

2025 年 11 月 12 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(港币)

237

#### 公司基本资讯

|                  |                     |
|------------------|---------------------|
| 产业别              | 医药生物                |
| H 股价(2025/11/12) | 197.40              |
| 恒生指数(2025/11/12) | 26,696.4            |
| 股价 12 个月高/低      | 210.4/104.6         |
| 总发行股数(百万)        | 1,540.68            |
| H 股数(百万)         | 1,425.62            |
| H 市值(亿元)         | 1,718.23            |
| 主要股东             | Amgen Inc. (15.99%) |
| 每股净值(元)          | 2.45                |
| 股价/账面净值          | 80.62               |
|                  | 一个月 三个月 一年          |
| 股价涨跌(%)          | 59.32% 14.90% 2.33% |

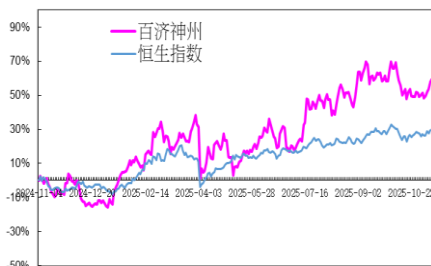
#### 近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
|------|------|----|

#### 产品组合

|          |       |
|----------|-------|
| 抗肿瘤药物    | 99.2% |
| 药物合作安排收入 | 0.8%  |

#### 股价相对大盘走势



## 百济神州(06160.HK)

Buy 买进

### 泽布替尼增长强劲, 公司上调全年营收指引

#### 结论及建议:

- **公司业绩:** 公司发布三季度业绩, 实现营业总收入275.95亿元, 同比增长44.2%, 其中产品收入273.1亿元, YOY+43.9%; 实现归母净利润11.39亿元(扣非后9.7亿元), 上年同期业绩净亏损36.87亿元, 公司营收端符合预期, 净利端好于预期。其中Q3单季度实现营收100.8亿元, YOY+41.1%, 其中产品收入99.5亿元, YOY+40.6%, 录得归母净利润6.9亿元, 去年同期亏损8.1亿元。
- **泽布替尼增长强劲, 公司调整营收及费用端指引:** 公司 Q3 收入实现 40% 以上的增速, 主要得益于自研产品百悦泽(泽布替尼胶囊, BTK 抑制剂, 主要治疗血液瘤)在全球 Q3 销售 74 亿元, YOY+51%, 其中最大的市场美国销售 53 亿元, YOY+47%, 欧洲市场销售 11.7 亿美元, YOY+68%, 主要是在德国、意大利、西班牙、法国和英国市场的拓展, 中国总共销售 6.6 亿元, YOY+36.2%。此外, 百泽安(替雷利珠单抗注射液, PD-1 单抗, 主要治疗胃癌、食管癌、肺癌等实体瘤)销售 13.6 亿元, YOY+17%, 主要是在中国新适应获批及入院量增加。公司同时小幅上调了营收预测的下限, 从 358 亿-381 亿上调至 362 亿至 381 亿元人民币, 同时下调了研发费用、销售及管理费用端支付的预测的上限, 从 295 亿至 319 亿下降至 295 亿至 309 亿元人民币, 公司上调营收主要是基于百悦泽在美销售的增长, 下调费用端, 主要是公司基于审慎的投资下促进的经营效率提升。
- **在研产品研发稳步推进:** (1) 索托克拉(BCL2 抑制剂, 血液瘤)已获得 FDA 突破性疗法认定, 用于治疗复发或者难治(R/R)套细胞淋巴瘤(MCL)成人患者, 用于治疗 R/R 华氏巨球蛋白血症(WM)的 2 期研究已完成患者入组; (2) BGB-16673(BTK CDAC, 血液瘤)头对头对比非共价 BTK 抑制剂匹妥布替尼用于治疗 R/R 慢性淋巴细胞白血病(CLL)全球三期试验已实现入组; (3) 塔拉妥单抗(AMG 747, 肺癌)广泛期小细胞肺癌一线治疗的全球三期试验已实现入组; (4) BGB-45035(IRAK4 CDAC, 自身免疫)治疗重度类风湿关节炎 2 期试验已实现入组; (5) BGB-16673 (自身免疫)用于治疗慢性自发性荨麻疹的 1b 期试验已实现入组。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司对营收端及费用端预期的调整, 我们上调盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 19.7 亿元、39.2 亿元、64.2 亿元, YOY 扭亏、+99%、+64%, EPS 分别为 1.9 元、3.9 元、6.3 元, H 股对应 PE 分别为 93 倍、47 倍、29 倍, 公司目前商业化已见成效, 我们维持“买进”的评级。
- **风险提示:** 地缘政治影响、研发进度不及预期风险、商业化不及预期、政策变化风险

| 年度截止 12 月 31 日  |     | 2023  | 2024  | 2025F  | 2026F | 2027F |
|-----------------|-----|-------|-------|--------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | 百万元 | -6716 | -4978 | 1970   | 3916  | 6416  |
| 同比增减            | %   |       |       |        | 98.73 | 63.83 |
| 每股盈余 (EPS)      | 元   | -4.95 | -3.64 | 1.94   | 3.86  | 6.32  |
| 同比增减            | %   |       |       |        | 98.73 | 63.83 |
| A 股市盈率(P/E)     | X   |       |       | 143.31 | 72.11 | 44.02 |
| H 股市盈率(P/E)     | X   |       |       | 93.22  | 46.91 | 28.63 |
| 股利 (DPS)        | 元   | 0.00  | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| 股息率 (Yield)     | %   | 0.00  | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00  |

### 【投资评等说明】

| 评等                 | 定义                                    |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq 35\%$                    |
| 买进 (Buy)           | $15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$      |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$       |
| 中立 (Neutral)       | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 百万元           | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 17423 | 27214 | 37492 | 46865 | 55301 |
| 经营成本          | 2689  | 4234  | 5136  | 6327  | 7410  |
| 营业税金及附加       | 71    | 128   | 120   | 150   | 177   |
| 销售费用          | 7304  | 8856  | 10523 | 12654 | 14378 |
| 管理费用          | 3472  | 4278  | 4336  | 5155  | 5641  |
| 财务费用          | 197   | 143   | 163   | 234   | 166   |
| 投资收益          | 167   | 296   | 229   | 250   | 300   |
| 营业利润          | -8810 | -4162 | 2588  | 4880  | 7920  |
| 营业外收入         | 2604  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出         | 2     | 1     | 2     | 0     | 0     |
| 利润总额          | -6208 | -4163 | 2586  | 4880  | 7920  |
| 所得税           | 508   | 816   | 615   | 976   | 1505  |
| 少数股东损益        |       |       | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司所有者的净利润 | -6716 | -4978 | 1970  | 3904  | 6416  |

附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 15125 | 12279 | 14121 | 16240 | 18675 |
| 应收账款      | 2538  | 4884  | 5616  | 6459  | 7427  |
| 存货        | 2951  | 3580  | 4296  | 5156  | 6187  |
| 流动资产合计    | 29810 | 28907 | 34688 | 41626 | 49951 |
| 长期股权投资    | 184   | 239   | 241   | 244   | 317   |
| 固定资产      | 3735  | 6312  | 6627  | 6959  | 7307  |
| 在建工程      | 5249  | 4718  | 4860  | 5005  | 5155  |
| 非流动资产合计   | 11312 | 13928 | 16017 | 18419 | 21182 |
| 资产总计      | 41122 | 42835 | 50705 | 60045 | 71134 |
| 流动负债合计    | 12833 | 16004 | 19204 | 23045 | 27654 |
| 非流动负债合计   | 3185  | 2656  | 2762  | 2873  | 2988  |
| 负债合计      | 16018 | 18659 | 21966 | 25918 | 30642 |
| 少数股东权益    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计    | 25103 | 24175 | 28739 | 34128 | 40492 |
| 负债及股东权益合计 | 41122 | 42835 | 50705 | 60045 | 71134 |

附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | -7793 | -1259 | 1,931 | 3,826 | 6,287 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 117   | -2389 | -89   | -1708 | -553  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 2558  | 826   | 0     | 0     | 0     |
| 现金及现金等价物净增加额  | -5073 | -2841 | 1842  | 2118  | 2436  |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。