



百济神州 (ONC.US/6160.HK/688235.CH) : 四季度收入符合预期，2026 年催化剂丰富

考虑到公司 4Q25 收入符合预期、经营利润略好于预期，而净利润因受到非经营性项目拖累而低于预期，我们认为市场似乎对于四季度研发费用高于预期以及 2026 年收入指引偏保守反应过度。重申我们对公司的“买入”评级和目标价。

• **4Q25 收入大致符合预期，经营利润略好于预期，净利润低于预期：**4Q25 总收入为 14.98 亿美元 (+32.8% YoY, +6.1% QoQ)，其中包括产品收入 14.76 亿美元 (+32.1% YoY, +5.8% QoQ)，大致符合我们预期和 VA (Visible Alpha) 一致预期。经营利润 (OP) 而言，GAAP 口径为 1.85 亿美元 (+333% YoY, +13.4% QoQ)，经调整口径为 3.44 亿美元 (+338.2% YoY, +1.0% QoQ)，略好于我们之前预期和 VA 一致预期，主要由于产品毛利率好于预期，部分被研发明显高于预期抵消。净利润而言，GAAP 口径为 6650 万美元 (+143.8% YoY, -46.7% QoQ)，经调整口径为 2.25 亿美元 (+1297% YoY, -25.9% QoQ)，略低于我们之前预期和 VA 一致预期，主要由于非经营性项目 (利息收入低于预期、投资减值损失高于预期、税费高于预期) 导致。利润率方面，产品毛利率再创单季度新高，达到 90.4% (+4.7ppts YoY, +4.4 ppts QoQ)，整体经营利润率进一步上升至 12.4% (+0.8 ppts QoQ)。

• **泽布替尼单季度销售持续以不错的增速攀升至 11.5 亿美元。**继 3Q25 泽布替尼销售额突破 10 亿美元大关后，4Q25 泽布替尼销售额进一步攀升至 11.5 亿美元 (+38.4% YoY, +10.1% QoQ)，持续显示出不错增速。按地区来看，四季度美国泽布替尼销售继续强劲增长至 8.45 亿美元 (+37.1% YoY, +14.3% QoQ)，主要由多个适应症销售放量推动叠加销售定价带来的温和获益；欧洲泽布替尼实现 1.67 亿美元销售 (+47.2% YoY, +2.2% QoQ)，主要得益于包括德国在内的主要国家市场份额提升；中国泽布替尼销售则略下降至 8700 万美元 (+26.0% YoY, -5.5% QoQ)，我们推测主要受到医保价格渠道补偿影响。

• **2026 年预计实现 62-64 亿美元总收入，7-8 亿美元 GAAP 经营利润，14-15 亿美元经调整 Non-GAAP 经营利润：**公司指引 2026 年总收入预计实现 62-64 亿美元，对应 16%-20% YoY 增速；GAAP 毛利率预计在 80%+ 高位数区间；GAAP 经营费用温和增长至 47-49 亿美元 (11.2%-15.9% YoY)，GAAP 经营利润预计 7-8 亿美元 (56.6%-79.0% YoY)，经调整 Non-GAAP 经营利润达到 14-15 亿美元 (27.3%-36.4% YoY)。整体而言，我们认为该指引偏保守，较易达成。

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2026 年 3 月 6 日

百济神州 (ONC.US)

买入

目标价 (美元)	390.0
潜在升幅/降幅	+30%
目前股价 (美元)	299.0
52 周内股价区间 (美元)	196.4-385.2
总市值 (百万美元)	33,174
近 3 月日均成交额 (百万美元)	92

百济神州 (6160.HK)

买入

目标价 (港元)	236.0
潜在升幅/降幅	+33%
目前股价 (港元)	177.6
52 周内股价区间 (港元)	115.8-229.4
总市值 (百万港元)	273,624
近 3 月日均成交额 (百万港元)	675

百济神州 (688235.CH)

买入

目标价 (人民币)	326.0
潜在升幅/降幅	+37%
目前股价 (人民币)	237.1
52 周内股价区间 (人民币)	194.4-346.0
总市值 (百万人民币)	365,326
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	668

注：股价截至 2026 年 3 月 5 日港股收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际



- **公司首次分享炎症自免是继血液瘤、实体瘤之后的第三个重点研发的疾病领域；公司 2026 年催化剂丰富，包括：**（1）**Sonrotoclax** (BCL2 抑制剂)：美国 R/R MCL 适应症美国获批（预计 1H26）；（2）**BGB-16673** (BTK CDAC)：二期 R/R CLL (CaDanCe-101 试验) 有望递交全球加速审评申请（预计 2H26）、1b 期中重度慢性自发性荨麻疹数据读出（预计 1H26）；（3）**泽布替尼**：三期 MANGROVE 试验 (1L MCL) 中期数据分析读出（预计 1H26）；（4）**替雷利珠单抗**：1L HER2+ 胃癌适应症（和 Zanidatamab 联用）美国中国 NDA 递交（预计 1H26）；（5）**早期资产**：CDK4 抑制剂有望开展 1LHR+/HER2- BC 的国际三期临床试验（预计 1H26），一期 1LHR+ BC 数据读出（预计 1H26）；GPC3 x 4-1BB 双抗 1 期数据读出（预计 1H26）、有望开启注册 2 期临床（预计 2H26）；B7-H4 ADC 1 期数据读出（预计 1H26）；IRAK4 CDAC 1/2 期 RA 数据读出（预计 2H26）；PRMT5i 数据读出（预计 2H26）；CEA ADC 数据读出（预计 2H26）。
- **维持“买入”评级和目标价。**基于公司更新的财务报表以及指引，我们将 2026E 经调整 Non-GAAP 净利润轻微调整至 12.1 亿美元（主要由于上调研发费用、销售费用导致，部分被轻微上调毛利率抵消），维持 2027E 经调整 Non-GAAP 净利润基本不变(15.6 亿美元)，同时我们引入 2028E 财务预测。基于 DCF 估值方法 (WACC: 7.6%，永续增长率: 3%)，维持“买入”评级及美股、港股和 A 股目标价（分别为 390 美元、236 港元、326 元）。
- **投资风险：**泽布替尼海外销售低于预期；核心研发管线临床/审批延误或数据不及预期；中美地缘政治摩擦加剧。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,810	5,343	6,368	7,427	8,651
同比变动 (%)	55.0%	40.2%	19.2%	16.6%	16.5%
归母净利润/(亏损)	-645	287	517	810	1,237
PS (x)	8.7	6.7	5.2	4.4	3.8

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 百济神州 (6160.HK)

利润表

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,810	5,343	6,368	7,427	8,651
销售成本	(594)	(669)	(757)	(845)	(943)
毛利润	3,216	4,674	5,611	6,582	7,709
研发费用	(1,953)	(2,146)	(2,586)	(2,865)	(3,171)
销售、一般及行政费用	(1,831)	(2,081)	(2,397)	(2,718)	(3,000)
无形资产摊销	(0)	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
经营亏损	(568)	447	628	998	1,537
利息收入, 净额	48	12	49	35	29
其他收入, 净额	(13)	(43)	(30)	(20)	(20)
除所得税前亏损	(533)	417	646	1,013	1,546
所得税开支	(112)	(130)	(129)	(203)	(309)
利润/(亏损)净额	(645)	287	517	810	1,237
非控股权益应占亏损净额	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(645)	287	517	810	1,237

现金流量表

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
利润/(亏损)净额	(645)	287	517	810	1,237
固定资产折旧	172	142	100	113	125
无形资产摊销	-	-	-	-	-
股权激励	442	511	(561)	(617)	(679)
营运资本变动	(157)	282	(622)	(327)	(280)
应收账款	(329)	(165)	(34)	(309)	(248)
预付账款及其他流动资产变动	45	37	(231)	11	(61)
存货	(91)	(93)	(14)	(84)	(69)
应付账款	121	80	19	(35)	10
应计开支及其他应付款项	111	312	(362)	90	88
其他	(344)	(54)	(34)	(309)	(248)
经营活动现金净额	(141)	1,128	(566)	(20)	402
购买物业及设备	(493)	(186)	(382)	(371)	(346)
购买投资	(22)	-	-	-	-
处置短期投资	3	3	-	-	-
其他	(36)	(94)	-	-	-
投资活动现金净额	(548)	(276)	(382)	(371)	(346)
短期贷款	868	234	-	-	-
长期贷款	9	851	-	-	-
执行期权所得款项	-	7	8	8	9
偿还贷款	(732)	(1,080)	-	-	-
出售普通股所得款项, 扣除成本	-	-	-	-	-
其他	48	1,048	-	-	-
融资活动现金净额	193	1,059	8	8	9
汇率变动的影响, 净额	(52)	60	-	-	-
现金增加(减少)净额	(547)	1,971	(940)	(384)	65
期初现金	3,186	2,639	4,610	3,669	3,286
期末现金	2,639	4,610	3,669	3,286	3,350

资产负债表

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2,639	4,610	3,669	3,286	3,350
应收账款	676	865	899	1,208	1,456
存货	495	608	622	706	775
预付开支及其他流动资产	182	151	382	371	433
流动资产总值	3,992	6,234	5,572	5,571	6,014
物业、厂房及设备, 净额	1,578	1,615	1,897	2,155	2,376
经营租赁使用权资产	139	148	148	148	148
无形资产, 净额	51	63	63	63	63
商誉	-	-	-	-	-
递延税项资产	-	-	-	-	-
其他非流动资产	160	129	129	129	129
非流动资产总值	1,929	1,955	2,237	2,495	2,716
短期债务	852	57	57	57	57
应付账款	405	479	498	463	473
应计开支及其他应付款项	804	1,109	748	838	926
其他	155	183	183	183	183
流动负债总值	2,215	1,829	1,486	1,541	1,639
长期银行贷款	166	962	962	962	962
递延收入	-	-	-	-	-
其他	207	1,037	1,037	1,037	1,037
非流动负债总值	374	1,999	1,999	1,999	1,999
普通股	0	0	0	0	0
额外实缴资本	12,088	12,759	12,206	11,596	10,926
累计其他全面收益(亏损)	(149)	(78)	(78)	(78)	(78)
累计亏损	(8,607)	(8,320)	(7,803)	(6,992)	(5,755)
少数股东权益	-	-	-	-	#REF!
权益总额	3,332	4,361	4,325	4,526	5,092

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (美元)					
每股盈利 (non-GAAP)	(0.22)	0.62	0.89	1.15	1.51
每股净资产	2.43	2.96	3.19	3.33	3.74
每股销售额	2.78	3.62	4.69	5.46	6.35
同比变动 (%)					
收入	55.0%	40.2%	19.2%	16.6%	16.5%
税后利润	NM	NM	80%	57%	53%
归母净利润	NM	NM	80%	57%	53%
费用率 (%)					
研发费用/收入	51.3%	40.2%	40.6%	38.6%	36.7%
销售、一般及行政费用/收入	48.1%	39.0%	37.6%	36.6%	34.7%
利润率 (%)					
毛利率	84.4%	87.5%	88.1%	88.6%	89.1%
归母净利率	-16.9%	5.4%	8.1%	10.9%	14.3%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-22.9%	-4.1%	9.3%	14.7%	20.1%
平均资产回报率	-12.9%	-2.2%	5.1%	8.2%	11.7%
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.8	3.4	3.7	3.6	3.7
速动比率 (x)	1.6	3.1	3.3	3.2	3.2
现金比率 (x)	1.2	2.5	2.5	2.1	2.0
估值					
市盈率 (x)	NM	39.0	27.1	21.1	16.1
市净率 (x)	10.0	8.2	7.6	7.3	6.5
市销率 (x)	8.7	6.7	5.2	4.4	3.8

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 2：浦银国际目标价：百济神州美股 (ONC.US)



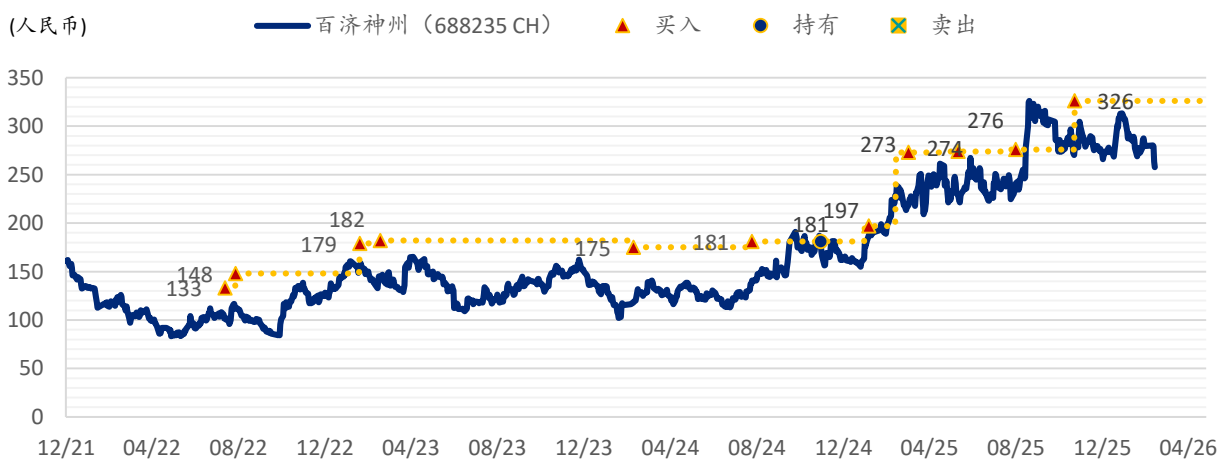
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 3：浦银国际目标价：百济神州港股 (6160.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 4：浦银国际目标价：百济神州 A 股 (688235.CH)



资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	369.8	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	21.1	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.6	买入	18.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	14.8	买入	20.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	19.3	买入	25.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	299.0	买入	349.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	177.6	买入	211.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	237.1	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.9	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	35.4	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	76.9	持有	75.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	93.0	持有	96.7	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	11.2	买入	21.0	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	21.8	买入	34.0	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	78.5	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.1	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	6.4	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	102.0	买入	174.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.8	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	48.0	买入	77.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.1	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	64.8	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	43.5	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	22.3	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	11.3	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	11.7	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	53.7	买入	80.0	制药
1276 HK Equity	恒瑞医药	62.4	买入	95.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	5.9	买入	9.1	制药
2359 HK Equity	药明康德	108.5	买入	134.5	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	92.5	买入	124.4	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	18.2	买入	30.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	26.9	买入	39.6	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	35.4	持有	30.0	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	57.7	买入	69.0	CRO/CDMO
300015 CH Equity	爱尔眼科	10.2	买入	14.0	医疗服务
2273 HK Equity	固生堂	25.6	买入	38.5	医疗服务
6078 HK Equity	海吉亚	12.2	持有	13.5	医疗服务
1951 HK Equity	锦欣生殖	2.4	持有	2.6	医疗服务
300760 CH Equity	迈瑞医疗	176.2	买入	267.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	24.7	持有	23.7	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.4	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.8	买入	9.6	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	3.2	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.8	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	22.5	买入	29.0	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	20.8	买入	30.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	227.4	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	20.2	买入	27.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	12.4	买入	20.0	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.7	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	0.8	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.0	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.9	持有	14.0	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	4.4	买入	7.5	数字疗法

注: 数据截至 2026 年 3 月 5 日港股收盘; 资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(脑动极光 6681.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

