

百济神州 (688235)

2026年一季报点评: 泽布替尼引领增长, 聚焦 ASCO 实体瘤领域价值增量

买入 (维持)

2026年05月12日

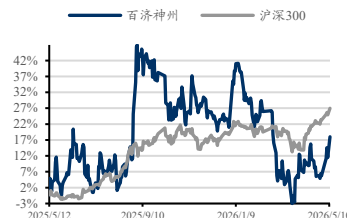
证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	27,214	38,225	46,280	56,998	65,950
同比 (%)	56.19	40.46	21.07	23.16	15.71
归母净利润 (百万元)	(4,978)	1,461	5,258	9,681	11,376
同比 (%)	25.87	129.34	259.98	84.11	17.51
EPS-最新摊薄 (元/股)	(3.23)	0.95	3.41	6.28	7.38
P/E (现价&最新摊薄)	(76.64)	261.20	72.56	39.41	33.54

股价走势



投资要点

- 2026Q1 公司实现营业收入 105.44 亿元 (同比+31.0%, 下同), 其中产品收入 14.87 亿美元 (+34.2%)。26Q1 毛利率为 89.0% (+3.2pct), 主要受益于泽布替尼在产品销售中占比的提高和生产效率的提升。公司 2026Q1 归母净利润为 16.08 亿元, 去年同期为-0.95 亿元, 同比大幅扭亏为盈, 扣非归母净利润为 13.94 亿元 (去年同期为-1.96 亿元), 经调整净利润为 26.96 亿元 (+204.6%), 业绩增长确定性进一步增强。
- 血液瘤产品动力强劲: 根据公司 2026 年 5 月 6 日的美股 2026Q1 报告, 泽布替尼 26Q1 全球销售收入 10.95 亿美元, (同比+38%), 其中美国地区营收为 7.61 亿美元 (+35%), 欧洲地区实现营收 1.82 亿美元 (+57%), 在 BTK 抑制剂中处于领导地位, 已验证在治疗初治及 R/R CLL/SLL 成人患者具有持续获益; Sonrotoclax 用于治疗 R/R MCL 的上市申请预计很快将获得 FDA 批准, 公司计划于 26H2 启动其用于治疗 2L+多发性骨髓瘤 (MM) 的 3 期临床试验; BGB-16673 公司预计于 26H2 递交其用于治疗 R/R CLL 的加速批准申请, 头对头 pirtobrutinib 的 3 期临床试验预计 27 年初完成患者入组。
- 关注 ASCO 会议成果展示: 2026 年 ASCO 公司共 24 篇摘要入选, 包括 3 项口头报告以及 15 项海报展示, 预计 CDK4 抑制剂、B7-H4 ADC 以及 GPC3 x 4-1BB 双抗都将迎来数据更新。1) CDK4 抑制剂针对 HR+/HER2-BC 一线治疗的 3 期研究已完成首个研究中心启动, 将在 ASCO 公布联合来曲唑治疗 1L HR+/HER2-BC 数据; 2) B7-H4 ADC 首个卵巢癌 3 期研究正积极推进, 将在 ASCO 口头报告实体瘤 1 期数据; 3) GPC3 x 4-1BB 双抗正在进行针对肝细胞癌潜在关键性研究的入组, 将在 ASCO 口头报告实体瘤 1 期数据; 4) Zanidatamab+化疗±替雷利珠单抗一线 HER2 阳性 mGEA 的 HERIZON-GEA-01 研究 PD-L1 亚组分析入选口头报告。
- 盈利预测与投资评级: 核心产品泽布替尼放量可观, 实体瘤管线推进顺利, 我们预计公司未来三年营收持续增长, 期待早研管线带来新增量。我们维持 2026-2027 年的归母净利润预测 52.58/96.81 亿元, 新增预测 2028 年归母净利润 113.76 亿元, 对应 2026-2028 年 PE 估值为 73/39/34X。公司临床开发效率卓越, 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。

市场数据

收盘价(元)	262.08
一年最低/最高价	213.33/346.00
市净率(倍)	12.23
流通 A 股市值(百万元)	30,153.68
总市值(百万元)	404,018.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.43
资产负债率(% ,LF)	44.08
总股本(百万股)	1,541.58
流通 A 股(百万股)	115.06

相关研究

- 《百济神州(688235): 2025 年三季报点评: 盈利大幅跃升, 泽布替尼引领增长》
2025-11-13
- 《百济神州(688235): 2025 年中报点评: 业绩超预期, 上调全年业绩指引》
2025-09-02

百济神州三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	43,622	52,259	64,697	78,152	营业总收入	38,225	46,280	56,998	65,950
货币资金及交易性金融资产	32,245	36,057	45,242	55,579	营业成本(含金融类)	4,735	6,688	8,180	9,589
经营性应收款项	6,721	9,051	10,808	12,526	税金及附加	136	139	171	198
存货	4,269	6,502	7,952	9,323	销售费用	10,602	12,496	14,819	17,147
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,351	5,091	5,700	6,595
其他流动资产	387	650	695	724	研发费用	15,508	16,661	17,954	20,445
非流动资产	13,684	12,940	12,183	11,414	财务费用	276	(217)	(274)	(411)
长期股权投资	157	157	157	157	加:其他收益	219	463	570	660
固定资产及使用权资产	10,606	9,737	8,868	8,000	投资净收益	236	231	285	330
在建工程	893	893	893	893	公允价值变动	(309)	0	0	0
无形资产	1,247	1,367	1,474	1,568	减值损失	(163)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	5	6	7
长期待摊费用	220	220	220	220	营业利润	2,601	6,187	11,390	13,384
其他非流动资产	562	567	572	577	营业外净收支	(4)	(1)	(1)	0
资产总计	57,305	65,199	76,881	89,565	利润总额	2,597	6,186	11,389	13,384
流动负债	12,587	15,314	17,315	18,624	减:所得税	1,136	928	1,708	2,008
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,018	1,018	1,018	1,018	净利润	1,461	5,258	9,681	11,376
经营性应付款项	5,138	7,431	9,089	10,654	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	253	0	0	0	归属母公司净利润	1,461	5,258	9,681	11,376
其他流动负债	6,178	6,866	7,209	6,952	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.95	3.41	6.28	7.38
非流动负债	14,079	14,079	14,079	14,079	EBIT	3,039	5,969	11,115	12,972
长期借款	6,757	6,757	6,757	6,757	EBITDA	4,238	6,974	12,133	14,003
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	87.61	85.55	85.65	85.46
租赁负债	371	371	371	371	归母净利率(%)	3.82	11.36	16.98	17.25
其他非流动负债	6,950	6,950	6,950	6,950	收入增长率(%)	40.46	21.07	23.16	15.71
负债合计	26,666	29,394	31,394	32,703	归母净利润增长率(%)	129.34	259.98	84.11	17.51
归属母公司股东权益	30,639	35,805	45,486	56,862					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	30,639	35,805	45,486	56,862					
负债和股东权益	57,305	65,199	76,881	89,565					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	13,713	3,944	9,170	10,276	每股净资产(元)	19.88	23.23	29.51	36.89
投资活动现金流	(11,461)	(26)	29	75	最新发行在外股份(百万股)	1,542	1,542	1,542	1,542
筹资活动现金流	652	(14)	(14)	(14)	ROIC(%)	4.78	12.27	19.36	18.59
现金净增加额	2,947	3,948	9,185	10,337	ROE-摊薄(%)	4.77	14.69	21.28	20.01
折旧和摊销	1,198	1,005	1,018	1,030	资产负债率(%)	46.53	45.08	40.84	36.51
资本开支	(1,437)	(252)	(251)	(249)	P/E(现价&最新股本摊薄)	261.20	72.56	39.41	33.54
营运资本变动	10,341	(2,098)	(1,253)	(1,809)	P/B(现价)	12.45	10.66	8.39	6.71

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>