

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	280.60
总股本/流通股本(亿股)	15.42 / 1.15
总市值/流通市值(亿元)	4,328 / 323
52周内最高/最低价	326.08 / 208.00
资产负债率(%)	46.5%
市盈率	272.43
第一大股东	Amgen Inc., 安进公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 陈灿
SAC 登记编号: S1340525070001
Email: chencan@cnpsec.com

百济神州(688235)

美国市场表现亮眼，实体瘤研发高效推进

● 事件

公司公布 26H1 美股财报，上半年收入 32.2 亿美元 (+32.3%)、其中产品收入 31.7 亿美元 (+31.4%)，净利润 4.6 亿美元 (+385.8%)；26Q2 收入 17.1 亿美元 (+29.6%)、其中产品收入 16.8 亿美元 (+29.0%)，净利润 2.4 亿美元 (+151.3%)。业绩符合预期。

同时公司公告 26 年全年收入指引从此前的 63-65 亿美元上调至 66-68 亿美元，全年 GAAP 经营利润从此前的 7.5-8.5 亿美元上调至 10-11 亿美元，非 GAAP 经营利润从 14.5-15.5 亿美元上调至 17-18 亿美元。全年指引超预期。

● 核心观点

泽布替尼美国市场表现亮眼，非 CLL 适应症贡献显著

拆分来看，泽布替尼 26Q2 收入 12.5 亿美元 (+31.4%，环比+14.0%，Q1 发货节奏导致基数低，与 25Q2 趋势类似)，其中美国 8.9 亿美元 (+30.5%，环比+17.3%)、欧洲 2.0 亿美元 (+30.0%，环比+7.2%)、中国 0.97 亿美元 (+16.8%，环比+3.4%)、ROW 0.6 亿美元 (+92.0%，环比+8.9%)。预计泽布替尼 CLL 市场仍保持稳固的领先地位，非 CLL 适应症如 MCL 等贡献超预期。

其他产品方面，替雷利珠单抗 26Q2 收入 2.3 亿美元 (+18.1%，环比+10.8%)；国内安进产品收入 1.6 亿美元 (+24.5%)。

毛利率环比稳定，费用率同比持续改善

26Q2 产品毛利率 89.6% (+2.3pct，环比+0.9pct)、销售管理费用率 34.8% (-6.1pct，环比-1.9pct)、研发费用率 35.9% (-4.0pct，环比+0.1pct)。Q2 净利率 13.9% (+6.7pct，环比-1.1pct)。

血液瘤产品管线顺利推进，实体瘤管线催化丰富

血液瘤持续丰富新适应症。泽布替尼联合利妥昔单抗对比 BR 方案用于 1L MCL 的 III 期 MANGROVE 试验已读出 PFS HR=0.57，预计 26H2 递交 sNDA。索托克拉用于 r/rMCL 已获得 FDA 批准上市。ZS 固定剂量方案对比 V0 方案的 III 期用于 TN CLL 的 III 期 Celestial 301 试验 uMRD 终点未显示统计学优效性，试验将继续推进至主要 PFS 分析。BTK CDAC 用于 r/rCLL 的潜在加速批准 NDA 预计 26H2 递交；对比 Pirtro 用于 r/rCLL 的 III 期 CaDAnCe-304 试验预计 27 年初完成入组；27 年启动+索托克拉用于 r/rCLL 的 III 期试验。

实体瘤研发高效推进。CDK4 抑制剂用于 1L HR+/Her2-BC 的 III 期试验完成 FPI。GPC3/4-1BB 双抗用于 3L+HCC 的国内潜在注册性队列完成入组 (2.5mo 完成)、用于 2L HCC 的 III 期试验预计年底完成

FPI。PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗完成 I 期试验 FPI。B7H4 ADC 用于 1L 卵巢癌维持治疗的 III 期试验预计 26H2 启动。PRMT5 抑制剂、CEA ADC 用于 NSCLC 的 III 期试验预计 27 年启动。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 26/27/28 年收入分别为 474.7/564.9/646.7 亿元，同比增长 24.2%/19.0%/14.5%；归母净利润为 56.3/78.4/103.3 亿元，同比增长 285.4%/39.4%/31.7%，对应 PE 为 77/55/42 倍。公司为创新药出海龙头企业，全球商业化能力突出、在研管线即将进入收获期，维持“买入”评级。

● 风险提示：

产品销售不及预期；新药临床进度不及预期；新药临床数据不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	38225	47469	56486	64669
增长率(%)	40.46	24.18	19.00	14.49
EBITDA（百万元）	4237.59	8631.64	11772.38	15215.39
归属母公司净利润（百万元）	1460.71	5628.92	7844.87	10329.76
增长率(%)	129.34	285.36	39.37	31.68
EPS（元/股）	0.95	3.65	5.09	6.70
市盈率（P/E）	296.30	76.89	55.17	41.90
市净率（P/B）	14.13	12.04	9.85	7.96
EV/EBITDA	95.97	49.03	35.46	26.89

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	38225	47469	56486	64669	营业收入	40.5%	24.2%	19.0%	14.5%
营业成本	4735	5791	6863	7799	营业利润	162.5%	170.7%	39.3%	31.7%
税金及附加	136	168	200	230	归属于母公司净利润	129.3%	285.4%	39.4%	31.7%
销售费用	10602	11867	13557	14874	获利能力				
管理费用	4351	5222	5931	6467	毛利率	87.6%	87.8%	87.9%	87.9%
研发费用	15508	17563	20335	22634	净利率	3.8%	11.9%	13.9%	16.0%
财务费用	276	217	267	284	ROE	4.8%	15.7%	17.9%	19.0%
资产减值损失	-157	-100	-120	-150	ROIC	4.4%	13.3%	15.7%	17.2%
营业利润	2601	7040	9810	12916	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	46.5%	44.8%	42.1%	38.8%
营业外支出	4	5	5	5	流动比率	3.47	3.17	3.14	3.25
利润总额	2597	7036	9806	12912	营运能力				
所得税	1136	1407	1961	2582	应收账款周转率	7.05	7.19	7.12	7.00
净利润	1461	5629	7845	10330	存货周转率	1.21	1.27	1.30	1.28
归母净利润	1461	5629	7845	10330	总资产周转率	0.76	0.78	0.80	0.78
每股收益(元)	0.95	3.65	5.09	6.70	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.95	3.65	5.09	6.70
货币资金	15362	17395	22898	30765	每股净资产	19.86	23.31	28.47	35.27
交易性金融资产	16882	17832	18972	20402	估值比率				
应收票据及应收账款	5955	7247	8620	9865	PE	296.30	76.89	55.17	41.90
预付款项	767	869	1029	1170	PB	14.13	12.04	9.85	7.96
存货	4269	4826	5719	6499	现金流量表				
流动资产合计	43622	48680	57874	69457	净利润	1461	5629	7845	10330
固定资产	10125	13144	14861	16282	折旧和摊销	1198	1379	1699	2019
在建工程	893	623	516	465	营运资本变动	10341	864	510	628
无形资产	1247	1332	1406	1470	其他	713	165	116	82
非流动资产合计	13684	16416	18032	19478	经营活动现金流净额	13713	8036	10169	13059
资产总计	57305	65096	75905	88935	资本开支	-1437	-4104	-3254	-3304
短期借款	0	0	0	0	其他	-10024	-698	-897	-1246
应付票据及应付账款	5138	6285	7448	8464	投资活动现金流净额	-11461	-4801	-4151	-4550
其他流动负债	7448	9069	11000	12934	股权融资	1500	0	0	0
流动负债合计	12587	15354	18449	21399	债务融资	10	-363	-250	-400
其他	14079	13788	13538	13138	其他	-858	-729	-265	-242
非流动负债合计	14079	13788	13538	13138	筹资活动现金流净额	652	-1091	-515	-642
负债合计	26666	29142	31986	34536	现金及现金等价物净增加额	2947	2032	5504	7867
股本	1	1	1	1					
资本公积金	90652	90652	90652	90652					
未分配利润	-61206	-56432	-49644	-40714					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	1193	1734	2910	4460					
所有者权益合计	30639	35954	43919	54399					
负债和所有者权益总计	57305	65096	75905	88935					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048