

医药生物

2025年05月15日

百济神州 (688235)

——25年一季报点评：首次实现 GAAP 季度盈利，全球收入持续增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025年05月15日

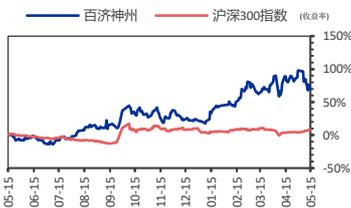
收盘价(元)	223.88
一年内最高/最低(元)	262.64/111.22
市净率	12.5
股息率%(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	25,759
上证指数/深证成指	3,380.82/10,186.45

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年03月31日

每股净资产(元)	18.00
资产负债率%	40.17
总股本/流通A股(百万)	1,405/115
流通B股/H股(百万)	-/1,290

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《百济神州(688235)点评：三季度产品收入持续高增长，经营活动现金净流入转正》2024/11/13

《百济神州(688235)点评：泽布替尼高速增长，二季度非GAAP经营利润盈利》2024/08/08

证券分析师

仰佳佳 A0230522100005
yangjj@swsresearch.com

研究支持

仰佳佳 A0230522100005
yangjj@swsresearch.com

联系人

仰佳佳
(8621)23297818x
yangjj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布公告，2025年Q1实现收入80.48亿元，同比+50.2%，产品收入为79.85亿元，同比+49.9%，实现归母净利润-0.95亿元，上年同期为-19.08亿元，亏损大幅收窄，若按照美国公认会计原则（GAAP），公司首次实现季度盈利，业绩符合预期。
- **产品收入的增长主要得益于自研产品泽布替尼，以及替雷利珠单抗和安进授权产品的销售增长。**根据公司公告，分产品来看，2025年Q1，泽布替尼全球销售额总计56.92亿元（+63.7%），其中，美国销售额总计40.41亿元（+61.9%），主要得益于需求的增长，其中超过60%的季度环比增长来自于在慢性淋巴细胞白血病（CLL）适应症中使用的扩大，因为该产品在美国是CLL和所有其他已获批适应症新增患者治疗领域的领导者，且市场份额持续提升。欧洲销售额总计8.36亿元（+75.4%），中国销售额总计5.90亿元（+43.1%）。2025年第一季度替雷利珠单抗的销售额总计12.45亿元（+19.3%）。根据公司公告，百济神州2025年全年总收入指引仍为49亿至53亿美元，强劲增长的预期受益于泽布替尼在美国的领先地位以及在欧洲和全球其他重要市场的持续扩张。
- **创新管线蓄势待发。**在血液肿瘤领域，继续巩固和深化产品领先地位，继续推进关键研究项目，公司正在继续推进潜在同类最佳BCL2抑制剂索托克拉的全球临床试验，已在中国申报上市，用于治疗R/R CLL患者，并计划对R/R MCL适应症的二期临床试验进行数据读出并有望针对该项适应症在2025年下半年递交全球加速上市申请。持续推进潜在同类首创、同类最佳BTK CDAC BGB-16673的潜在注册性二期临床试验；在实体肿瘤领域，公司在小分子、抗体偶联药物、多特异性抗体和靶向蛋白降解剂等技术平台布局了丰富的产品管线，新一代产品包括CDK4抑制剂、B7H4 ADC、Claudin6xCD3双抗、EGFR CDAC和PRMT5抑制剂等，公司预计今年将在广泛的产品组合中进行多项概念验证数据读出，值得关注。
- **进入盈利收获期，维持“买入”评级。**维持2025年盈利预测不变，上调2026年盈利预测，预计2026年归母净利润为42.09亿（此前预计为38.93亿），新增2027年业绩，预计2027年归母净利润为87.45亿。公司是市场上稀缺的同时具有全球化研发和销售能力的创新药公司，核心产品持续放量，公司开始进入盈利拐点，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发失败风险、产品销售不及预期、持续亏损风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	27,214	8,048	37,033	47,363	57,011
同比增长率(%)	56.2	50.2	36.1	27.9	20.4
归母净利润(百万元)	-4,978	-95	1,178	4,209	8,745
同比增长率(%)	-	-	-	257.4	107.8
每股收益(元/股)	-3.64	-0.07	0.84	3.00	6.22
毛利率(%)	84.4	85.9	85.1	85.6	86.3
ROE(%)	-20.6	-0.4	4.6	14.2	22.8
市盈率	-63		267	75	36

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17,423	27,214	37,033	47,363	57,011
其中: 营业收入	17,423	27,214	37,033	47,363	57,011
减: 营业成本	2,689	4,234	5,517	6,825	7,821
减: 税金及附加	71	128	174	222	268
主营业务利润	14,663	22,852	31,342	40,316	48,922
减: 销售费用	7,304	8,856	10,184	13,748	15,811
减: 管理费用	3,472	4,278	4,278	4,706	5,411
减: 研发费用	12,813	14,140	15,554	16,332	16,332
减: 财务费用	197	143	647	1,239	1,238
经营性利润	-9,123	-4,565	679	4,291	10,130
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-13	7	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-22	-29	0	0	0
加: 投资收益及其他	398	520	323	356	400
营业利润	-8,810	-4,162	1,291	5,010	10,746
加: 营业外净收入	2,602	-1	-1	-1	-1
利润总额	-6,208	-4,163	1,290	5,009	10,745
减: 所得税	508	816	112	800	2,000
净利润	-6,716	-4,978	1,178	4,209	8,745
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-6,716	-4,978	1,178	4,209	8,745

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。