

百济神州（688235）

2025Q1 首次实现季度 GAAP 净利润转正，泽布替尼放量稳定

事件：

公司发布 2025 年第一季度报告，2025 年第一季度总收入 11.17 亿美元，同比增长 49%；GAAP 经营利润为 1110 万美元，首次转正；经调整经营利润为 1.39 亿美元，同比增长 195%；GAAP 净利润为 127 万美元，首次转正。

各费用率逐季降低，降本增效，实现首次季度 GAAP 净利润盈利

2025Q1 GAAP 研发费用为 4.82 亿美元，研发费用率分别为 43%，同比减少 18 pct，环比减少 5 pct；非 GAAP 研发费用为 4.21 亿美元，研发费用率为 38%，同比减少 16 pct，环比减少 4 pct。2025Q1 GAAP 销售及管理费用为 4.59 亿美元，对应费用率为 41%，同比减少 16 pct，环比减少 4 pct；非 GAAP 销售及管理费用为 3.96 亿美元，对应费用率为 35%，同比减少 14 pct，环比减少 3 pct。与 GAAP 指标相比，2025Q1 经调整后指标在研发费用和销售及管理费用中分别减去 4177 万和 5368 万美元的股权激励成本以及 1893 万和 1008 万美元的折旧费用，此外在销售及管理费用中还减去了 1.7 万的无形资产摊销费用。

泽布替尼美国正常季度波动，看好全年销售放量

2025Q1 泽布替尼的总收入为 7.92 亿美元，同比增长 62%，环比下滑 4.3%。分地区来看，美国的产品收入为 5.63 亿美元，同比增长超过 60%，环比减少 8.6%；在欧洲的第一季度销售额为 1.16 亿美元，同比增长 73%，环比增加 2.7%。美国环比下滑，一方面历年第一季度都是增长较弱的季度，同类别抑制剂 2025Q1 环比均有所下滑；另一方面去年第四季度有 3000 万美金一次性订单的收入确认。

公司另一重要商业化产品替雷利珠单抗稳定放量。2025Q1 总收入为 1.71 亿美元，同比增长 18%，环比增长 11%。

预计将有多个概念验证里程碑读出，核心管线研发进程顺利

2025 年将进入富有催化意义的重要时期，预计有 10 余个概念验证里程碑读出。包括乳腺及妇科领域的 CDK4 抑制剂、CDK2 抑制剂和 B7H4 ADC，肺部疾病领域的 EGFR-CDAC，泛 KRAS 抑制剂和 PRMT5 抑制剂，胃肠道领域的 FGFR2b ADC 和 CEA ADC，以及免疫治疗和炎症领域的 IRAK4 CDAC。

BGB-16673 与包括 FDA 在内的全球监管机构就 III 期研究给药剂量达成一致。已启动针对 R/R CLL 患者的 3 期临床试验（对比医生选择方案），且预计将于 2025 年下半年开展与匹妥布替尼的 III 期头对头试验。在 2025EHA 大会上公布更新的数据显示，在中位随访时长为 13.1 个月时，BGB-16673 对于中位治疗线数为 4 线的 R/R CLL/SLL 患者，ORR 可以达到 80.3%，mPFS 尚未成熟。

Sonrotoclax 的 III 期 CELESTIAL-TNCLL 临床试验已完成入组，已在中国提交 R/R CLL 加速批准申请，预计将于 2025 年下半年提交 R/R MCL 全球申报。在 2025 年 EHA 大会上公布的最新数据显示，Sonrotoclax 在复发/难治性 CLL/SLL 患者中表现优异。以 uMRD4（即 MRD<10⁻⁴，微小残留病未检出）为评价指标，第 48 周时，160mg、320mg 和 640mg 组的 uMRD4 率分别达到 100%、71%和 83.3%。

盈利预测与投资评级

我们预计 2025-2027 年的营业收入为 375.17、450.24 和 540.34 亿元；预计 2025-2027 年的归母净利润 7.03、40.10 和 67.44 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

证券研究报告
2025 年 05 月 29 日

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	221.31 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)	25,462.88
流通 A 股市值(百万元)	25,462.88
每股净资产(元)	18.00
资产负债率(%)	40.17
一年内最高/最低(元)	262.64/111.22

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

- 《百济神州-公司点评: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》2025-03-16
- 《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
- 《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

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,423.34	27,213.96	37,517.16	45,024.34	54,033.71
增长率(%)	82.13	56.19	37.86	20.01	20.01
EBITDA(百万元)	4,610.02	11,093.44	2,447.68	6,262.84	9,525.73
归属母公司净利润(百万元)	(6,715.86)	(4,978.29)	703.19	4,009.97	6,744.09
增长率(%)	(50.77)	(25.87)	(114.13)	470.26	68.18
EPS(元/股)	(4.94)	(3.59)	0.46	2.61	4.38
市盈率(P/E)	(44.80)	(61.68)	484.38	84.94	50.51
市净率(P/B)	11.99	12.70	13.38	11.56	9.38
市销率(P/S)	17.27	11.28	9.08	7.57	6.30
EV/EBITDA	37.35	19.03	135.03	52.72	34.34

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 百济神州 2025 年全年指引 GAAP 经营利润为正

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谨慎投资。预计 GAAP 毛利率将处于 80%-90%的中位区间，全年 GAAP 经营利润为正，且经营活动产生正现金流。

表 1：百济神州 2025 年财务指引

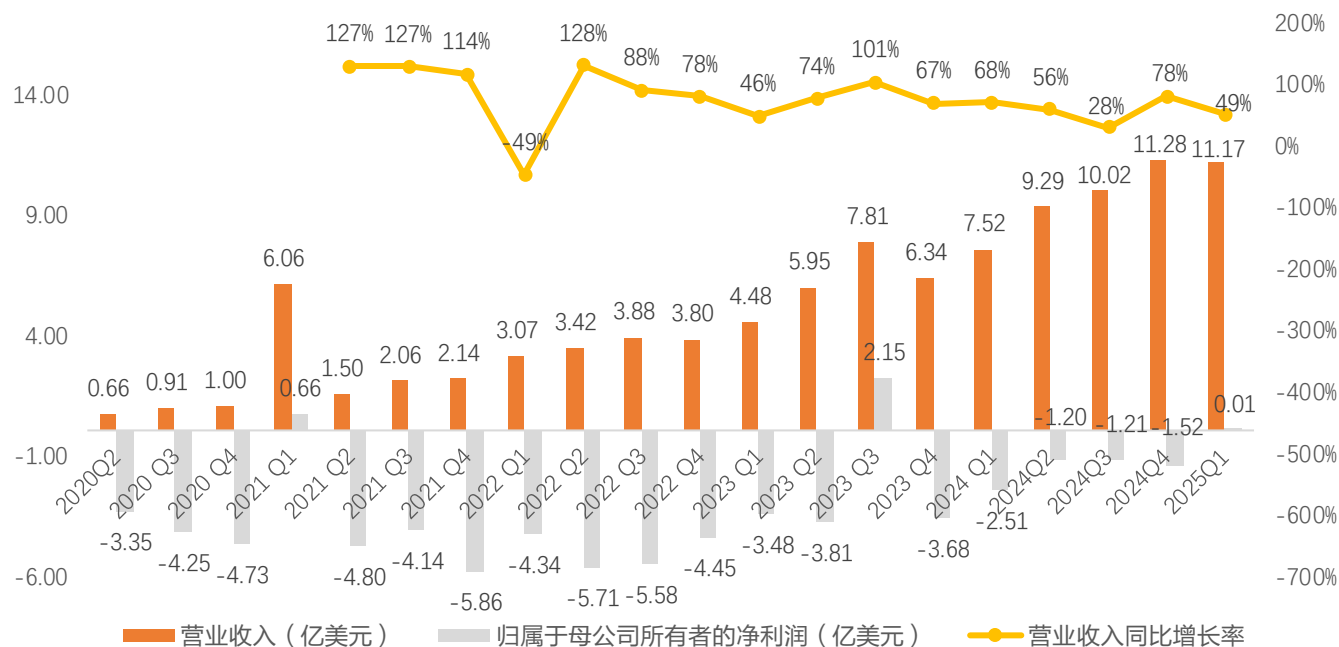
	FY 2024 Actual	FY 2025 guidance	FY 2025 commentary
总收入	38 亿美元	49-53 亿美元	1. 泽布替尼在美国扩大领导地位 2. 在欧盟/其他地区的全球增速加快 3. 基于 2025 年 4 月 30 日的外汇汇率
GAAP 营业费用 (研发和销售及管理费用)	38 亿美元	41-44 亿美元	1. 通过谨慎的投入以实现增长，并继续提供重要的经营杠杆效益 2. 非 GAAP2 调节项目与现行做法保持不变，将与整体费用增速保持相同趋势 3. 包括已宣布的关税政策的潜在影响

资料来源：百济神州 2025 年第一季度，天风证券研究所

2. 百济神州收入持续增长，实现季度 GAAP 净利润盈利

2025Q1，百济神州营业收入为 11.17 亿美元，同比增长 49%，收入持续增长；归母净利润为 127 万美元，扭亏为盈。

图 1：2020Q2-2025Q1 百济神州营业收入和归母净利润情况（单位：亿美元）



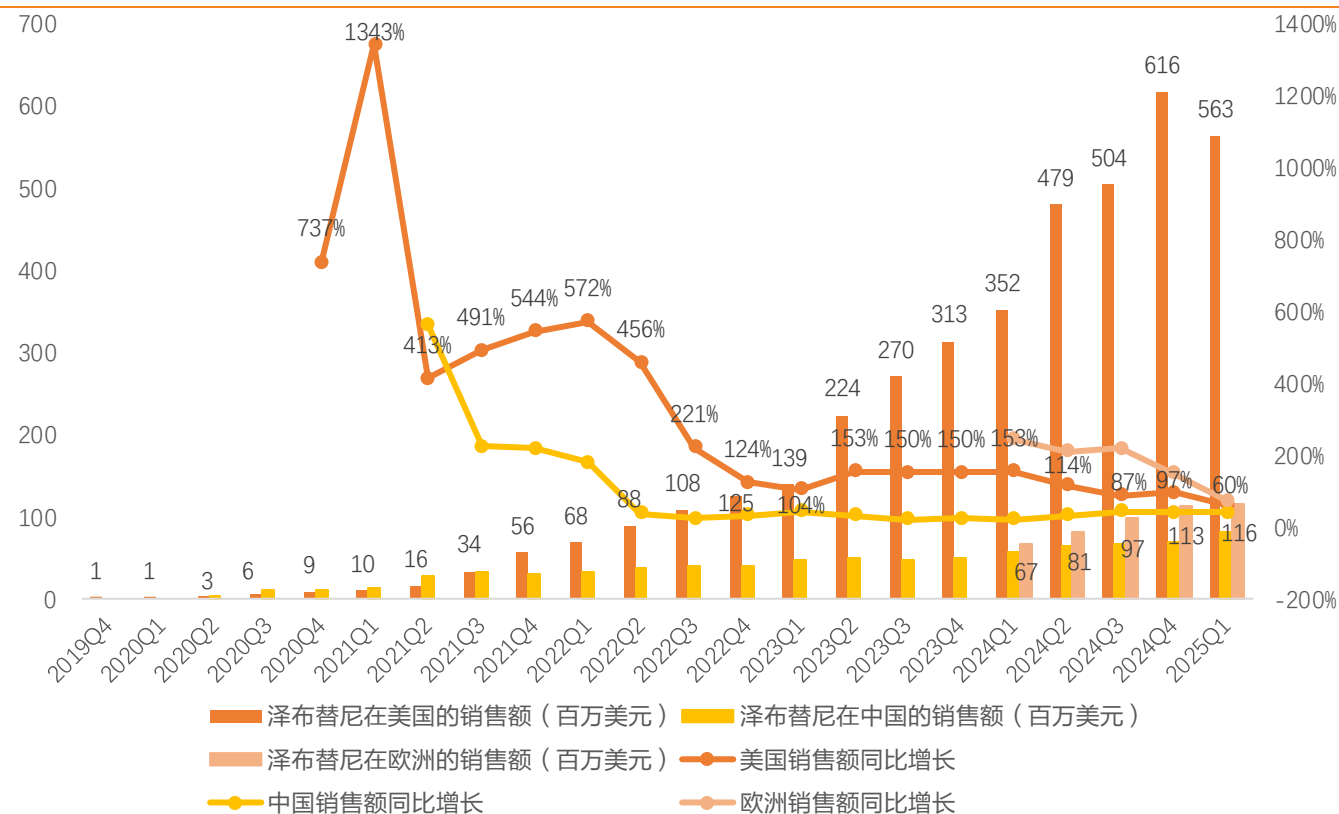
资料来源：百济神州各季度报告，天风证券研究所

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 2025Q1 全球销售额为 7.92 亿美元，同比增长 62%，在主要销售市场美国、欧洲和中国的销售额分别为 5.63 亿美元、1.16 亿美元和 811 万美元，同比增长 60%、73%和 41%。

泽布替尼销售额在中国、美国和欧盟地区持续增长，尤其是在欧盟，在欧盟的增长主要得益于在所有欧洲主要市场的份额提升，包括德国、意大利、西班牙、法国和英国。

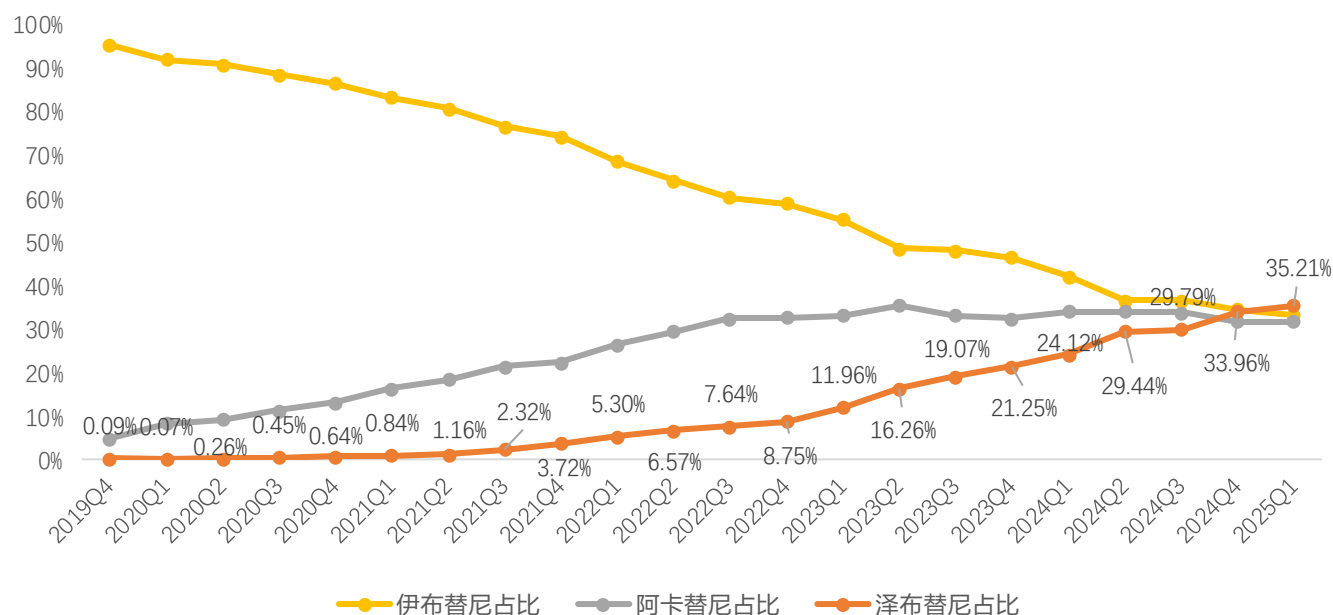
图 2：2019Q4-2025Q1 泽布替尼在中国、美国的销售额（单位：百万美元）



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，超越伊布替尼，排名第一。2025Q1 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 35.21%左右，超越伊布替尼的 33.08%，成功跃居第一。从 2024Q1 到 2025Q1，泽布替尼在 BTK 抑制剂中的市场占比提升超 10%，迅速实现市场扩张。

图 3：2019Q4-2025Q1 泽布替尼和同类 BTK 抑制剂在美销售额占比（单位：%）

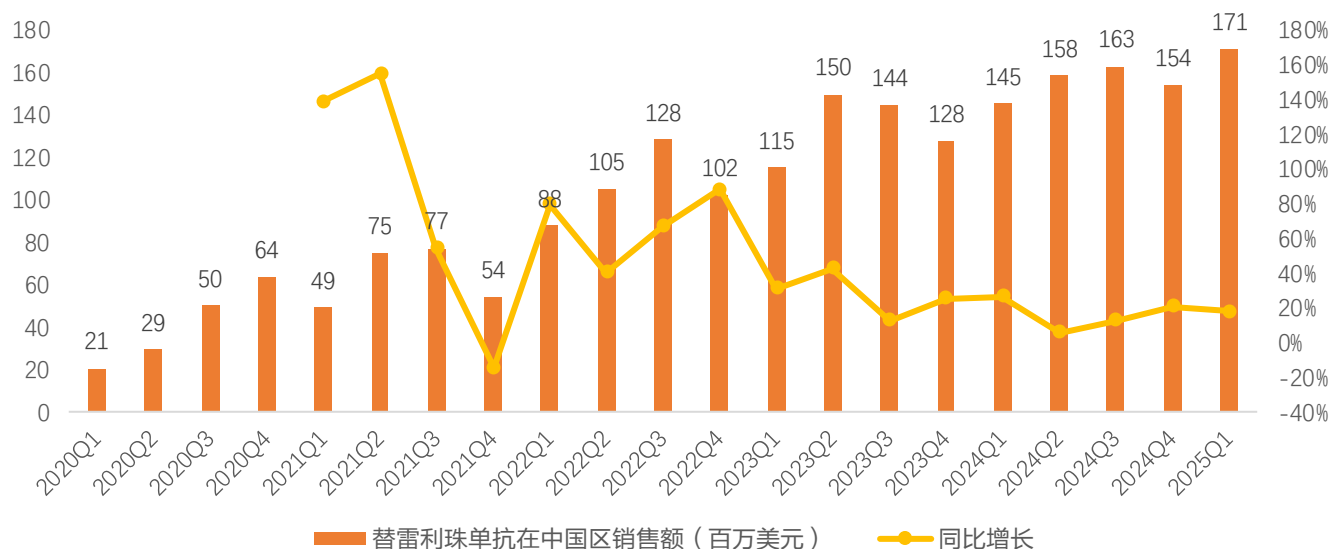


资料来源：各公司各季度报告，百济神州官网，天风证券研究所

4. 替雷利珠单抗持续放量

替雷利珠单抗在美国和日本共新增获批食管鳞癌的一线治疗和二线治疗 3 项适应症。在中国内地，其共有 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。2025Q1 替雷利珠单抗总收入为 1.71 亿美元，同比增长 18%，环比增长 5%。

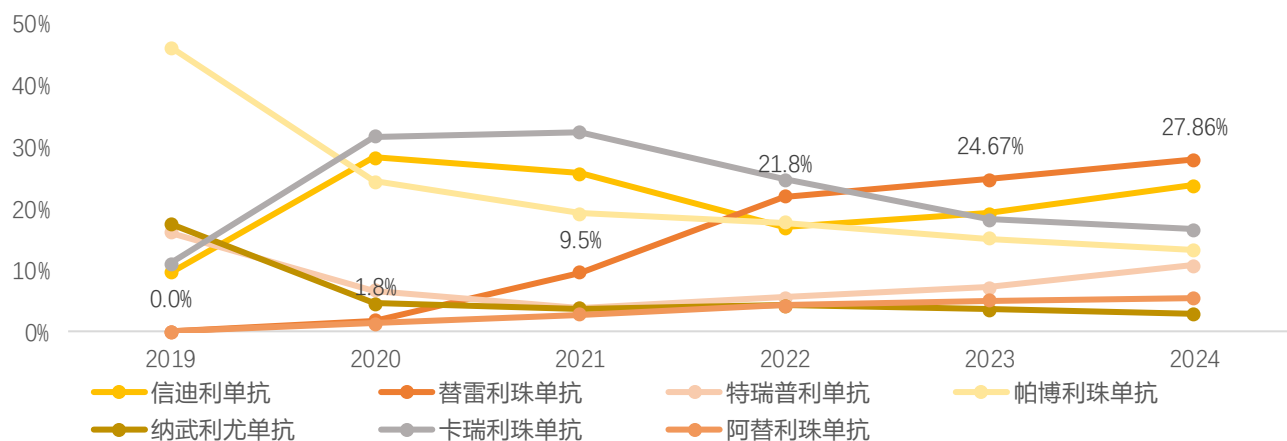
图 4：2020Q1-2025Q1 替雷利珠单抗在中国的销售额（单位：百万美元）



资料来源：百济神州各季度报告，天风证券研究所，注：2024Q4、2025Q1 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：%）

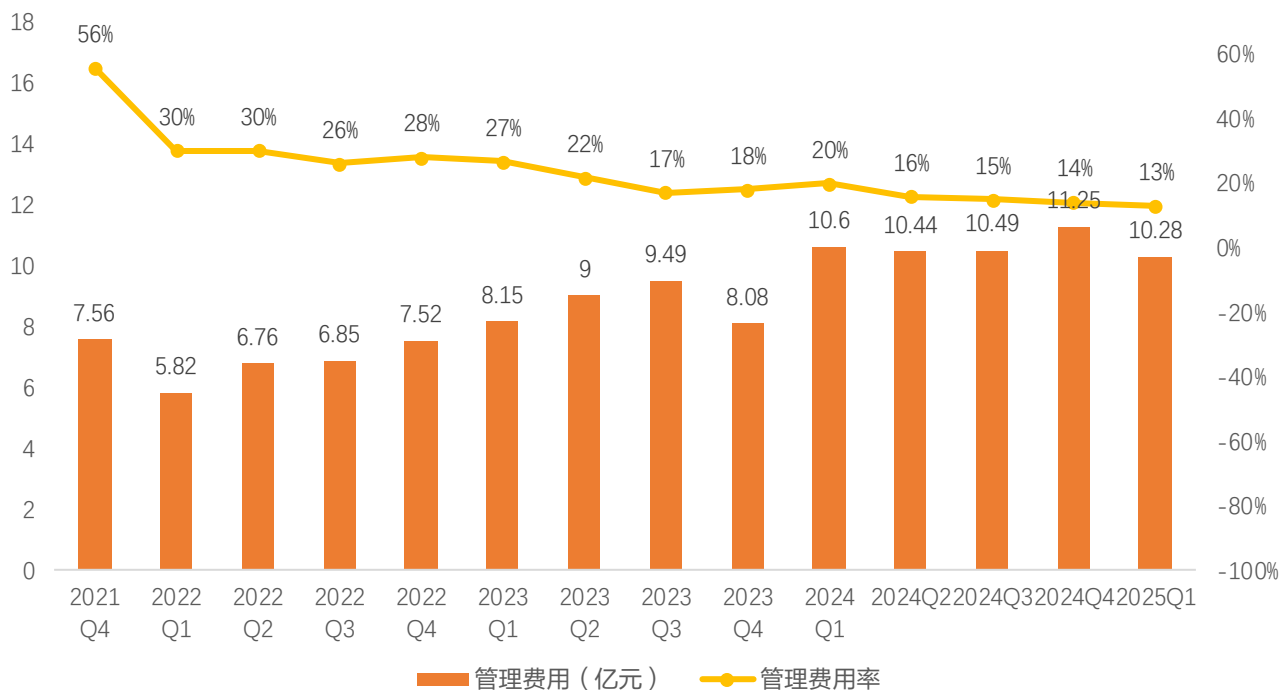


资料来源：医药魔方，天风证券研究所

5. 各费用率持续下降，降本增效收益显著

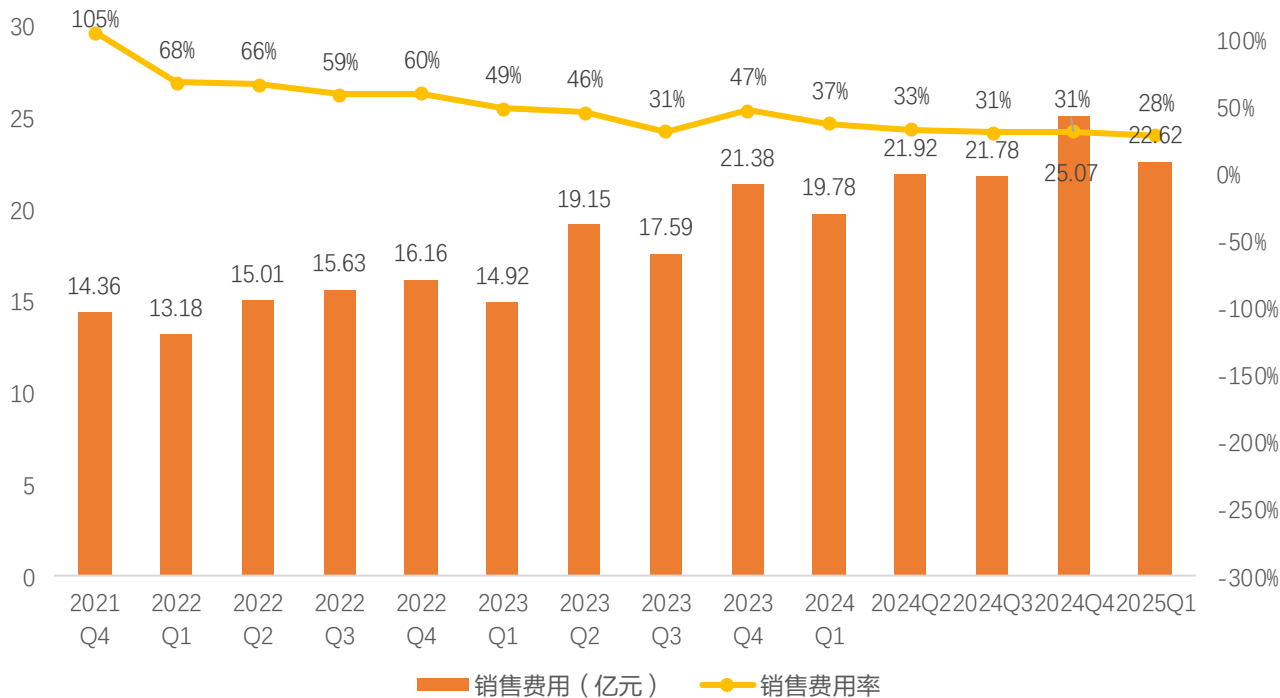
2025Q1 管理费用为 10.28 亿元，对应费用率为 13%，同比下降 7 pct，环比下降 1 pct。销售费用为 22.62 亿元，对应费用率为 28%，同比下降 9 pct，环比下降 3 pct。

图 6：2021Q4-2025Q1 管理费用情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 7：2021Q4-2025Q1 销售费用情况（单位：亿元）

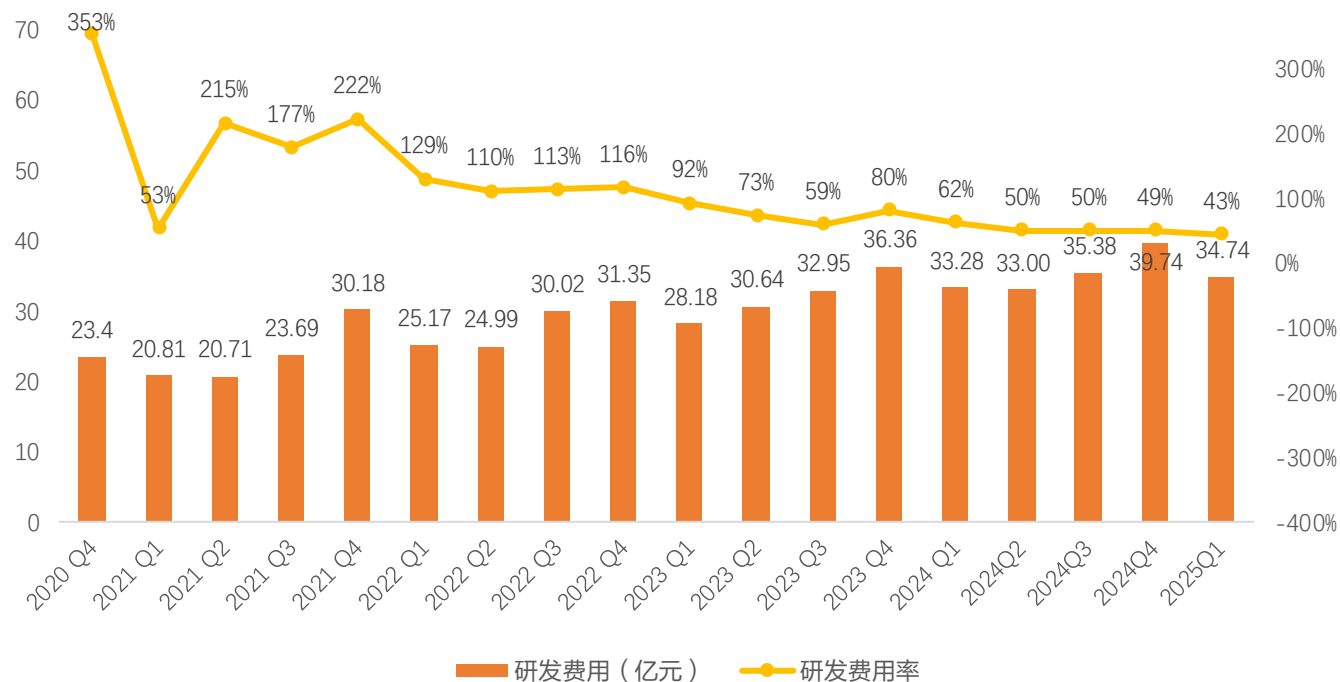


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

2025Q1 研发费用为 34.74 亿元，同比增长 4%，主要是因为将临床前项目推进至临床阶段，以及将早期临床项目推进至后期开发阶段。但得益于收入的高速增长，2025Q1 的研发费用

率为 43%，同比下降 19 pct，环比下降 6 pct。

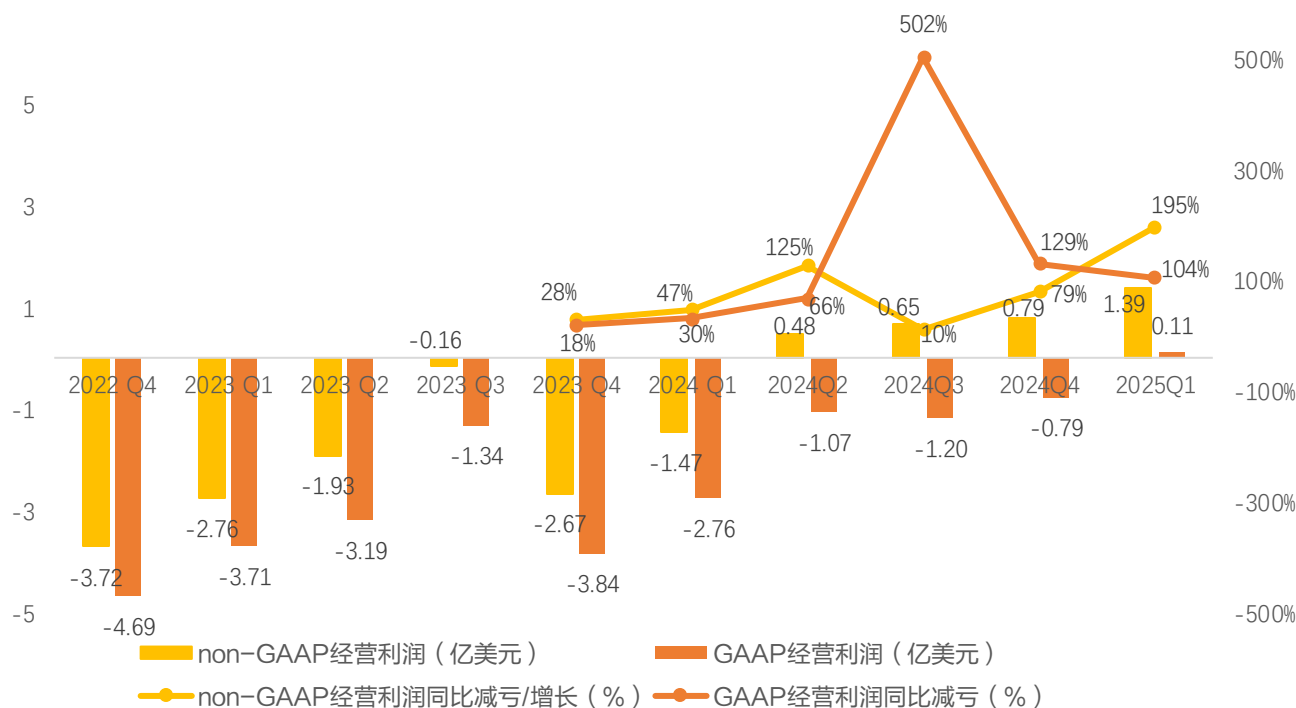
图 8：2020Q4-2025Q1 研发费用情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

6. 收入持续高速增长，费用增长趋缓，推动首次 GAAP 盈利

图 9：2022Q4-2025Q1 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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,124.88	12,279.42	7,844.46	7,435.31	10,058.62
应收票据及应收账款	2,538.27	4,883.63	3,170.06	6,978.44	5,809.73
预付账款	984.36	913.47	4,087.52	1,017.74	4,529.72
存货	2,951.16	3,580.35	7,489.28	3,364.99	8,675.81
其他	8,211.38	7,250.09	8,067.96	7,509.50	8,256.98
流动资产合计	29,810.06	28,906.96	30,659.28	26,305.97	37,330.86
长期股权投资	184.18	239.00	239.00	239.00	239.00
固定资产	3,735.30	6,311.89	7,671.78	9,159.22	10,786.95
在建工程	5,248.86	4,718.00	5,027.60	5,306.24	5,557.02
无形资产	982.34	1,166.34	1,071.85	977.35	882.85
其他	1,160.94	1,492.52	1,065.65	1,130.60	1,046.63
非流动资产合计	11,311.62	13,927.75	15,075.88	16,812.41	18,512.45
资产总计	41,121.68	42,834.71	45,735.15	43,118.39	55,843.31
短期借款	4,683.67	5,890.98	3,156.00	2,524.80	2,019.84
应付票据及应付账款	3,679.67	4,399.06	4,529.90	2,617.58	3,716.71
其他	4,469.69	5,713.46	9,351.98	5,220.31	10,640.01
流动负债合计	12,833.03	16,003.51	17,037.88	10,362.69	16,376.56
长期借款	1,403.91	1,216.33	1,459.00	1,386.05	1,330.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,781.40	1,439.65	1,781.40	1,902.80	1,821.87
非流动负债合计	3,185.31	2,655.98	3,240.40	3,288.85	3,151.87
负债合计	16,018.33	18,659.49	20,278.28	13,651.55	19,528.42
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.91	0.93	0.94	0.94	0.94
资本公积	81,383.04	85,170.66	86,323.50	86,323.50	86,323.50
留存收益	(57,688.27)	(62,666.55)	(61,963.36)	(57,953.40)	(51,209.31)
其他	1,407.66	1,670.18	1,095.80	1,095.80	1,199.76
股东权益合计	25,103.34	24,175.22	25,456.88	29,466.84	36,314.88
负债和股东权益总计	41,121.68	42,834.71	45,735.15	43,118.39	55,843.31

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(6,715.86)	(4,978.29)	703.19	4,009.97	6,744.09
折旧摊销	651.18	1,217.66	1,568.85	1,724.73	1,896.20
财务费用	505.98	289.44	212.69	9.67	(125.85)
投资损失	(167.43)	(296.40)	(87.84)	(106.36)	(120.55)
营运资金变动	2,745.62	(972.82)	(1,514.87)	(2,093.75)	(1,913.17)
其它	(4,812.74)	3,481.36	(68.53)	(67.85)	(67.17)
经营活动现金流	(7,793.25)	(1,259.05)	813.48	3,476.41	6,413.56
资本支出	4,598.13	3,773.98	2,802.09	3,274.90	3,761.15
长期投资	(8.03)	54.81	0.00	0.00	0.00
其他	(4,472.81)	(6,217.66)	(5,721.04)	(6,429.16)	(7,186.48)
投资活动现金流	117.29	(2,388.86)	(2,918.94)	(3,154.26)	(3,425.33)
债权融资	2,024.00	1,215.63	(2,907.96)	(731.31)	(468.86)
股权融资	1,488.14	4,050.17	578.47	0.00	103.95
其他	(953.74)	(4,439.61)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,558.41	826.19	(2,329.50)	(731.31)	(364.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,117.55)	(2,821.72)	(4,434.96)	(409.16)	2,623.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,423.34	27,213.96	37,517.16	45,024.34	54,033.71
营业成本	2,689.08	4,234.10	5,849.64	5,853.16	6,484.05
营业税金及附加	71.28	127.80	153.48	184.19	221.05
销售费用	7,304.46	8,855.66	9,716.94	11,632.04	13,022.12
管理费用	3,471.67	4,277.85	5,890.19	6,213.36	6,862.28
研发费用	12,813.45	14,139.84	15,069.06	16,659.01	19,888.19
财务费用	196.74	143.15	212.69	9.67	(125.85)
资产/信用减值损失	(34.86)	(21.97)	(23.28)	(18.54)	(22.38)
公允价值变动收益	(50.73)	(98.45)	(68.53)	(67.85)	(67.17)
投资净收益	167.43	296.40	87.84	106.36	120.55
其他	231.25	226.46	207.29	226.31	222.83
营业利润	(8,810.26)	(4,162.00)	828.48	4,719.20	7,935.70
营业外收入	2,603.63	0.43	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.65	1.08	1.20	1.60	1.48
利润总额	(6,208.27)	(4,162.65)	827.28	4,717.61	7,934.22
所得税	507.59	815.64	124.09	707.64	1,190.13
净利润	(6,715.86)	(4,978.29)	703.19	4,009.97	6,744.09
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	(6,715.86)	(4,978.29)	703.19	4,009.97	6,744.09
每股收益（元）	(4.94)	(3.59)	0.46	2.61	4.38

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	82.13%	56.19%	37.86%	20.01%	20.01%
营业利润	-34.38%	-52.76%	-119.91%	469.62%	68.16%
归属于母公司净利润	-50.77%	-25.87%	-114.13%	470.26%	68.18%
获利能力					
毛利率	84.57%	84.44%	84.41%	87.00%	88.00%
净利率	-38.55%	-18.29%	1.87%	8.91%	12.48%
ROE	-26.75%	-20.59%	2.76%	13.61%	18.57%
ROIC	-139.12%	-58.03%	7.48%	26.18%	34.84%
偿债能力					
资产负债率	38.95%	43.56%	44.34%	31.66%	34.97%
净负债率	-32.65%	-16.52%	-8.85%	-8.71%	-15.93%
流动比率	2.32	1.81	1.80	2.54	2.28
速动比率	2.09	1.58	1.36	2.21	1.75
营运能力					
应收账款周转率	9.32	7.33	9.32	8.87	8.45
存货周转率	7.10	8.33	6.78	8.30	8.98
总资产周转率	0.41	0.65	0.85	1.01	1.09
每股指标（元）					
每股收益	-4.94	-3.59	0.46	2.61	4.38
每股经营现金流	-5.73	-0.91	0.53	2.26	4.17
每股净资产	18.46	17.43	16.54	19.15	23.60
估值比率					
市盈率	-44.80	-61.68	484.38	84.94	50.51
市净率	11.99	12.70	13.38	11.56	9.38
EV/EBITDA	37.35	19.03	135.03	52.72	34.34
EV/EBIT	42.78	21.22	376.07	72.76	42.88

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