

百利天恒（688506）

2026 年中报点评：宜泽康开启商业化，全球注册与多管线研发全面提速

买入（维持）

2026 年 08 月 27 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

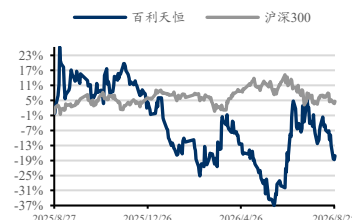
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	5,823	2,520	2,035	2,541	3,407
同比（%）	936.31	(56.72)	(19.25)	24.86	34.08
归母净利润（百万元）	3,707.50	(1,053.62)	(1,121.11)	(866.81)	(444.95)
同比（%）	575.02	(128.42)	(6.41)	22.68	48.67
EPS-最新摊薄（元/股）	8.98	(2.55)	(2.72)	(2.10)	(1.08)
P/E（现价&最新摊薄）	29.98	-	-	-	-

投资要点

- **事件：**2026H1 公司实现营业收入 1.87 亿元（同比+9.43%）；归母净利润-16.37 亿元，扣非归母净利润-16.89 亿元，亏损扩大主要系全球临床研发投入持续增加。研发费用 14.83 亿元（+42.75%），研发人员增至 1,894 人。截至 6 月 30 日，公司货币资金 34.35 亿元，为全球临床开发及商业化推进提供有力保障。
- **宜泽康商业化落地，国内注册适应症进入密集兑现期：**EGFR×HER3 双抗 ADC 宜泽康（iza-bren）已于 2026 年 6 月获批用于后线复发/转移性鼻咽癌，成为全球首款获批上市的双抗 ADC；截至半年报披露日，后线食管鳞癌适应症亦已获批上市，TNBC 上市申请已获 CDE 受理。EGFR 突变 NSCLC、HR+/HER2-乳腺癌两项 III 期研究期中分析达到主要终点，国内适应症有望持续扩容。
- **全球注册开发进入加速期：**公司与 BMS 共同推进 iza-bren 海外开发，目前已开展 4 项全球关键注册研究，其中 iza-bren 联合 EGFR-TKI 一线治疗 EGFR 突变 NSCLC 的全球 III 期研究已经启动。截至中报披露日，iza-bren 已在国内外开展超 45 项临床试验，累计入组近 9,000 名患者，覆盖一线、后线、维持及围手术期治疗，覆盖包括肺癌、乳腺癌、胃肠癌、头颈鳞癌、妇科癌症以及泌尿生殖系统癌症等主要实体瘤类型的单药及联合治疗，具有成为下一代癌症基石疗法及超级重磅药物的潜力。
- **多管线进入全球关键临床阶段：**截至中报披露日，公司拥有 15 款临床阶段候选药物，全球开展 100 余项临床试验，其中 32 项为关键注册研究，包括 5 项全球研究和 27 项中国研究。其中 DLL3 ADC BL-M14D1 联合 PD-L1 一线治疗 ES-SCLC 的全球 III 期已完成首例给药，为全球首个一线 ES-SCLC ADC 联合免疫 III 期研究，也是公司首项独立开展的全球 III 期；T-Bren 正在国内外开展 18 项临床试验，包括 8 项 III 期及 1 项 II/III 期；CLDN18.2 ADC BL-M05D1 已进入国内胃癌 III 期。此外，BL-B16D1、CD33 ADC 及 BL-ARC001/002 等下一代 ADC、血液瘤和核药管线持续推进，研发矩阵进入密集催化期。
- **盈利预测与投资评级：**随着宜泽康商业化起步、全球 III 期快速推进，公司正式迈入“商业化+全球化”的新阶段，我们维持公司 2026-2028 年营收预测为 20.35/25.41/34.07 亿元，基本维持 26-28 年归母净利润-11.21/-8.67/-4.45 亿元。我们认为公司以 iza-bren 为首的平台技术领先，商业化潜力大，研发顺利推进，待公司后续创新产品兑现实现扭亏，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进度不及预期，临床结果具备不确定性，市场竞争恶化，以及公司持续亏损带来的经营风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	269.18
一年最低/最高价	200.10/414.02
市净率(倍)	24.11
流通 A 股市值(百万元)	111,137.37
总市值(百万元)	111,137.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.17
资产负债率(%，LF)	58.31
总股本(百万股)	412.87
流通 A 股(百万股)	412.87

相关研究

《百利天恒(688506)：iza-bren 领衔亮相，5 款新药 7 项数据登陆 ASCO》

2026-05-25

《百利天恒(688506)：Iza-bren 首次获 FDA 授予突破性疗法资格，“重磅炸弹”药物初具雏形》

2025-08-19

百利天恒三大财务预测表

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	10,491	9,095	8,373	8,094	营业总收入	2,520	2,035	2,541	3,407
货币资金及交易性金融资产	7,336	5,954	4,772	4,335	营业成本(含金融类)	232	244	262	286
经营性应收款项	234	191	643	785	税金及附加	9	10	13	17
存货	146	176	182	191	销售费用	201	305	381	511
合同资产	0	0	0	0	管理费用	346	204	254	341
其他流动资产	2,774	2,775	2,776	2,783	研发费用	2,514	2,442	2,549	2,724
非流动资产	957	1,094	1,087	1,084	财务费用	(43)	(70)	(28)	7
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	39	61	76	102
固定资产及使用权资产	701	694	671	651	投资净收益	(9)	20	25	34
在建工程	116	133	150	168	公允价值变动	14	0	0	0
无形资产	30	29	27	27	减值损失	(24)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	30	30	30	30	营业利润	(720)	(1,019)	(788)	(342)
其他非流动资产	80	208	208	208	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	11,448	10,189	9,460	9,178	利润总额	(721)	(1,019)	(788)	(342)
流动负债	1,939	2,524	2,662	2,825	减:所得税	332	102	79	103
短期借款及一年内到期的非流动负债	965	1,375	1,375	1,375	净利润	(1,054)	(1,121)	(867)	(445)
经营性应付款项	588	630	684	754	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	7	20	25	34	归属母公司净利润	(1,054)	(1,121)	(867)	(445)
其他流动负债	378	498	577	661	每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.55)	(2.72)	(2.10)	(1.08)
非流动负债	2,886	2,902	2,902	2,902	EBIT	(767)	(1,089)	(816)	(335)
长期借款	2,616	2,616	2,616	2,616	EBITDA	(658)	(938)	(649)	(172)
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	90.78	88.01	89.69	91.61
租赁负债	133	133	133	133	归母净利率(%)	(41.81)	(55.09)	(34.11)	(13.06)
其他非流动负债	138	153	153	153	收入增长率(%)	(56.72)	(19.25)	24.86	34.08
负债合计	4,825	5,426	5,564	5,727	归母净利润增长率(%)	(128.42)	(6.41)	22.68	48.67
归属母公司股东权益	6,623	4,763	3,896	3,451					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	6,623	4,763	3,896	3,451					
负债和股东权益	11,448	10,189	9,460	9,178					

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	(798)	(756)	(962)	(226)	每股净资产(元)	16.04	11.54	9.44	8.36
投资活动现金流	(2,300)	(209)	(135)	(126)	最新发行在外股份(百万股)	413	413	413	413
筹资活动现金流	5,125	(105)	(85)	(85)	ROIC(%)	(13.76)	(12.46)	(10.62)	(5.59)
现金净增加额	1,934	(1,351)	(1,182)	(437)	ROE-摊薄(%)	(15.91)	(23.54)	(22.25)	(12.89)
折旧和摊销	110	151	167	163	资产负债率(%)	42.15	53.25	58.81	62.39
资本开支	(263)	(160)	(160)	(160)	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	-	-	-
营运资本变动	(113)	189	(322)	5	P/B (现价)	16.78	23.33	28.52	32.20

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>