

## 百济神州 (6160 HK, 买入, 目标价: HK\$195.16)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$195.16 当前股价: HK\$171.30

股价上行/下行空间 +14%

52 周最高/最低价 (HK\$) 190.80/103.10

市值 (US\$mn) 26,322

当前发行数量(百万股) 1,206

三个月平均日交易额 (US\$mn) 135

流通盘占比 (%) 55

主要股东 (%)

安进公司 18

贝克兄弟咨询 8

美国资本集团 6

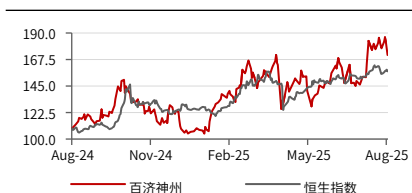
按 2025 年 8 月 8 日收市数据

资料来源: FactSet

### 主要调整

|                  | 现值     | 原值     | 变动  |
|------------------|--------|--------|-----|
| 评级               | 买入     | 买入     | N/A |
| 目标价 (HK\$)       | 195.16 | 195.16 | N/A |
| 2025E EPS (US\$) | 0.06   | 0.06   | N/A |
| 2026E EPS (US\$) | 0.37   | 0.37   | N/A |
| 2027E EPS (US\$) | 0.58   | 0.58   | N/A |

### 股价表现



资料来源: FactSet

### 华兴对比市场预测 (差幅%)

|             | 2025E       | 2026E       |
|-------------|-------------|-------------|
| 营收 (US\$mn) | 5,076 (+6%) | 6,154 (+5%) |
| EPS (US\$)  | 0.07 (-13%) | 0.36 (+3%)  |

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

## 核心产品放量与经营效率提高带动盈利能力提升

- 2Q25 公司实现历史首次季度 GAAP 盈利, 盈利能力显著提升;
- 核心产品泽布替尼与百泽安销售持续放量, 商业化基础进一步巩固;
- 维持“买入”评级和 DCF 目标价 HK\$195.16。

**营收强劲增长, 利润大幅扭转:** 根据公司 1H25 财报, 百济神州实现收入 24.33 亿美元, 同比增长 45%; 归母净利润为 9559 万美元, 成功扭转去年同期的亏损局面, 为公司历史上首次实现季度 GAAP 盈利, 每 ADS 收益达 0.85 美元。1H25, 非 GAAP 净利润同比增长 417%至 3.89 亿美元, 非 GAAP 口径下每 ADS 收益更达 3.48 美元。百济神州更新收入指引, 预计 2025 年全年营收将人民币 358 亿元至 381 亿元之间。

**核心产品销售增长强劲, 全球市场拓展提速:** 核心产品泽布替尼 2025 年 Q2 全球销售额达到 9.5 亿美元, 同比增长 49%。泽布替尼 1H25 实现收入 17.4 亿美元, 市场份额全球位列第二。根据公司 1H25 财报, 2Q25, 泽布替尼美国市场销售额 6.84 亿美元, 同比增长 43%; 欧洲市场同比增长 85%, 主要受益于在德、法、英等主要市场的快速渗透; 中国市场保持稳定增长。2Q25, 替雷利珠单抗 (百泽安®) 销售额达 1.94 亿美元, 同比增长 22%。两大主力产品的全球化布局持续深化, 为公司实现盈利与增长的双轮驱动奠定坚实基础。

**费用控制良好, 经营效率持续提升:** 根据公司 1H25 财报, 公司研发费用同比增长 10%, 销售及管理费用同比增长 14%, 费用率增长控制良好。同时, 2Q25, 销售及管理费用占收入的比例为 41% (vs 2Q24 为 48%)。2Q25, 公司毛利率为 87.4% (vs2Q24 为 85.0%), 毛利率的提升主要得益于泽布替尼全球收入占比的提高, 以及生产效率的提升。

**维持“买入”评级和 DCF 目标价 HK\$195.16:** 我们维持对百济神州 DCF 估值模型的核心假设。我们认为, 公司当前的估值 (对应 2025 年 EV/Revenue 为 5.5 倍) 仍低于同业平均水平, 未充分反映其全球商业化能力和创新管线价值。公司已从“亏损换增长”转入“经营杠杆释放+可持续盈利”阶段, 具备成为全球肿瘤创新药领军企业的长期潜力。

**风险提示:** 研发进展延迟; 药物审批延迟或未能获得药品批准; 销售和营销风险; 第三方合同风险; 汇率风险; 与开展全球性业务有关的风险。

### 财务数据摘要

| 摘要 (年结: 12 月)  | 2023A  | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (US\$mn)  | 2,459  | 3,810  | 5,387 | 6,487 | 7,096 |
| 毛利润 (US\$mn)   | 2,080  | 3,216  | 4,259 | 5,143 | 5,632 |
| 归母净利润 (US\$mn) | (882)  | (645)  | 93    | 570   | 898   |
| 每股收益 (US\$)    | (0.64) | (0.47) | 0.06  | 0.37  | 0.58  |
| 市盈率 (x)        | N/A    | N/A    | 364.2 | 59.7  | 37.9  |

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得, 华兴证券预测

### 研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

## 风险提示

- 研发进展延迟：百济神州十分依赖于药品和候选药品的临床研发，而研发过程会受多种因素影响，包括招募参与临床试验的患者，临床试验和研究的安全性与疗效数据等。任何延迟或干扰因素都可能影响研发进度以及公司的整体业绩。
- 药品审批延迟或未能获批：NDA（新药上市审批）或生物制品许可的审批过程漫长、昂贵、充满不确定性，且有可能失败。如果公司无法获得监管审批，或者在获批过程遭遇延迟，那么药品和候选药品的商业化可能受挫，由此极大影响公司营收。
- 销售和营销力度弱于预期：百济神州在自研/第三方药品的上市和销售方面经验有限，候选药品和未来获批的候选药品可能无法获得医生、患者、第三方付款人和医疗界其他人士的认可，导致市场接受度不足。市场对百济神州及其竞争对手的产品的认可度高低难以预测，由此公司可能无法产生较高的销售收入。
- 第三方合作的不确定性：百济神州依赖第三方进行临床前研究和临床试验。如果第三方未能履行合同约定的职责或按期完成，则药品的监管审批或商业化或将无法实现，导致公司业务遭受较大损害。
- 汇率风险：百济神州的部分费用和收入以美元或港币以外的货币支付，特别是人民币、欧元和澳元。公司的财务状况、经营业绩和现金流可能会受到汇率波动的不利影响。
- 开展全球业务的相关风险：由于百济神州的业务涉及中国、北美、欧洲等地区，公司面临了开展全球业务的有关风险，业务和业绩可能因各种因素而受到不利影响，包括特定国家或地区的政治和文化气候或经济状况的变化，当地辖区内法律和监管要求的意外变化，流行病对员工、公司业务和全球经济的影响等。

## 附：财务报表

年结: 12月

### 利润表

| (US\$mn)             | 2024A         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 百悦泽                  | 2,583         | 3,313        | 4,043        | 4,332        |
| 百泽安                  | 615           | 731          | 840          | 909          |
| Lifirafenib          | 117           | 152          | 174          | 208          |
| 其他收入                 | 495           | 1,190        | 1,431        | 1,647        |
| <b>营业收入</b>          | <b>3,810</b>  | <b>5,387</b> | <b>6,487</b> | <b>7,096</b> |
| 营业成本                 | (594)         | (1,128)      | (1,344)      | (1,464)      |
| <b>毛利润</b>           | <b>3,216</b>  | <b>4,259</b> | <b>5,143</b> | <b>5,632</b> |
| 管理及销售费用              | (3,784)       | (4,126)      | (4,397)      | (4,487)      |
| 其中：研发支出              | (1,953)       | (2,149)      | (2,321)      | (2,390)      |
| 其中：市场营销支出            | (1,831)       | (1,978)      | (2,076)      | (2,097)      |
| <b>息税前利润</b>         | <b>(581)</b>  | <b>120</b>   | <b>733</b>   | <b>1,132</b> |
| <b>息税折旧及摊销前利润</b>    | <b>(409)</b>  | <b>349</b>   | <b>1,004</b> | <b>1,446</b> |
| 利息收入                 | 32            | 26           | 48           | 87           |
| 利息支出                 | (22)          | (22)         | (22)         | (22)         |
| <b>税前利润</b>          | <b>(533)</b>  | <b>125</b>   | <b>760</b>   | <b>1,198</b> |
| 所得税                  | (112)         | (31)         | (190)        | (299)        |
| <b>净利润</b>           | <b>(645)</b>  | <b>93</b>    | <b>570</b>   | <b>898</b>   |
| <b>基本每股收益 (US\$)</b> | <b>(0.47)</b> | <b>0.06</b>  | <b>0.37</b>  | <b>0.58</b>  |

### 资产负债表

| (US\$mn)           | 2024A        | 2025E        | 2026E         | 2027E         |
|--------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>3,992</b> | <b>6,310</b> | <b>10,243</b> | <b>14,001</b> |
| 货币资金               | 2,627        | 4,775        | 8,689         | 12,596        |
| 应收账款               | 676          | 1,033        | 1,066         | 972           |
| 存货                 | 495          | 309          | 295           | 241           |
| 其他流动资产             | 193          | 193          | 193           | 193           |
| <b>非流动资产</b>       | <b>1,929</b> | <b>2,635</b> | <b>3,012</b>  | <b>3,926</b>  |
| 固定资产               | 1,578        | 675          | 646           | 583           |
| 无形资产               | 51           | 6            | 6             | 6             |
| 商誉                 | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 其他                 | 300          | 1,954        | 2,361         | 3,337         |
| <b>资产</b>          | <b>5,921</b> | <b>8,945</b> | <b>13,256</b> | <b>17,927</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>2,215</b> | <b>1,679</b> | <b>1,978</b>  | <b>2,309</b>  |
| 短期借款               | 350          | 350          | 350           | 350           |
| 预收账款               | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 应付账款               | 405          | 556          | 737           | 1,003         |
| 长期借款               | 166          | 192          | 192           | 192           |
| 非流动负债              | 165          | 165          | 165           | 165           |
| <b>负债</b>          | <b>2,589</b> | <b>2,078</b> | <b>2,377</b>  | <b>2,709</b>  |
| 股份                 | 1,376        | 1,539        | 1,539         | 1,539         |
| 资本公积               | 2,745        | 2,745        | 2,745         | 2,745         |
| 未分配利润              | 0            | 0            | 0             | 0             |
| <b>归属于母公司所有者权益</b> | <b>3,332</b> | <b>6,867</b> | <b>10,878</b> | <b>15,218</b> |
| 少数股东权益             | 0            | 0            | 0             | 0             |
| <b>负债及所有者权益</b>    | <b>5,921</b> | <b>8,945</b> | <b>13,256</b> | <b>17,927</b> |

### 现金流量表

| (US\$mn)            | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>          | <b>(645)</b> | <b>93</b>    | <b>570</b>   | <b>898</b>   |
| 折旧摊销                | 172          | 229          | 271          | 314          |
| 利息（收入）/支出           | 10           | 5            | 26           | 65           |
| 其他非现金科目             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他                  | 473          | 485          | 463          | 424          |
| 营运资本变动              | (151)        | (532)        | 251          | 372          |
| <b>经营活动产生的现金流量</b>  | <b>(141)</b> | <b>280</b>   | <b>1,581</b> | <b>2,074</b> |
| 资本支出                | (493)        | 0            | 0            | 0            |
| 收购及投资               | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 处置固定资产及投资           | 3            | 3            | 3            | 3            |
| 其他                  | (58)         | (32)         | (32)         | (32)         |
| <b>投资活动产生的现金流量</b>  | <b>(548)</b> | <b>(29)</b>  | <b>(29)</b>  | <b>(29)</b>  |
| 股利支出                | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 债务筹集（偿还）            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 发行（回购）股份            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他                  | 193          | 1,937        | 2,414        | 1,914        |
| <b>筹资活动产生的现金流量</b>  | <b>193</b>   | <b>1,937</b> | <b>2,414</b> | <b>1,914</b> |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>(496)</b> | <b>2,188</b> | <b>3,966</b> | <b>3,958</b> |
| <b>自由现金流</b>        | <b>1,066</b> | <b>1,519</b> | <b>1,570</b> | <b>1,440</b> |

### 关键假设

|                        | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 百悦泽 患者数 ('000)         | 21    | 26    | 32    | 37    |
| 百泽安 患者数 ('000)         | 108   | 135   | 161   | 183   |
| Lifirafenib 患者数 ('000) | 12    | 16    | 19    | 23    |
| 百汇泽 患者数 ('000)         | 19    | 24    | 28    | 33    |

### 财务比率

|                   | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>YoY (%)</b>    |        |       |       |       |
| 营业收入              | 55.0   | 41.4  | 20.4  | 9.4   |
| 毛利润               | 54.6   | 32.4  | 20.8  | 9.5   |
| 息税折旧及摊销前利润        | 49.6   | 185.3 | 187.7 | 44.0  |
| 净利润               | 26.9   | 114.5 | 510.0 | 57.7  |
| 稀释每股调整收益          | 26.9   | 112.9 | 510.0 | 57.7  |
| <b>盈利率 (%)</b>    |        |       |       |       |
| 毛利率               | 84.4   | 79.1  | 79.3  | 79.4  |
| 息税折旧摊销前利润率        | (10.7) | 6.5   | 15.5  | 20.4  |
| 息税前利润率            | (15.2) | 2.2   | 11.3  | 16.0  |
| 净利率               | (16.9) | 1.7   | 8.8   | 12.7  |
| 净资产收益率            | (19.4) | 1.4   | 5.2   | 5.9   |
| 总资产收益率            | (10.9) | 1.0   | 4.3   | 5.0   |
| <b>流动资产比率 (x)</b> |        |       |       |       |
| 流动比率              | 1.8    | 3.8   | 5.2   | 6.1   |
| 速动比率              | 1.6    | 3.6   | 5.0   | 6.0   |
| <b>估值比率 (x)</b>   |        |       |       |       |
| 市盈率               | N/A    | 364.2 | 59.7  | 37.9  |
| 市净率               | 5.6    | 5.0   | 3.1   | 2.2   |
| 市销率               | 7.0    | 4.9   | 4.1   | 3.8   |

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。