

百济神州(688235.SH)

泽布替尼全球持续放量，血液瘤/实体瘤/自免等在研顺利推进

推荐（维持）

股价：280.16 元

主要数据

|               |                        |
|---------------|------------------------|
| 行业            | 医药                     |
| 公司网址          | www.beonemedicines.com |
| 大股东/持股        | Amgen Inc./15.99%      |
| 总股本(百万股)      | 1,439                  |
| 流通 A 股(百万股)   | 115                    |
| 流通 B/H 股(百万股) | 1,324                  |
| 总市值（亿元）       | 2,624                  |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 322                    |
| 每股净资产(元)      | 18.80                  |
| 资产负债率(%)      | 40.15                  |

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】百济神州( 688235.SH )首次覆盖报告\*\*国际化基因“创新药企标杆，朝向BioPharma加速转型”推荐20250221

证券分析师

何敏秀 投资咨询资格编号  
S1060524030001  
HEMINXIU894@pingan.com.cn  
叶寅 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
BOT335  
YEYIN757@pingan.com.cn



事项：

2025 年单三季度公司总收入 14.12 亿美元，其中产品收入达 13.95 亿美元；单三季度公司研发费用 5.24 亿美元（同比增长 5.5%），销售及管理费用 5.29 亿美元（同比增长 16.2%）；单三季度公司利润端实现盈利 1.25 亿美元。2025 年前三季度公司总收入 38.45 亿美元，其中产品收入 38.06 亿美元；前三季度研发费用 15.30 亿美元（同比增长 8.4%），销售及管理费用 15.26 亿美元（同比增长 15.1%）；前三季度公司实现盈利 2.2 亿美元( 去年同期亏损 4.93 亿美元 )。本季度公司再次更新 2025 年全年收入指引为 51-53 亿美元，GAAP 经营费用（研发费用、销售及管理费用）为 41-43 亿美元。

平安观点：

- 泽布替尼 2025 年单 Q3 全球销售额达 10 亿美元，前三季度全球实现收入 27.8 亿美元。2025 年单三季度公司泽布替尼全球销售额达 10 亿美元（同比增长 50.8%），单三季度泽布替尼在美、欧、中国实现销售额分别为 7.4/1.6/0.9 亿美元，同比增速分别为 46.6%/67.8%/36.2%；单三季度百泽安销售额达 1.9 亿美元（同比增长 16.7%）。2025 年前三季度泽布替尼全球销售额达 27.8 亿美元（同比增长 53.2%），前三季度泽布替尼在美、欧、中国销售销售额分别为 19.9/4.3/2.6 亿美元，同比增速分别为 48.8%/75%/35.9%，2025 年前三季度百泽安销售额达 5.6 亿美元，同比增长 18.9%。
- 研发管线进展更新：（1）血液瘤领域：BCL2 抑制剂索托克拉治疗 R/R WM 潜在注册 2 期已完成入组，治疗 R/R MCL 获 FDA 突破性疗法认定；BGB-16673( BTK CDAC )头对头非共价 BTK 抑制剂匹妥布替尼治疗 R/R CLL 全球 3 期已完成首例患者入组等。（2）实体瘤领域：B7H4 ADC、MTA 协同 PRMT5 抑制剂、GPC3/4-1BB 双抗已完成概念验证；塔拉妥单抗一线治疗广泛期小细胞肺癌全球 3 期已完成首例入组等。（3）免疫炎症领域：BGB-45035 ( IRAK4 CDAC ) 治疗类风湿关节炎临床 2 期已完成首例入组；BGB-16673 ( BTK CDAC ) 治疗慢性自发性荨麻疹临床 1b 期已完成首例患者入组等。

|           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 17423 | 27214 | 37068 | 44536 | 52231 |
| YOY(%)    | 82.1  | 56.2  | 36.2  | 20.2  | 17.3  |
| 净利润(百万元)  | -6716 | -4978 | 2282  | 5321  | 8393  |
| YOY(%)    | 50.8  | 25.9  | 145.8 | 133.2 | 57.7  |
| 毛利率(%)    | 84.6  | 84.4  | 85.4  | 86.3  | 87.0  |
| 净利率(%)    | -38.5 | -18.3 | 6.2   | 11.9  | 16.1  |
| ROE(%)    | -26.8 | -20.6 | 8.6   | 16.7  | 20.9  |
| EPS(摊薄/元) | -4.67 | -3.46 | 1.59  | 3.70  | 5.83  |
| P/E(倍)    | -60.0 | -81.0 | 176.6 | 75.7  | 48.0  |
| P/B(倍)    | 16.1  | 16.7  | 15.2  | 12.7  | 10.0  |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- 维持“推荐”评级。公司在血液瘤领域全方位布局，BTK 抑制剂泽布替尼全球放量迅速，此外 BCL2 抑制剂、BTK CDAC 在研推进顺利。公司通过快速概念验证持续丰富研发管线，在实体瘤领域、免疫炎症领域等均持续取得进展，我们调整 2025-2026 年并新增 2027 年收入预测为 370.68、445.36、522.31 亿元（原预测 25-26 年 364.07、439.54 亿元），维持“推荐”评级。
- 风险提示：药品审批不及预期风险；新药上市放量不及预期风险；知识产权相关风险；国家政策的影响风险等。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度             | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 12279        | 11075        | 15717        | 21514        |
| 应收票据及账款          | 4884         | 6026         | 5796         | 7644         |
| 预付账款             | 913          | 2031         | 1952         | 2003         |
| 其他应收款            | 238          | 955          | 1037         | 1288         |
| 存货               | 3580         | 5050         | 5499         | 5945         |
| 其他流动资产           | 7012         | 7224         | 7209         | 7271         |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>28907</b> | <b>32361</b> | <b>37210</b> | <b>45665</b> |
| 长期股权投资           | 239          | 187          | 136          | 84           |
| 固定资产             | 6762         | 8284         | 9812         | 10869        |
| 在建工程             | 4718         | 3932         | 3145         | 2359         |
| 无形资产             | 1166         | 1014         | 862          | 710          |
| 长期待摊费用           | 122          | 61           | 0            | 0            |
| 其他非流动资产          | 920          | 912          | 912          | 912          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>13928</b> | <b>14391</b> | <b>14867</b> | <b>14934</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>42835</b> | <b>46752</b> | <b>52077</b> | <b>60599</b> |
| 短期借款             | 5891         | 5891         | 5891         |              |
| 应付票据及账款          | 4399         | 5942         | 6332         | 6689         |
| 其他流动负债           | 5713         | 6045         | 5915         | 6013         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>16004</b> | <b>17878</b> | <b>18137</b> | <b>18593</b> |
| 长期借款             | 1539         | 1300         | 1045         | 718          |
| 其他非流动负债          | 1117         | 1117         | 1117         | 1117         |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>2656</b>  | <b>2417</b>  | <b>2162</b>  | <b>1835</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>18659</b> | <b>20295</b> | <b>20299</b> | <b>20428</b> |
| 股本               | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 资本公积             | 85171        | 85171        | 85171        | 85171        |
| 归属母公司权益          | 24175        | 26457        | 31778        | 40171        |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>24175</b> | <b>26457</b> | <b>31778</b> | <b>40171</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>42835</b> | <b>46752</b> | <b>52077</b> | <b>60599</b> |

利润表

单位:百万元

| 会计年度       | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 27214 | 37068 | 44536 | 52231 |
| 营业成本       | 4234  | 5422  | 6082  | 6781  |
| 税金及附加      | 128   | 148   | 178   | 209   |
| 研发费用       | 14140 | 14767 | 16775 | 17846 |
| 销售及管理费用    | 13134 | 14624 | 16418 | 18560 |
| 财务费用       | 143   | 284   | 266   | 234   |
| 资产减值损失     | -29   | -39   | -46   | -54   |
| 信用减值损失     | 7     | -4    | -5    | -6    |
| 其他经营损益     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益       | 296   | 176   | 176   | 176   |
| 公允价值变动损益   | -98   | 0     | 0     | 0     |
| 资产处置收益     | 3     | 1     | 1     | 1     |
| 其他收益       | 224   | 227   | 226   | 226   |
| 营业利润       | -4162 | 2183  | 5168  | 8944  |
| 营业外收入      | 0     | 100   | 320   | 180   |
| 营业外支出      | 1     | 2     | 2     | 2     |
| 其他非经营损益    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额       | -4163 | 2282  | 5486  | 9123  |
| 所得税        | 816   | 0     | 165   | 730   |
| 净利润        | -4978 | 2282  | 5321  | 8393  |
| 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司股东净利润 | -4978 | 2282  | 5321  | 8393  |
| EBITDA     | -2640 | 3644  | 7024  | 10739 |
| NOPLAT     | -5287 | 2484  | 5270  | 8443  |
| EPS(元)     | -3.5  | 1.6   | 3.7   | 5.8   |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度     | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 税后经营利润   | -4978 | 1953  | 4622  | 7858  |
| 折旧与摊销    | 1380  | 1078  | 1272  | 1382  |
| 财务费用     | 143   | 284   | 266   | 234   |
| 经营性现金净流量 | -1259 | 765   | 6436  | 7496  |
| 投资性现金净流量 | -2389 | -1446 | -1273 | -1138 |
| 筹资性现金净流量 | 826   | -523  | -522  | -561  |
| 现金流量净额   | -2841 | -1204 | 4642  | 5797  |

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

主要财务比率

| 会计年度          | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>   |       |       |       |       |
| 营收额增长率(%)     | 56.2  | 36.2  | 20.1  | 17.3  |
| 营业利润增长率(%)    | 52.8  | 152.5 | 136.7 | 73.1  |
| EBIT 增长率(%)   | 33.1  | 163.8 | 124.2 | 62.7  |
| EBITDA 增长率(%) | 49.2  | 238.0 | 92.8  | 52.9  |
| <b>盈利能力</b>   |       |       |       |       |
| 毛利率(%)        | 84.4  | 85.4  | 86.3  | 87.0  |
| 净利率(%)        | -18.3 | 6.2   | 11.9  | 16.1  |
| ROE(%)        | -20.6 | 8.6   | 16.7  | 20.9  |
| ROA(%)        | -11.6 | 4.9   | 10.2  | 13.9  |
| <b>估值倍数</b>   |       |       |       |       |
| P/E           | -81.0 | 176.6 | 75.7  | 48.0  |
| P/S           | 14.8  | 10.9  | 9.0   | 7.7   |
| P/B           | 16.7  | 15.2  | 12.7  | 10.0  |
| EV/EBIT       | 2.4   | 154.1 | 68.0  | 41.2  |
| EV/EBITDA     | 3.7   | 108.5 | 74.2  | 35.9  |

# 平安证券研究所投资评级：

## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

## 公司声明及风险提示：

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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

| 平安证券研究所                         |                            |                                       | 电话：4008866338 |
|---------------------------------|----------------------------|---------------------------------------|---------------|
| 深圳                              | 上海                         | 北京                                    |               |
| 深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 | 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 | 北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层 |               |