



## 百济神州 (BGNE.US/6160.HK/688235.CH) : 国际化再加速, 美国超越中国成为产品收入 最大贡献地区

一方面, 4Q23 美国泽布替尼强势增长, 首次超越中国成为百济神州最大的产品销售收入贡献地区, 我们预计 2024 年美国收入占比将进一步提高。另一方面, 公司成本控制初见成效, 运营效率有望提升, 我们有信心百济正在迈入实现盈利的轨道。维持“买入”评级和目标价 (275 美元/165 港元/人民币 175 元)。

• **4Q23 美国泽布替尼强势增长, 首次超越中国成为公司最大的产品销售收入贡献地区:** 4Q23 美国地区实现总收入 3.1 亿美元 (全部为泽布替尼销售收入), 较去年同期总收入同比增长 101.5%/产品销售收入同比增长 150%。得益于 4Q 美国泽布替尼收入的强劲增长, 美国产品销售首次超越中国 (中国 4Q23 产品销售收入: 2.67 亿美元), 成为最大的产品销售收入贡献地区 (注: 由于合作收入缘故, 单季度美国市场总收入已于 3Q23 超越市场中国总收入)。4Q23/2023 全年美国收入分别占总收入的 49.4%和 45.9%, 较去年同期分别上升了 8.5/10.4 个百分点, 彰显了百济快于预期的国际化进程。随着泽布替尼在美国的进一步放量 (受益于现有适应症市场份额提升和第五个适应症 FL 即将于 3 月在美国获批), 我们预计 2024 年美国收入占比将进一步提高。

• **成本控制初见成效, 运营效率有望于 2024 年进一步提高:** 在 2023 全年产品销售收入同比增长 74.5%的背景下, 运营费用整体 (即研发费用、销售行政费用的总和) 仅同比增长 12.5%, 显示出产品销售收入是运营费用的 6 倍增速 (2022 年为 5 倍增速), 说明百济运营效率提高, 成本管控初见成效。管理层预计 2024 年研发费用绝对值较 2023 年将轻微上升, 销售行政费用绝对值将温和上升, 不过随着收入规模的扩大, 费用率绝对值将进一步下降。考虑到 2024 年较多研发活动是早期资产相关 (包括 10 个新分子进入临床) 以及 PD-1 海外商业化团队人数将较为精简, 我们认为运营费用可控程度较大, 有信心百济正在加速迈入实现盈利的轨道。

• **2024 年催化剂包括:** 1) 泽布替尼在美国市场放量好于预期, FL 适应症拓展顺利进行; 2) 替雷利珠单抗一二线食管鳞癌美国获批和非小细胞肺癌欧洲获批顺利进行; 3) Sonrotoclax (BCL-2) 一期 MM, MDS, AML 潜在数据读出; 3) BTK CDAC 一期数据读出, 以及难治复发性 MCL 和 CLL 三期国际化临床试验的启动; 4) 替雷利珠单抗联用二期数据, 包括和 OX40, HPK1, LAG3 等靶点在非小细胞肺癌的联用数据, 以及和 LAG3, TIM3 等靶点在头颈癌的联用数据。

• **估值:** 我们分别将 2024/2025 年净亏损预测缩窄 0.5%/16.5%, 主要基于我们对百济的运营效率提升更为乐观的预期。与此同时, 我们引入 2026 年预测。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值, 对 WACC 和永续增长率的假设分别为 8.1%和 3.0%, 得到公司美股/港股/A 股目标价分别为 275 美元/165 港元/人民币 175 元, 对应 287 亿美元市值。

• **投资风险:** 核心商业化产品销售未如预期; 临床/审评进程延误。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,416	2,459	3,090	3,747	4,428
同比变动 (%)	20.4%	73.7%	25.7%	21.3%	18.2%
归母净利润/(亏损)	-2,004	-882	-781	-325	103
PS (X)	12.0	7.0	5.6	4.6	3.9

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

### 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

2024 年 2 月 27 日

### 百济神州 (BGNE.US)

买入

目标价 (美元)	275.0
潜在升幅/降幅	+72%
目前股价 (美元)	160.3
52 周内股价区间 (美元)	133.0-272.5
总市值 (百万美元)	17,339
近 3 月日均成交额 (百万)	47

### 百济神州 (6160.HK)

买入

目标价 (港元)	165.0
潜在升幅/降幅	+66%
目前股价 (港元)	99.1
52 周内股价区间 (港元)	82.7-167.3
总市值 (百万港元)	138,589
近 3 月日均成交额 (百万)	158

### 百济神州 (688235.CH)

买入

目标价 (人民币)	175.0
潜在升幅/降幅	+40%
目前股价 (人民币)	125.0
52 周内股价区间 (人民币)	98.5-170.5
总市值 (百万人民币)	127,513
近 3 月日均成交额 (百万)	243

注: 港股及 A 股股价截至 2024 年 2 月 27 日;

美股股价截至 2024 年 2 月 26 日

资料来源: Bloomberg、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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,416	2,459	3,090	3,747	4,428
销售成本	(286)	(380)	(485)	(576)	(676)
<b>毛利润</b>	<b>1,129</b>	<b>2,079</b>	<b>2,604</b>	<b>3,172</b>	<b>3,752</b>
研发费用	(1,641)	(1,779)	(1,831)	(1,853)	(1,882)
销售、一般及行政费用	(1,278)	(1,505)	(1,573)	(1,619)	(1,711)
无形资产摊销	(1)	(4)	(1)	(1)	(1)
其他	-	-	-	-	-
<b>经营亏损</b>	<b>(1,790)</b>	<b>(1,208)</b>	<b>(800)</b>	<b>(300)</b>	<b>158</b>
利息收入, 净额	52	74	77	50	45
其他收入, 净额	(224)	308	-	-	-
<b>除所得税前亏损</b>	<b>(1,961)</b>	<b>(826)</b>	<b>(723)</b>	<b>(250)</b>	<b>203</b>
所得税开支	(43)	(56)	(58)	(75)	(100)
<b>亏损净额</b>	<b>(2,004)</b>	<b>(882)</b>	<b>(781)</b>	<b>(325)</b>	<b>103</b>
非控股权益应占亏损净额	-	-	-	-	-
<b>归母净利润/(亏损)</b>	<b>(2,004)</b>	<b>(882)</b>	<b>(781)</b>	<b>(325)</b>	<b>103</b>

### 资产负债表

百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4,540	3,189	2,356	2,151	2,504
应收账款	173	358	403	503	598
存货	282	416	425	473	518
预付开支及其他流动资产	217	243	247	262	266
<b>流动资产总值</b>	<b>5,212</b>	<b>4,206</b>	<b>3,431</b>	<b>3,389</b>	<b>3,886</b>
物业、厂房及设备, 净额	846	1,324	1,551	1,759	1,923
经营租赁使用权资产	110	95	95	95	95
无形资产, 净额	41	57	56	56	55
商誉	-	-	-	-	-
递延税项资产	-	-	-	-	-
其他非流动资产	170	123	123	123	123
<b>非流动资产总值</b>	<b>1,167</b>	<b>1,599</b>	<b>1,826</b>	<b>2,032</b>	<b>2,196</b>
短期债务	329	688	688	688	688
应付账款	295	315	319	347	389
应付开支及其他应付款项	467	694	511	521	539
其他	377	113	113	113	113
<b>流动负债总值</b>	<b>1,469</b>	<b>1,810</b>	<b>1,631</b>	<b>1,669</b>	<b>1,729</b>
长期银行贷款	209	198	198	198	198
递延收入	42	0	0	0	0
其他	276	260	260	260	260
<b>非流动负债总值</b>	<b>527</b>	<b>458</b>	<b>458</b>	<b>458</b>	<b>458</b>
普通股	0	0	0	0	0
额外实缴资本	11,541	11,599	12,010	12,462	12,959
累计其他全面收益 (亏损)	(77)	(99)	(99)	(99)	(99)
累计亏损	(7,080)	(7,962)	(8,743)	(9,068)	(8,966)
少数股东权益	-	-	-	-	-
<b>权益总额</b>	<b>4,383</b>	<b>3,537</b>	<b>3,168</b>	<b>3,295</b>	<b>3,894</b>

### 现金流量表

百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
亏损净额	(2,004)	(882)	(781)	(325)	103
固定资产折旧	66	88	82	93	101
无形资产摊销	-	-	1	1	1
股权激励	303	368	404	445	489
营运资本变动	132	(371)	(237)	(125)	(84)
应收账款	304	(188)	(45)	(100)	(95)
预付账款及其他流动资产变动	(3)	12	(4)	(15)	(3)
存货	(57)	(141)	(9)	(48)	(45)
应付账款	(4)	21	4	28	42
应付开支及其他应付款项	46	180	(183)	10	18
其他	151	(443)	(45)	(100)	(95)
<b>经营活动现金净额</b>	<b>(1,497)</b>	<b>(1,157)</b>	<b>(531)</b>	<b>88</b>	<b>610</b>
购买物业及设备	(325)	(562)	(309)	(300)	(266)
购买投资	(17)	(17)	-	-	-
处置短期投资	1,564	673	-	-	-
其他	(144)	(34)	-	-	-
<b>投资活动现金净额</b>	<b>1,077</b>	<b>60</b>	<b>(309)</b>	<b>(300)</b>	<b>(266)</b>
短期贷款	314	662	-	-	-
长期贷款	37	23	-	-	-
执行期权所得款项	-	-	7	7	8
偿还贷款	(417)	(323)	-	-	-
出售普通股所得款项, 扣除成本	-	-	-	-	-
其他	47	56	-	-	-
<b>融资活动现金净额</b>	<b>(19)</b>	<b>416</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
汇率变动的影, 净额	(69)	(8)	-	-	-
现金增加 (减少) 净额	(508)	(689)	(833)	(204)	352
期初现金	4,383	3,875	3,186	2,353	2,149
<b>期末现金</b>	<b>3,875</b>	<b>3,186</b>	<b>2,353</b>	<b>2,149</b>	<b>2,501</b>

### 财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (美元)</b>					
每股盈利 (non-GAAP)	(1.26)	(0.36)	(0.25)	0.12	0.49
每股净资产	3.27	2.61	2.33	2.43	2.87
每股销售额	1.06	1.81	2.28	2.76	3.26
<b>同比变动 (%)</b>					
收入	20.4%	73.7%	25.7%	21.3%	18.2%
税后利润	NM	NM	NM	NM	NM
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
<b>费用率 (%)</b>					
研发费用/收入	115.9%	72.3%	59.3%	49.4%	42.5%
销售、一般及行政费用/收入	90.2%	61.2%	50.9%	43.2%	38.6%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	79.8%	84.5%	84.3%	84.6%	84.7%
归母净利润率	-141.5%	-35.9%	-25.3%	-8.7%	2.3%
<b>回报率 (%)</b>					
平均股本回报率	-39.0%	-40.8%	-26.2%	-16.8%	-2.9%
平均资产回报率	-26.8%	-24.9%	-15.8%	-10.2%	-1.8%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	3.5	2.3	2.1	2.0	2.2
速动比率 (x)	3.4	2.1	1.8	1.7	1.9
现金比率 (x)	3.1	1.8	1.4	1.3	1.4
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	102.2	26.2
市净率 (x)	3.9	4.9	5.4	5.2	4.4
市销率 (x)	12.0	7.0	5.6	4.6	3.9

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

图表 2: 浦银国际目标价: 百济神州美股 (BGNE.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

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

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

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)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	24.8	买入	39.0	2024年2月23日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.6	买入	25.0	2024年2月23日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	2.7	买入	47.0	2024年2月23日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	21.0	买入	60.0	2024年2月23日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	160.3	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	99.1	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	125.0	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.2	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	22.3	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	22.6	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	5.2	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	42.2	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.7	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.7	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	47.2	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	5.2	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	36.0	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.7	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.6	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	26.0	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.5	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.6	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	0.9	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.1	买入	5.5	2023年4月12日	制药
2359 HK Equity	药明康德	49.8	买入	112.4	2023年10月31日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	55.0	买入	110.6	2023年10月31日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	10.5	买入	29.0	2023年10月31日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	22.7	持有	37.0	2023年10月31日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	18.9	买入	73.0	2023年8月25日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	292.0	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	14.1	买入	30.0	2023年9月4日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.0	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.4	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.1	买入	17.6	2023年11月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	24.8	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.0	买入	16.0	2023年11月24日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	444.5	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.4	买入	17.2	2023年9月6日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.6	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	12.5	持有	20.0	2023年7月21日	互联网医疗

注: 港股及 A 股股价截至 2024 年 2 月 27 日收盘价; 美股股价截至 2024 年 2 月 26 日收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际



## 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经授权的行为。

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附属公司、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)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.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

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

