

百济神州-U (688235)

2025 年三季报点评：盈利大幅跃升，泽布替尼引领增长

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	17,423	27,214	37,027	46,280	56,998
同比（%）	82.13	56.19	36.06	24.99	23.16
归母净利润（百万元）	(6,716)	(4,978)	2,115	5,258	9,681
同比（%）	50.77	25.87	142.49	148.57	84.11
EPS-最新摊薄（元/股）	(4.67)	(3.46)	1.47	3.66	6.73
P/E（现价&最新摊薄）	-	-	199.67	80.33	43.63

投资要点

- **事件：** 2025Q3 公司营收 14.12 亿美金（前三季度累计 38.45 亿美金），同比+41%，产品收入 14.0 亿美金，同比+41%。主要得益于泽布替尼在欧美市场的持续放量（10 亿美金）及百泽安、安进授权产品的协同增长。25Q3 GAAP 口径毛利率 85.9%（+3.1pct），主要因为泽布替尼在产品销售中占比的提高和整体生产效率的提高，GAAP 口径净利润 1.25 亿美金（同比扭亏为盈），经调整净利润 3.04 亿美金（同比+489%）。上调 2025 年收入指引为 51-53 亿美金（前值 50-53），业绩增长确定性进一步增强。
- **催化剂：** 1）索托克拉（BCL2 抑制剂）获得 FDA BTD 认定用于治疗 R/R MCL，公司计划在即将召开的学术大会上公布全部数据，年底前向 FDA 提交 NDA；针对 R/R WM 注册 2 期临床完成 FPI；与泽布替尼联合用药对比阿可替尼 + 维奈克拉（AV）的 3 期临床试验，公司预计 26H1 启动患者入组；用于治疗 MM 的 3 期临床试验，公司预计 26H2 启动患者入组。2）BGB-16673（BTK CDAC）：R/R CLL 的注册 2 期持续入组，26H1 有望读出数据，以加速上市申请；头对头礼来的匹妥布替尼针对 R/R CLL 的 3 期临床完成 FPI；3）BGB-43395（CDK4 抑制剂）：潜在同类最佳，公司预计 2026H1 启动针对 HR+/HER2- BC 的一线 and 二线注册 3 期临床，计划 12 月 SABCS 会议更新数据；4）泽尼达妥单抗（HER2 双抗）：公司预计 25H2 读出治疗 1L HER2+GC 的 3 期数据；5）BGB-45035（IRAK4 CDAC）：25H2 治疗中重度风湿关节炎 2 期完成 FPI，公司预计 26H1 启动治疗 AD 的 2 期临床。
- **盈利预测与投资评级：** 核心产品泽布替尼持续放量，实体瘤管线逐步迈入收获期，我们预计公司未来三年营收将保持增长态势。规模效应驱动费用管控升级，公司有望在近几年实现利润的快速释放。我们将 2025-2027 年的归母净利润从 8.13/41.68/95.43 亿元分别上调至 21.15/52.58/96.81 亿元，对应 2025-2027 年 PE 估值为 200/80/44X。公司作为国内创新药龙头，临床开发效率卓越，全球商业化能力突出，成长确定性较高，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 新药研发及审批进展不及预期，药品销售不及预期，产品竞争格局加剧，政策的不确定性，全球业务相关风险等。

2025 年 11 月 12 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 张翀翯

执业证书：S0600524120008

zhangchh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	293.62
一年最低/最高价	151.13/346.00
市净率(倍)	15.42
流通 A 股市值(百万元)	33,782.53
总市值(百万元)	422,388.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.04
资产负债率(% LF)	45.75
总股本(百万股)	1,438.55
流通 A 股(百万股)	115.06

相关研究

《百济神州-U(688235)：2025 年中报点评：业绩超预期，上调全年业绩指引》

2025-09-02

《百济神州-U(688235)：2024 年年报点评：营收大幅增长，2025 年将迎来 GAAP 经营性利润转正》

2025-05-05

百济神州-U 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,907	39,722	47,752	60,253	营业总收入	27,214	37,027	46,280	56,998
货币资金及交易性金融资产	19,132	26,811	31,729	40,977	营业成本(含金融类)	4,234	5,375	6,688	8,180
经营性应收款项	5,797	7,246	9,051	10,808	税金及附加	128	111	139	171
存货	3,580	5,226	6,502	7,952	销售费用	8,856	10,368	12,496	14,819
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,278	4,443	5,091	5,700
其他流动资产	397	438	471	516	研发费用	14,140	14,811	16,661	17,954
非流动资产	13,928	13,263	12,523	11,770	财务费用	143	(167)	(282)	(356)
长期股权投资	239	239	239	239	加:其他收益	224	370	463	570
固定资产及使用权资产	6,762	5,894	5,025	4,156	投资净收益	296	185	231	285
在建工程	4,718	4,718	4,718	4,718	公允价值变动	(98)	0	0	0
无形资产	1,166	1,303	1,427	1,538	减值损失	(22)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	4	5	6
长期待摊费用	122	152	152	152	营业利润	(4,162)	2,645	6,187	11,390
其他非流动资产	920	957	962	967	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	42,835	52,985	60,275	72,024	利润总额	(4,163)	2,644	6,186	11,389
流动负债	16,004	18,581	20,613	22,681	减:所得税	816	529	928	1,708
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,070	7,380	7,380	7,380	净利润	(4,978)	2,115	5,258	9,681
经营性应付款项	4,399	5,972	7,431	9,089	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	(4,978)	2,115	5,258	9,681
其他流动负债	4,534	5,229	5,802	6,212	每股收益-最新股本摊薄(元)	(3.46)	1.47	3.66	6.73
非流动负债	2,656	8,189	8,189	8,189	EBIT	(4,219)	2,477	5,904	11,033
长期借款	1,216	1,216	1,216	1,216	EBITDA	(2,840)	3,465	6,905	12,047
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	84.44	85.48	85.55	85.65
租赁负债	322	322	322	322	归母净利率(%)	(18.29)	5.71	11.36	16.98
其他非流动负债	1,117	6,651	6,651	6,651	收入增长率(%)	56.19	36.06	24.99	23.16
负债合计	18,659	26,770	28,803	30,870	归母净利润增长率(%)	25.87	142.49	148.57	84.11
归属母公司股东权益	24,175	26,214	31,473	41,153					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	24,175	26,214	31,473	41,153					
负债和股东权益	42,835	52,985	60,275	72,024					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1,259)	2,099	4,961	9,236	每股净资产(元)	17.43	18.22	21.88	28.61
投资活动现金流	(2,389)	(135)	(26)	29	最新发行在外股份(百万股)	1,439	1,439	1,439	1,439
筹资活动现金流	826	5,619	(17)	(17)	ROIC(%)	(15.53)	5.84	13.29	20.73
现金净增加额	(2,841)	7,679	4,917	9,248	ROE-摊薄(%)	(20.59)	8.07	16.71	23.52
折旧和摊销	1,380	988	1,001	1,014	资产负债率(%)	43.56	50.52	47.79	42.86
资本开支	(3,418)	(253)	(252)	(251)	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	199.67	80.33	43.63
营运资本变动	2,033	(868)	(1,081)	(1,186)	P/B (现价)	16.85	16.11	13.42	10.26

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>