

百利天恒（688506）

Iza-bren 三期数据亮眼，一线联合拓展持续推进

买入（维持）

2026 年 10 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	2,335	2,541	3,407
同比（%）	936.31	(56.72)	(7.35)	8.82	34.08
归母净利润（百万元）	3,707.50	(1,053.62)	(1,062.48)	(851.12)	(419.91)
同比（%）	575.02	(128.42)	(0.84)	19.89	50.66
EPS-最新摊薄（元/股）	8.98	(2.55)	(2.57)	(2.06)	(1.02)
P/E（现价&最新摊薄）	28.23	-	-	-	-

投资要点

■ **事件：**10 月 23 日至 26 日，百利天恒伦康依隆妥单抗（iza-bren/BL-B01D1）四项研究亮相 2026 年 ESMO 大会。其中，EGFR-TKI 进展后非鳞状 NSCLC 的 PANKU-Lung01、HR+/HER2-乳腺癌的 PANKU-Breast01 两项 III 期研究入选 LBA，后者同步发表于《柳叶刀》；同时公布联合奥希替尼一线治疗 EGFR 突变 NSCLC 的长期随访结果，以及联合帕博利珠单抗一线治疗头颈鳞癌的 II 期数据。

■ **PANKU-Lung01：mPFS 达 11.14 个月，强化 EGFR-TKI 进展后肺癌治疗竞争力。**研究实验组和含铂化疗组分别有 216 例、206 例患者接受治疗，PFS 中位随访分别为 14.6、15.2 个月，mPFS 为 11.14 vs 5.65 个月，疾病进展或死亡风险降低 60%（HR=0.40，P<0.0001）；cORR 为 60.2% vs 34.5%，mDOR 为 10.45 vs 5.68 个月。OS 尚未成熟，已观察到获益趋势（HR=0.66）。实验组因 TRAE 停药比例为 1.9%，经裁定的 ILD 发生率为 0.9%。显著的 PFS 及缓解率优势进一步验证双抗 ADC 在 EGFR-TKI 耐药人群中的治疗价值，有望成为该人群新的治疗选择，后续关注 OS 获益转化。

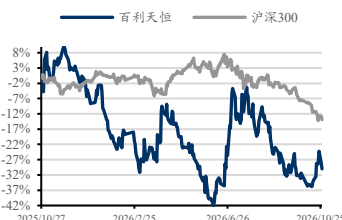
■ **PANKU-Breast01：PFS 及缓解率较化疗翻倍，拓展乳腺癌后线治疗空间。**研究共纳入 383 例既往接受内分泌治疗及 1-2 线化疗的 HR+/HER2-晚期乳腺癌患者，中位随访 17.8 个月，实验组 vs 研究者选择化疗组，mPFS 为 8.2 vs 4.0 个月，疾病进展或死亡风险降低 59%（HR=0.41）；cORR 为 40.5% vs 20.2%，mDOR 为 6.9 vs 4.2 个月，各 HER2 表达亚组均观察到一致的 PFS 获益。安全性方面，TRAE 以血液学毒性为主，ILD 发生率为 1.1%，均为 1-2 级。

■ **一线联合治疗持续拓展，肺癌及头颈鳞癌展现积极疗效。**iza-bren 联合奥希替尼治疗 EGFR 突变 NSCLC 的 II 期研究中，2.5 mg/kg 队列 40 例患者 ORR 达 100%，cORR 为 97.5%，治疗持续时间中位数达 20.3 个月，mDOR 及 mPFS 均未达到；联合帕博利珠单抗一线治疗头颈鳞癌的 II 期研究中，2.5 mg/kg 组中位随访 16.6 个月，ORR 为 57.9%，cORR 为 47.4%，mDOR 为 13.6 个月，mPFS 为 8.5 个月，mOS 尚未达到。两项研究不良反应均以血液学毒性为主。我们认为，两项研究分别探索了 iza-bren 与靶向、免疫治疗的联用潜力，推动其从后线单药向一线联合延伸。

■ **盈利预测与投资评级：**iza-bren 三期数据进一步验证临床价值，由于公司已收到第二笔与 BMS 合作的里程碑费用，我们将 26-28 年公司营收预测从 20.35/25.41/34.07 亿元上调至 23.35/25.41/34.07 亿元，将 26-28 年归母净利润从-11.21/-8.67/-4.45 亿元上调至-10.62/-8.51/-4.20 亿元。我们认为随着 iza-bren 上市后的商业化放量，盈利有望改善，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)	247.00
一年最低/最高价	200.10/404.00
市净率(倍)	22.12
流通 A 股市值(百万元)	101,979.83
总市值(百万元)	101,979.83

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)：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》

2026-08-28

《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	9,160	8,447	8,193	营业总收入	2,520	2,335	2,541	3,407
货币资金及交易性金融资产	7,336	6,006	4,846	4,434	营业成本(含金融类)	232	244	262	286
经营性应收款项	234	200	643	785	税金及附加	9	12	13	17
存货	146	176	182	191	销售费用	201	280	381	511
合同资产	0	0	0	0	管理费用	346	234	241	324
其他流动资产	2,774	2,778	2,776	2,783	研发费用	2,514	2,685	2,549	2,724
非流动资产	957	1,094	1,087	1,084	财务费用	(43)	(70)	(30)	5
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)	23	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)	(966)	(774)	(323)
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	10,254	9,534	9,277	利润总额	(721)	(966)	(774)	(323)
流动负债	1,939	2,530	2,662	2,825	减:所得税	332	97	77	97
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)	(1,062)	(851)	(420)
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	23	25	34	归属母公司净利润	(1,054)	(1,062)	(851)	(420)
其他流动负债	378	501	577	661	每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.55)	(2.57)	(2.06)	(1.02)
非流动负债	2,886	2,902	2,902	2,902	EBIT	(767)	(1,036)	(804)	(318)
长期借款	2,616	2,616	2,616	2,616	EBITDA	(658)	(884)	(637)	(155)
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	90.78	89.55	89.69	91.61
租赁负债	133	133	133	133	归母净利率(%)	(41.81)	(45.50)	(33.50)	(12.32)
其他非流动负债	138	153	153	153	收入增长率(%)	(56.72)	(7.35)	8.82	34.08
负债合计	4,825	5,432	5,564	5,727	归母净利润增长率(%)	(128.42)	(0.84)	19.89	50.66
归属母公司股东权益	6,623	4,822	3,971	3,551					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	6,623	4,822	3,971	3,551					
负债和股东权益	11,448	10,254	9,534	9,277					

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)	(707)	(939)	(201)	每股净资产(元)	16.04	11.68	9.62	8.60
投资活动现金流	(2,300)	(206)	(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)	(11.82)	(10.38)	(5.25)
现金净增加额	1,934	(1,299)	(1,159)	(412)	ROE-摊薄(%)	(15.91)	(22.04)	(21.44)	(11.83)
折旧和摊销	110	151	167	163	资产负债率(%)	42.15	52.98	58.35	61.73
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)	182	(315)	5	P/B (现价)	15.80	21.71	26.36	29.48

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>