

百利天恒 (688506.SH) 宜泽康商业化元年开启，核心管线进入全球加速期

2026 年 08 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

聂媛媛（分析师）

yuruyi@kysec.cn

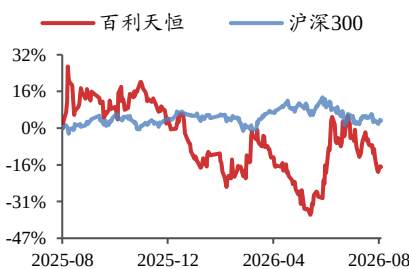
nieyuanyuan@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790526060002

日期	2026/8/28
当前股价(元)	270.83
一年最高最低(元)	200.10
总市值(亿元)	1,118.19
流通市值(亿元)	1,118.19
总股本(亿股)	4.13
流通股本(亿股)	4.13
近 3 个月换手率(%)	42.07

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Iza-bren 商业化在即，多产品将开展全球注册临床——公司信息更新报告》-2026.4.28

● 2026H1 研发投入持续加码，商业化元年正式开启

2026H1 公司实现营业收入 1.87 亿元（同比+9.43%）；归母净利润亏损 16.37 亿元，主要由于公司持续加大创新药研发投入，研发费用同比增长 42.75%至 14.83 亿元，研发投入占收入比例达 791.5%。伴随核心产品宜泽康®于 2026 年 6 月获批上市，公司正式进入创新药商业化阶段；公司已组建超 600 人的专业商业化团队，为产品上市后的市场准入及放量奠定基础。我们上调 2026-2028 盈利预测，预计 2026-2028 年营业收入分别为 24.89/23.81/32.74 亿元（原预计 24.76/22.99/30.76 亿元），PS 分别为 44.9/47.0/34.1 倍，维持“买入”评级。

● 宜泽康®多瘤种临床数据持续验证，商业化及全球化催化密集

核心产品宜泽康®（BL-B01D1/iza-bren）为全球首款获批商业化的 EGFR × HER3 双特异性 ADC，已于 2026 年 6 月获批用于复发/转移性鼻咽癌，并于 7 月获批用于复发/转移性食管鳞癌；同时，公司在 2026 ASCO 公布三阴性乳腺癌及食管鳞癌 III 期积极数据，两项研究均取得 PFS 及 OS 双主要终点阳性结果。当前宜泽康®已在中美开展超 45 项临床试验，覆盖 10 余个实体瘤适应症，并有多项全球关键注册临床推进，包括 4 项全球关键注册临床研究及 2 项 I/II 期临床试验、中国 1 项 NDA 受理及 11 项 III 期临床研究、2 项 II/III 期、21 项 II 期及 4 项 I/II 期临床试验等。后续国内适应症获批、海外上市申报及全球商业化放量有望成为核心催化剂。

● ADC 平台持续扩张，T-Bren 及 DLL3/CLDN18.2 等核心管线进入关键阶段

公司依托 ADC、ARC 及 GNC 三大技术平台，形成较为丰富的创新药梯队。目前公司共有 15 款创新药处于临床阶段，其中 4 款进入 III 期注册临床；T-Bren（HER2 ADC）已开展 18 项国内外临床试验，其中 8 项进入 III 期。BL-M14D1（DLL3 ADC）于 2026 年 6 月获得 FDA III 期临床许可，并已完成联合免疫治疗一线广泛期 SCLC 全球多中心 III 期首例给药。BL-M05D1（CLDN18.2 ADC）国内胃癌/胃食管结合部腺癌适应症已进入 III 期，美国同步开展 I 期。公司有望依托“连接子+毒素”等底层技术平台持续复制创新能力，推动由单一重磅产品向多产品商业化矩阵演进。

● 风险提示：销售不及预期、创新药临床研发失败、核心研发人员流失等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,823	2,520	2,489	2,381	3,274
YOY(%)	936.3	-56.7	-1.2	-4.4	37.5
归母净利润(百万元)	3,708	-1,054	-868	-1,306	-845
YOY(%)	575.0	-128.4	17.6	-50.4	35.3
毛利率(%)	95.5	90.8	90.0	88.0	91.0
净利率(%)	63.7	-41.8	-34.9	-54.9	-25.8
ROE(%)	95.4	-15.9	-15.1	-29.4	-23.5
EPS(摊薄/元)	8.98	-2.55	-2.10	-3.16	-2.05
P/S(倍)	19.2	44.4	44.9	47.0	34.1
P/B(倍)	28.8	16.9	19.4	25.1	31.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6307	10491	8816	7481	6258	营业收入	5823	2520	2489	2381	3274
现金	3220	5177	3589	2065	982	营业成本	264	232	249	286	295
应收票据及应收账款	119	79	108	151	94	营业税金及附加	12	9	5	48	65
其他应收款	34	19	0	16	6	营业费用	215	201	224	262	311
预付账款	82	134	0	119	45	管理费用	190	346	349	405	491
存货	162	146	184	195	196	研发费用	1443	2514	2614	2619	2947
其他流动资产	2690	4935	4935	4935	4935	财务费用	-226	-43	-99	-50	-44
非流动资产	830	957	1020	986	1040	资产减值损失	-19	-27	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	45	39	51	46	45
固定资产	499	559	531	508	497	公允价值变动收益	11	14	6	8	10
无形资产	27	30	28	27	25	投资净收益	19	-9	5	-2	1
其他非流动资产	305	367	460	451	517	资产处置收益	-0	0	0	0	0
资产总计	7137	11448	9836	8468	7298	营业利润	3979	-720	-791	-1138	-737
流动负债	1980	1939	1380	1425	1167	营业外收入	2	3	2	2	2
短期借款	596	100	348	224		营业外支出	2	4	0	0	0
应付票据及应付账款	498	588	607	661	557	利润总额	3978	-721	-789	-1136	-735
其他流动负债	886	1250	425	540	460	所得税	271	332	79	170	110
非流动负债	1271	2886	2702	2595	2528	净利润	3708	-1054	-868	-1306	-845
长期借款	1189	2616	2473	2345	2288	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	82	271	229	250	239	归属母公司净利润	3708	-1054	-868	-1306	-845
负债合计	3251	4825	4081	4020	3695	EBITDA	4068	-610	-740	-1033	-603
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	8.98	-2.55	-2.10	-3.16	-2.05
股本	401	413	413	413	413	主要财务比率					
资本公积	886	4659	4659	4659	4659	成长能力					
留存收益	2599	1545	677	-630	-1475	营业收入(%)	936.3	-56.7	-1.2	-4.4	37.5
归属母公司股东权益	3886	6623	5754	4448	3603	营业利润(%)	617.2	-118.1	-9.9	-43.8	35.2
负债和股东权益	7137	11448	9836	8468	7298	归属于母公司净利润(%)	575.0	-128.4	17.6	-50.4	35.3
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	4059	-798	-952	-1256	-875	毛利率(%)	95.5	90.8	90.0	88.0	91.0
净利润	3708	-1054	-868	-1306	-845	净利率(%)	63.7	-41.8	-34.9	-54.9	-25.8
折旧摊销	71	88	83	91	89	ROE(%)	95.4	-15.9	-15.1	-29.4	-23.5
财务费用	-226	-43	-99	-50	-44	ROIC(%)	62.4	-9.9	-10.3	-17.8	-12.7
投资损失	-19	9	-5	2	-1	偿债能力					
营运资金变动	304	-168	13	-22	-49	资产负债率(%)	45.6	42.1	41.5	47.5	50.6
其他经营现金流	221	368	-76	29	-26	净负债比率(%)	-29.3	-22.2	-9.6	16.6	46.8
投资活动现金流	-2565	-2300	-63	-87	-114	流动比率	3.2	5.4	6.4	5.3	5.4
资本支出	84	264	88	93	121	速动比率	1.7	3.9	4.3	3.1	2.8
长期投资	0	0	0	0	0	营运能力					
其他投资现金流	-2482	-2036	25	6	6	总资产周转率	1.4	0.3	0.2	0.3	0.4
筹资活动现金流	1274	5125	-573	-180	-144	应收账款周转率	56.8	28.9	30.0	20.0	30.0
短期借款	320	-495	248	-124	-74	应付账款周转率	0.8	0.5	0.5	0.6	0.6
长期借款	1006	1427	-143	-128	-57	每股指标(元)					
普通股增加	0	12	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	8.98	-2.55	-2.10	-3.16	-2.05
资本公积增加	27	3774	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	9.83	-1.93	-2.31	-3.04	-2.12
其他筹资现金流	-79	408	-677	71	-13	每股净资产(最新摊薄)	9.41	16.04	13.94	10.77	8.73
现金净增加额	2816	1934	-1589	-1523	-1133	估值比率					
						P/S	19.2	44.4	44.9	47.0	34.1
						P/B	28.8	16.9	19.4	25.1	31.0
						EV/EBITDA	27.2	-177.3	-147.4	-106.9	-184.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn