

百济神州-U (688235)

2024年H1业绩快报点评：核心产品放量超预期，进入全球增长新阶段

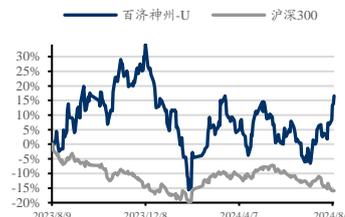
买入（维持）

2024年08月09日

证券分析师 朱国广  
执业证书：S0600520070004  
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	9,566	17,423	25,530	34,062	42,383
同比(%)	26%	82%	47%	33%	24%
归母净利润(百万元)	-13,642	-6,716	-3,116	274	636
同比(%)	-40%	51%	54%	109%	132%
EPS-最新摊薄(元/股)	-9.91	-4.88	-2.26	0.20	0.46
P/E(现价&最新摊薄)	-14.21	-28.87	-62.24	706.80	305.04

股价走势



关键词：#稀缺资产 #业绩超预期

投资要点

- **事件：**2024年8月7日，百济神州公布了2024年半年度主要财务数据。公司营业总收入119.96亿元(同比+65.4%，下同)，其中产品总收入达119.08亿元(+65.4%)，主要得益于公司自研产品泽布替尼和替雷利珠单抗以及安进授权产品的销售增长。按产品拆分，泽布替尼全球销售总计80.18亿元(+122.0%)，美国销售59.03亿元(+134.4%)，主要得益于在慢性淋巴细胞白血病(CLL)适应症中使用的扩大，同时该产品在CLL新增患者的市场份额持续提升。欧洲销售10.57亿元(+231.6%)，中国销售8.73亿元(+30.5%)；替雷利珠单抗全球销售总计21.91亿元(+19.4%)，主要得益于中国新适应症纳入医保所带来的新患需求以及药品进院数量的增加。
- **单季经调整营业利润转正，报表扭亏为盈在即：**2024年Q2公司经调整的营业利润达到3.45亿元，实现了首次转正。2024年H1经调整的营业亏损为5.92亿元，相较于上年同期的33.42亿元亏损显著收窄，主要得益于产品收入的大幅增长以及费用管理的优化，共同推动了公司经营效率的提升。公司的销售及管理费用逐步趋于平稳，研发费用也维持个位数的增速，财务状况稳步向好，报表扭亏为盈在即。
- **泽布替尼全球“重磅炸弹”地位稳固：**泽布替尼已在中国、美国、欧盟等超过70个市场获批多项适应症。2024年H1获得美国FDA和中国NMPA批准用于治疗既往接受过至少两线系统性治疗的R/R滤泡性淋巴瘤(FL)成人患者，成为迄今为止首个在该项适应症获批的BTK抑制剂，也是中国、美国和欧盟适用患者人群最广泛的BTK抑制剂。
- **替雷利珠单抗国内市占率稳步提升，全球注册逐步推进：**替雷利珠单抗国内目前已获批13项适应症，其中有11项适应症纳入国家医保目录。全球注册也在稳步推进，2L食管鳞状细胞癌(ESCC)已在美国、欧盟等地区获批。美国1L ESCC因临床研究中心检查的时间推迟，获批时间将会晚于原定时间24年7月，而针对胃或胃食管结合部(G/GEJ)腺癌的上市申请，预计将于24年12月作出决议。欧洲一线ESCC和一线G/GEJ腺癌这两项适应症的上市申请，正在接受EMA的审评中。伴随全球市场的持续打开，替雷利珠单抗将为百济构建实体瘤商业化版图的核心。
- **在研管线积极推进，催化剂丰富：**血液瘤领域，为了进一步夯实公司龙头地位，预计24年Q4-25年Q1会启动sonrotoclax(BCL-2抑制剂)治疗R/R CLL和R/R MCL、BGB-16673(BTK降解剂)治疗R/R CLL/SLL两项三期临床入组；实体瘤领域，2024年H1公司已推进5个新分子实体进入临床阶段，包括BGB-C354(B7H3 ADC)、BGB-R046(IL-15前体药物)、BG-68501(CDK2抑制剂)、BG-C9074(B7H4 ADC)和BGB-43035(IRAK4 CDAC)。泛KRAS抑制剂、MTA协同PRMT5抑制剂及EGFR降解剂有望在下半年进入临床阶段。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司成功实现单季经调整营业利润盈利，核心产品销售额持续高速增长，我们将2024/2025年的营业收入从243.94/317.12亿元上调至255.30/340.62亿元，预计2026年营业收入为423.83亿元。公司海外市场进一步打开，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，人才流失风险。

市场数据

收盘价(元)	140.88
一年最低/最高价	98.50/163.88
市净率(倍)	7.93
流通A股市值(百万元)	16,208.99
总市值(百万元)	193,900.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.76
资产负债率(% ,LF)	40.51
总股本(百万股)	1,376.35
流通A股(百万股)	115.06

相关研究

- 《百济神州-U(688235)：2023年中报点评：产品收入继续维持高增速，核心产品海内外放量超预期》  
2023-08-03
- 《百济神州-U(688235)：百创新药，蛟龙出海浪滔滔》  
2023-05-22

## 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)					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>29,810</b>	<b>29,505</b>	<b>30,771</b>	<b>33,762</b>	<b>营业总收入</b>	<b>17,423</b>	<b>25,530</b>	<b>34,062</b>	<b>42,383</b>
货币资金及交易性金融资产	22,588	19,081	17,457	17,271	营业成本(含金融类)	2,689	3,766	5,019	6,230
经营性应收款项	3,523	6,825	8,602	10,699	税金及附加	71	204	272	339
存货	2,951	3,139	4,182	5,192	销售费用	7,304	8,170	9,537	10,596
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,472	4,340	4,428	5,510
其他流动资产	748	459	530	600	研发费用	12,813	12,765	15,328	19,073
<b>非流动资产</b>	<b>11,312</b>	<b>11,241</b>	<b>10,734</b>	<b>10,226</b>	财务费用	197	0	0	0
长期股权投资	184	184	184	184	加:其他收益	231	480	637	0
固定资产及使用权资产	4,040	3,532	3,024	2,517	投资净收益	167	120	159	0
在建工程	5,249	5,249	5,249	5,249	公允价值变动	(51)	0	0	0
无形资产	982	982	982	982	减值损失	(35)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	156	156	156	156	<b>营业利润</b>	<b>(8,810)</b>	<b>(3,116)</b>	<b>274</b>	<b>636</b>
其他非流动资产	700	1,137	1,137	1,137	营业外净收支	2,602	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>41,122</b>	<b>40,746</b>	<b>41,504</b>	<b>43,988</b>	<b>利润总额</b>	<b>(6,208)</b>	<b>(3,116)</b>	<b>274</b>	<b>636</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,833</b>	<b>14,927</b>	<b>15,411</b>	<b>17,259</b>	减:所得税	508	0	0	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,524	5,613	5,613	5,613	<b>净利润</b>	<b>(6,716)</b>	<b>(3,116)</b>	<b>274</b>	<b>636</b>
经营性应付款项	3,680	2,092	1,394	1,558	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	2,553	3,406	4,238	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(6,716)</b>	<b>(3,116)</b>	<b>274</b>	<b>636</b>
其他流动负债	3,629	4,669	4,998	5,850	每股收益-最新股本摊薄(元)	(4.88)	(2.26)	0.20	0.46
非流动负债	3,185	2,987	2,987	2,987	EBIT	(8,730)	(3,116)	274	636
长期借款	1,404	1,404	1,404	1,404	EBITDA	(7,913)	(2,608)	782	1,143
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	84.57	85.25	85.27	85.30
租赁负债	158	158	158	158	归母净利率(%)	(38.55)	(12.20)	0.81	1.50
其他非流动负债	1,624	1,425	1,425	1,425	收入增长率(%)	82.13	46.53	33.42	24.43
<b>负债合计</b>	<b>16,018</b>	<b>17,914</b>	<b>18,398</b>	<b>20,246</b>	归母净利润增长率(%)	50.77	53.61	108.81	131.71
归属母公司股东权益	25,103	22,832	23,106	23,742					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>25,103</b>	<b>22,832</b>	<b>23,106</b>	<b>23,742</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>41,122</b>	<b>40,746</b>	<b>41,504</b>	<b>43,988</b>					

现金流量表 (百万元)				重要财务与估值指标					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(7,793)	(3,923)	(1,784)	(185)	每股净资产(元)	18.53	16.59	16.79	17.25
投资活动现金流	117	(317)	159	0	最新发行在外股份(百万股)	1,376	1,376	1,376	1,376
筹资活动现金流	2,558	813	0	0	ROIC(%)	(28.00)	(10.02)	0.91	2.08
现金净增加额	(5,073)	(3,441)	(1,625)	(185)	ROE-摊薄(%)	(26.75)	(13.65)	1.19	2.68
折旧和摊销	817	508	508	508	资产负债率(%)	38.95	43.96	44.33	46.03
资本开支	(4,106)	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	(28.87)	(62.24)	706.80	305.04
营运资本变动	(2,328)	(1,196)	(2,407)	(1,329)	P/B(现价)	7.60	8.49	8.39	8.17

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>