

2025 年 11 月 27 日

BTK 单季度营收超 10 亿美金，公司上调全年收入指引

百济神州-U(688235)

事件概述：

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度营业总收入约 275.95 亿元 (+44.2%，同比，下同)，归母净利润约 11.39 亿元，扣非归母净利润约 9.69 亿元。2025 年 Q3 营业总收入约 100.77 亿元 (+41.1%)，归母净利润约 6.89 亿元，扣非归母净利润约 7.08 亿元。公司上调了 2025 年全年业绩指引，预计 25 年全年营业收入将介于 362 亿元至 381 亿元之间，研发、销售和管理费合计介于 295 亿元至 309 亿元之间。

分析判断：

营业收入预计增长的调整主要得益于百悦泽®在美国市场的领先地位以及其在欧洲和全球其他重要市场的持续扩张。研发费用、销售及及管理费用的调整主要得益于持续审慎的投资促进公司收入和管线的增长，实现了显著的经营效率。

►海外市场积极拓展，快速放量

据公司公告：第三季度，百悦泽®全球收入总计 10 亿美元，同比增长 50.8%；第三季度，百悦泽®在美国的收入总计达到 7.387 亿美元，而去年同期为 5.037 亿美元，同比增长 46.6%，主要得益于所有适应症需求的稳健增长以及净定价带来的适度收益。百悦泽®凭借其差异化和同类最佳临床特征，继续在 BTK 抑制剂类药物中保持领先的新患者市场份额。第三季度，百悦泽®在欧洲的收入总计达到 1.632 亿美元，去年同期为 9,730 万美元，同比增长 67.8%，得益于所有主要欧洲市场（包含德国、意大利、西班牙、法国和英国）的市场份额增长。百悦泽®在中国的收入总计达到 9,240 万美元，同比增长 36.2%。第三季度，百悦泽®在世界其他国家和地区销售额总计达到 4,640 万美元，较去年同期增长 116.6%。

据公司公告：公司在今年 ASH 年会上，血液学研究项目近 50 篇摘要被接受并将进行展示，其中包括 6 篇口头报告。索托克拉正逐步成为一种潜在同类最佳 BCL2 抑制剂，相较于第一代 BCL2 抑制剂维奈克拉，索托克拉提供了更佳有效性、更高安全性和更好便捷性。美国 FDA 已授予索托克拉突破性疗法认定，用于复发/难治性套细胞淋巴瘤治疗。

投资建议

考虑到产品在全球新适应症不断获批以及获批后快速放量，调

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	286.81
股票代码：	688235
52 周最高价/最低价：	346.0/151.13
总市值(亿)	4,125.91
自由流通市值(亿)	4,125.91
自由流通股数(百万)	1,438.55



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：孙子豪

邮箱：sunzh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523120003
联系电话：

相关研究

1. 【华西医药】百济神州（688235.SH）：BTK 快速放量，创新管线积极布局

2025.04.29

整前期盈利预测，即我们预测公司 2025-2027 年营收为 377/480/551 亿元（前值 349/420/482 亿元），同比增长 38%/28%/15%，归母净利润分别为 7.4/46.9/79.8 亿元（前值 4.1/35.7/62.9 亿元），同比增长 115%/537%/70%，EPS 分别为 0.51/3.26/5.55 元，对应 2025 年 11 月 27 日的 286.81 元/股收盘价，PE 分别为 547/86/50 X，考虑到公司业绩有较大增长空间，维持“买入”评级。

风险提示

新药研发不及预期，全球合作中断风险，产品上市后商业化表现不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,423	27,214	37,666	48,044	55,060
YoY (%)	82.1%	56.2%	38.4%	27.6%	14.6%
归母净利润(百万元)	-6,716	-4,978	736	4,692	7,982
YoY (%)	50.8%	25.9%	114.8%	537.3%	70.1%
毛利率 (%)	84.6%	84.4%	86.7%	87.5%	88.2%
每股收益 (元)	-4.95	-3.64	0.51	3.26	5.55
ROE	-26.8%	-20.6%	2.9%	15.8%	21.2%
市盈率	-56.60	-76.97	547.48	85.90	50.49

资料来源：wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,214	37,666	48,044	55,060	净利润	-4,978	736	4,692	7,982
YoY (%)	56.2%	38.4%	27.6%	14.6%	折旧和摊销	1,380	1,031	1,221	1,410
营业成本	4,234	5,000	6,000	6,500	营运资金变动	2,033	17,816	7,207	8,116
营业税金及附加	128	452	577	661	经营活动现金流	-1,259	19,541	13,049	17,509
销售费用	8,856	11,300	14,413	15,967	资本开支	-3,418	-1,700	-2,000	-2,000
管理费用	4,278	5,085	5,765	6,057	投资	711	0	0	0
财务费用	143	-184	-447	-613	投资活动现金流	-2,389	-1,772	-1,980	-2,050
研发费用	14,140	15,820	17,296	17,619	股权募资	337	0	0	0
资产减值损失	-29	0	0	0	债务募资	1,037	30	0	0
投资收益	296	57	70	0	筹资活动现金流	826	-370	0	0
营业利润	-4,162	818	5,213	8,869	现金净流量	-2,841	17,530	11,070	15,459
营业外收支	-1	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	-4,163	818	5,213	8,869	成长能力				
所得税	816	82	521	887	营业收入增长率	56.2%	38.4%	27.6%	14.6%
净利润	-4,978	736	4,692	7,982	净利润增长率	25.9%	114.8%	537.3%	70.1%
归属于母公司净利润	-4,978	736	4,692	7,982	盈利能力				
YoY (%)	25.9%	114.8%	537.3%	70.1%	毛利率	84.4%	86.7%	87.5%	88.2%
每股收益	-3.64	0.51	3.26	5.55	净利率	-18.3%	2.0%	9.8%	14.5%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	-11.9%	1.4%	6.5%	9.1%
货币资金	12,279	29,814	40,883	56,342	净资产收益率 ROE	-20.6%	2.9%	15.8%	21.2%
预付款项	913	2,000	2,400	2,600	偿债能力				
存货	3,580	3,611	4,000	4,333	流动比率	1.81	1.34	1.35	1.43
其他流动资产	12,134	14,546	16,621	16,495	速动比率	1.52	1.18	1.21	1.30
流动资产合计	28,907	49,970	63,905	79,770	现金比率	0.77	0.80	0.86	1.01
长期股权投资	239	239	239	239	资产负债率	43.6%	61.4%	62.6%	60.7%
固定资产	6,312	6,755	7,320	7,710	经营效率				
无形资产	1,166	1,641	2,091	2,516	总资产周转率	0.65	0.70	0.67	0.63
非流动资产合计	13,928	14,725	15,554	16,194	每股指标 (元)				
资产合计	42,835	64,696	79,459	95,964	每股收益	-3.64	0.51	3.26	5.55
短期借款	5,891	5,891	5,891	5,891	每股净资产	17.43	17.38	20.64	26.19
应付账款及票据	4,399	11,111	13,333	14,444	每股经营现金流	-0.91	13.58	9.07	12.17
其他流动负债	5,713	20,371	28,219	35,631	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	16,004	37,373	47,444	55,967	估值分析				
长期借款	1,216	1,216	1,216	1,216	PE	-76.97	547.48	85.90	50.49
其他长期负债	1,440	1,110	1,110	1,110	PB	9.24	16.12	13.57	10.70
非流动负债合计	2,656	2,326	2,326	2,326					
负债合计	18,659	39,699	49,770	58,293					
股本	1	1	1	1					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	24,175	24,997	29,689	37,671					
负债和股东权益合计	42,835	64,696	79,459	95,964					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。