

百济神州 (688235)

证券研究报告
2025年08月21日

2025 Q2 利润端大幅超预期，连续两季度 GAAP 利润为正

事件：

公司发布 2025 年半年度主要财务数据，2025H1 总收入 24.33 亿美元，同比增长 45%；GAAP 净利润和经调整后净利润分别为 9559 万美元和 3.89 亿美元，均同比扭亏。2025Q2 总收入 13.15 亿美元，同比增长 42%；GAAP 净利润为 9432 万美元，同比大幅扭亏；经调整 GAAP 净利润为 2.53 亿美元，同比增长 985%。

各费用率逐季降低，降本增效，实现全面盈利

2025Q2 研发费用为 5.25 亿美元，研发费用率为 40%，同比减少 9pct，环比减少 3pct。非 GAAP 研发费用为 4.44 亿美元，对应费用率为 34%，同比减少 7pct，环比减少 4pct。2025Q2 GAAP 销售及管理费用为 5.38 亿美元，对应费用率为 41%，同比减少 7pct，环比基本持平；非 GAAP 销售及管理费用为 4.42 亿美元，对应费用率为 34%，同比减少 6pct，环比减少 2pct。与 GAAP 指标相比，2025Q2 经调整后指标在研发费用和销售及管理费用中分别减去 6439 万和 8616 万美元的股权激励成本以及 1645 万和 1009 万美元的折旧费用，此外在销售及管理费用中还减去了 1.1 万美元的无形资产摊销费用。

2025Q2 核心品种泽布替尼美国区和欧洲区均实现高速放量

2025Q2 泽布替尼全球销售收入 9.5 亿美元，同比增长 49%，环比增长 20%。2025Q2，分地区来看，美国地区增速强劲，收入 6.84 亿美元，同比增长 43%，环比增长 21%，主要受益于其在所有适应症领域的需求增长、净定价带来的适度利好和 BIC 的差异化优势；欧洲地区收入 1.5 亿美元，同比增长 85%，环比增长 29%，主要得益于其在欧洲所有主要市场的市场份额均有所增加。中国地区销售额为 0.83 亿美元，同比增长 31%，环比增长 3%。

公司另一重要商业化产品替雷利珠单抗稳健增长。2025Q2 总收入为 1.94 亿美元，同比增长 22%，环比增长 13%。

未来 18 个月内，将迎来多项重点里程碑进展

多项药物将进入 III 期临床或申报上市进程。2025H2：1) 替雷利珠单抗用于早期非小细胞肺癌的新辅助和辅助治疗的上市申请有望获得欧盟委员会批准；2) 替雷利珠单抗启动皮下制剂 III 期临床试验；3) 索托克拉用于治疗 R/R MCL 的 2 期试验预计进行数据读出，并有望提交全球加速上市申请；4) BGB-16673 (BTK CDAC) 预计启动对比非共价 BTK 抑制剂匹妥布替尼用于治疗 R/R CLL 的 3 期头对头试验；5) 泽尼达妥单抗 (HER2 双抗) 将与 Zymeworks/Jazz 合作开展的用于 HER2+GC 一线治疗的 3 期试验，预计将进行主要无进展生存期数据读出。2026：BGB-43395 (CDK4 抑制剂) 启动针对 HR+/HER2-BC 二线治疗的 III 期临床以及一线治疗的 III 期临床。

早期管线进展顺利。2025H2：1) BGB-58067 (PRMT5 抑制剂) 和 BG-89894 (MAT2A 抑制剂) 预计完成联合用药试验的首例受试者入组；2) 炎症与免疫治疗 BGB-45035 (IRAK4 CDAC) 预计完成 2 期试验的首例受试者入组；3) 有望获得用于组织 IRAK4 降解的概念验证数据。

盈利预测与投资评级

我们预计 2025-2027 年的营业收入为 380.00、459.10 亿元和 540.41 亿元；考虑到公司核心产品持续放量，将 2025-2027 年的归母净利润从 7.03、40.10 和 67.44 亿元，上调至 17.93、43.13 和 67.90 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

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	243.25 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)	27,987.19
流通 A 股市值(百万元)	27,987.19
每股净资产(元)	18.00
资产负债率(%)	40.17
一年内最高/最低(元)	268.47/142.20

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-公司专题研究:CDK4 抑制剂展现出优异早期疗效信号，后续将进入注册临床研究阶段》 2025-07-08
- 《百济神州-季报点评:2025Q1 首次实现季度 GAAP 净利润转正，泽布替尼放量稳定》 2025-05-29
- 《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

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	38,000.41	45,910.03	54,041.47
增长率(%)	82.13	56.19	39.64	20.81	17.71
EBITDA(百万元)	4,610.02	11,093.44	3,729.89	6,619.60	9,579.24
归属母公司净利润(百万元)	(6,715.86)	(4,978.29)	1,793.06	4,313.20	6,789.57
增长率(%)	(50.77)	(25.87)	(136.02)	140.55	57.41
EPS(元/股)	(4.94)	(3.59)	1.25	3.02	4.75
市盈率(P/E)	(49.24)	(67.79)	194.05	80.67	51.25
市净率(P/B)	13.17	13.96	13.11	11.27	9.22
市销率(P/S)	18.98	12.40	9.16	7.58	6.44
EV/EBITDA	37.35	19.03	90.32	50.80	34.75

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 百济神州上调 2025 年全年收入指引

百济神州更新收入指引，将 2025 年的总收入指引从 49-53 亿美元上调至 50-53 亿美元，GAAP 营业费用保持 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 毛利率从 80%至 90%的中位区间上调至 80%至 90%的中高位区间，全年 GAAP 经营利润为正，且全年自由现金流为正。

表 1: 百济神州 2025 年财务指引

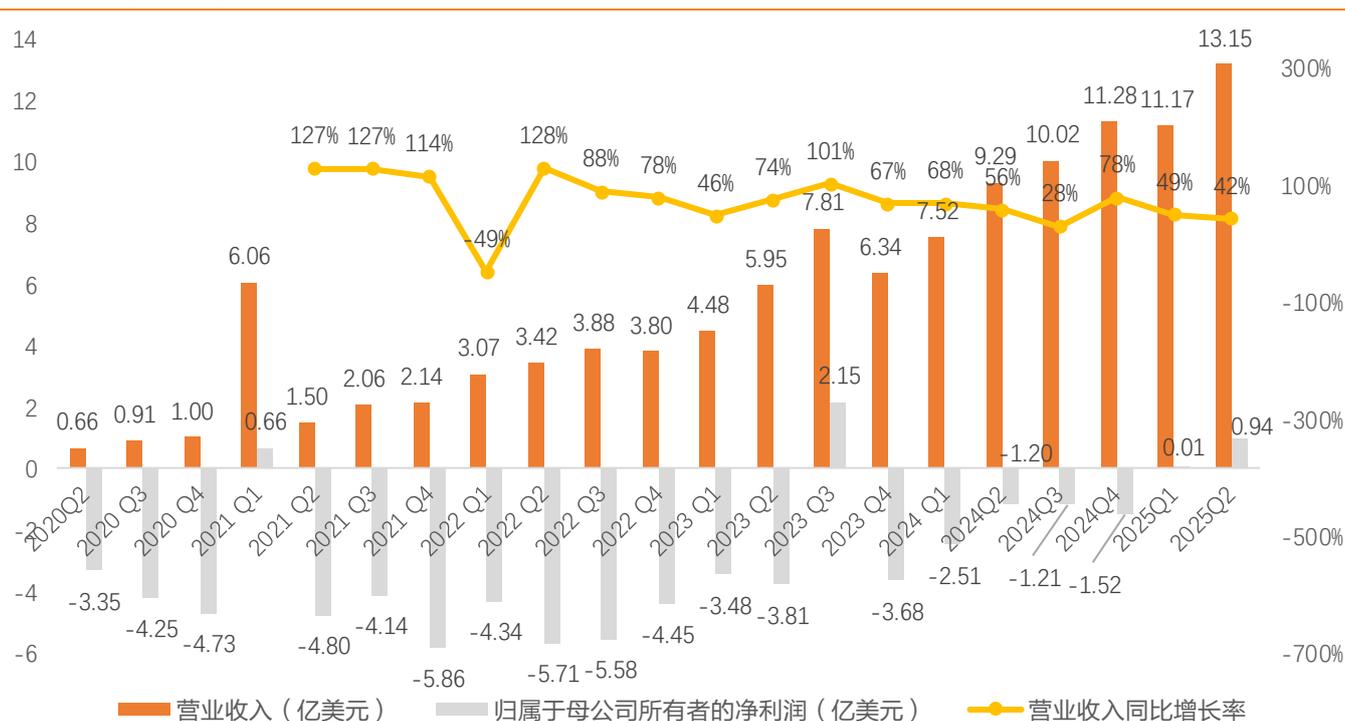
	Prior FY 2025 Guidance	Current FY 2025 Guidance	FY 2025 commentary
总收入	49-53 亿美元	50-53 亿美元	1. 泽布替尼在美国扩大领导地位 2. 在欧盟/其他地区的全球增速加快 3. 基于 2025 年 6 月 30 日的外汇汇率
GAAP 营业费用 (研发和销售及管理费用)	41-44 亿美元	41-44 亿美元	1. 通过谨慎的投入以实现增长, 并继续提供重要的经营杠杆效益 2. GAAP 经营费用保持相同趋势, 调节项目与现行做法保持不变
GAAP 毛利率	80%至 90%的中位区间	80%至 90%的中高位区间	加速提升的制造成本效率以及来自产品组合的好处包括已公布的关税政策带来的预计影响
GAAP 经营利润	全年为正	全年为正	
现金流	全年经营活动产生现金流为正	全年自由现金流为正	自由现金流定义为按照 GAAP 定义的经营现金流减去资本支出

资料来源: 百济神州 2025 年第二季报报告, 百济神州 2025 年第二季度报告演示文稿, 天风证券研究所

2. 2025Q2 百济神州收入增长, 实现两季度 GAAP 净利润盈利

2025Q2, 百济神州营业收入为 13.15 亿美元, 同比增长 42%; 归母净利润为 9432 万美元, 同比扭亏为盈。2025Q2, 营业收入和归母净利润均环比大幅增长。

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

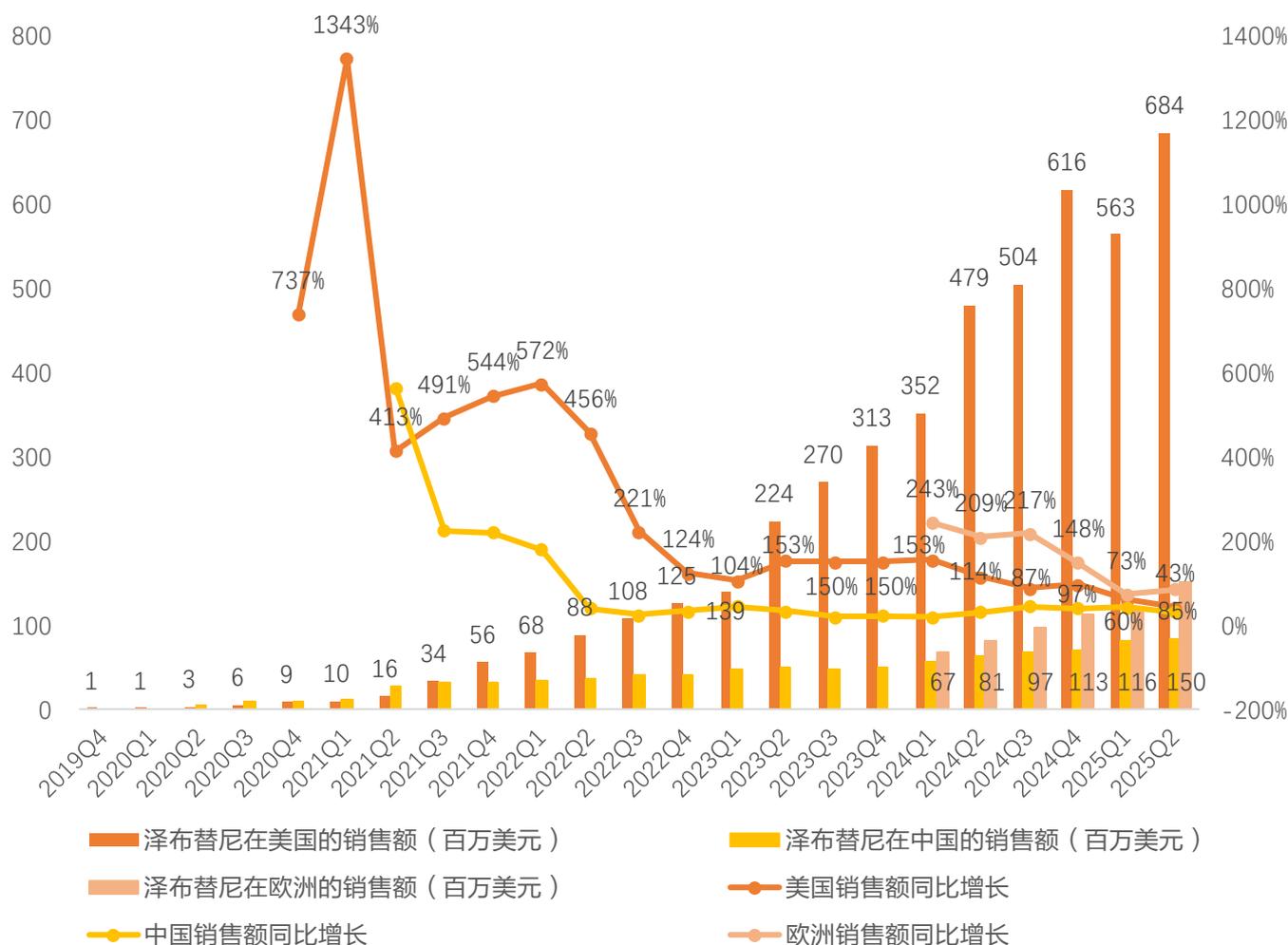


资料来源: 百济神州各季度报告, WIND, 天风证券研究所

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 2025Q2 全球销售额为 9.5 亿美元，同比增长 49%，在主要销售市场美国、欧洲和中国的销售额分别为 6.84 亿美元、1.5 亿美元和 83.2 百万美元，同比增长 43%、85%和 31%。泽布替尼销售额在中国、美国和欧盟地区持续增长，美国市场单季度销售额近 7 亿美元，以 2024Q2 销售额为基准，仍能保持 40%以上的高增长速度，表现十分优秀，这得益于泽布替尼具有 BIC 的差异化优势。而欧盟市场的增长速度也十分迅速，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。

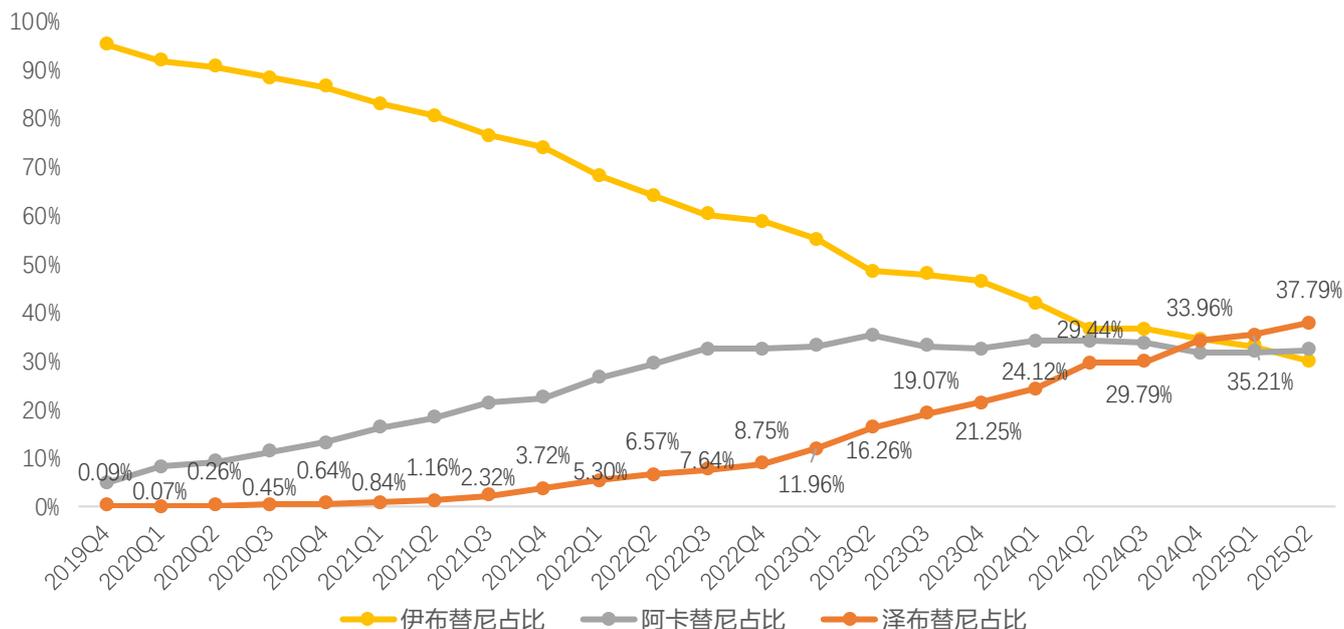
图 2：2019Q4-2025Q2 泽布替尼在中国、美国的销售额（单位：百万美元）



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具有领先地位，排名第一。2025Q2 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 37.79%左右，超越伊布替尼的 30%和阿卡替尼的 32.21%，继续保持市占率第一的市场领先地位。从 2024Q1 到 2025Q2，泽布替尼在 BTK 抑制剂中的市场占比提升约 14%，迅速实现市场扩张。

图 3：2019Q4-2025Q2 泽布替尼和同类 BTK 抑制剂在美销售额占比（单位：%）

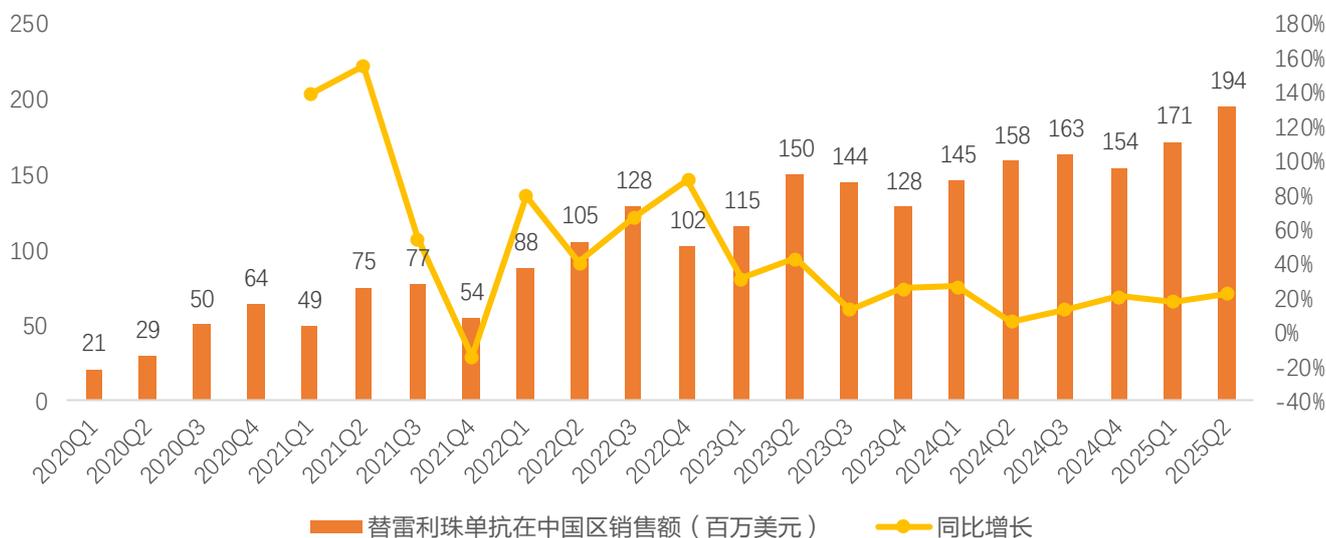


资料来源：各公司各季度报告，百济神州官网，天风证券研究所

4. 替雷利珠单抗持续放量

替雷利珠单抗在海外新增获批多个适应症，且多地区纳入报销范围。在全球 47 个市场获批，2025 Q2 在 20 个市场新增纳入报销范围，包括日本、欧洲和澳大利亚。此外，替雷利珠单抗在欧洲获批鼻咽癌一线治疗、小细胞肺癌一线治疗，在美国获批胃癌一线治疗和食管鳞状细胞癌的二线治疗。

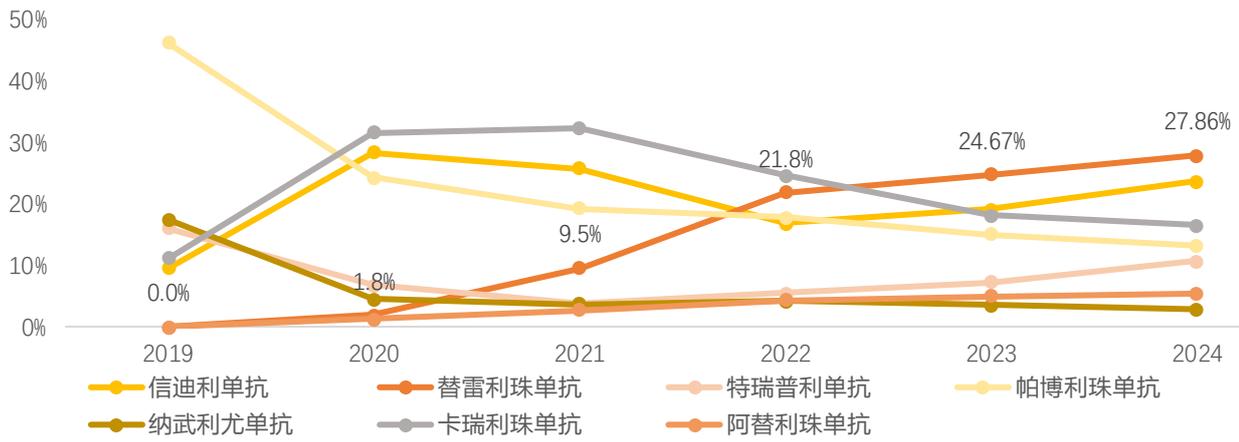
图 4：2020Q1-2025Q2 替雷利珠单抗在中国的销售额（单位：百万美元）



资料来源：百济神州各季度报告，天风证券研究所，注：2024Q4-2025Q2 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我国主要 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：%）

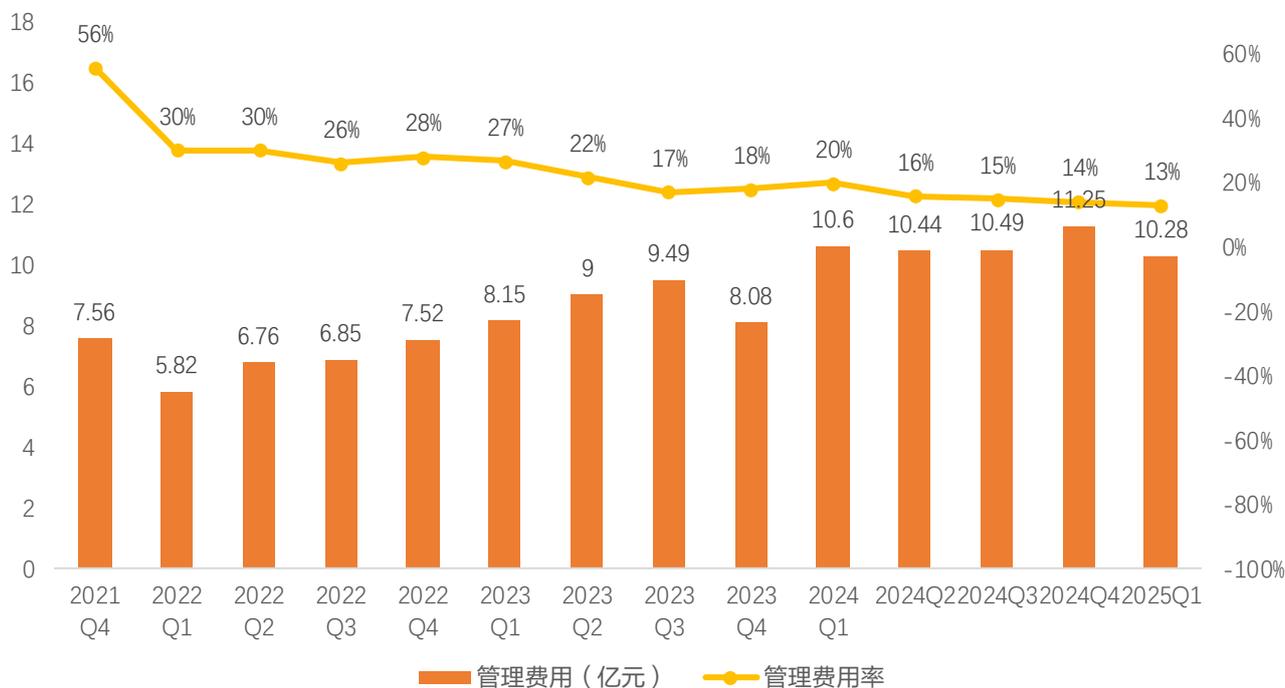


资料来源：医药魔方，天风证券研究所

5. 各费用率持续下降，降本增效收益显著

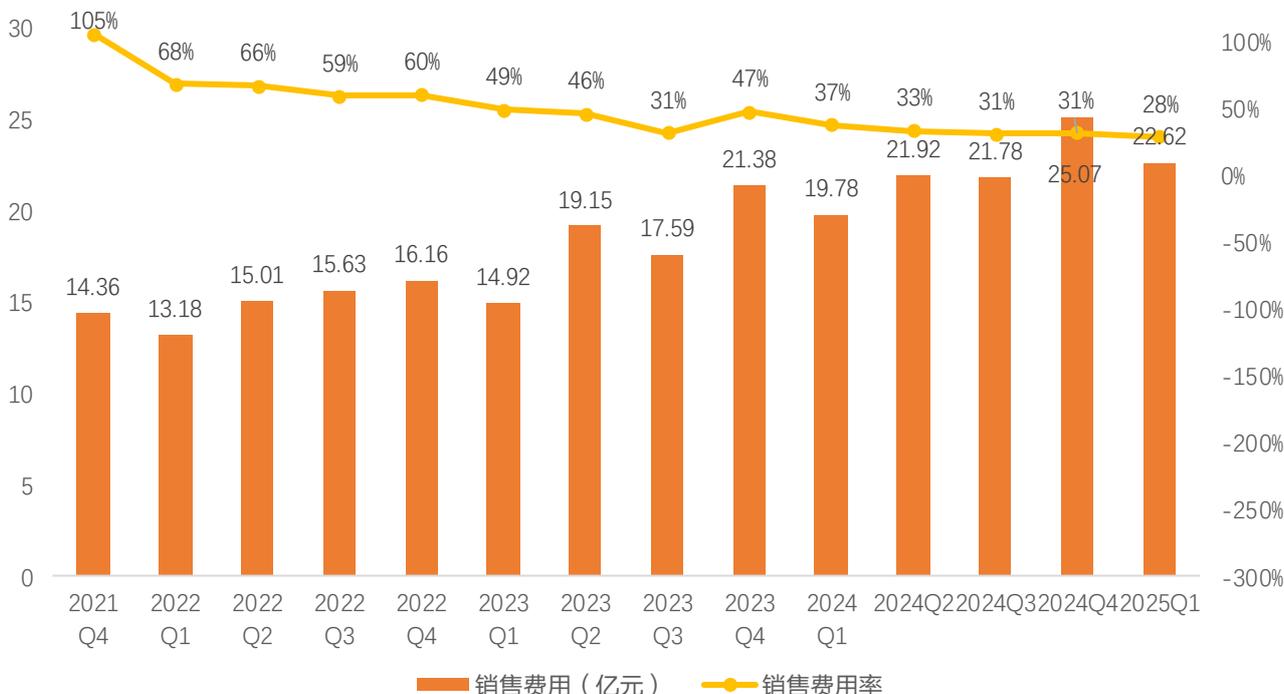
2025Q2 销售及管理费用为 5.38 亿美元，销售及管理费用率为 41%，同比下降 7 pct，环比下降 0.2 pct。

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

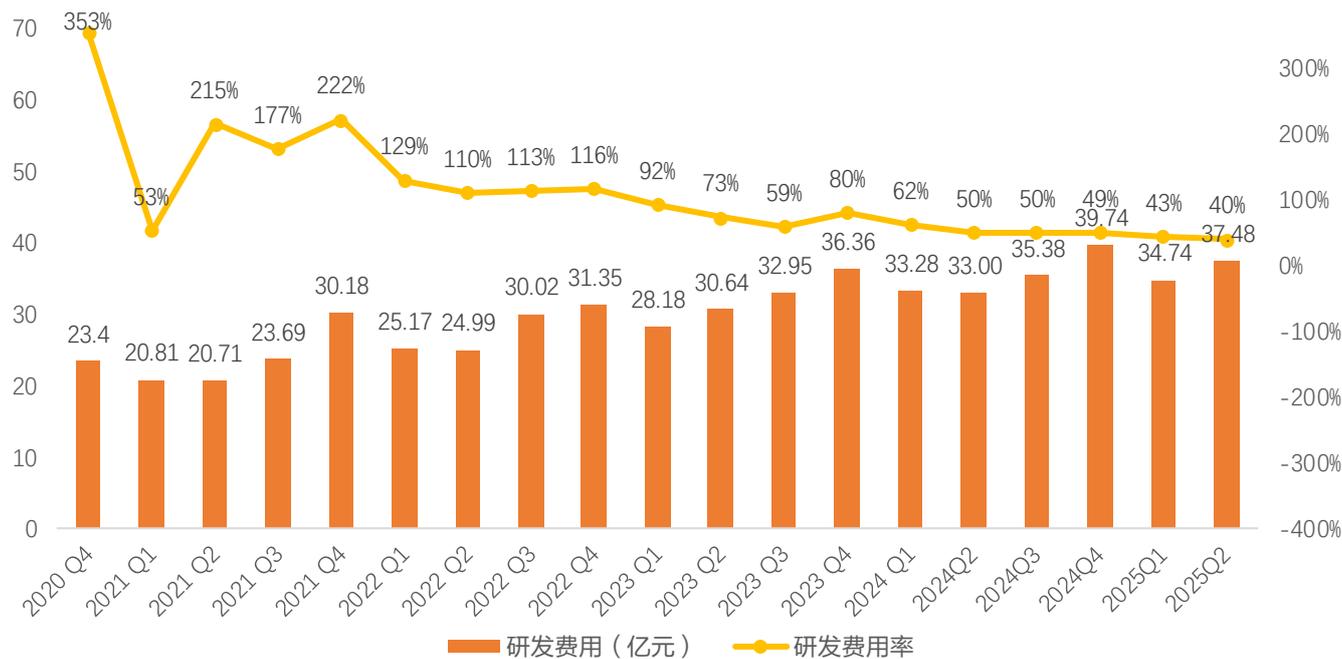
图 7：2021Q4-2025Q1 销售费用情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFind，天风证券研究所

2025Q2 研发费用为 5.25 亿美元，研发费用率为 40%，同比下降 9 pct，环比下降 3 pct。

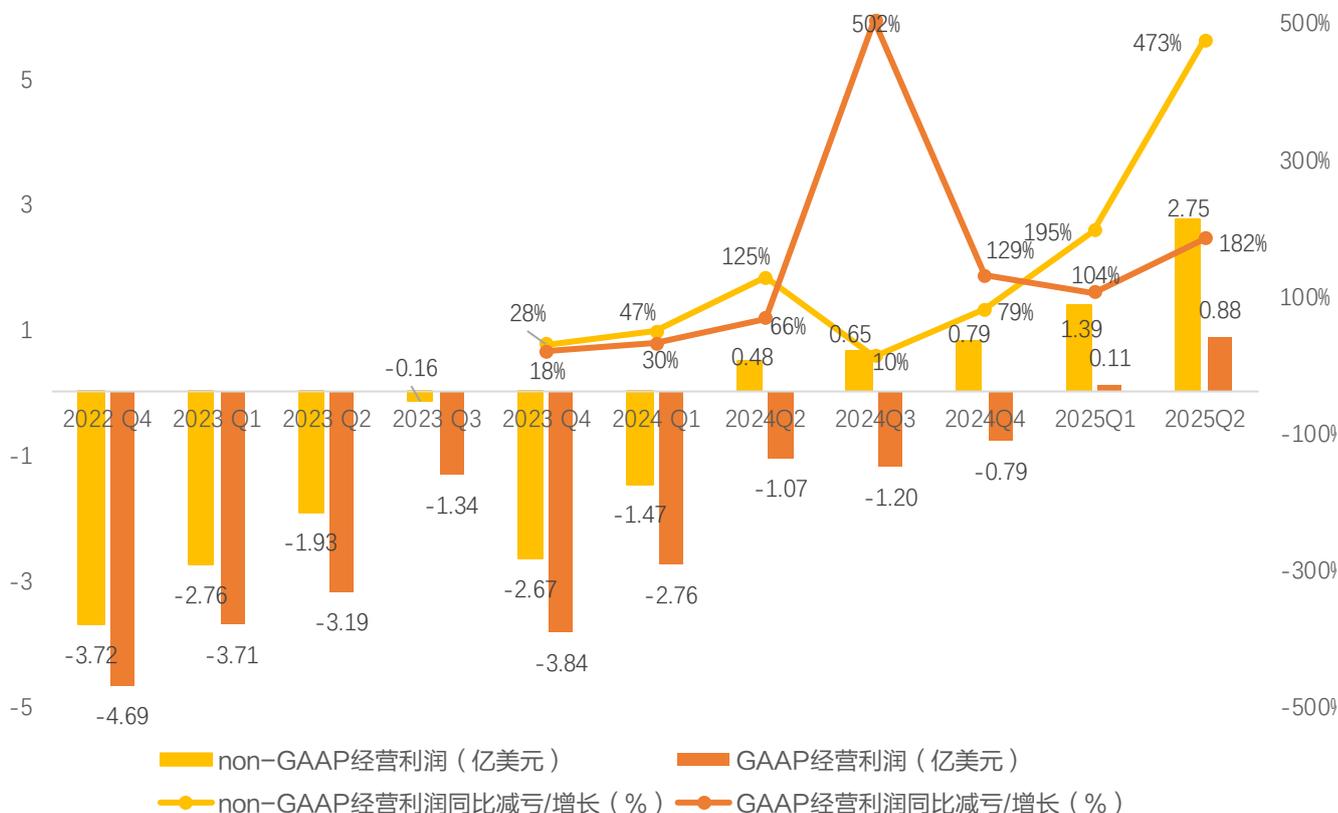
图 8：2020Q4-2025Q2 研发费用情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD, WIND, 天风证券研究所

6. 收入持续高速增长，持续实现 GAAP 经营利润盈利

图 9：2022Q4-2025Q2 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	8,802.82	8,701.04	11,622.15
应收票据及应收账款	2,538.27	4,883.63	3,273.79	7,074.34	5,715.67
预付账款	984.36	913.47	4,151.93	1,053.75	4,494.50
存货	2,951.16	3,580.35	7,631.86	3,435.92	8,606.60
其他	8,211.38	7,250.09	8,084.38	7,523.17	8,243.56
流动资产合计	29,810.06	28,906.96	31,944.79	27,788.22	38,682.49
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	47,020.67	44,600.63	57,194.94
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	4,644.91	2,643.17	3,692.03
其他	4,469.69	5,713.46	9,432.61	5,283.86	10,577.72
流动负债合计	12,833.03	16,003.51	17,233.52	10,451.82	16,289.59
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	20,473.92	13,740.68	19,441.46
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)	(60,873.49)	(56,560.29)	(49,770.72)
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	26,546.75	30,859.96	37,753.48
负债和股东权益总计	41,121.68	42,834.71	47,020.67	44,600.63	57,194.94

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(6,715.86)	(4,978.29)	1,793.06	4,313.20	6,789.57
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)	(1,646.38)	(2,089.61)	(1,660.85)
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)	1,771.84	3,783.78	6,711.36
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)	(3,476.60)	(101.78)	2,921.11

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	38,000.41	45,910.03	54,041.47
营业成本	2,689.08	4,234.10	5,924.99	5,968.30	6,484.98
营业税金及附加	71.28	127.80	155.46	187.81	221.08
销售费用	7,304.46	8,855.66	9,766.10	11,615.24	13,023.99
管理费用	3,471.67	4,277.85	5,966.06	6,335.58	6,863.27
研发费用	12,813.45	14,139.84	14,067.75	16,963.76	19,838.62
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)	2,110.68	5,075.95	7,989.21
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)	2,109.48	5,074.36	7,987.73
所得税	507.59	815.64	316.42	761.15	1,198.16
净利润	(6,715.86)	(4,978.29)	1,793.06	4,313.20	6,789.57
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)	1,793.06	4,313.20	6,789.57
每股收益(元)	(4.94)	(3.59)	1.25	3.02	4.75

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	82.13%	56.19%	39.64%	20.81%	17.71%
营业利润	-34.38%	-52.76%	-150.71%	140.49%	57.39%
归属于母公司净利润	-50.77%	-25.87%	-136.02%	140.55%	57.41%
获利能力					
毛利率	84.57%	84.44%	84.41%	87.00%	88.00%
净利率	-38.55%	-18.29%	4.72%	9.39%	12.56%
ROE	-26.75%	-20.59%	6.75%	13.98%	17.98%
ROIC	-139.12%	-58.03%	16.68%	27.92%	34.85%
偿债能力					
资产负债率	38.95%	43.56%	43.54%	30.81%	33.99%
净负债率	-32.65%	-16.52%	-12.10%	-12.41%	-19.46%
流动比率	2.32	1.81	1.85	2.66	2.37
速动比率	2.09	1.58	1.41	2.33	1.85
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	1.00	1.06
每股指标(元)					
每股收益	-4.94	-3.59	1.25	3.02	4.75
每股经营现金流	-5.73	-0.91	1.24	2.65	4.69
每股净资产	18.46	17.43	18.56	21.57	26.39
估值比率					
市盈率	-49.24	-67.79	194.05	80.67	51.25
市净率	13.17	13.96	13.11	11.27	9.22
EV/EBITDA	37.35	19.03	90.32	50.80	34.75
EV/EBIT	42.78	21.22	155.89	68.70	43.33

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