

2026年5月7日

百济神州 (6160.HK)：泽布替尼稳步增长，血液领域管线持续推进

民银国际研究团队

分析师：赵则芬

电话：37288029

Email: jennyzhao@cmbcint.com

评级(首次) 买入

百济神州 (6160.HK)

目标价(港元)	278.85
潜在升幅/降幅	+53.2%
目前股价(港元)	182.00
52周内股价区间(港元)	229.4/ 125.1
总市值(亿港元)	2,805.7
近3月日均成交额(百万港元)	681.7

注：截至2025年10月30日收盘价

股价表现



资料来源：Wind、民银国际

事件：百济神州 2026Q1 实现营收 15.13 亿美元，同比增长 35%，其中产品收入为 14.87 亿美元，同比增长 34%，GAAP 净利润由 2025Q1 的 100 万美元增至 2.3 亿美元，经调整归母净利润达 3.75 亿美元。公司 2026 年营收指引从 62-64 亿美元上调至 63-65 亿美元，毛利率指引维持为 80%，GAAP 净利润由 7-8 亿美元上调至 7.5-8.5 亿美元。

泽布替尼销售略超预期，份额仍有提升空间：2026Q1 泽布替尼全球销售收入为 10.95 亿美元，同比增长 38%；其中美国地区营收为 7.61 亿美元，同比增长 35%；欧洲地区实现营收 1.82 亿美元，同比增长 57%。管理层重申泽布替尼在 ALPINE 试验中相对于伊布替尼的持续无进展生存期 (PFS) 优势，以及将其与竞品阿卡替尼 (在 33 个月后疗效曲线与伊布替尼交叉) 及吡托布鲁替尼 (随访时间为 18 个月，较短，HR 值为 0.845，较高) 进行比较。公司强调，惰性 CLL 中 3 年以上的持续获益才是关键，泽布替尼在初治 CLL 患者中 6 年无进展生存 (PFS) 率达 74% (调整新冠影响后 77%)，总生存 (OS) 率 84% (调整后 87%)，显著优于其他 BTK 抑制剂，随着长期数据推动差异化，泽布替尼仍具备份额提升空间。

值得关注的催化剂：2026H1，泽布替尼用于 1L MCL 的三期进行期中分析；CDK4 用于 1L HR+ HER-BC 已启动 III 期临床首个 site；BGB-B2033 (GPC3/41BB) 已启动潜在注册性 HCC 研究，累计入组患者超 200 例，包括 45 例一线患者。2026Q2，索托克拉用于 R/R MCL 在美国获批；2026 年 6 月 PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗将进入临床阶段；公司将于 2026ASCO 更新 CDK4、B7H4 ADC、BGB-B2033 (GPC3/41BB) 双抗等管线的最新数据。

投资建议：第一季度销售额稳健增长，血液瘤管线持续推进。我们预计公司 2026E-2028E 营业收入分别为 64.88/ 72.55/ 83.25 亿美元，归母净利润分别为 6.62/ 10.10/ 13.35 亿美元。现价对应 26E PE 为 54.26 倍。

表 1：盈利预测和财务指标

百万元美元	FY2024A	FY2025A	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	3,810	5,343	6,488	7,255	8,325
收入同比增速	54.96%	40.23%	21.44%	11.82%	14.74%
归母净利润	-645	287	662	1,010	1,335
归母净利润同比增速	-	144.50%	130.66%	52.56%	32.17%
EPS (美元)	-0.42	0.19	0.43	0.65	0.87
PE@182.00HKD	-30.28	123.74	54.26	35.63	26.95

资料来源：公司公告、民银国际预测

财务报表分析与预测 – 百济神州 (6160.HK)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6234	7397	8774	10546
现金	4548	5353	6494	7951
应收账款及票据	865	1045	1169	1341
存货	608	739	821	921
其他	213	260	290	333
非流动资产	1955	1841	1749	1669
固定资产	1642	1529	1440	1361
无形资产	211	207	205	204
其他	102	104	104	104
资产总计	8189	9238	10523	12215
流动负债	1829	2214	2471	2809
短期借款	57	57	57	57
应付账款及票据	479	581	643	721
其他	1293	1577	1770	2031
非流动负债	1999	1981	1981	1981
长期借款	962	962	962	962
其他	1037	1019	1019	1019
负债合计	3827	4196	4452	4790
股本	0	0	0	0
储备	4439	5120	6149	7503
归属母公司股东权益	4361	5042	6071	7425
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4361	5042	6071	7425
负债和股东权益	8189	9238	10523	12215

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1128	959	1286	1602
净利润	287	662	1010	1335
折旧摊销	41	229	216	205
少数股东权益	0	0	0	0
营运资金变动及其他	800	68	61	63
投资活动现金流	-276	-132	-124	-125
资本支出	-206	-113	-124	-125
其他投资	-70	-19	0	0
筹资活动现金流	1059	-40	-40	-40
借款增加	4	0	0	0
普通股增加	169	0	0	0
其他	887	-40	-40	-40
现金净增加额	1971	806	1141	1457

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5343	6488	7255	8325
营业成本	669	810	897	1006
销售费用	0	0	0	0
管理费用	2081	2466	2612	3163
财务费用	-12	-5	-13	-25
营业利润	405	747	1134	1492
利润总额	417	752	1147	1517
所得税	130	90	138	182
净利润	287	662	1010	1335
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	287	662	1010	1335
EBITDA	445	976	1350	1697
EPS (元)	2.63	0.43	0.65	0.87
主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力 (同比增长率%)				
营业收入	40.23	21.44	11.82	14.74
营业利润	171.20	84.59	51.85	31.55
归属母公司净利润	144.50	130.66	52.56	32.17
获利能力 (%)				
毛利率	87.49	87.51	87.63	87.92
净利率	5.37	10.20	13.92	16.03
ROE	6.58	13.13	16.63	17.97
ROIC	5.18	10.84	14.07	15.55
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.74	45.42	42.30	39.21
净负债比率 (%)	-80.90	-85.95	-90.18	-93.36
流动比率	3.41	3.34	3.55	3.75
速动比率	3.08	3.01	3.22	3.43
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.74	0.73	0.73
应收账款周转率	6.93	6.79	6.55	6.63
应付账款周转率	1.51	1.53	1.47	1.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.43	0.65	0.87
每股经营现金	0.73	0.62	0.83	1.04
每股净资产	2.83	3.27	3.94	4.82
估值比率				
P/E	68.17	423.92	277.88	210.24
P/B	63.35	55.64	46.21	37.79
EV/EBITDA	612.72	283.06	203.80	161.28

资料来源：公司公告、Wind、E=民银国际预测

风险提示：

核心研发人员流失；

临床进展不及预期；

泽布替尼降价超预期风险等。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

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。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（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 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CIBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 2 期 15 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。