

2026年05月12日

多项临床积极推进，百悦达迎来关键时点

百济神州-U (688235)

事件概述：

公司发布 2026 年第一季度报告：2026 年第一季度，公司产品组合发展势头持续强劲。公司本季度产品收入达到 15 亿美元，同比增长 34%。百悦泽®全球收入总计 11 亿美元，在所有获批市场和适应症中均保持强劲增长与良好市场表现。百悦泽®第一季度美国市场销售额为 7.61 亿美元，主要得益于销量相较于 2025 年第一季度增长约 28%。

分析判断：

据公司公告：第一季度的业绩反映了整个 BTK 抑制剂品类中典型的季节性特征，包括库存波动及本季度发货周数减少一周等因素，本季度业务表现符合公司预计范围，且 3 月需求呈现持续向好态势，这一势头也延续到了 4 月。公司对今年在美国的业绩表现充满信心，略微上调收入预期指引。

►海外市场积极拓展，快速放量

据公司公告：公司在全球各区域市场均保持稳健的执行力。美国仍然是公司最大的市场，创造了 7.66 亿美元的收入，同比增长 36%。中国区收入总计 4.65 亿美元，与 2025 年第一季度相比增长 17%，其中 5% 的增幅由汇率因素影响。百泽安®和百悦泽®销售表现依旧稳健，持续维持市场领先地位。欧洲市场营收 1.91 亿美元，增长率为 64%。由于欧元同比走强，汇率因素贡献了约 11% 的增幅。公司将继续在欧洲所有主要市场推动百悦泽®需求的增长。鉴于百悦泽®在各类患者人群中差异化的长期数据，品牌市场份额仍有充足提升空间。

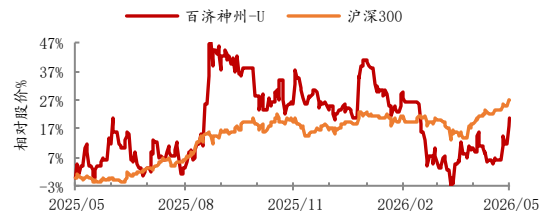
据公司公告：在血液肿瘤领域，百悦泽®针对初治套细胞淋巴瘤的 MANGROVE 3 期研究按计划进展顺利，预计将于下个月公布中期 PFS 结果。百悦达®即将迎来关键里程碑，美国 PDUFA 的审评决定预计将于近期揭晓，以及已在欧盟递交上市申请并获纳入 ESMO 指南。

投资建议

考虑到产品在全球新适应症不断获批以及获批后快速放量，调整前期盈利预测，即我们预测公司 2026-2028 年营收为 453/529/597 亿元（前值 480/551/- 亿元），同比增长 18.6%/16.6%/12.9%，归母净利润分别为 38.5/74.5/91.4 亿元（前值 46.9/79.8/- 亿元），同比增长 8%/93.4%/22.6%，EPS 分别为 2.5/4.83/5.93 元，（前值 3.26/5.55/- 元），对应 2026 年 5 月 12 日的 267.98 元/股收盘价，PE 分别为 107/55/45 X，考虑到公司业绩有较大增长空间，维持“买入”

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	267.98
股票代码：	688235
52 周最高价/最低价：	346.0/213.33
总市值(亿)	4,131.14
自由流通市值(亿)	4,131.14
自由流通股数(百万)	1,541.58



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话：

分析师：孙子豪

邮箱：sunzh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120523120003
联系电话：

相关研究

1. 【华西医药】百济神州 (688235.SH)：BTK 单季度营收超 10 亿美金，公司上调全年收入指引
2025.11.27

评级。

风险提示

新药研发不及预期，全球合作中断风险，产品上市后商业化表现不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	27,214	38,225	45,321	52,863	59,678
YoY (%)	56.2%	40.5%	18.6%	16.6%	12.9%
归母净利润(百万元)	-4,978	1,461	3,853	7,453	9,137
YoY (%)	25.9%	129.3%	163.8%	93.4%	22.6%
毛利率 (%)	84.4%	87.6%	86.8%	87.7%	88.3%
每股收益 (元)	-3.64	1.03	2.50	4.83	5.93
ROE	-20.6%	4.8%	11.4%	18.0%	18.1%
市盈率	-73.62	260.17	107.21	55.43	45.22

资料来源：wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	38,225	45,321	52,863	59,678	净利润	1,461	3,853	7,453	9,137
YoY (%)	40.5%	18.6%	16.6%	12.9%	折旧和摊销	1,198	1,517	1,706	1,894
营业成本	4,735	6,000	6,500	7,000	营运资金变动	10,341	24,498	7,914	-2,458
营业税金及附加	136	544	634	716	经营活动现金流	13,713	29,826	17,003	8,572
销售费用	10,602	13,596	15,595	17,903	资本开支	-1,437	-2,000	-2,000	-2,000
管理费用	4,351	5,439	5,815	6,266	投资	-10,393	0	0	0
财务费用	276	-230	-635	-860	投资活动现金流	-11,461	-1,979	-1,980	-2,050
研发费用	15,508	16,316	17,445	18,500	股权募资	1,500	0	0	0
资产减值损失	-157	0	0	0	债务募资	10	-213	0	0
投资收益	236	57	70	0	筹资活动现金流	652	-667	0	0
营业利润	2,601	4,281	8,281	10,152	现金净流量	2,947	27,070	15,023	6,522
营业外收支	-4	0	0	0					
利润总额	2,597	4,281	8,281	10,152	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	1,136	428	828	1,015	成长能力				
净利润	1,461	3,853	7,453	9,137	营业收入增长率	40.5%	18.6%	16.6%	12.9%
归属于母公司净利润	1,461	3,853	7,453	9,137	净利润增长率	129.3%	163.8%	93.4%	22.6%
YoY (%)	129.3%	163.8%	93.4%	22.6%	盈利能力				
每股收益	1.03	2.50	4.83	5.93	毛利率	87.6%	86.8%	87.7%	88.3%
					净利率	3.8%	8.5%	14.1%	15.3%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	2.9%	5.3%	7.7%	8.4%
货币资金	15,362	42,300	57,324	63,846	净资产收益率 ROE	4.8%	11.4%	18.0%	18.1%
预付款项	767	2,400	2,600	2,800	偿债能力				
存货	4,269	4,000	4,333	4,278	流动比率	3.47	1.82	1.82	2.02
其他流动资产	23,224	26,235	26,275	27,448	速动比率	3.04	1.65	1.67	1.87
流动资产合计	43,622	74,935	90,532	98,372	现金比率	1.22	1.03	1.15	1.31
长期股权投资	157	157	157	157	资产负债率	46.5%	61.9%	60.6%	55.3%
固定资产	10,125	10,369	10,438	10,333	经营效率				
无形资产	1,247	1,722	2,172	2,597	总资产周转率	0.76	0.62	0.54	0.55
非流动资产合计	13,684	14,202	14,546	14,702	每股指标 (元)				
资产合计	57,305	89,137	105,078	113,074	每股收益	1.03	2.50	4.83	5.93
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	19.88	22.02	26.86	32.78
应付账款及票据	5,138	13,333	14,444	15,556	每股经营现金流	8.90	19.35	11.03	5.56
其他流动负债	7,448	27,919	35,295	33,044	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	12,587	41,252	49,739	48,599	估值分析				
长期借款	6,757	6,757	6,757	6,757	PE	260.17	107.21	55.43	45.22
其他长期负债	7,322	7,180	7,180	7,180	PB	13.51	12.17	9.98	8.17
非流动负债合计	14,079	13,938	13,938	13,938					
负债合计	26,666	55,190	63,677	62,537					
股本	1	1	1	1					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	30,639	33,947	41,400	50,537					
负债和股东权益合计	57,305	89,137	105,078	113,074					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。