

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	301.85
总股本/流通股本(亿股)	15.41 / 1.15
总市值/流通市值(亿元)	4,651 / 347
52周内最高/最低价	326.08 / 155.01
资产负债率(%)	43.6%
市盈率	-82.93
第一大股东	Amgen Inc.,安进公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 陈灿
SAC 登记编号: S1340525070001
Email: chencan@cnpsec.com

百济神州(688235)

泽布替尼环比稳定增长，Q2 维持 GAAP 转正势头

● 事件

公司公布 2025 年半年报，上半年实现营业收入 175.2 亿元 (+46.0%)、归母净利润 4.5 亿元 (去年同期为-28.8 亿元)、扣非归母净利润 2.6 亿元(去年同期为-31.3 亿元);25Q2 实现营业收入 94.7 亿元 (+42.7%)、归母净利润 5.4 亿元 (去年同期为-9.7 亿元)、扣非归母净利润 4.6 亿元 (去年同期为-10.8 亿元)。公司同时将全年收入指引从此前的 49-53 亿美元上调至 50-53 亿美元、全年 GAAP 经营利润为正的指引不变。

● 核心观点

25Q2 泽布替尼环比稳定增长，地舒单抗快速放量

25H1 拆分来看，泽布替尼全球收入达 17.4 亿美元 (+54.7%)，其中美国 12.5 亿美元 (+50.1%)，继续保持新患者治疗领域市场份额的领先地位；欧洲 2.7 亿美元 (+79.7%)，得益于所有主要欧洲市场的份额提升；中国 1.6 亿美元(+35.8%)；其他地区 0.6 亿美元(+147.2%)。25H1 替雷利珠单抗收入 3.6 亿美元 (+20.1%)，国内市场地位相对稳定；安进产品国内收入合计 2.4 亿美元 (+48.4%)，主要得益于地舒单抗安加维销量增加。

单 Q2 来看，泽布替尼全球收入 9.5 亿美元 (+49.0%)，其中美国 6.8 亿美元 (+42.6%)、欧洲 1.5 亿美元 (+84.9%)、中国 0.8 亿美元 (+30.8%)、其他地区 0.3 亿美元 (+149.0%)。25Q2 替雷利珠单抗收入 1.9 亿美元(+22.2%)、安进产品国内收入合计 1.3 亿美元(+40.2%)。

新品研发快速推进，期待 ADC 平台的 POC 数据

Bcl2 抑制剂索托克拉：国内单药用于经治 CLL/SLM 和 MCL 的 NDA 已纳入优先审评；联合泽布替尼固定剂量头对头维奈克拉+奥妥珠单抗固定剂量用于初治 CLL 的 III 期 Celestial 301 试验已完成入组，联合泽布替尼头对头泽布替尼用于经治 MCL 的 III 期 Celestial 302、联合奥妥珠单抗头对头维奈克拉+奥妥珠单抗用于经治 CLL 的 303 试验已启动，25H2 预计基于 II 期数据全球申报经治 MCL 的 NDA。

BTK CDAC：25H1 单药头对头研究者方案用于经治 CLL 的 III 期 CaDAnCe 302 试验已启动，25H2 预计启动单药头对头匹妥布替尼用于经治 CLL 的 III 期 CaDAnCe 304 试验，26 年预计读出单药用于经治 CLL 的潜在关键性 II 期于 CaDAnCe 101 试验数据。

其他研发进展：CDK4 抑制剂已于 25H1 披露早期活性，26 年预计启动用于 2L 和 1L HR+/HER2-BC 的 III 期试验。B7H4 ADC 预计 26 年启动 III 期。预计 25H2 披露泛 KRAS 抑制剂、EGFR CDAC 以及 B7H3 ADC 等众多产品的 POC 数据。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 25/26/27 年收入分别为 371.0/471.5/581.8 亿元，同比增长 36.3%/27.1%/23.4%；归母净利润为 8.2/40.7/80.7 亿元，同比增长 116.5%/394.5%/98.3%，对应 PE 为 564/114/58 倍。公司为创新药出海龙头企业，全球商业化能力突出、在研管线即将进入收获期，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

产品销售不及预期；新药临床进度不及预期；新药临床数据不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27214	37099	47148	58184
增长率(%)	56.19	36.32	27.09	23.41
EBITDA（百万元）	-2839.78	2947.62	6314.78	10776.21
归属母公司净利润（百万元）	-4978.29	822.60	4068.06	8067.46
增长率(%)	25.87	116.52	394.54	98.31
EPS（元/股）	-3.23	0.53	2.64	5.23
市盈率（P/E）	-93.23	564.20	114.09	57.53
市净率（P/B）	19.20	18.48	15.88	12.43
EV/EBITDA	-77.37	156.29	72.32	41.66

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	27214	37099	47148	58184	营业收入	56.2%	36.3%	27.1%	23.4%
营业成本	4234	4897	5889	7017	营业利润	52.8%	135.9%	209.1%	93.9%
税金及附加	128	174	221	273	归属于母公司净利润	25.9%	116.5%	394.5%	98.3%
销售费用	8856	10759	12966	15128	获利能力				
管理费用	4278	4823	5658	6109	毛利率	84.4%	86.8%	87.5%	87.9%
研发费用	14140	15582	18623	21819	净利率	-18.3%	2.2%	8.6%	13.9%
财务费用	143	2	-1	-88	ROE	-20.6%	3.3%	13.9%	21.6%
资产减值损失	-29	-40	-45	-50	ROIC	-15.4%	2.5%	11.0%	17.9%
营业利润	-4162	1496	4623	8964	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	43.6%	43.5%	42.0%	38.2%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	1.81	1.73	1.85	2.11
利润总额	-4163	1496	4623	8964	营运能力				
所得税	816	673	555	896	应收账款周转率	7.33	6.41	6.48	6.95
净利润	-4978	823	4068	8067	存货周转率	1.30	1.27	1.29	1.29
归母净利润	-4978	823	4068	8067	总资产周转率	0.65	0.85	0.99	1.05
每股收益(元)	-3.23	0.53	2.64	5.23	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-3.23	0.53	2.64	5.23
货币资金	12279	11367	15035	22396	每股净资产	15.68	16.29	18.96	24.22
交易性金融资产	6853	6323	6003	5783	估值比率				
应收票据及应收账款	4884	6698	7858	8889	PE	-93.23	564.20	114.09	57.53
预付款项	913	979	1178	1403	PB	19.20	18.48	15.88	12.43
存货	3580	4141	4980	5934	现金流量表				
流动资产合计	28907	30042	35724	45223	净利润	-4978	823	4068	8067
固定资产	6312	8449	9292	9493	折旧和摊销	1380	1450	1693	1901
在建工程	4718	2896	2157	2391	营运资本变动	2033	-874	-201	-89
无形资产	1166	1265	1354	1432	其他	306	-66	-217	-347
非流动资产合计	13928	14454	14688	15245	经营活动现金流净额	-1259	1332	5343	9532
资产总计	42835	44496	50413	60468	资本开支	-3418	-1896	-1795	-2344
短期借款	5891	5491	5291	5091	其他	1030	838	696	736
应付票据及应付账款	4399	5088	6118	7290	投资活动现金流净额	-2389	-1059	-1099	-1608
其他流动负债	5713	6772	7895	9011	股权融资	337	0	0	0
流动负债合计	16004	17351	19305	21393	债务融资	1037	-670	-350	-350
其他	2656	2026	1876	1726	其他	-548	-648	-226	-212
非流动负债合计	2656	2026	1876	1726	筹资活动现金流净额	826	-1317	-576	-562
负债合计	18659	19377	21180	23119	现金及现金等价物净增加额	-2841	-913	3668	7362
股本	1	1	1	1					
资本公积金	85171	85171	85171	85171					
未分配利润	-62667	-61796	-58293	-51386					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	1670	1744	2354	3564					
所有者权益合计	24175	25119	29232	37350					
负债和所有者权益总计	42835	44496	50413	60468					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048