



百济神州 (06160.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

盈利能力加速改善，国际化布局兑现

业绩简评

2025 年 8 月 6 日公司发布 2025Q2 业绩公告，25Q2 公司实现总收入 13 亿美元，同比+42%；实现 GAAP 净利润 9432 万美元，同比扭亏为盈。

经营分析

泽布替尼高速放量，已成为美国 BTKi 市场领导者。25Q2 泽布替尼实现销售额 9.5 亿美元，同比+49%、环比+20%，呈高速增长趋势；其中，美国市场为主要收入来源，销售额 6.84 亿美元，同比+43%、环比+21%，BTKi 市场份额已达第一（竞品伊布替尼、阿可替尼销售额分别为 5.43 亿、5.83 亿美元）；欧洲为增速最快的市场，销售额 1.50 亿美元，同比+85%、环比+30%，市场份额快速提升。此外，25Q2 替雷利珠单抗实现销售额 1.94 亿美元，同比+22%、环比+13%，放量持续攀升。

上调全年指引，盈利能力加速改善。公司更新后的 2025 全年指引包括：全年收入 50-53 亿美元，GAAP 经营费用 41-44 亿美元，毛利率位于 80-90% 的中高位区间，GAAP 净利润全年为正，全年自由现金流为正。

研发管线有望迎来密集催化。公司预计 25H2 研发里程碑包括：

(1) 泽布替尼完成 TNMCL III 期临床期中分析；(2) 替雷利珠单抗的 NSCLC 新辅助和辅助适应症上市申请在欧洲获批；(3) 索托克拉的 R/R MCL 适应症在全球提交加速上市申请；(4) BTK CDAC 启动头对头匹妥布替尼的 R/R CLL III 期临床试验；(5) PRMT5 抑制剂+MAT2A 抑制剂完成联合给药试验的首例入组；

(6) HER2 双抗的一线胃癌适应症读出 III 期 PFS 数据；(7) IRAK4 CDAC 完成首例入组并获得概念验证数据。

盈利预测、估值与评级

公司核心产品高速放量，国际化布局加速兑现，研发管线有望迎来密集催化。25Q2 公司盈利能力展现持续改善趋势，上调 2025-2027 年净利润预测为 3.06/7.63/11.86 亿美元。考虑到公司为国内 Biopharma 龙头，全球化布局成效显著，商业化与研发均迎来关键拐点，维持“买入”评级。

风险提示

商业化进展不及预期风险、市场竞争加剧风险、临床试验进展不及预期风险、产品上市审评进展不及预期风险。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

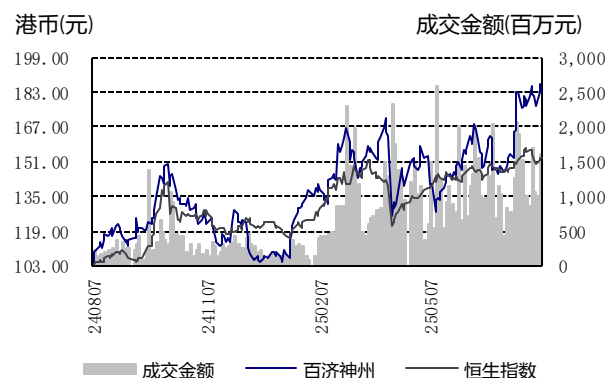
分析师：姜铸轩 (执业 S1130525070015)

jiangzhuxuan@gjzq.com.cn

市价 (港币)：182.700 元

相关报告：

1. 《百济神州港股公司深度研究：龙头 Biopharma 高举高打，商...》，2025.8.6



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,459	3,810	5,119	6,369	7,620
营业收入增长率	73.65%	54.96%	34.34%	24.43%	19.64%
归母净利润(百万元)	-882	-645	306	763	1,186
归母净利润增长率	56.00%	26.87%	147.48%	149.14%	55.52%
摊薄每股收益(元)	-0.57	-0.42	0.20	0.49	0.77
每股经营性现金流净额	-0.85	-0.10	0.27	0.57	0.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	-24.93%	-19.35%	8.35%	17.12%	20.93%
P/E	-24.51	-33.25	117.16	47.03	30.24
P/B	5.39	5.79	9.79	8.05	6.33

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,416	2,459	3,810	5,119	6,369	7,620
增长率	20.4%	73.7%	55.0%	34.3%	24.4%	19.6%
主营业务成本	286	380	594	693	859	1,024
%销售收入	20.2%	15.5%	15.6%	13.5%	13.5%	13.4%
毛利	1,129	2,079	3,216	4,426	5,510	6,596
%销售收入	79.8%	84.5%	84.4%	86.5%	86.5%	86.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	857	1,043	1,265	1,536	1,720	1,981
%销售收入	60.5%	42.4%	33.2%	30.0%	27.0%	26.0%
管理费用	422	465	566	563	637	686
%销售收入	29.8%	18.9%	14.9%	11.0%	10.0%	9.0%
研发费用	1,641	1,779	1,953	2,048	2,357	2,667
%销售收入	115.9%	72.3%	51.3%	40.0%	37.0%	35.0%
息税前利润 (EBIT)	-2,014	-900	-581	331	860	1,338
%销售收入	-142.2%	-36.6%	-15.2%	6.5%	13.5%	17.6%
财务费用	-52	-74	-48	-30	-37	-58
%销售收入	-3.7%	-3.0%	-1.3%	-0.6%	-0.6%	-0.8%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-2,014	-1,208	-568	279	797	1,262
营业利润率	-142.2%	-49.1%	-14.9%	5.5%	12.5%	16.6%
营业外收支						
税前利润	-1,961	-826	-533	360	897	1,396
利润率	-138.5%	-33.6%	-14.0%	7.0%	14.1%	18.3%
所得税	43	56	112	54	135	209
所得税率	-2.2%	-6.8%	-21.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-2,004	-882	-645	306	763	1,186
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-2,004	-882	-645	306	763	1,186
净利率	n.a	n.a	n.a	6.0%	12.0%	15.6%

现金流量表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-2,004	-882	-645	306	763	1,186
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	405	62	563	-2	-14	-27
非经营收益						
营运资金变动	132	-371	-157	-67	-50	-63
经营活动现金净流	-1,497	-1,157	-141	423	886	1,292
资本开支	-325	-581	-497	-170	-240	-310
投资	1,546	656	-16	0	0	0
其他	-144	-15	-35	15	64	76
投资活动现金净流	1,077	60	-548	-155	-176	-234
股权募资	47	56	45	0	0	0
债权募资	-66	361	145	0	0	0
其他	0	0	3	-49	-49	-49
筹资活动现金净流	-19	416	193	-49	-49	-49
现金净流量	-508	-689	-547	245	687	1,036

资产负债表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,870	3,172	2,627	2,872	3,560	4,596
应收款项	355	545	844	1,251	1,582	1,923
存货	282	416	495	578	730	888
其他流动资产	700	71	25	51	64	76
流动资产	5,207	4,203	3,992	4,752	5,936	7,483
%总资产	81.6%	72.4%	67.4%	71.3%	75.1%	78.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	780	1,324	1,578	1,563	1,597	1,675
%总资产	12.2%	22.8%	26.7%	23.4%	20.2%	17.5%
无形资产	97	152	190	190	209	245
非流动资产	1,172	1,602	1,929	1,915	1,968	2,082
%总资产	18.4%	27.6%	32.6%	28.7%	24.9%	21.8%
资产总计	6,379	5,805	5,921	6,668	7,903	9,564
短期借款	329	688	852	852	852	852
应付款项	295	315	405	481	609	740
其他流动负债	845	807	958	1,331	1,650	1,966
流动负债	1,469	1,810	2,215	2,664	3,110	3,558
长期贷款	209	198	166	166	166	166
其他长期负债	318	260	207	172	172	172
负债	1,996	2,268	2,589	3,002	3,448	3,896
普通股股东权益	4,383	3,537	3,332	3,665	4,455	5,668
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	4,461	3,637	3,481	3,814	4,604	5,817
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	6,379	5,805	5,921	6,668	7,903	9,564

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-1.49	-0.65	-0.47	0.20	0.49	0.77
每股净资产	3.24	2.60	2.40	2.38	2.89	3.68
每股经营现金净流	-1.11	-0.85	-0.10	0.27	0.57	0.84
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-45.71%	-24.93%	-19.35%	8.35%	17.12%	20.93%
总资产收益率	-31.41%	-15.19%	-10.89%	4.59%	9.65%	12.40%
投入资本收益率	-41.81%	-21.72%	-16.15%	6.00%	13.36%	17.01%
增长率						
主营业务收入增长率	20.37%	73.65%	54.96%	34.34%	24.43%	19.64%
EBIT 增长率	-41.51%	55.31%	35.45%	156.91%	160.27%	55.51%
净利润增长率	-41.78%	56.00%	26.87%	147.48%	149.14%	55.52%
总资产增长率	-26.22%	-9.00%	1.99%	12.61%	18.53%	21.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.4	38.9	48.9	58.8	63.8	66.3
存货周转天数	329.9	330.9	276.1	278.5	274.0	284.4
应付账款周转天数	350.1	289.0	218.2	230.2	228.3	237.0
固定资产周转天数	165.6	154.1	137.1	110.5	89.3	77.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-68.74%	-57.26%	-42.08%	-45.90%	-53.19%	-60.08%
EBIT 利息保障倍数	—	—	—	6.7	17.5	27.2
资产负债率	31.29%	39.07%	43.72%	45.03%	43.63%	40.74%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究