

百济神州（688235）

2026 年半年报点评：盈利加速释放，百悦泽驱动增长持续超预期

买入（维持）

2026 年 08 月 06 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

投资要点

■ 2026 年 8 月 5 日，百济神州公布 2026 年第二季度及上半年未经审计业绩。2026 年 Q2 全球总收入 17.05 亿美元（同比+30%，下同），2026 年 H1 归母净利润达 32.71 亿元（+627.1%），大幅超过 2025 全年 14.16 亿元净利润，公司同步大幅上调 2026 年全年财务指引，由 63-65 亿美元上调至 66-68 亿美元，非 GAAP 经营利润由 14.5-15.5 亿美元上调至 17-18 亿美元。中国企业会计准则下 2026 年度经营业绩预测由 436-452 亿元上调至 449-462 亿元。

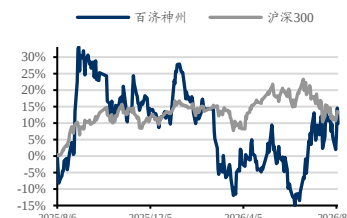
■ 百悦泽单季突破 12 亿美元，全球领先地位进一步强化：2026Q2 百悦泽全球销售额达 12 亿美元（+31%），其中美国市场 8.93 亿美元（+31%）。H1 百悦泽全球销售额 161.27 亿元（+28.7%），美国 113.90 亿元（+27.2%）。截至 2026 年 8 月，百悦泽已在全球 80 多个市场获批，累计治疗患者超 30 万例，是全球获批适应症最广泛的 BTK 抑制剂（5 项），亦是唯一在头对头 ALPINE 试验中证明相较伊布替尼 PFS 优效性的 BTK 抑制剂（HR=0.69，p=0.0014），纳入 10000 万例一线 CLL 患者的真实世界 Medicare 研究进一步显示百悦泽与阿可替尼/伊布替尼相比可分别降低死亡风险 24%/36%。MANGROVE 3 期试验达到主要终点，百悦泽联合利妥昔单抗相比 BR 方案使初治 MCL 进展或死亡风险降低 43%，有望进一步打开增量空间。

■ 实体瘤管线多点推进，关键里程碑密集临近：1）PD-1 单抗百泽安 2026H1 全球销售额 29.84 亿元（+12.9%），安进授权产品 20.65 亿元（+19.6%）；2）基于 HERIZON-GEA-01 试验，百泽安联合百赫安一线治疗 HER2 阳性胃食管腺癌的申请已获 FDA 优先审评受理、中国 CDE 受理，预计分别于 26H2、27H1 取得监管决定；3）CDK4 抑制剂 BGB-43395 用于 HR+/HER2-乳腺癌一线治疗的 III 期试验已完成首例患者入组；4）GPC3 x 4-1BB 双抗用于三线及以上肝细胞癌的中国潜在注册性队列已完成入组，二线肝细胞癌 III 期公司预计年底前完成首例入组；5）PRMT5 抑制剂获 FDA 孤儿药资格用于胰腺癌，PD-1 x VEGF-A x CTLA-4 三抗已完成 I 期首例入组。PRMT5 抑制剂与 CEA ADC 概念验证数据将在 ESMO 公布。

■ 盈利预测与投资评级：核心产品泽布替尼全球放量确定性强，血液瘤三大基石产品矩阵完整，实体瘤管线密集进入注册兑现期。公司盈利释放加速，兼具盈利确定性与管线成长性。我们维持 2026-2028 年的归母净利润预测 52.58/96.81/113.76 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	269.00
一年最低/最高价	205.51/346.00
市净率(倍)	12.55
流通 A 股市值(百万元)	30,949.86
总市值(百万元)	414,919.02

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)	1,542.45
流通 A 股(百万股)	115.06

相关研究

《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》

2026-05-12

《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>