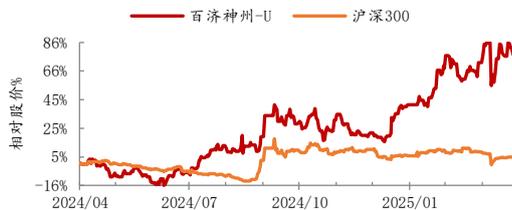
百悦泽®全球临床开发项目迄今已在全球超过 30 个国家和地区超过 35 项试验中入组 7,100 多例患者。百悦泽®已在全球 70 多个市场获批，全球已有超过 180,000 例患者接受治疗。3 期 SEQUOIA 研究队列 1 的 5 年随访结果显示，百悦泽®用于初治（TN）CLL 或 SLL 所有患者人群的治疗展现出持续 PFS 获益（54 个月 PFS 率为 80%），未发现新的安全信号；详细数据已在 2024 年 ASH 年会上公布。针对 TNCLL 患者的 BOVen 研究（即泽布替尼、奥妥珠单抗、维奈克拉）5 年随访数据显示，96%的患者外周血和 92%的患者骨髓未检测出微小残留病（uMRD），且 uMRD 持久，中位无 MRD 生存期达到 34 个月；详细数据已在 2024 年 ASH 年会上公布。

Sonrotoclax 是一款差异化的 BCL2 抑制剂，多项潜在注册性试验已完成入组或即将完成入组。Sonrotoclax 单药用于治疗 R/RMCL（NCT05471843）和 R/RCLL/SLL（NCT05479994）的单臂 2 期试验已完成入组。针对 R/RWM 的 2 期试验（NCT05952037）正在入组中。首项 3 期随机试验 CELESTIAL-TNCLL（NCT06073821）针对 TN-CLL 适应症，旨在比较 sonrotoclax 联合百悦泽®与维奈克拉联合奥妥珠单抗的疗效，已于 2025 年第一季度完成入组。

BGB-16673 是一款口服、具有血脑穿透性、靶向 BTK 的嵌合式降解激活化合物（CDAC），其设计旨在促进野生型和突变型 BTK 的降解或分解，包括那些往往会使疾病进展的患者出现 BTK 抑制剂耐药的 BTK 类型。BGB-16673 是目前临床开发进度最快的 BTK 降解剂，迄今为止，已有 500 多例患者在该药物的全球临床开发项目中接受了治疗。FDA 授予 BGB-16673 快速通道认定，用于治疗既往接受过至少两线治疗（包括 BTK 抑制剂和 BCL2 抑制剂）的 R/RCLL/SLL 成年患者以及 R/RMCL 成年患者。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	246.91
股票代码：	688235
52 周最高价/最低价：	258.0/111.22
总市值(亿)	3,457.88
自由流通市值(亿)	3,457.88
自由流通股数(百万)	1,401.03



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：孙子豪
邮箱：sunzh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523120003
联系电话：

相关研究

1. 【华西医药】百济神州（688235.SH）半年报点评：海外市场积极拓展，放量可期

2024.08.30

投资建议

考虑到产品在全球新适应症不断获批以及获批后快速放量，调整前期盈利预测，即我们预测公司 2025-2027 年营收为 349/420/482 亿元（前值 332/397/- 亿元），同比增长 28%/20%/15%，归母净利润分别为 4.1/35.7/62.9 亿元（前值-3.3/28.7/- 亿元），同比增长 108%/771%/76%，EPS 分别为 0.29/2.55/4.49 元，对应 2025 年 4 月 29 日的 246.91 元/股收盘价，PE 分别为 844/97/55 X，考虑到公司业绩有较大增长空间，维持“买入”评级。

风险提示

新药研发不及预期，全球合作中断风险，产品上市后商业化表现不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,423	27,214	34,938	42,048	48,165
YoY (%)	82.1%	56.2%	28.4%	20.3%	14.5%
归母净利润(百万元)	-6,716	-4,978	410	3,567	6,291
YoY (%)	50.8%	25.9%	108.2%	770.8%	76.4%
毛利率 (%)	84.6%	84.4%	85.7%	85.7%	86.5%
每股收益 (元)	-4.95	-3.64	0.29	2.55	4.49
ROE	-26.8%	-20.6%	1.7%	12.7%	18.3%
市盈率	-49.88	-67.83	844.46	96.98	54.98

资料来源：wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,214	34,938	42,048	48,165	净利润	-4,978	410	3,567	6,291
YoY (%)	56.2%	28.4%	20.3%	14.5%	折旧和摊销	1,380	1,031	1,221	1,410
营业成本	4,234	5,000	6,000	6,500	营运资金变动	2,033	17,679	6,444	7,100
营业税金及附加	128	419	505	578	经营活动现金流	-1,259	19,064	11,162	14,802
销售费用	8,856	10,481	12,614	13,968	资本开支	-3,418	-1,700	-2,000	-2,000
管理费用	4,278	4,717	5,046	5,298	投资	711	0	0	0
财务费用	143	-184	-445	-582	投资活动现金流	-2,389	-1,693	-1,980	-2,050
研发费用	14,140	14,674	15,137	15,413	股权募资	337	0	0	0
资产减值损失	-29	0	0	0	债务募资	1,037	0	0	0
投资收益	296	57	70	0	筹资活动现金流	826	0	0	0
营业利润	-4,162	455	3,963	6,991	现金净流量	-2,841	17,351	9,182	12,752
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	-4,163	455	3,963	6,991	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	816	46	396	699	成长能力				
净利润	-4,978	410	3,567	6,291	营业收入增长率	56.2%	28.4%	20.3%	14.5%
归属于母公司净利润	-4,978	410	3,567	6,291	净利润增长率	25.9%	108.2%	770.8%	76.4%
YoY (%)	25.9%	108.2%	770.8%	76.4%	盈利能力				
每股收益	-3.64	0.29	2.55	4.49	毛利率	84.4%	85.7%	85.7%	86.5%
					净利率	-18.3%	1.2%	8.5%	13.1%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-11.9%	0.8%	5.1%	7.6%
货币资金	12,279	29,635	38,817	51,568	净资产收益率 ROE	-20.6%	1.7%	12.7%	18.3%
预付款项	913	2,000	2,400	2,600	偿债能力				
存货	3,580	3,611	4,000	4,333	流动比率	1.81	1.34	1.34	1.40
其他流动资产	12,134	14,000	15,422	15,307	速动比率	1.52	1.19	1.19	1.26
流动资产合计	28,907	49,246	60,639	73,809	现金比率	0.77	0.81	0.86	0.98
长期股权投资	239	239	239	239	资产负债率	43.6%	61.5%	63.0%	61.7%
固定资产	6,312	6,755	7,320	7,710	经营效率				
无形资产	1,166	1,641	2,091	2,516	总资产周转率	0.65	0.65	0.60	0.58
非流动资产合计	13,928	14,646	15,475	16,115	每股指标 (元)				
资产合计	42,835	63,892	76,114	89,924	每股收益	-3.64	0.29	2.55	4.49
短期借款	5,891	5,891	5,891	5,891	每股净资产	17.46	17.54	20.08	24.58
应付账款及票据	4,399	11,111	13,333	14,444	每股经营现金流	-0.91	13.61	7.97	10.57
其他流动负债	5,713	19,664	26,097	32,504	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	16,004	36,666	45,321	52,840	估值分析				
长期借款	1,216	1,216	1,216	1,216	PE	-67.83	844.46	96.98	54.98
其他长期负债	1,440	1,440	1,440	1,440	PB	9.22	14.08	12.29	10.05
非流动负债合计	2,656	2,656	2,656	2,656					
负债合计	18,659	39,322	47,977	55,496					
股本	1	1	1	1					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	24,175	24,570	28,137	34,428					
负债和股东权益合计	42,835	63,892	76,114	89,924					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。