

产品收入符合预期， 有望迎来多项催化

核心观点

2025年，公司全年总收入53亿美元，同比增长40%，符合市场预期；受到一次性费用影响公司全年GAAP净利润为2.87亿美元。整体看，公司核心管线百悦泽和百泽安收入增长良好，市场地位稳固，未来可期。在此基础上，公司2026年多个产品有望迎来催化：1) 索托克拉R/R MCL美国适应症获批；2) 2期BTK CDAC后线CLL适应症有望递交上市申请；3) 启动CDK4一线HR+/HER2-三期试验；4) BTK CDAC更新CSU 1b数据，IRAK4 CDAC更新RA 1/2期数据等多个催化。创新药物有望为公司管线带来新的增强，因此我们认为，公司业绩基本面稳固，创新管线值得期待，看好公司未来发展。

事件

2026年2月26日，公司发布2025年经营业绩业务进展。

简评

一、2025年全年业绩持续向好，产品收入达53亿美元

2025年全年总收入53亿美元，同比增长40%，4Q25总收入15亿美元，同比增长33%，收入端整体符合预期。GAAP利润端受四季度非经常性费用影响（股权投资减值费用、税务项目费用、及在特定司法管辖区因时间性因素产生的税务费用），2025年第四季度和全年GAAP净利润为6,700万美元和2.87亿美元，与上年同期净亏损相比分别增加2.18亿美元和9.32亿美元。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	3,810.24	5,343.03	6,304.78	7,305.30	9,043.21
YoY(%)	54.96	40.23	18.00	15.87	23.79
净利润(百万美元)	-644.79	286.93	662.43	1,023.35	1,339.79
YoY(%)	26.87	144.50	130.87	54.48	30.92
毛利率(%)	84.41	87.49	86.50	87.00	87.50
净利率(%)	-16.92	5.37	10.51	14.01	14.82
ROE(%)	-19.35	6.58	13.19	16.92	18.14
EPS(摊薄/美元)	-0.42	0.19	0.43	0.66	0.87
P/E(倍)	-58.74	132.00	57.18	37.01	28.27
P/B(倍)	11.37	8.68	7.54	6.26	5.13

资料来源：iFinD，中信建投证券

百济神州 (688235.SH)

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

沈毅

shenyibj@csc.com.cn

010-56135343

SAC 编号:S1440525080005

成雨佳

chengyujia@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120003

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

010-56135341

SAC 编号:S1440524070020

赵旭

zhaoxu1@csc.com.cn

010-56135339

SAC 编号:S1440525070003

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026年03月01日

当前股价：257.7元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-8.96/-9.22	-7.04/-14.19	19.27/-4.66

12月最高/最低价(元) 326.08/209.00

总股本(万股) 154,067.78

流通A股(万股) 11,505.53

总市值(亿元) 2,757.38

流通市值(亿元) 303.10

近3月日均成交量(万) 232.60

Amgen Inc. 17.12%

请在此处输入文字

2026 年总收入指引区间 62 亿-64 亿美元，对应同比增速区间 17%-21%，毛利率将位于 80% 区间的高位，GAAP 经营利润为 7-8 亿美元，非 GAAP 经营利润为 14-15 亿美元。

二、核心产品销售额提升稳健，未来可期

百悦泽销售额持续提升，收入表现良好。2025 年，百悦泽全球销售额 39 亿美元，同比增长 49%，四季度销售额 11 亿美元，同比增长 38%。其中美国市场全年销售额 28 亿美元，同比增长 45%，四季度销售额 8.45 亿美元，同比增长 37%。目前来看，百悦泽在美国市场依旧处于稳健的领先地位，同时在欧洲和全球其他市场也表现出持续的强劲增长，未来可期。

百泽安®（替雷利珠单抗）全球销售额达到 7.37 亿美元，同比增长 19%，四季度销售额 1.82 亿美元，同比增长 18%。整体看，百泽安销售额增长符合预期，为公司收入带来稳健贡献。

三、公司大力推进管线产品的全球进展和布局，2026 年有望迎来多个产品重要催化

与此同时，公司也在大力推进新一代自主研发管线产品的全球临床布局和进展。公司的产品组合策略强调快速生成早期临床概念验证数据，这得益于公司具备速度及成本优势的全球开发运营模式（“快速概念验证”）。百济神州拥有业内规模最大的肿瘤研究团队之一，在小分子和抗体药物的转化发现方面颇具实力，其中包括三种自主研发的平台技术：抗体偶联药物（ADC）、多特异性抗体和嵌合式降解激活化合物（CDAC）。公司预计今年将在抗体偶联药物、多特异性抗体和靶向蛋白降解剂等广泛的产品组合中进行多项概念验证数据读出。未来 18 个月内，公司预计将在血液肿瘤和实体瘤管线中迎来超过 20 项里程碑进展。

（1）血液肿瘤

- **百悦泽**：三期 MANGROVE 预计进行期中分析（2026H1）。
- **索托克拉（BCL2 抑制剂）**：R/RMCL 患者的上市申请有望获批（2026H1）；预计启动用于携带 t(11; 14) 的 R/R 多发性骨髓瘤成人患者的三期研究（2026H2）。
- **BGB-16673（BTK CDAC）**：有望潜在递交 R/R CLL 成人患者适应症（2026H2）。

（2）乳腺癌/妇科癌症

- **BGB-43395（CDK4 抑制剂）**：启动 HR 阳性、HER2 阴性转移性乳腺癌一线三期临床（2026H1）。

（3）胃肠道癌

- **百泽安**：预计在美国和中国递交新增适应症上市许可申请，与泽尼达妥单抗联合治疗用于 HER2 阳性 GEA 成人患者一线治疗（2026H1）；预计将在日本取得用于胃癌成人患者一线治疗的监管决定（2026H2）。
- **BGB-B2033（GPC3×41BB 双特异性抗体）**：有望启动潜在注册性 2 期研究（2026H2）。

（4）炎症与自免领域

- **BGB-45035（IRAK4 CDAC）**：类风湿性关节炎 I/II 期数据读出（2026H2）。
- **BGB-16673**：用于治疗自发性荨麻疹成人患者 Ib 期数据读出（2026H1）。

图 1: 百济神州创新性实体肿瘤产品组合



数据来源: 百济神州 2025 年报路演材料, 中信建投证券。注 1: 预计在 2026 年进入临床试验阶段

四、未来里程碑展望

表 1: 百济神州 2026 主要催化剂

产品名称	催化事件	预期时间
百悦泽®	MANGROVE (TN MCL) 3 期中分析	2026H1
百泽安®	在美国和中国完成百泽安®联合泽尼达妥单抗治疗一线 HER2+ GEA 的递交	2026H1
	1L GC 日本批准	2026H2
索托克拉	R/R MCL 适应症在美国获批	2026H1
	启动索托克拉三药联合方案用于二线及以上 t(11;14) MM 的 3 期试验	2026H2
BGB-16673 (BTK CDAC)	2 期 BTK CDAC 在 R/R CLL 适应症的潜在加速批准递交	2026H2
	用于治疗中重度慢性自发性荨麻疹成人患者的 1b 期试验预计进行数据读出	2026H1
BGB-43395 (CDK4 抑制剂)	预计启动 HR 阳性、HER2 阴性转移性乳腺癌一线治疗的 3 期试验。	2026H1
BGB-45035 (IRAK4 CDAC)	用于治疗类风湿关节炎成人患者的 1/2 期试验预计进行数据读出	2026H2
BGB-B2033 (GPC3x41BB)	启动潜在注册性 2 期试验	2026H2

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

五、财务分析

2025 年核心财务数据：

- 总收入：超过 53 亿美金，其中泽布替尼销售额超过 39 亿美金，产品收入增长 40%，且全球各区域（美国、欧洲、中国、亚太、拉美、中东、印度）均实现增长。其中四季度实现产品收入 14.8 亿美元，同比增加 32%，环比增加 6%；四季度美国、中国、欧洲和其他地区分别实现产品收入 8.5 亿美金、4 亿美金、1.7 亿美金和 0.5 亿美金，对应同比增速分别为 38%、11%、53% 和 74%。
- 毛利率：由 2024 年的 84% 提升至 87%，反映产品组合优化、定价策略、及成本效益。
- 经营费用：得益于产品加速放量的规模效应，2025 年公司实现规模化盈利转折点，经营费用增长 12% 至 42 亿美元，经营利润总额达到 4.47 亿美元。
- 净利润：全年和单四季度 GAAP 净利润分别为 2.87 亿美元及 0.67 亿美元（同口径前三季度利润为 2.2 亿美元，单三季度为 1.25 亿美金），GAAP 稀释后每股 ADS 收益 2.53 美元。2025 年全年 GAAP 净利润包括 7,600 万美元的股权投资减值费用（其中约 4,000 万美元发生在四季度）、2,500 万美元的非经常性税务项目费用、以及在特定司法管辖区因时间性因素产生的 2,000 万美元税务费用。由于相关费用主要发生在第四季度，对四季度利润影响较大。基于近期业绩表现，公司认为在 2026 年有足够积极证据支持确认部分递延所得税资产，可能获得显著税收收益。
- 现金流：2025 年全年自由现金流超过 9.4 亿美元，第四季度自由现金流为 3.8 亿美元。

六、盈利预测及估值

预计 2026-2028 年公司收入分别为 63、73、90 亿美元，对应增速为 18%、16%、24%，预计 GAAP 净利润持续提升，2026-2028 年达到为 6.62、10.23、13.40 亿美元。考虑到公司 BTK 海外放量超预期，PD-1 在欧盟、日本等其他国家持续放量，以及 BCL-2、BTK CDAC、CDK4 等重磅管线持续兑现带来商业化进一步兑现，维持“买入”评级。

风险分析

行业政策风险：因为行业政策调整带来的研究设计要求变化、价格变化、带量采购政策变化、医保报销范围及比例变化等风险。

研发不及预期风险：新药物在研发过程中，存在临床入组进度不确定、疗效结果及安全性结果数据不确定等风险。

审批不及预期风险：审批过程中存在资料补充、审批流程变化等因素导致的审批周期延长等风险。

销售不及预期风险：药物上市后在销售过程中会受到散点式疫情影响、竞争格局加剧、物流运力不足、生产产能不足等风险。

医保谈判风险：医保谈判带来的降幅存在不确定性风险。

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

沈毅

中信建制药及生物科技联席首席分析师，香港中文大学硕士，超过 10 年产业+行研经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，获总裁奖。2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

成雨佳

研究生毕业于约翰霍普金斯大学。具有境内外买方、卖方从业经验，目前从事医药行业研究。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

赵旭

制药及生物科技

贺菊颖

中信建投证券研究发展部联席负责人，全球健康及产业研究首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk