

医药	收盘价 港元 147.40	目标价 港元 208.80	潜在涨幅 +41.7%
----	------------------	------------------	----------------

2025年6月27日

百济神州 (6160 HK)

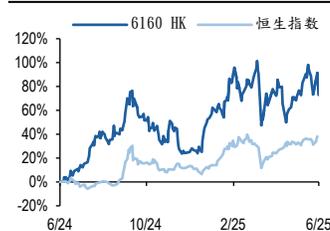
2025年研发日：新技术平台驱动，多瘤种管线迭代全面提速

- ⊕ **管线快速迭代中，新平台蓄势待发：**公司管线近两年迅速扩张，2023/24年分别有5个/10个新分子进入临床，相比过往年度大幅提速。借助AI和自动化整合、赋能药物发现，药物开发周期显著缩短：从启动毒理研究至Ia期FPI仅9.9个月，从RP2D确定到II期启动仅4.4周，大幅低于行业平均。在第一波创新成果相继上市/进入临床后期后，新技术快速迭代，有望成为中长期核心价值驱动力，包括：**1) CDAC平台：**23个项目在研，3个处于临床阶段，相比同类平台的核心优势包括更强的选择性和安全性、提高难成药靶点成药性等；**2) ADC平台：**25个项目在研，4个单靶点实体瘤品种处于临床开发阶段，年底起双靶点ADC将启动临床。
- ⊕ **血液瘤布局差异化显著：Sonrotoclax相较于基于维奈克拉的固定疗程方案展现出起效快、无需频繁检测、血液聚积少等优势（图表1）。在I/II期剂量递增/扩展研究中，Sonrotoclax（320mg）联合泽布替尼（ZS疗法）在TN CLL/SLN中48周uMRD达92%，且安全性良好。整体来看，ZS联合疗法在疗效、安全性及使用便利性方面表现均优于维奈克拉的联用疗法，展现出同类最佳潜力（图表2）。BTK CDAC在经多线治疗（包括BTK、Bcl-2）的r/r CLL的I期研究中，200mg剂量下ORR达到93.8%。**
- ⊕ **实体瘤聚焦三大适应症领域：1) 乳腺癌/妇科肿瘤：**CDK4+氟维司群在后线乳腺癌中ORR达到11%，预计将在未来6-12个月内启动注册性临床；B7-H4 ADC早期临床数据显示其疗效优秀，后线乳腺/妇科癌症中的cORR达到24%。**2) 肺癌：**PRMT5+MAT2A针对MTAP缺失肿瘤具有良好的协同效应；EGFR/MET/MET三抗临床前疗效优于Rybrevant®，且与EGFR CDAC联用表现出良好耐药及协同性。**3) 胃癌：**FGFR2b ADC早期响应优于同靶点单抗；RAS通路上布局的KRAS CDAC和RAS(ON)j值得关注。
- ⊕ **维持买入：**我们看好公司差异化管线资产和前沿技术平台的全球价值逐步兑现的潜力，维持目标价和买入评级。进入2H25-2026年，我们建议重点关注以下催化剂：1) Bcl-2 r/r MCL适应症海外NDA递交、中国内地两项NDA获批；2) BTK CDAC启动头对头Jaypirca®的III期临床；3) 早期管线多项PoC数据读出，重点关注EGFR CDAC、FGFR2b ADC、IRAK4 CDAC、CDK2、PRMT5+MAT2A联用、EGFR/MET/MET三抗等产品。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	171.30
52周低位 (港元)	85.70
市值 (百万港元)	239,763.83
日均成交量 (百万)	13.72
年初至今变化 (%)	34.98
200天平均价 (港元)	140.46

资料来源：FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	2,459	3,810	5,078	6,208	7,155
同比增长 (%)	73.7	55.0	33.3	22.3	15.2
净利润 (百万美元)	(882)	(645)	59	734	1,387
每股盈利 (美元)	(0.65)	(0.48)	0.04	0.54	1.02
同比增长 (%)	-56.5	-25.6	-109.0	1,141.4	89.2
市盈率 (倍)	ns	ns	431.9	34.8	18.4
每股账面净值 (美元)	2.61	2.41	2.83	3.82	5.32
市账率 (倍)	7.19	7.80	6.64	4.92	3.53

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：Sonrotoclax 的有效性、安全性及使用便利性优于维奈克拉

	Sonrotoclax	维奈克拉	临床意义
效力 (IC50)	0.014 nM	0.20 nM	效力提升 14 倍，能实现更深层次的目标抑制，以清除最难治疗的肿瘤细胞。
选择性 (vs. BCLxL)	2000x	325x	选择性提高 6 倍，有望带来更好的耐受性。
临床半衰期	~5h	26h	旨在为大多数患者实现只需一次临床剂量爬坡治疗；无药物蓄积风险，使得剂量爬坡期间的 TLS 监测更加便捷。

资料来源：公司资料，交银国际

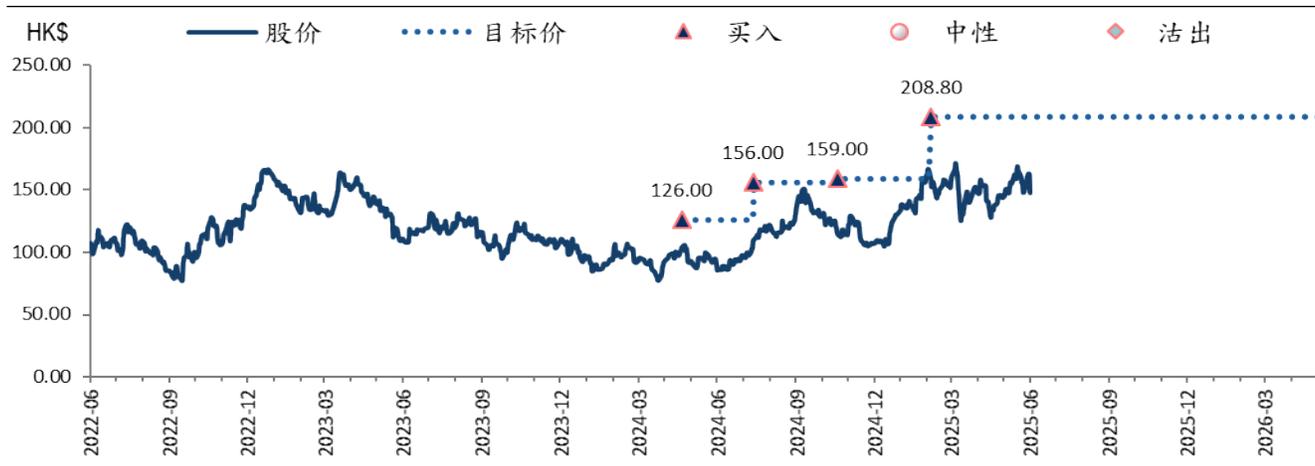
图表 2：ZS 疗法的有效性、安全性及使用便利性优于 VO、IV 和 AV 疗法

	ZS	VO	VO	IV	IV	AV
研究名称	CELESTIAL 101	CLL14	CLL13	GLOW	CAPTIVATE fixed duration/CAPTIVATE	AMPLIFY
患者人群	所有患者	耐受性较差	耐受性较好	耐受性较差	所有患者	耐受性较好
uMRD	91%	76%	87%	55%	77%	34%
36m PFS	100% (24m PFS)	82%	88%	77%	90%	77%
≥3 级 TEAEs	45%	80%	80%	75%	NR	54%
致死 TEAE	0%	9%	4%	6.6%	NR	5.5%

资料来源：公司资料，交银国际

附注：ZS：泽布替尼+Sonrotoclax；VO：维奈克拉+奥妥珠单抗；IV：伊布替尼+维奈克拉；AV：阿卡替尼+维奈克拉

图表 3：百济神州 (6160 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测，截至2025年6月17日

图表 4：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1530 HK	三生制药	买入	22.70	27.00	18.9%	2025年06月19日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	77.35	84.00	8.6%	2025年06月06日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	55.55	66.00	18.8%	2025年05月22日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	327.00	400.00	22.3%	2025年05月16日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	33.48	65.00	94.1%	2025年05月14日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	92.50	115.00	24.3%	2025年04月23日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	57.20	65.00	13.6%	2025年03月27日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	46.25	57.00	23.2%	2025年03月26日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	2.93	6.60	125.3%	2025年03月24日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	147.40	208.80	41.7%	2025年03月03日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.75	44.00	85.3%	2025年01月07日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	14.50	28.75	98.3%	2024年08月12日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	6.15	5.00	-18.6%	2024年11月26日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	39.90	51.00	27.8%	2025年03月25日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	25.15	25.00	-0.6%	2025年03月26日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.16	18.00	18.7%	2025年03月31日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	70.07	93.30	33.2%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	46.65	33.10	-29.0%	2024年07月18日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	29.10	33.00	13.4%	2025年06月19日	制药
2096 HK	先声药业	买入	11.00	14.30	30.0%	2025年06月04日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	5.30	4.80	-9.4%	2024年07月11日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.00	14.00	75.0%	2024年04月01日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	35.82	40.20	12.2%	2025年06月19日	制药
1093 HK	石药集团	中性	7.73	7.20	-6.8%	2025年05月30日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	51.95	51.00	-1.8%	2025年04月01日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.13	3.75	19.9%	2025年04月01日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至2025年6月27日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,459	3,810	5,078	6,208	7,155
主营业务成本	(380)	(594)	(758)	(866)	(927)
毛利	2,079	3,216	4,320	5,343	6,228
销售及管理费用	(1,505)	(1,831)	(2,031)	(2,173)	(2,290)
研发费用	(1,779)	(1,953)	(2,133)	(2,235)	(2,290)
其他经营净收入/费用	(4)	0	(4)	(4)	(3)
经营利润	(1,208)	(568)	152	931	1,646
财务成本净额	74	48	0	0	0
其他非经营净收入/费用	308	(13)	(13)	(13)	(13)
税前利润	(826)	(533)	139	918	1,632
税费	(56)	(112)	(80)	(184)	(245)
净利润	(882)	(645)	59	734	1,387
作每股收益计算的净利润	(882)	(645)	59	734	1,387

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3,186	2,639	3,026	4,186	6,120
应收账款及票据	358	676	826	1,011	1,106
存货	416	495	585	672	750
其他流动资产	243	182	185	189	193
总流动资产	4,203	3,992	4,622	6,058	8,169
物业、厂房及设备	1,324	1,578	1,602	1,631	1,665
无形资产	57	51	45	39	33
其他长期资产	221	300	306	312	318
总长期资产	1,602	1,929	1,952	1,981	2,016
总资产	5,805	5,921	6,574	8,039	10,185
短期贷款	688	852	869	886	904
应付账款	315	405	426	476	489
其他短期负债	807	958	978	997	1,017
总流动负债	1,810	2,215	2,272	2,359	2,410
长期贷款	198	166	170	173	177
其他长期负债	260	207	211	216	220
总长期负债	458	374	381	389	397
总负债	2,268	2,589	2,653	2,748	2,807
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	3,537	3,332	3,921	5,291	7,378
股东权益	3,537	3,332	3,921	5,291	7,378
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	3,537	3,332	3,921	5,291	7,378

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(826)	(533)	139	918	1,632
折旧及摊销	88	172	131	132	134
营运资本变动	(116)	(143)	(210)	(212)	(150)
其他经营活动现金流	(304)	364	454	457	459
经营活动现金流	(1,157)	(141)	514	1,295	2,076
资本开支	(562)	(493)	(150)	(158)	(165)
投资活动	(2)	(3)	0	0	0
其他投资活动现金流	624	(53)	2	2	2
投资活动现金流	60	(548)	(148)	(155)	(163)
负债净变动	361	145	20	21	21
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	56	48	0	0	0
融资活动现金流	416	193	20	21	21
汇率收益/损失	(8)	(52)	0	0	0
年初现金	3,875	3,186	2,639	3,026	4,186
年末现金	3,186	2,639	3,026	4,186	6,120

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(0.650)	(0.483)	0.043	0.540	1.021
全面摊薄每股收益	(0.650)	(0.483)	0.043	0.540	1.021
每股账面值	2.611	2.406	2.828	3.816	5.321
利润率分析(%)					
毛利率	84.5	84.4	85.1	86.1	87.0
EBITDA利润率	(45.6)	(10.4)	5.6	17.1	24.9
EBIT利润率	(49.1)	(14.9)	3.0	15.0	23.0
净利率	(35.9)	(16.9)	1.2	11.8	19.4
盈利能力(%)					
ROA	(15.2)	(10.9)	0.9	9.1	13.6
ROE	(24.9)	(19.4)	1.5	13.9	18.8
ROIC	(19.9)	(14.8)	1.2	11.6	16.4
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.3	1.8	2.0	2.6	3.4
存货周转天数	399.8	304.1	281.6	283.4	295.3
应收账款周转天数	53.1	64.8	59.4	59.4	56.4
应付账款周转天数	302.7	248.8	205.0	200.6	192.7

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司及富卫集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。