

百济神州-U (688235)

2024 年年报点评: 营收大幅增长, 2025 年将
迎来 GAAP 经营性利润转正

买入 (维持)

2025 年 05 月 05 日

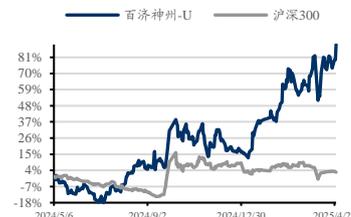
证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	17,423	27,214	35,855	43,743	53,367
同比 (%)	82.13	56.19	31.75	22.00	22.00
归母净利润 (百万元)	(6,715.86)	(4,978.29)	403.50	3,592.88	6,748.76
同比 (%)	50.77	25.87	108.11	790.43	87.84
EPS-最新摊薄 (元/股)	(4.79)	(3.55)	0.29	2.56	4.82
P/E (现价&最新摊薄)	-	-	857.32	96.28	51.26

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司 4 月底发布 2024 年年报, 公司 2024 年实现收入 272.1 亿元, 同比+56.2%。归母净利润-49.8 亿元, 进一步减亏, 全年实现非 GAAP 经营性利润为正。得益于泽布替尼全球销售的快速增长, 业绩略超市场预期。公司 2025 年全年收入指引为 49 亿至 53 亿美金, GAAP 经营性利润转正。
- **泽布替尼全球销售快速增长, BCL2 抑制剂和 BTK CDAC 巩固血液瘤领军地位。** 泽布替尼 2024 年全球销售额 26 亿美金, 同比+105%; 美国销售额 20 亿美金, 同比+106%; 欧洲销售额 3.59 亿美金, 同比+194%。泽布替尼目前已在 70+ 市场获批, 在美国 CLL 新患者治疗中处于领先地位。BCL2 抑制剂具备同类最佳潜力, 针对 r/r CLL 适应症国内已成功报产并纳入优先审评程序; 联合泽布替尼治疗 1L CLL 的全球 3 期临床试验已完成入组。BTK CDAC 是全球临床进度最快的 BTK 降解剂, 有望 2025H2 启动与非共价抑制剂匹妥布替尼用于 r/r CLL 的 3 期“头对头”试验。
- **实体瘤管线推进迅速, 掀起下一波创新浪潮。** 2024 年推进 13 个创新分子进入临床开发阶段, 加速肺癌、乳腺癌、胃肠道肿瘤的快速布局。预计 CDK4 抑制剂、CDK2 抑制剂和 B7H4 ADC 将于 2025H1 进行数据读出。
- **盈利预测与投资评级:** 由于泽布替尼海外竞争格局较稳定, 全球销售强劲增长, 叠加替雷利珠单抗欧美均开启商业化, 我们预计公司整体营收未来三年保持快速增长, 三费费用控制合理, 扭亏后有望快速释放利润。我们将 2025-2026 年的归母净利润-2.74 亿元和 6.36 亿元分别上调至 4.03 亿元和 35.9 亿元。预计 2027 年归母净利润为 67.5 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 估值为 857/96/51X。公司作为国内创新药龙头, 临床开发效率卓越, 全球商业化能力突出, 成长确定性较高, 财务报表端即将扭亏, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 临床数据不佳风险; 竞争格局加剧风险; 商业化不及预期风险。

市场数据

收盘价(元)	261.18
一年最低/最高价	111.22/262.64
市净率(倍)	14.99
流通 A 股市值(百万元)	30,050.13
总市值(百万元)	365,976.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.43
资产负债率(% ,LF)	43.56
总股本(百万股)	1,401.24
流通 A 股(百万股)	115.06

相关研究

- 《百济神州-U(688235): 2024 年三季报点评: 海外销售快速放量, 血液瘤行业领先》
2024-11-17
- 《百济神州-U(688235): 2024 年 H1 业绩快报点评: 核心产品放量超预期, 进入全球增长新阶段》
2024-08-09

百济神州-U 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,907	33,059	39,533	49,351	营业总收入	27,214	35,855	43,743	53,367
货币资金及交易性金融资产	19,132	19,930	23,590	30,306	营业成本(含金融类)	4,234	5,737	6,999	8,539
经营性应收款项	5,797	7,123	8,690	10,261	税金及附加	128	161	197	240
存货	3,580	5,577	6,804	8,301	销售费用	8,856	11,115	13,123	16,010
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,278	5,020	5,687	6,404
其他流动资产	397	428	448	484	研发费用	14,140	14,342	15,310	17,077
非流动资产	13,928	12,987	12,017	11,047	财务费用	143	(167)	(179)	(234)
长期股权投资	239	239	239	239	加:其他收益	224	359	437	534
固定资产及使用权资产	6,762	5,894	5,025	4,156	投资净收益	296	359	219	267
在建工程	4,718	4,718	4,718	4,718	公允价值变动	(98)	0	0	0
无形资产	1,166	1,060	953	847	减值损失	(22)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	4	4	5
长期待摊费用	122	152	152	152	营业利润	(4,162)	368	3,267	6,136
其他非流动资产	920	925	930	935	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	42,835	46,046	51,550	60,398	利润总额	(4,163)	367	3,266	6,135
流动负债	16,004	18,831	20,742	22,841	减:所得税	816	(37)	(327)	(614)
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,070	7,070	7,070	7,070	净利润	(4,978)	404	3,593	6,749
经营性应付款项	4,399	6,374	7,777	9,487	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	(4,978)	404	3,593	6,749
其他流动负债	4,534	5,386	5,895	6,283	每股收益-最新股本摊薄(元)	(3.55)	0.29	2.56	4.82
非流动负债	2,656	2,656	2,656	2,656	EBIT	(4,219)	200	3,087	5,901
长期借款	1,216	1,216	1,216	1,216	EBITDA	(2,840)	1,175	4,063	6,877
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	84.44	84.00	84.00	84.00
租赁负债	322	322	322	322	归母净利率(%)	(18.29)	1.13	8.21	12.65
其他非流动负债	1,117	1,117	1,117	1,117	收入增长率(%)	56.19	31.75	22.00	22.00
负债合计	18,659	21,487	23,398	25,497	归母净利润增长率(%)	25.87	108.11	790.43	87.84
归属母公司股东权益	24,175	24,559	28,152	34,901					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	24,175	24,559	28,152	34,901					
负债和股东权益	42,835	46,046	51,550	60,398					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1,259)	508	3,460	6,467	每股净资产(元)	17.46	17.53	20.09	24.91
投资活动现金流	(2,389)	326	217	266	最新发行在外股份(百万股)	1,401	1,401	1,401	1,401
筹资活动现金流	826	(17)	(17)	(17)	ROIC(%)	(15.53)	0.67	9.71	16.17
现金净增加额	(2,841)	797	3,660	6,716	ROE-摊薄(%)	(20.59)	1.64	12.76	19.34
折旧和摊销	1,380	975	975	975	资产负债率(%)	43.56	46.66	45.39	42.21
资本开支	(3,418)	3	3	4	P/E(现价&最新股本摊薄)	(69.49)	857.32	96.28	51.26
营运资本变动	2,033	(527)	(903)	(1,004)	P/B(现价)	14.14	14.09	12.29	9.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>