

生物医药 III

百利天恒 (688506.SH)

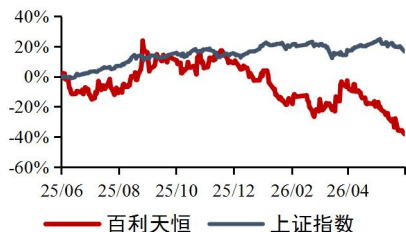
买入-B(维持)

EGFR×HER3 双抗 ADC iza-bren 硕果频出，多管线驱动成长

2026 年 6 月 9 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 6 月 8 日

收盘价 (元/股):	204.58
年内最高/最低 (元/股):	414.02/200.10
流通 A 股/总股本 (亿股):	4.13/4.13
流通 A 股市值 (亿元):	844.66
总市值 (亿元):	844.66

基础数据：2026 年 3 月 31 日

基本每股收益(元/股):	-1.88
摊薄每股收益(元/股):	-1.88
每股净资产(元/股):	13.67
净资产收益率(%):	-13.72

资料来源：常闻

分析师：

邓周宇

执业登记编码：S0760524040002

邮箱：dengzhouyu@sxzq.com

魏赞

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

张智勇

执业登记编码：S0760525080003

邮箱：zhangzhiyong@sxzq.com

公司点评

➢ 公司是聚焦肿瘤的 ADC 创新药企，具备全球早期研发、临床开发、规模化生产及商业化能力。公司 17 款临床管线，30 余项注册临床，数项海外临床；iza-bren 与 BMS 达成全球合作，潜在总交易额最高达 84 亿美元，已收到 8 亿美元首付款及 2.5 亿美元里程碑付款。iza-bren 后线鼻咽癌、后线食管鳞癌 NDA 受理并纳入优先审评；三阴性乳腺癌 III 期达主要终点，计划提交 NDA。T-Bren (HER2 ADC) 在海内外开展 17 项临床，包含 8 项 III 期。T-Bren 单药治疗初治 HER2 阳性乳腺癌 cORR 达 86.0%，联合帕妥珠单抗 cORR 为 87.5%，12 个月 PFS 率最高达 90.8%。DLL3 ADC BL-M14D1 治疗二线 SCLC mPFS 达 8.1 个月，CLDN18.2 ADC BL-M05D1 对二线的胃癌、胰腺癌 mOS 为 12.8 个月、14.2 个月。EGFR×HER3 双抗 SI-B001 联合联合紫杉醇治疗复发/转移性头颈鳞癌 mOS 长达 11.2 个月。持续覆盖，给予“买入-B”评级。

➢ iza-bren 全球临床提速，多瘤种 III 期研究获双终点阳性。iza-bren 海内外开展 40 余项临床，国内布局 12 项 III 期，海外联合 BMS 推进一线晚期三阴性乳腺癌、EGFR-TKI 耐药后晚期非小细胞肺癌、经治晚期转移性尿路上皮癌 3 项全球 II/III 期注册临床。多项 III 期成果亮眼：鼻咽癌后线 III 期，相比化疗，ORR 54.6% vs 27.0%，mPFS 8.38 个月 vs 4.34 个月 (HR=0.44)；食管鳞癌二线 III 期，iza-bren 组 mOS 9.79 个月 vs 化疗组 7.20 个月 (HR=0.64)，mPFS 4.17 个月 vs 1.97 个月 (HR=0.50)，ORR 35.3% 接近化疗组 3 倍；2L+ 三阴性乳腺癌 III 期，mPFS 8.5 个月 vs 3.1 个月 (HR=0.29)，mOS 15.9 个月 vs 12.5 个月 (HR=0.60)，有望重塑三阴性乳腺癌二线格局。

➢ iza-bren I/II 期临床单药及联合方案在多瘤种展现巨大潜力。肺癌多项数据刷新行业纪录：一线联合奥希替尼治疗 EGFR 突变非小细胞肺癌，2.5mg/kg 组 ORR 达 100%，12 个月 PFS 率 92.1%、12 个月 OS 率 94.8%；单药治疗 EGFR-TKI 耐药患者，整体 mPFS 达 12.5 个月，19 外显子缺失突变亚组达 14.1 个月；联合斯鲁利单抗一线治疗广泛期小细胞肺癌，mPFS 8.2 个月，1 年 OS 率 85.7%。针对 EGFR 外显子 20 插入等非经典突变非小细胞肺癌，cORR 达 69.2%，mPFS 10.5 个月。在其他实体瘤也表现优异：经治尿路上皮癌患者 2.2mg/kg 剂量组 ORR 40.7%，仅接受单线化疗的患者 ORR 高达 75%。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

风险提示

za-bren 海外临床及商业化不及预期风险；与 BMS 合作的里程碑款项兑现不及预期风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,823	2,520	2,304	2,450	3,505
YoY(%)	936.3	-56.7	-8.6	6.3	43.0
净利润(百万元)	3,708	-1,054	-1,190	-1,002	-908
YoY(%)	575.0	-128.4	-13.0	15.8	9.4
毛利率(%)	95.5	90.8	86.6	85.4	86.6
EPS(摊薄/元)	8.98	-2.55	-2.88	-2.43	-2.20
ROE(%)	95.4	-15.9	-21.9	-22.6	-25.8
P/E(倍)	23.6	-83.2	-73.6	-87.5	-96.5
P/B(倍)	22.6	13.2	16.1	19.8	24.9
净利率(%)	63.7	-41.8	-51.7	-40.9	-25.9

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6307	10491	9002	7517	6196
现金	3220	5177	3545	2042	340
应收票据及应收账款	119	79	177	111	278
预付账款	82	134	76	197	193
存货	162	146	239	209	397
其他流动资产	2725	4955	4965	4958	4988
非流动资产	830	957	1017	1105	1277
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	499	559	526	541	648
无形资产	27	30	28	26	25
其他非流动资产	305	367	464	538	605
资产总计	7137	11448	10020	8622	7473
流动负债	1980	1939	2224	2360	2654
短期借款	596	100	100	100	100
应付票据及应付账款	498	588	697	797	768
其他流动负债	886	1250	1427	1463	1786
非流动负债	1271	2886	2363	1832	1297
长期借款	1189	2616	2093	1561	1027
其他非流动负债	82	271	271	271	271
负债合计	3251	4825	4587	4192	3951
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	401	413	413	413	413
资本公积	886	4659	4659	4659	4659
留存收益	2599	1545	355	-647	-1556
归属母公司股东权益	3886	6623	5432	4430	3522
负债和股东权益	7137	11448	10020	8622	7473

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4059	-798	-690	-832	-946
净利润	3708	-1054	-1190	-1002	-908
折旧摊销	71	88	82	92	101
财务费用	-226	-43	-57	-31	-37
投资损失	-19	9	-2	-3	-4
营运资金变动	304	-168	484	119	-88
其他经营现金流	221	368	-6	-8	-10
投资活动现金流	-2565	-2300	-134	-169	-259
筹资活动现金流	1274	5125	-808	-501	-498
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	8.98	-2.55	-2.88	-2.43	-2.20
每股经营现金流(最新摊薄)	9.83	-1.93	-1.67	-2.02	
每股净资产(最新摊薄)	9.41	16.04	13.16	10.73	8.53

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5823	2520	2304	2450	3505
营业成本	264	232	308	359	469
营业税金及附加	12	9	25	22	22
营业费用	215	201	230	294	456
管理费用	190	346	230	245	350
研发费用	1443	2514	2765	2573	3154
财务费用	-226	-43	-57	-31	-37
资产减值损失	-22	-24	-25	-22	-29
公允价值变动收益	11	14	6	8	10
投资净收益	19	-9	2	3	4
营业利润	3979	-720	-1214	-1022	-926
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	2	4	3	3	3
利润总额	3978	-721	-1215	-1022	-927
所得税	271	332	-24	-20	-19
税后利润	3708	-1054	-1190	-1002	-908
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3708	-1054	-1190	-1002	-908
EBITDA	4068	-610	-1179	-948	-813

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	936.3	-56.7	-8.6	6.3	43.0
营业利润(%)	617.2	-118.1	-68.5	15.8	9.4
归属于母公司净利润(%)	575.0	-128.4	-13.0	15.8	9.4
获利能力					
毛利率(%)	95.5	90.8	86.6	85.4	86.6
净利率(%)	63.7	-41.8	-51.7	-40.9	-25.9
ROE(%)	95.4	-15.9	-21.9	-22.6	-25.8
ROIC(%)	62.1	-9.7	-14.7	-14.8	-16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	45.6	42.1	45.8	48.6	52.9
流动比率	3.2	5.4	4.0	3.2	2.3
速动比率	1.7	3.8	2.7	1.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.4	0.3	0.2	0.3	0.4
应收账款周转率	49.2	25.5	18.0	17.0	18.0
应付账款周转率	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6
估值比率					
P/E	23.6	-83.2	-73.6	-87.5	-96.5
P/B	22.6	13.2	16.1	19.8	24.9
EV/EBITDA	21.3	-137.9	-72.0	-90.6	-107.1

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务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。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

