

百济神州-U (688235)

2025 年中报点评：业绩超预期，上调全年业绩指引

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	17,423	27,214	36,720	44,798	55,998
同比（%）	82.13	56.19	34.93	22.00	25.00
归母净利润（百万元）	(6,715.86)	(4,978.29)	812.75	4,168.46	9,542.78
同比（%）	50.77	25.87	116.33	412.88	128.93
EPS-最新摊薄（元/股）	(4.70)	(3.48)	0.57	2.91	6.67
P/E（现价&最新摊薄）	(59.21)	(79.88)	489.26	95.39	41.67

投资要点

- **事件：**2025H1 公司营收 24.3 亿美金（25Q1=11.2 亿，25Q2=13.2 亿），同比+42%，产品收入 24.1 亿美金（25Q1=11.1 亿，25Q2=13.0 亿），同比+43.8%。主要得益于泽布替尼在美国的领先地位和在欧洲等地销售持续增长。25Q2 泽布替尼收入 9.7 亿美金，同比+53%（环比+23%），GAAP 口径毛利率 87.4%（+2.4pct），研发费用率 39.8%（-9pct），销售及管理费用率 41%（-16pct），GAAP 口径持续盈利 0.94 亿美金，经调整净利润 2.53 亿美金。上调 2025 年收入指引 50-53 亿美金（前值 49-53 亿美金）。
- **重要催化剂：**Sonrotoclax（BCL2 抑制剂）：2025H2 针对 r/r MCL 的数据读出并报产；16673（BTK CDAC）：全球首创，解决 BTKi 耐药问题。获美国 FDA 快速通道认定，R/R CLL 的注册 2 期持续入组，26 年读出数据。2025H2 启动头对头礼来的匹妥布替尼针对 R/R CLL 的 3 期临床。针对 R/R WM 注册 2 期临床首例患者完成入组；实体瘤：CDK4i：潜在同类最佳，针对 HR+/HER2- BC 的一线和二线注册 3 期临床预计 2026 年启动；PRMT5i+MATA2i：25H2 联合用药首例患者入组。炎症和免疫：IRAK4 CDAC：2025H2 完成特应性皮炎和结节性痒疹的 2 期入组中，读出 poc 数据。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到核心产品销售持续增长，实体瘤管线逐步进入收获期。我们预计公司整体营收未来三年保持稳健增长，三费费用控制合理，近几年有望快速释放利润。我们将 2025-2026 年的归母净利润 4.03 亿元和 35.9 亿元分别上调至 8.13 亿元和 41.68 亿元。预计 2027 年归母净利润为 95.43 亿元，对应 2025-2027 年 PE 估值为 489/95/42X。公司作为国内创新药龙头，临床开发效率卓越，全球商业化能力突出，成长确定性较高，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新药研发及审批进展不及预期，药品销售不及预期，产品竞争格局加剧，政策的不确定性，全球业务相关风险等。

2025 年 09 月 02 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 张翀翯

执业证书：S0600524120008

zhangchh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	300.00
一年最低/最高价	143.33/310.30
市净率(倍)	15.95
流通 A 股市值(百万元)	34,516.58
总市值(百万元)	429,111.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.80
资产负债率(% ,LF)	40.15
总股本(百万股)	1,430.37
流通 A 股(百万股)	115.06

相关研究

《百济神州-U(688235)：2024 年年报点评：营收大幅增长，2025 年将迎来 GAAP 经营性利润转正》

2025-05-05

《百济神州-U(688235)：2024 年三季报点评：海外销售快速放量，血液瘤行业领先》

2024-11-17

百济神州-U 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,907	33,424	40,520	53,535	营业总收入	27,214	36,720	44,798	55,998
货币资金及交易性金融资产	19,132	19,981	24,194	33,550	营业成本(含金融类)	4,234	5,875	7,168	8,960
经营性应收款项	5,797	7,295	8,900	10,767	税金及附加	128	165	202	252
存货	3,580	5,712	6,969	8,711	销售费用	8,856	11,016	13,440	16,799
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,278	4,406	5,376	5,600
其他流动资产	397	436	458	507	研发费用	14,140	15,422	15,679	16,799
非流动资产	13,928	13,066	12,096	11,126	财务费用	143	(167)	(180)	(243)
长期股权投资	239	239	239	239	加:其他收益	224	367	448	560
固定资产及使用权资产	6,762	5,894	5,025	4,156	投资净收益	296	367	224	280
在建工程	4,718	4,718	4,718	4,718	公允价值变动	(98)	0	0	0
无形资产	1,166	1,060	953	847	减值损失	(22)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	4	4	6
长期待摊费用	122	152	152	152	营业利润	(4,162)	740	3,791	8,676
其他非流动资产	920	1,004	1,009	1,014	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	42,835	46,490	52,616	64,661	利润总额	(4,163)	739	3,790	8,675
流动负债	16,004	19,095	21,052	23,554	减:所得税	816	(74)	(379)	(868)
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,070	7,095	7,095	7,095	净利润	(4,978)	813	4,168	9,543
经营性应付款项	4,399	6,528	7,964	9,955	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	(4,978)	813	4,168	9,543
其他流动负债	4,534	5,472	5,994	6,504	每股收益-最新股本摊薄(元)	(3.48)	0.57	2.91	6.67
非流动负债	2,656	2,326	2,326	2,326	EBIT	(4,219)	572	3,610	8,432
长期借款	1,216	1,216	1,216	1,216	EBITDA	(2,840)	1,547	4,585	9,408
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	84.44	84.00	84.00	84.00
租赁负债	322	322	322	322	归母净利率(%)	(18.29)	2.21	9.30	17.04
其他非流动负债	1,117	787	787	787	收入增长率(%)	56.19	34.93	22.00	25.00
负债合计	18,659	21,421	23,378	25,880	归母净利润增长率(%)	25.87	116.33	412.88	128.93
归属母公司股东权益	24,175	25,069	29,238	38,781					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	24,175	25,069	29,238	38,781					
负债和股东权益	42,835	46,490	52,616	64,661					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1,259)	849	4,007	9,094	每股净资产(元)	17.43	17.53	20.44	27.11
投资活动现金流	(2,389)	256	222	280	最新发行在外股份(百万股)	1,430	1,430	1,430	1,430
筹资活动现金流	826	(387)	(17)	(17)	ROIC(%)	(15.53)	1.89	11.10	21.75
现金净增加额	(2,841)	849	4,213	9,357	ROE-摊薄(%)	(20.59)	3.24	14.26	24.61
折旧和摊销	1,380	975	975	975	资产负债率(%)	43.56	46.08	44.43	40.02
资本开支	(3,418)	3	3	5	P/E (现价&最新股本摊薄)	(79.88)	489.26	95.39	41.67
营运资本变动	2,033	(601)	(926)	(1,157)	P/B (现价)	15.95	15.86	13.60	10.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>