



# 全年业绩指引上调，实体瘤管线加速兑现

## ——百济神州 2026 年一季报业绩点评

2026 年 05 月 12 日

- 事件：**2026 年 5 月 12 日，百济神州发布 2026 年第一季度业绩报告，2026 年一季度公司实现营业收入 105.44 亿元（+31.0%），其中产品收入 103.21 亿元（+29.3%）；归母净利润 16.08 亿元，同比扭亏；经营性现金流 13.53 亿元，同比转正。
- 泽布替尼持续放量，全年业绩指引上调。**2026 年第一季度，泽布替尼全球销售 75.98 亿元（+33.5%），其中美国市场销售 52.83 亿元（+30.8%），主要得益于血液瘤存量患者 DOT 延长，强劲需求驱动泽布替尼在美国市场始终保持领先地位。欧洲市场销售 12.66 亿元（+51.4%），其中 11% 来自欧元汇兑收益，同时泽布替尼在欧盟、英国等国家市场份额持续提升，后续增长空间较大。中国市场销售额 6.51 亿元（+10.4%），市场领先地位稳固。其他产品销售保持稳健增长，2026 年第一季度替雷利珠单抗销售 14.29 亿元（+14.8%），安进授权许可产品销售 9.89 亿元（+20.9%）。得益于泽布替尼美国市场强劲需求及欧洲市场持续扩张，叠加索托克拉等新上市产品贡献，公司上调 2026 年全年营业收入指引为 436 至 452 亿元（调整前为 436 至 450 亿元），GAAP 经营利润为 48-55 亿元（调整前为 46-53 亿元），盈利能力加速改善。
- 研发动能持续提升，实体瘤领域加速兑现。**公司在研管线持续推进，其中 BTK CDAC 治疗 R/R CLL 预计 2026 年下半年基于 II 期数据递交加速批准申请，与匹妥布替尼头对头 III 期临床进展顺利。实体瘤领域多项管线即将在 2026 ASCO 披露重磅数据，其中 CDK4 抑制剂计划公布联合来曲唑一线治疗 HR+/HER- 乳腺癌 I 期临床数据，并同步启动 III 期临床研究；B7H4 ADC 在乳腺癌、妇科肿瘤中观察到早期疗效信号，计划公布 I 期剂量爬坡与安全性扩展队列结果；GPC3/4-1BB 针对肝癌 I 期临床数据将以快速口头报告形式展示，并持续推进单臂 II 期潜在注册临床，其中一线联合队列数据表现优异，有望成为肝癌基石治疗药物。2026 年 4 月，百济神州子公司与华辉安健达成合作，获得其 PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗全球权益独家选择权，布局下一代肿瘤免疫治疗领域。该产品计划 2026 年 6 月进入临床研究，并在 I 期临床中探索肝癌、结直肠癌、肺癌、胃癌等适应症。
- 投资建议：**百济神州作为聚焦创新药研发生产和全球商业化的龙头企业，其核心产品具备同类最佳特质，血液瘤领导地位进一步巩固，多项自主研发管线即将迎来价值拐点。我们分别上调 2026-2027 年盈利预测 24%/5% 至 55.07/85.41 亿元，新增 2028 年盈利预测 106.13 亿元，经过 DCF 估值模型测算，公司合理市值区间为 3715.45-5827.35 亿元。维持“推荐”评级。
- 风险提示：**研发管线进展不及预期的风险；产品商业化不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；政策变动的风险。

百济神州 (688235)

推荐 (维持)

分析师

程培

分析师登记编码: S0130522100001

闫晓松

分析师登记编码: S0130525090002

市场数据

2026-05-12

股票代码	688235
A 股收盘价 (元)	267.98
沪深 300	4948.05
总股本 (万股)	154158.38
实际流通 A 股 (万股)	11505.53
流通 A 股市值 (亿元)	308.33

相对沪深 300 表现图

2026-05-12



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

## 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	382.25	451.48	541.42	629.03
收入增长率%	40.46	18.11	19.92	16.18
归母净利润(亿元)	14.61	55.07	85.41	106.13
利润增速%	129.34	276.98	55.10	24.26
毛利率%	87.61	84.71	84.85	85.05
摊薄 EPS(元)	0.95	3.57	5.54	6.88
PE	276.59	73.37	47.30	38.07
PB	13.19	10.97	8.91	7.22
PS	10.57	8.95	7.46	6.42

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表1: 核心参数假设

参数	数值
所得税税率 (考虑科创企业税收优惠、研发费用税前加计扣除)	10.0%
债务资本比 (参考历史资本结构、考虑未来加大研发投入)	20.0%
β系数 (公司相对于 A 股市场的风险系数)	1.1
Rf (无风险收益率, 参考 10 年期国债的平均收益率)	1.8%
Rm (市场预期收益率, 参考沪深 300 综合收益率)	7.8%
Ke (权益资本成本, 根据 CAPM 模型计算得出)	8.4%
Kd (债务资本成本, 参考贷款基准利率)	2.5%
WACC (根据上述参数计算得出)	7.2%
g (永续增长率, 在研管线即将密集兑现)	3.0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表2: DCF 估值模型 (亿元)

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	63.70	98.55	121.38	127.88	178.87	200.31	218.33	260.58	294.87	301.16
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
息前税后利润(NOPAT)	54.14	83.76	103.17	108.69	152.04	170.26	185.58	221.49	250.64	255.99
加: 非现金调整	12.35	13.74	13.66	15.13	15.90	16.69	17.44	18.26	19.09	19.63
减: 营运资金的增加	17.22	10.99	8.30	0.36	2.66	3.45	7.39	8.82	5.88	2.59
减: 资本性投资	-13.00	-11.00	-11.00	-11.00	-10.00	-10.00	-10.00	-10.00	-10.00	-10.00
公司自由现金流量 FCFE	36.28	75.51	97.53	112.46	155.28	173.51	185.63	220.93	253.86	263.02
永续增长率	3.0%									
折现率	7.2%									
公司估值 (亿元)	4520.12									

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表3: 每股权益价值敏感性分析 (亿元)

WACC		5.67%	6.17%	6.67%	7.17%	7.67%	8.17%	8.67%
永续增长率	1.50%	5,038.26	4,454.34	3,985.01	3,599.90	3,278.49	3,006.43	2,773.34
	2.00%	5,573.02	4,857.94	4,297.70	3,847.33	3,477.71	3,169.18	2,907.96
	2.50%	6,276.41	5,371.48	4,685.36	4,147.72	3,715.45	3,360.63	3,064.40
	3.00%	7,243.07	6,046.93	5,178.59	4,520.12	4,004.08	3,589.10	3,248.42
	3.50%	8,654.86	6,975.21	5,827.35	4,993.96	4,361.90	3,866.48	3,468.03
	4.00%	10,911.24	8,330.95	6,718.93	5,617.19	4,817.17	4,210.35	3,734.64
	4.50%	15,108.15	10,512.32	8,035.64	6,488.21	5,430.47	4,662.31	4,079.56

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	436.22	503.05	607.87	733.43
现金	153.62	196.05	273.21	373.70
应收账款	59.55	60.20	73.69	85.62
其它应收款	0.99	3.76	4.51	5.24
预付账款	7.67	13.81	16.40	18.81
存货	42.69	57.53	68.35	78.36
其他	171.70	171.70	171.70	171.70
非流动资产	136.84	137.57	134.83	132.17
长期投资	1.57	1.57	1.57	1.57
固定资产	101.25	97.68	92.07	86.29
无形资产	12.47	14.56	15.74	17.53
其他	21.55	23.76	25.45	26.78
资产总计	573.05	640.62	742.70	865.60
流动负债	125.87	133.05	149.72	166.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	51.38	57.53	68.35	78.36
其他	74.48	75.52	81.37	88.13
非流动负债	140.79	139.38	139.38	139.38
长期借款	67.57	67.57	67.57	67.57
其他	73.22	71.80	71.80	71.80
负债合计	266.66	272.43	289.10	305.87
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	306.39	368.19	453.60	559.73
负债和股东权益	573.05	640.62	742.70	865.60

现金流量表(亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	137.13	52.65	88.38	111.71
净利润	14.61	55.07	85.41	106.13
折旧摊销	11.98	12.35	13.74	13.66
财务费用	4.03	1.99	1.99	1.99
投资损失	-2.36	-1.76	-1.76	-1.76
营运资金变动	103.41	-15.14	-10.99	-8.30
其它	5.45	0.14	0.00	0.00
投资活动现金流	-114.61	-11.32	-9.24	-9.24
资本支出	-14.37	-13.00	-11.00	-11.00
长期投资	-103.93	0.00	0.00	0.00
其他	3.68	1.68	1.76	1.76
筹资活动现金流	6.52	2.22	-1.99	-1.99
短期借款	-58.91	0.00	0.00	0.00
长期借款	55.41	0.00	0.00	0.00
其他	10.01	2.22	-1.99	-1.99
现金净增加额	29.47	42.43	77.16	100.49

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究

利润表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	382.25	451.48	541.42	629.03
营业成本	47.35	69.03	82.02	94.04
营业税金及附加	1.36	1.81	2.17	2.52
营业费用	106.02	121.90	135.35	157.26
管理费用	43.51	45.60	48.73	50.32
财务费用	2.76	-1.09	-1.93	-3.48
资产减值损失	-1.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-3.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.36	1.76	1.76	1.76
营业利润	26.01	64.78	100.48	124.86
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	25.97	64.78	100.48	124.86
所得税	11.36	9.72	15.07	18.73
净利润	14.61	55.07	85.41	106.13
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	14.61	55.07	85.41	106.13
EBITDA	42.38	76.05	112.29	135.04
EPS (元)	0.95	3.57	5.54	6.88

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	40.46%	18.11%	19.92%	16.18%
营业利润	162.49%	149.11%	55.10%	24.26%
归属母公司净利润	129.34%	276.98%	55.10%	24.26%
毛利率	87.61%	84.71%	84.85%	85.05%
净利率	3.82%	12.20%	15.77%	16.87%
ROE	4.77%	14.96%	18.83%	18.96%
ROIC	4.41%	12.10%	15.72%	16.14%
资产负债率	46.53%	42.53%	38.93%	35.34%
净负债比率	-23.55%	-31.69%	-42.73%	-52.58%
流动比率	3.47	3.78	4.06	4.41
速动比率	3.04	3.22	3.47	3.80
总资产周转率	0.76	0.74	0.78	0.78
应收账款周转率	7.05	7.54	8.09	7.90
应付账款周转率	0.99	1.27	1.30	1.28
每股收益	0.95	3.57	5.54	6.88
每股经营现金	8.90	3.42	5.73	7.25
每股净资产	19.88	23.88	29.42	36.31
P/E	276.59	73.37	47.30	38.07
P/B	13.19	10.97	8.91	7.22
EV/EBITDA	95.97	51.59	34.26	27.74
P/S	10.57	8.95	7.46	6.42

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**程培**，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

**闫晓松**，复旦大学临床医学学士，悉尼大学金融学硕士，2023年加入中国银河证券研究院，主要从事创新药研究工作。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院  
深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn