仅供内部参考，请勿外传

一体化全球平台成型，盈利拐点确认与多管线兑现

相关研究：

1.《百济神州 688235.SH-泽布替尼放量驱动多品种接力，规模效应释放上调全年指引》 2026.09.14

公司评级：买入（维持）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-4.2	20.0	-12.1
绝对收益	-7.5	11.2	-14.5

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 蒋栋
证书编号： S0500521050001
Tel： (8621)50295368
Email： jiangdong@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ **一体化全球平台成型，盈利拐点完成两级跳**

根据 Wind 数据，2025 年公司首次实现全年盈利（总收入 382.25 亿元、+40.5%，归母净利 14.61 亿元）；2026H1 总收入 222.20 亿元（+26.8%）、归母净利 32.71 亿元，半年利润已达 2025 年全年的约 2.2 倍。毛利率由 2025 年 87.6%升至 2026H1 的 89.5%，费用率持续下行、经营杠杆释放，2026 年收入指引上调至 66–68 亿美元、GAAP 经营利润指引上调至 10–11 亿美元。

❑ **血液瘤：泽布替尼从“高增长单品”到“全球 BTK 龙头”的地位跃迁**

➢ **代际切换由泽布替尼主导，而非行业自然扩容。**根据公司 2025 年全年业绩公告、阿斯利康年报和 PW Consulting 数据，2020–2025 年泽布替尼全球销售额从约 0.4 亿美元升至 39.3 亿美元，伊布替尼同期从 94.4 亿美元降至 52.0 亿美元；2025Q4 泽布替尼单季销售额即超越伊布替尼与阿卡替尼。第一代 BTK 因安全性缺陷退出主流，阿卡替尼未能阻挡处方向泽布替尼倾斜。

➢ **美国登顶后进入第二增长极，全球份额提升尚未结束。**根据公司 2025 年业绩快报和 2026 年中报数据，2025 年泽布替尼美国区域销售额 202.06 亿元（+45.5%），欧洲 42.65 亿元（+66.4%，2026H1 增速仍达 41.9%）；其他海外市场 2025 年收入同比翻倍、2026H1 再增 87.3%，为增速最快区域。欧洲与新兴市场合计收入占比已由 2024 年约 26.4%提升至 2026H1 约 29.4%，渗透率仍处低位。增长驱动已从“获批红利”切换为“临床地位提升+跨区域放量”。

❑ **索托克拉与 CDAC 平台推动血液瘤升级为“疾病版图卡位”**

➢ **CLL 全病程方案独家卡位。**根据公司 2026 年中报业绩演示材料，公司是全球唯一在 CLL 三大关键机制上同时拥有三款同类最佳或潜在同类最佳产品的企业——BTK 抑制剂（百悦泽）、BCL2 抑制剂（索托克拉）、BTK CDAC，掌握一线入口即掌握后续治疗生态。

➢ **索托克拉定位下一代同类最佳 BCL2。**根据公司 2026 年研发日材料，索托克拉较维奈克拉更强效、选择性更高（IC_{50} 0.014 nM vs 0.20 nM；对 BCL-xL 选择性 2000X vs 325X）；目前，泽布替尼+索托克拉对比 AV 方案的一线 CLL III 期已启动。根据麓鹏医药招股书，预计全球 BCL2 市场将由 2025 年的 28 亿美元增至 2035 年的 139 亿美元（2026–2030 年 CAGR 23.9%），BCL2 未来潜力大。

➢ **BTK CDAC 补全“大 BTK”战略闭环。**根据公司 2026 年研发日材料，BGB-16673 可降解野生型及多种突变型 BTK，CaDAnCe-303 中国 III 期已完成末例患者入组，有望 2026 年下半年递交 R/R CLL 加速批准申请。根据公司 2026 年半年报数据，全球 BTK 耐药后市场 2028 年将达约 28 亿美元。CDAC 平台一旦临床验证，可快速复制至

仅供内部参考，请勿外传

EGFR、CDK2、IRAK4 等靶点，血液瘤方法论向实体瘤外溢。

❑ 实体瘤：五大项目从“快速概念验证”切换到“可复制注册推进”

- **五大实体瘤项目完成概念验证。**根据公司 2026 年半年报，CDK4 抑制剂（BGB-43395）、B7-H4 ADC（BG-C9074）、GPC3×4-1BB 双抗（BGB-B2033）、PRMT5 抑制剂（BGB-58067）、CEA ADC（BG-C477）五个项目完成概念验证，从首次人体试验推进到关键性研究仅需约两年半，平台产出差异化分子的可复制闭环正在兑现。
- **第一梯队 2026 年即可见到注册化动作。**根据公司 2026 年中报业绩演示材料，CDK4 一线 HR+/HER2−乳腺癌全球 III 期已启动；B7-H4 ADC 与 GPC3×4-1BB 预计 2026H2 分别启动一线卵巢癌维持治疗 3 期临床实验、二线肝癌 III 期（后者中国注册性队列已完成入组）；第二梯队 PRMT 与 CEA ADC 将于 2026H2 读出更完整概念验证数据、预计 2027 年向 III 期迈进。
- **替雷利珠单抗提供现成的全球商业化基础设施。**根据公司 2026 年半年报，2026H1 全球收入 29.84 亿元（+12.90%），新管线可直接在既有网络上叠加商业化——前端现金牛对后端管线的渠道反哺。

❑ 投资建议

百济神州已完成从研发投入期到盈利兑现期的跨越，“前端血液瘤基本盘+后端实体瘤管线”的成长逻辑清晰：泽布替尼全球份额登顶并进入欧洲接力放量期，索托克拉与 BTK CDAC 承接纵深，实体瘤五大项目概念验证兑现、注册研究密集启动，全年指引两度上调，业绩高增长将逐步消化估值。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 460.67/554.77/632.39 亿元，归母净利润分别为 60.34/91.31/114.94 亿元（维持此前盈利预测），对应 EPS 分别为 3.91/5.92/7.45 元，对应 PE 分别为 65.95/43.58/34.62X，维持“买入”评级。

❑ 风险提示

研发与产品注册进展不及预期；核心产品依赖与竞争加剧风险；药价政策与市场准入风险；行业竞争与宏观环境风险。

财务预测	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	38225	46067	55477	63239
同比	40.5%	20.5%	20.4%	14.0%
归母净利（百万元）	1461	6034	9131	11494
同比	129.3%	313.1%	51.3%	25.9%
毛利率	87.6%	89.6%	89.6%	89.6%
ROE	4.8%	16.5%	19.9%	20.1%
每股收益（元）	0.95	3.91	5.92	7.45
PE	272.44	65.95	43.58	34.62
EV/EBITDA	99.59	37.49	26.40	21.09

资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 公司基本情况.....1
1.1 盈利周期里程碑跨越.....1
1.2 公司概况：一体化平台与管线全景.....2
2 泽布替尼构筑血液瘤龙头地位.....5
2.1 从“高增长单品”到“全球 BTK 龙头”：泽布替尼已完成商业地位跃迁.....5
2.2 美国市场率先登顶：主导 BTK 代际切换.....8
2.3 欧洲和新兴市场仍在爬坡，全球份额提升尚未结束.....9
2.4 代际更替的本质：从伊布替尼替代，走向治疗范式重塑.....10
2.5 单品到血液瘤：索托克拉与 CDAC 平台承接纵深.....11
3 实体瘤管线：从概念验证到注册临床的加速切换.....15
3.1 替雷利珠单抗的全球铺路价值：实体瘤管线商业化落地的先行基础设施.....15
3.2 实体瘤：第一梯队注册推进，第二梯队数据催化.....15
4 核心假设.....16
5 投资建议.....17
6 风险提示.....18

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1 百济神州近年营收情况 1
图 2 百济神州近年归母净利情况 1
图 3 2020-2026H1 公司销售毛利率及销售净利率情况 2
图 4 2020-2026H1 公司费用率情况 2
图 5 多元化药物发现技术平台与三大重点研究领域 2
图 6 分季度公司主要产品营收 4
图 7 百济神州研发管线全景（截至 2026 年 8 月 3 日） 4
图 8 百济神州血液瘤三大基石产品组合 5
图 9 百济神州聚焦三大优先疾病领域 5
图 10 BTK 抑制剂通路 6
图 11 全球 BTK 抑制剂市场规模及预测 6
图 12 2023Q1-2026Q2 泽布替尼分区域销售额（美元） 7
图 13 2023-2026H1 泽布替尼分地区销售额及增长 7
图 14 全球主要 BTK 抑制剂销售额（美元）变化 9
图 15 百悦泽已迅速成为全球领先的 BTK 抑制剂 9
图 16 百悦泽凭借其强效性和优异的 PK，是唯一一款可诱导完全且持续 BTK 抑制的 BTK 抑制剂 10
图 17 百济神州是全球唯一在 CLL 领域拥有三款同类最佳产品的公司 11
图 18 百济神州 CLL 产品开发策略 12
图 19 BTK 抑制剂与 BCL2 抑制剂的协同作用机制 12
图 20 全球 BCL2 抑制剂药物市场的增长态势 13
图 21 索托克拉与维奈克拉效果对比 14
图 22 CDAC 相较于小分子抑制剂的优势 14
图 23 替雷利珠单抗全球销售 15
图 24 五个实体瘤项目已完成概念验证，进入关键性临床试验阶段 16

表 1 百济神州主要商业化产品与全球权益（截至 2026 年 8 月 26 日） 3
表 2 全球已获批的 10 款 BTK 抑制剂情况 7
表 3 三代 BTK 抑制剂对比情况 8
表 4 泽布替尼各区域销售额情况 9
表 5 泽布替尼销售峰值 11
表 6 已获批 BCL2 抑制剂情况 13
表 7 五款完成概念验证推进到临床的实体瘤项目 16
表 8 百济神州核心财务预测 17

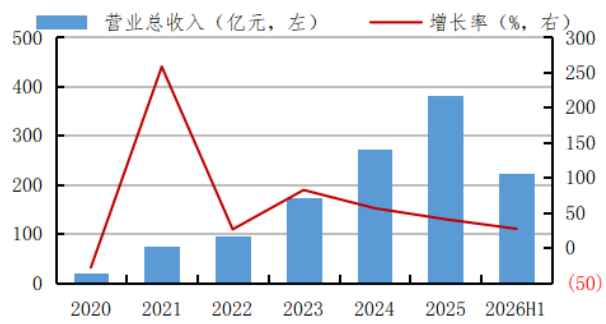
仅供内部参考，请勿外传

1 公司基本情况

1.1 盈利周期里程碑跨越

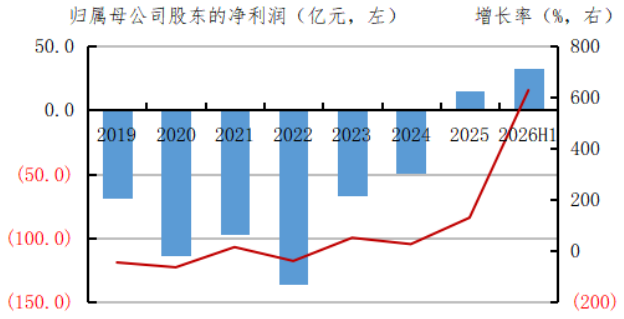
百济神州盈利拐点已完成两级跳。2025 年首次全年盈利（总收入 382.25 亿元、+40.46%，归母净利 14.61 亿元）；2026 年斜率变陡，2026H1 总收入 222.20 亿元(+26.84%)、归母净利 32.71 亿元(+627.15%)，半年利润已达 2025 年全年的 2.2 倍。根据公司业绩演示材料，**2026 年收入指引由 63–65 亿美元上调至 66–68 亿美元，GAAP 经营利润指引由 7.5–8.5 亿美元上调至 10–11 亿美元。**

图 1 百济神州近年营收情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 百济神州近年归母净利情况



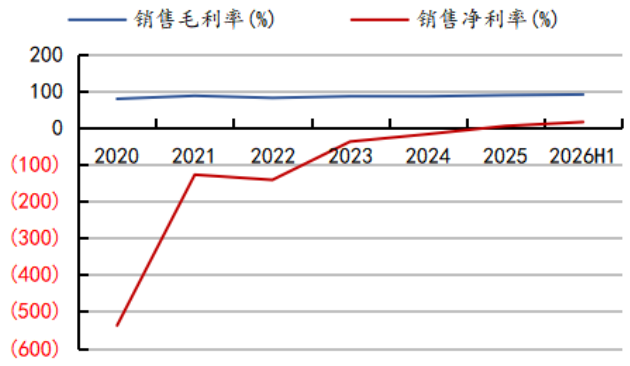
资料来源：Wind、湘财证券研究所

公司盈利建立在核心产品持续放量、毛利率系统抬升、费用率持续下行、经营杠杆释放四重基础之上。2025 年公司毛利率 87.61%，比 2024 年提升 3.17pct，2026H1 为 89.45%；2025 年销售净利率为 3.82%,较 2024 年提升 22.11pct，2026H1 为 14.72%。判断高毛利的泽布替尼占比持续提升以及产能利用率提升摊薄单位制造成本是毛利率不断提升的关键因素。

三费费率全线大幅压降，经营杠杆的持续释放是盈利“三年三台阶”的直接推手。公司销售费用率从 2020 年的高位持续降至 2025 年的 27.7%，2026H1 进一步下探；管理费用率由 2020 年的 72.9%降至 2025 年的 11.4%；研发费用率由 2020 年的 421.8%，降至 2025 年的 40.6%。公司费用率的大幅下降使得盈利弹性呈“三年三台阶”释放：2024 年是亏损大幅收窄之年，2025 年是盈利首次确立之年，2026 年则是盈利斜率显著变陡之年。

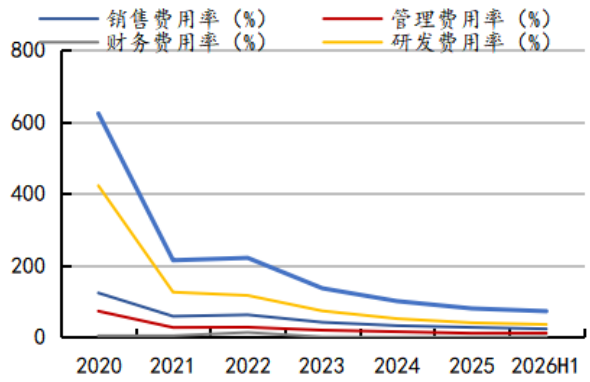
仅供内部参考，请勿外传

图 3 2020-2026H1 公司销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2020-2026H1 公司费用率情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.2 公司概况：一体化平台与管线全景

根据公司企业宣传材料，公司成立于 2010 年，用 16 年建成覆盖临床前研究、全球临床试验运营、自主规模化生产与商业化的全方位一体化全球平台，超万名员工分布于美国、中国及欧洲，并在纳斯达克、港交所、上交所科创板三地上市。研发端，公司拥有业内规模领先的肿瘤专属研发团队（超 1,200 名科研人员）和完整的临床前研究体系，覆盖药物化学、发现生物学、生物药与转化医学，目前公司已覆盖血液瘤、实体瘤、免疫与炎症三大领域，布局了单抗、双抗、多抗、CDAC、ADC、细胞疗法等诸多前沿技术。

图 5 多元化药物发现技术平台与三大重点研究领域



资料来源：百济神州企业宣传册、湘财证券研究所

百济神州已形成由 17 款自主研发与合作商业化产品组成的肿瘤药物矩阵。自研与合作双轮驱动，截至 2026 年 8 月末，自主研发/合作商业化产品达 17 个，重点合作伙伴包括安进、诺华等。其中自研 BTK 抑制剂百悦泽（泽布替尼）为绝对主力，全球超 80 个市场获批。PD-1 抑制剂百泽安（替雷利珠单

仅供内部参考，请勿外传

抗）是国内获批适应症最多的免疫检查点抑制剂之一，在 50 余个市场获批。BCL2 抑制剂百悦达（索托克拉）已在中国和美国获批，用于复发难治套细胞淋巴瘤及慢淋/小淋，提供新的联合治疗增量。合作引进产品方面，安进系安加维、倍利妥、凯洛斯、普贝希等在国内商业化；另有百赫安（HER2 双抗）、萨温珂、凯泽百等覆盖胆道癌、Castleman 病及神经母细胞瘤。

表 1 百济神州主要商业化产品与全球权益（截至 2026 年 8 月 26 日）

产品	作用机制	药政批准状态	商业化权利	合作方
百悦泽®（泽布替尼）	BTK 抑制剂	在超过 80 个市场获批，包括美国、欧盟、中国、日本和其他市场	全球	N/A
百泽安®（替雷利珠单抗）	抗 PD-1 抗体	在超过 50 个市场获批，包括美国、欧盟、中国、日本和其他市场	全球	N/A
百悦达®（索托克拉）	BCL2 抑制剂	美国、中国已获批	全球	N/A
安泰适®（塔拉妥单抗）[1]	靶向 DLL3 和 CD3 的双特异性 T 细胞衔接器抗体	美国、中国已获批	中国大陆	安进
安加维®（地舒单抗）	抗 RANK 配体抗体	中国已获批	中国大陆	安进
倍利妥®（贝林妥欧单抗）	靶向 CD19 和 CD3 的双特异性 T 细胞衔接器抗体	中国已获批	中国大陆	安进
凯洛斯®（卡非佐米）	蛋白酶体抑制剂	中国已获批	中国大陆	安进
百赫安®（泽尼达妥单抗）	抗 HER-2 双特异性抗体	美国、欧盟、中国和加拿大等市场已获批	亚洲（不包括日本和印度）、澳大利亚、新西兰	Jazz Zymeworks
萨温珂®（司妥昔单抗）	IL-6 拮抗剂	中国已获批	大中华区	Recordati
凯泽百®（达妥昔单抗）	抗 GD2 抗体	中国已获批	中国大陆	Recordati
普贝希®（安维汀生物类似药）	抗 VEGF 抗体	中国已获批	大中华区	百奥泰
百拓维®（注射用戈舍瑞林微球）	GnRH 激动剂	中国已获批	中国大陆	绿叶制药
泰菲乐®（达拉非尼）	BRAF 抑制剂	中国已获批	中国广阔市场[2]	诺华
迈吉宁®（曲美替尼）	MEK 抑制剂	中国已获批	中国广阔市场[2]	诺华
维全特®（培唑帕尼）	VEGFR 抑制剂	中国已获批	中国广阔市场[2]	诺华
飞尼妥®（依维莫司）	mTOR 抑制剂	中国已获批	中国广阔市场[2]	诺华
赞可达®（塞瑞替尼）	ALK 抑制剂	中国已获批	中国广阔市场[2]	诺华

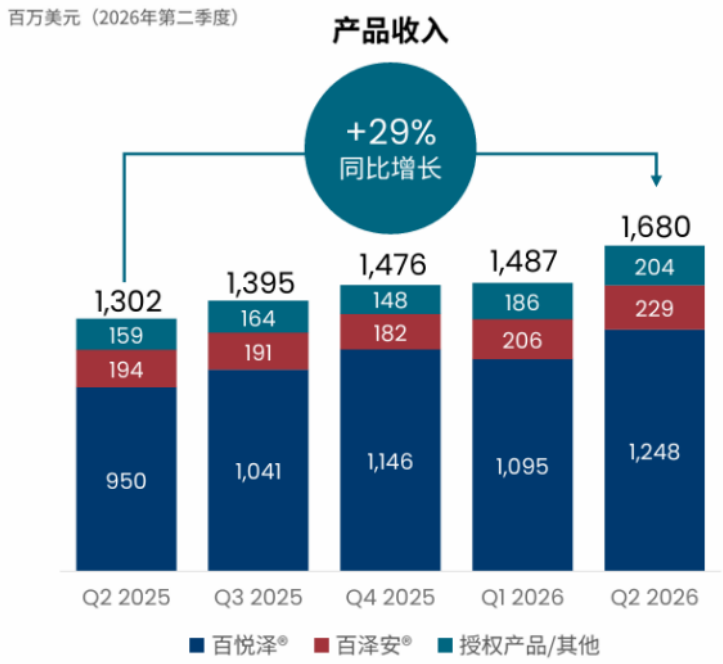
资料来源：百济神州 2026 年半年报、湘财证券研究所

产品收入当前高度集中于百悦泽（泽布替尼）且增长稳健。2026 年 Q2 百悦泽销售收入占产品总收入的 74.3%，百泽安占产品总收入的 13.6%，授权产品/其他占比 12.1%。2026Q2 整体产品收入同比+29.0%（泽布替尼+31.4%、百泽安+18.0%、授权品种及其他+28.3%）。泽布替尼的强势放量为后端管线研发

仅供内部参考，请勿外传

提了供充足现金流。

图 6 分季度公司主要产品营收



资料来源：百济神州 2026 年中报业绩演示材料、湘财证券研究所

整体管线覆盖血液瘤与实体瘤、贯穿早期探索至全球注册，并向免疫与炎症延伸。后期以泽布替尼、替雷利珠单抗为基石拓展全球适应症，泽尼达妥单抗、BGB-43395、齐培安妥分别卡位胆道癌、乳腺癌与小细胞肺癌；中期推进索托克拉与 CD3 双抗系列；早期布局 BGB-16673、EGFR×MET、CEA ADC 等。整体按血液瘤基本盘、纵深品种、实体瘤三步展开。

图 7 百济神州研发管线全景（截至 2026 年 8 月 3 日）

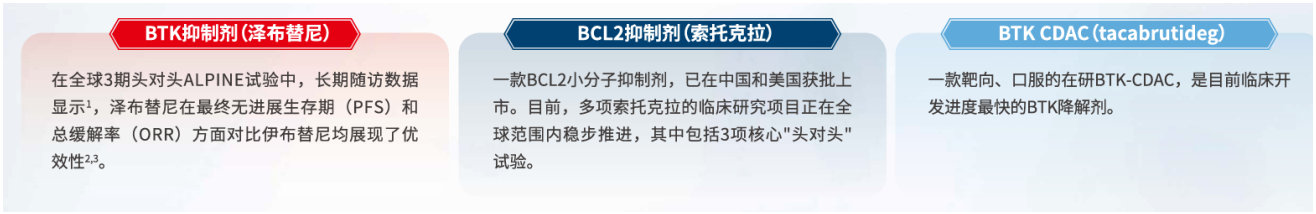


资料来源：公司官网、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

血液瘤方面，公司已构建差异化自研组合。BTK 抑制剂百悦泽（同类最佳）、BCL2 抑制剂百悦达（已在中美获批）与 BTK CDAC tacabrutideg（开发后期），三款基石产品覆盖 CLL 全程治疗，构成全球最完整的 CLL 产品矩阵。

图 8 百济神州血液瘤三大基石产品组合



资料来源：百济神州企业宣传册、湘财证券研究所

实体瘤方面，公司聚焦乳腺癌/妇科癌症、肺癌、胃肠道癌三大高发领域，已有 5 个项目完成概念验证（CDK4 抑制剂、B7-H4 ADC、GPC3×4-1BB、PRMT5 抑制剂、CEA ADC），多款早期产品稳步推进。

图 9 百济神州聚焦三大优先疾病领域



资料来源：百济神州企业宣传册、湘财证券研究所

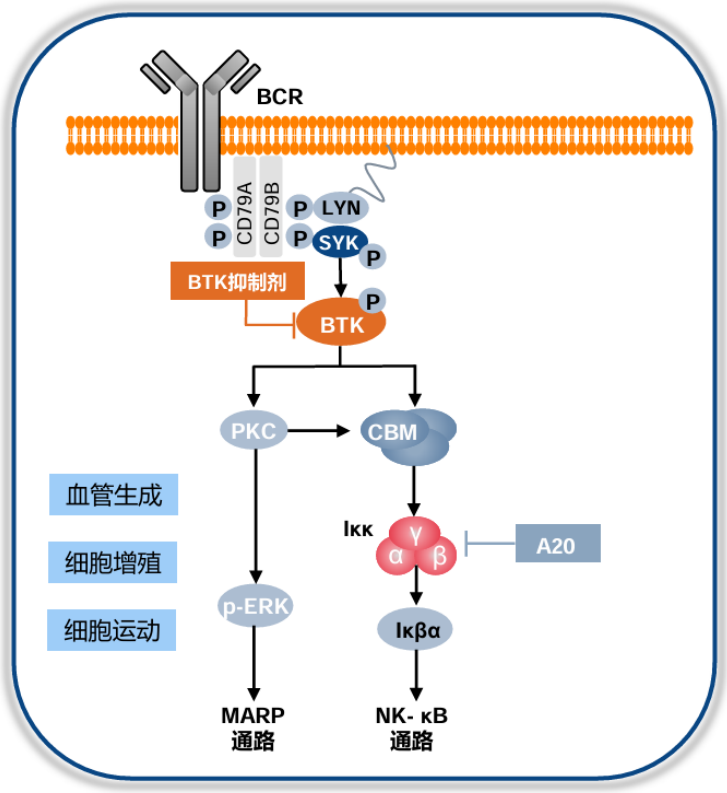
2 泽布替尼构筑血液瘤龙头地位

2.1 从“高增长单品”到“全球 BTK 龙头”：泽布替尼已完成商业地位跃迁

BTK 靶点机制明确、临床验证充分，是百济神州全球突破的战略入口。BTK 是 BCR 信号通路的核心节点，对 B 细胞增殖、生存、分化与激活起决定性作用。配体激活后，BTK 被募集至细胞膜内表面活化，调控 NF-κB 等下游信号通路。B 细胞恶性肿瘤中 BTK 异常活跃，持续驱动肿瘤细胞生长与迁移，因此 BTK 成为 CLL、NHL、MCL 等的重要治疗靶点。BTK 抑制剂能与 BTK 结合，抑制其自身磷酸化，阻断信号传导并诱导细胞凋亡，从而抑制 B 细胞肿瘤发展。凭借高特异性，BTK 抑制剂有效阻断下游 NF-κB 通路，抑制 B 细胞过度增殖，在机制上为靶向治疗提供明确依据。

仅供内部参考，请勿外传

图 10 BTK 抑制剂通路

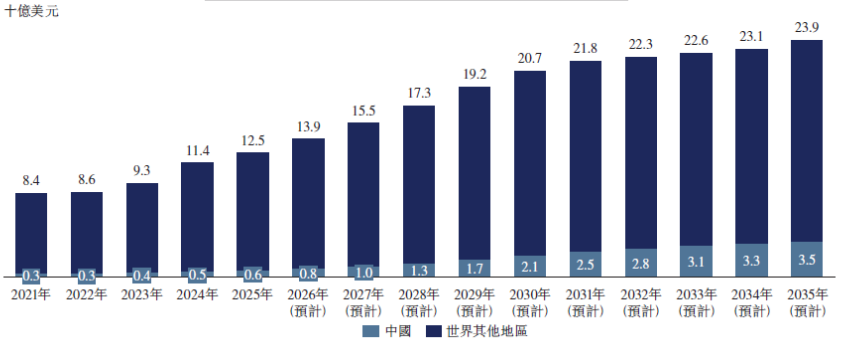


资料来源：弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

根据邦顺制药招股书援引弗若斯特沙利文预测，全球 BTK 抑制剂市场将由 2025 年的 125 亿美元增至 2030 年的 207 亿美元（CAGR 10.7%），自免适应症将进一步打开天花板。

图 11 全球 BTK 抑制剂市场规模及预测

期間	複合年增長率	
	中國	全球
2021年至2025年	20.6%	10.5%
2025年至2030年（預計）	28.3%	10.7%
2030年（預計）至2035年（預計）	11.0%	2.9%



资料来源：邦顺制药招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

竞争加剧但蛋糕变大——真正受益的是拥有头对头优效数据的头部产品。自 2013 年伊布替尼获批以来，全球已有 10 款 BTK 抑制剂上市，适应症仍以肿瘤为主；2025 年赛诺菲、诺华产品先后获批自免适应症。

仅供内部参考，请勿外传

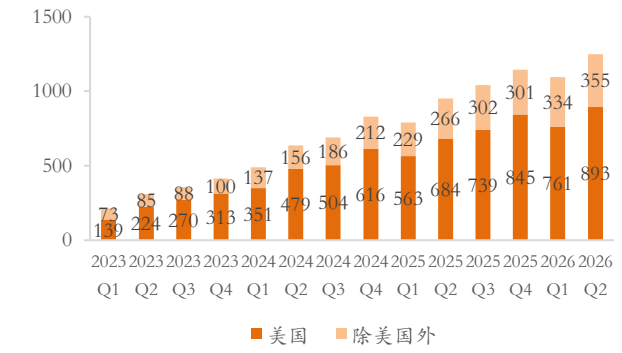
表 2 全球已获批的 10 款 BTK 抑制剂情况

药品成分	研发机构 / 所属集团	首次获批时间	代表性获批适应症	主要获批地区
伊布替尼 (Ibrutinib)	强生、艾伯维	2013/11/13	CLL/SLL、MCL、WM、cGVHD	美国、EMA、中国内地、日本
阿卡替尼 (Acalabrutinib)	阿斯利康	2017/10/31	MCL、CLL/SLL	美国、EMA、中国内地、日本
泽布替尼 (Zanubrutinib)	百济神州	2019/11/14	MCL、CLL/SLL、WM、MZL、FL	美国、中国内地、EMA、日本
替拉鲁替尼 (Tirabrutinib)	小野制药、吉利德	2020/3/25	中枢神经系统淋巴瘤、WM	日本、韩国、中国台湾
奥布替尼 (Orelabrutinib)	诺诚健华	2020/12/25	MCL、CLL/SLL、MZL	中国内地、新加坡
匹妥布替尼 (Pirtobrutinib)	礼来	2023/1/27	MCL、CLL/SLL	美国、EMA、中国内地、日本
利扎布替尼（Rilzabrutinib）	赛诺菲	2025/6/30	免疫性血小板减少症 (ITP)	美国、EMA、日本
瑞米布替尼 (Remibrutinib)	诺华	2025/9/30	慢性自发性荨麻疹 (CSU)	美国、中国内地、EMA、日本
托莱布替尼（Tolebrutinib）	赛诺菲	2026/6/19	多发性硬化 (MS)	EMA
洛布替尼 (Lobrutinib)	麓鹏制药、翰森制药	2026/6/3	套细胞淋巴瘤 (MCL)	中国内地

资料来源：丁香园 Insight 数据库、湘财证券研究所

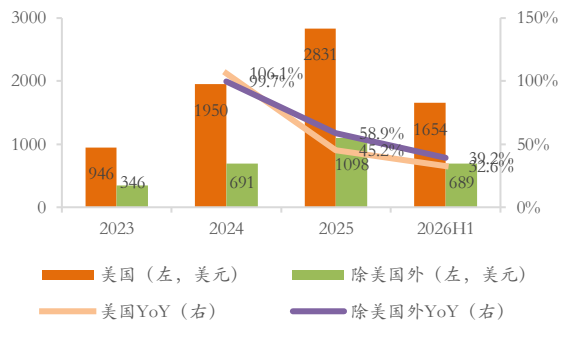
泽布替尼增长驱动已从“获批红利”切换为“临床地位提升+跨区域放量”。2025 年，百悦泽®全球销售额达 39.29 亿美元，同比增长 48.8%，延续高增态势。从收入结构看，美国市场贡献 28.31 亿美元（占比约 72%），除美国外其他地区贡献 10.98 亿美元（占比约 28%）；全年季度收入逐季攀升，Q4 单季收入首次站上 11 亿美元，规模效应与商业化壁垒持续强化。展望后续，泽布替尼在美国 CLL 一线治疗的渗透深化、海外新兴市场放量，以及新增适应症的陆续落地，将共同支撑其中长期增长动能，商业化天花板有望进一步抬升。

图 12 2023Q1-2026Q2 泽布替尼分区域销售额(美元)



资料来源：百济神州 2026 年中报业绩演示材料、湘财证券研究所

图 13 2023-2026H1 泽布替尼分地区销售额及增长



资料来源：百济神州 2026 年中报业绩演示材料、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2 美国市场率先登顶：主导 BTK 代际切换

BTK 抑制剂目前已发展至三代。第一代以伊布替尼为代表，2013 年获批，能有效抑制 BTK 活性，用于多种 B 细胞肿瘤，但存在原发及获得性耐药问题，并可能引发出血、心脏毒性和感染等不良反应。第二代主要为泽布替尼、阿卡替尼和奥布替尼，通过结构优化减少脱靶效应，提升安全性和耐受性。其中泽布替尼强效且副作用较小，阿卡替尼为不可逆 BTK 抑制剂，奥布替尼选择性高，整体疗效和安全性均优于一代。第三代以匹妥布替尼（吡托布鲁替尼）为代表，采用非共价结合机制，与 BTK 的 ATP 结合位点可逆结合，有望克服共价 BTK 抑制剂的耐药难题，出血风险相对较低，常见副作用包括低血压、腹泻、恶心等，总体较轻微。总体来看，三代 BTK 抑制剂沿着“更强效、更安全、能克服耐药”的方向持续进化，为淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病等患者提供了更多治疗选择。

表 3 三代 BTK 抑制剂对比情况

发展历程	具体介绍	代表产品	具体介绍	首次上市时间	副作用
第一代	能够与 BTK 紧密结合，有效抑制癌细胞生长，并已被批准用于多种癌症治疗。	伊布替尼	能精准干扰肿瘤细胞的生长信号传递。	2013 年	存在原发性固有耐药和获得性耐药问题，并可能导致出血、心脏问题和感染等不良反应。
第二代	减少了脱靶效应，从而提高了安全性和疗效。	泽布替尼	展现了对癌细胞强效抑制作用，副作用较小。	2019 年	常见副作用包括感染风险增加、血液系统异常、消化道不适等
	减少了脱靶效应，从而提高了安全性和疗效。	阿卡替尼	一种不可逆的 BTK 抑制剂。	2017 年	头痛、腹泻、疲劳、肌肉或关节疼痛、贫血、血小板减少、中性粒细胞减少、恶心、皮疹等。
	减少了脱靶效应，从而提高了安全性和疗效。	奥布替尼	表现出强大的效力和高准确性，在治疗某些癌症患者时显示出良好的效果和较高的安全性。	2020 年	感染性肺炎、血小板减少症、贫血、肺部炎症、疱疹病毒感染、出血等。
第三代	有望提高疗效、解决耐药问题和减少副作用。	匹妥布替尼	副作用相对于传统化疗药物来说通常较为轻微。一种高选择性的 BTK 抑制剂，其独特之处在于它采用非共价结合机制，与 BTK 的 ATP 结合位点结合，从而抑制 BTK 的活性。	2023 年	轻度的头痛、恶心、乏力等症状。低血压、腹泻、呕吐、恶心和鼻出血，出血风险相对较低。

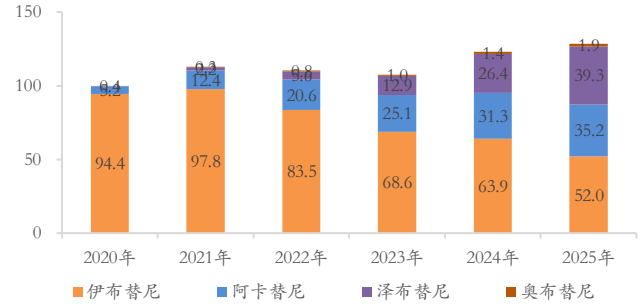
资料来源：智研咨询、湘财证券研究所

份额数据是代际切换最直观的证据。 2020—2025 年，泽布替尼全球销售额从约 0.4 亿美元飙升至 39.3 亿美元，伊布替尼从 94.4 亿美元降至 52.0 亿美元，阿卡替尼从 5.2 亿美元升至 35.2 亿美元，奥布替尼从零起步至 1.9 亿美元。这不是行业自然扩容，而是泽布替尼对伊布替尼的直接替代——第一代 BTK 因安全性缺陷退出主流，而阿卡替尼未能阻挡处方向泽布替尼倾斜。从

仅供内部参考，请勿外传

单季销售看，泽布替尼 2025 年 Q4 全球单季销售额即超越伊布替尼与阿卡替尼。

图 14 全球主要 BTK 抑制剂销售额（美元）变化



资料来源：PW Consulting、阿斯利康 2025 年年报、诺诚健华 2025 年年报、百济神州 2025 年全年业绩公告、湘财证券研究所

图 15 百悦泽已迅速成为全球领先的 BTK 抑制剂



资料来源：百济神州 2025 年第四季度和全年业绩业绩演示材料、湘财证券研究所

2.3 欧洲和新兴市场仍在爬坡，全球份额提升尚未结束

从区域结构看，泽布替尼的全球扩张正进入第二阶段。欧洲市场 2025 年收入 42.65 亿元，同比高增 66.4%；2026H1 收入 26.02 亿元、同比+41.9%，虽体量仅为美国的约四分之一，但增速持续快于美国。其他海外市场（以新兴市场为主）2025 年收入 11.24 亿元、同比翻倍；2026H1 达 8.23 亿元、同比+87.3%，为增速最快的区域。美国之外的市场合计收入占比已由 2024 年的约 26.4%提升至 2026H1 的约 29.4%，但绝对规模仍小、渗透率处低位。这表明泽布替尼在美国单极驱动的基础上，正凭借临床优势与商业化网络加速向欧洲、新兴市场渗透，全球第二增长极刚刚起步，后续放量空间广阔。

表 4 泽布替尼各区域销售额情况

区域	2024 年（亿元人民币）	2025 年（亿元人民币）	2026H1（亿元人民币）
美国	138.87	202.06	113.85
YoY	—	*45.5%*	*27.2%*
欧洲	25.63	42.65	26.02
YoY	—	*66.4%*	*41.9%*
中国	18.57	24.72	13.16
YoY	—	*33.1%*	*16.3%*
其他	5.55	11.24	8.23
YoY	——	*102.7%*	*87.3%*

资料来源：百济神州 2026 年中报、百济神州 2025 年业绩快报、湘财证券研究所　注：2026H1 按 1 美元=6.9 元人民币折算，同比按人民币口径计算

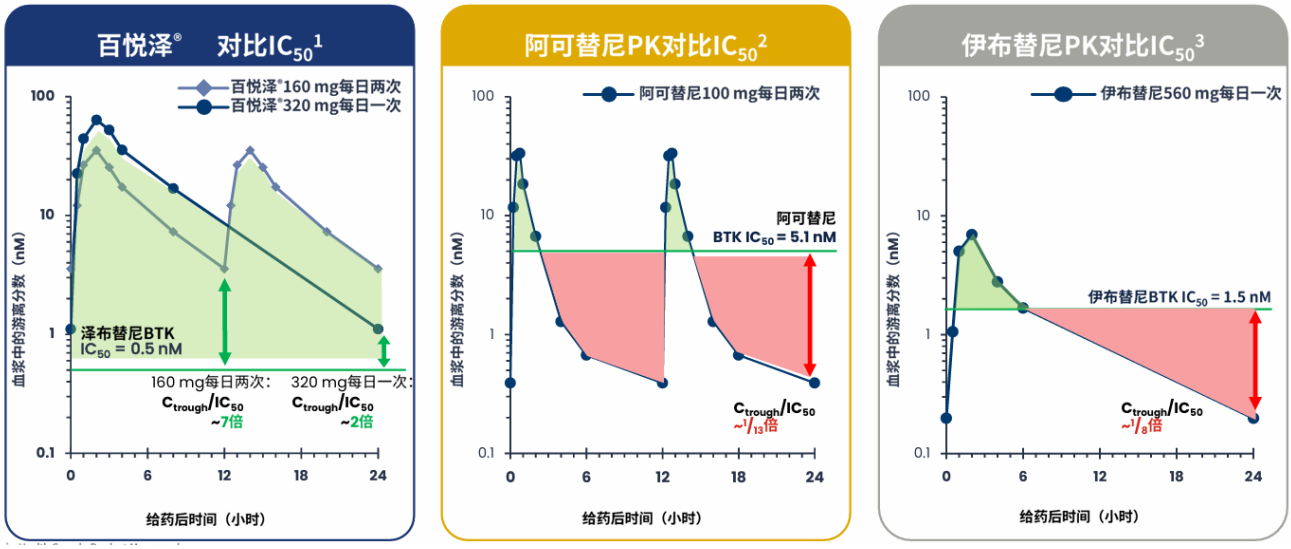
仅供内部参考，请勿外传

2.4 代际更替的本质：从伊布替尼替代，走向治疗范式重塑

全天候持续完全的 BTK 抑制，是泽布替尼临床优效的药理学根基。在 PK/IC50对比中，泽布替尼展现出更优的药代动力学特征与 BTK 抑制能力。其 BTK IC50仅为 0.5 nM，远低于伊布替尼（1.5 nM）和阿卡替尼（5.1 nM），提示靶点结合亲和力最强。在给药暴露上，泽布替尼（160mg 每日两次）谷浓度/IC50比值约 7 倍，全天 100%时间血药浓度超过 IC50，可实现持续完全的 BTK 抑制。相比之下，伊布替尼谷浓度/IC50不足 1 倍，全天仅 30%时间超 IC50；阿卡替尼比值约 1/13 倍，仅 20%时间超标。

泽布替尼的高暴露度与长效抑制优势，避免了因药物浓度波动导致的靶点脱抑制，为临床疗效的持续稳定提供了坚实的药理基础。

图 16 百悦泽凭借其强效性和优异的 PK，是唯一一款可诱导完全且持续 BTK 抑制的 BTK 抑制剂



资料来源：百济神州 2026 年中报业绩演示材料、湘财证券研究所

2025 年泽布替尼全球收入 280.67 亿元，预计 2035 年达峰为 635.35 亿元。美国为长期核心，2025 年 202.06 亿元，CLL 一线渗透深化及新适应症放量，2026—2027 年维持 22%增速；2028—2030 年渗透率高位后，非共价 BTK 及 BCL2 联合方案形成竞争分流，增速降至 10%；2031 年后进入专利与多代竞品平台期，稳态 3%，2035 年 464.05 亿元。欧洲渗透率仍低，2026—2027 年按 30%高增长，其后随份额到位回落至 12%和 3%，2035 年 117.39 亿元。中国受医保定价及奥布替尼、洛布替尼竞争约束，增速相对稍低，2035 年预计 29.48 亿元。日本等新兴市场受益新获批与商业化铺开，2026—2027 年 22%，长期回归 3%，2035 年 24.43 亿元。

仅供内部参考，请勿外传

表 5 泽布替尼销售峰值

区域	2025A（亿元）	2026-2027 增速	2028-2030E 增速	2031+ 增速	2035E（亿元）	假设依据
美国	202.06	22.0%	10.0%	3.0%	464.05	2026-27 CLL 一线渗透深化+REPREEF 竞争缓冲；2028-30 渗透率高位放缓；2031 年起专利/竞争进入平台期
欧洲	42.65	30.0%	12.0%	3.0%	117.39	欧洲渗透率仍低，2026-27 维持 30%+放量，其后渐降
中国	24.72	6.0%	2.0%	0.0%	29.48	医保定价+奥布替尼/洛布替尼竞争，增速温和
其他	11.24	22.0%	8.0%	3.0%	24.43	日本等新市场获批放量
合计	280.67				635.35	

资料来源：湘财证券研究所制作

2.5 单品到血液瘤：索托克拉与 CDAC 平台承接纵深

更高一层看，泽布替尼让百济在 CLL 赛道具备构建“单药持续+固定疗程+耐药后线承接”全病程方案的能力——公司是全球唯一在 CLL 三大关键机制上同时拥有三款同类最佳或潜在同类最佳产品的企业。掌握一线入口，即掌握后续治疗生态。

图 17 百济神州是全球唯一在 CLL 领域拥有三款同类最佳产品的公司

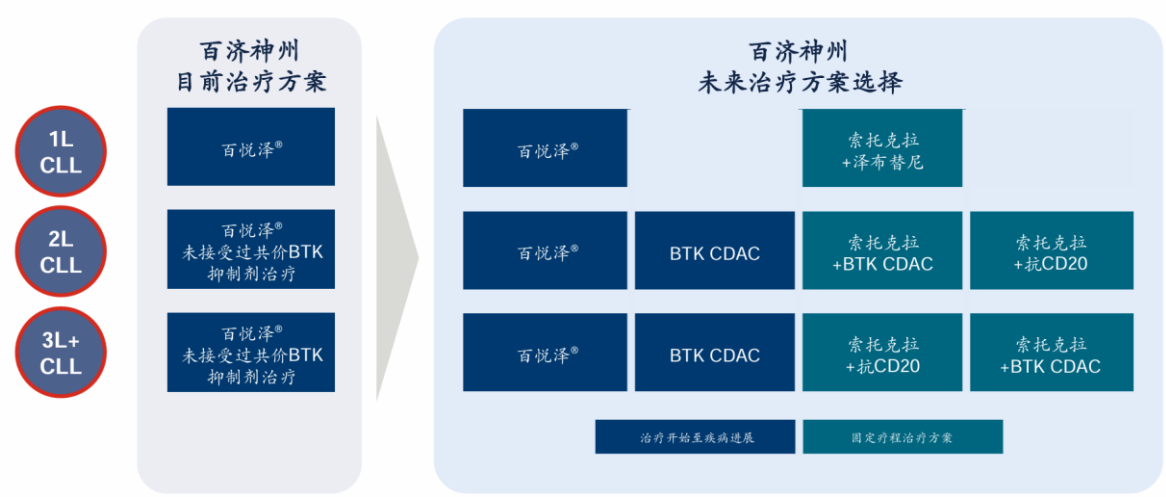


资料来源：百济神州 2026 年中报业绩演示材料、湘财证券研究所

百济神州在慢性淋巴细胞白血病（CLL）领域的管线布局正经历从“单药线性递进”向“联合矩阵进阶”的战略跃迁。目前治疗方案主要按 1L/2L/3L 治疗线数划分，以百悦泽®（泽布替尼）为核心单药，针对未接受过共价 BTK 抑制剂人群进行覆盖。未来方案则打破线数限制，构建起“疾病进展后治疗”与“固定疗程”的二维矩阵。核心升级在于引入索托克拉（BCL2 抑制剂），构建“BTK+BCL2”双靶联合基础，并融入 BTK CDAC 与抗 CD20 方案。通过多药灵活组合（如索托克拉+泽布替尼/BTK CDAC±抗 CD20），提供有限周期治疗选择。这标志着百济神州在 CLL 领域从单药主导迈向多机制联合，从无限期治疗迈向固定疗程的新阶段，持续巩固其全球化临床价值与市场领导地位，2026H1 索托克拉获 FDA 加速批准用于 R/R MCL。

仅供内部参考，请勿外传

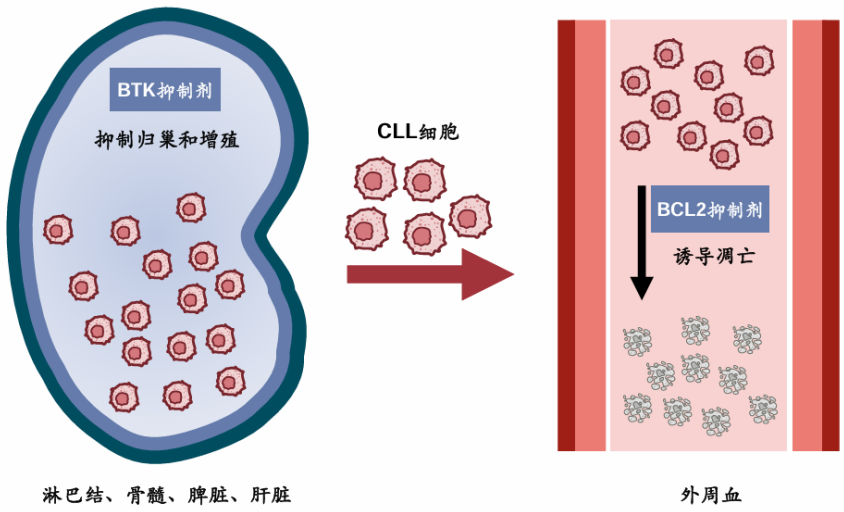
图 18 百济神州 CLL 产品开发策略



资料来源：百济神州 2026 年研发日材料、湘财证券研究所

作用机制上，BTK 与 BCL2 抑制剂天然互补：前者阻止 CLL 细胞归巢并趋化至外周血，后者在外周血中有效杀伤——联合的生物学基础扎实，而维奈克拉的临床短板恰好为下一代 BCL2 留出替代空间。

图 19 BTK 抑制剂与 BCL2 抑制剂的协同作用机制

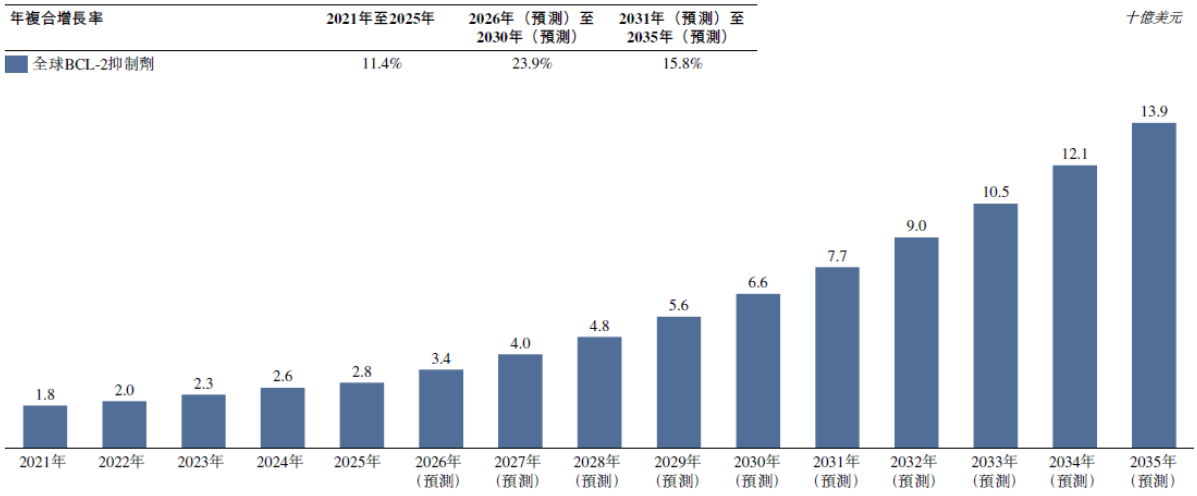


资料来源：百济神州 2026 年研发日材料、湘财证券研究所

BCL2 是公认的“硬骨头”靶点：近十年全球仅艾伯维维奈克拉一款获批，但商业表现亮眼——全球 BCL2 抑制剂市场由 2021 年的 18 亿美元增至 2025 年的 28 亿美元（CAGR 11.4%），预计 2035 年达 139 亿美元（2026–2030 年 CAGR 23.9%）。大市场+单玩家，是下一代 BCL2 最友好的进入姿态。

仅供内部参考，请勿外传

图 20 全球 BCL2 抑制剂药物市场的增长态势



来源：麓鹏医药招股书、湘财证券研究所

艾伯维维奈托克（Venetoclax，维奈克拉）作为全球首个 BCL2 抑制剂，已于 2016 年在美国获批，2020 年在中国获批 CLL/SLL 及新诊断 AML，并纳入国家医保乙类目录，是国内目前唯一可及且医保覆盖的 BCL2 药物。本土创新迅速跟进：亚盛医药利沙托克拉于 2025 年 7 月获国家药监局批准，用于 BTK 抑制剂经治的 CLL/SLL 患者；百济神州索托克拉于 2025 年 12 月获批，适应症覆盖 BTKi 后 CLL/SLL 及 MCL，覆盖面更广。

表 6 已获批 BCL2 抑制剂情况

药品名称	公司	首次获批日期／地区	适应症	给药途径	国家医保药品目录（NRDL）
维奈托克（维奈克拉）	艾伯维	2016 年 4 月 FDA 2020 年 12 月国家药监局	CLL/SLL、新诊断 AML	口服	乙类
利沙托克拉	亚盛医药	2025 年 7 月国家药监局	CLL/SLL（BTKi 后）	口服	未纳入
索托克拉	百济神州	2025 年 12 月国家药监局	CLL/SLL（BTKi 后）、MCL（BTKi 后）	口服	未纳入

资料来源：麓鹏医药招股书、湘财证券研究所　注：时间为 2026 年 5 月 8 日麓鹏制药港股招股说明书最后可行日

索托克拉定位同类最佳：较维奈克拉更强效、选择性更高（IC50 0.014nM vs 0.20nM；对 BCLxL 选择性 2000X vs 325X），半衰期更短（约 5 小时 vs 26 小时），安全性更优且有克服获得性耐药的潜力。含维奈克拉方案约占 CLL 新增患者 25%，释放空间充足。

仅供内部参考，请勿外传

图 21 索托克拉与维奈克拉效果对比

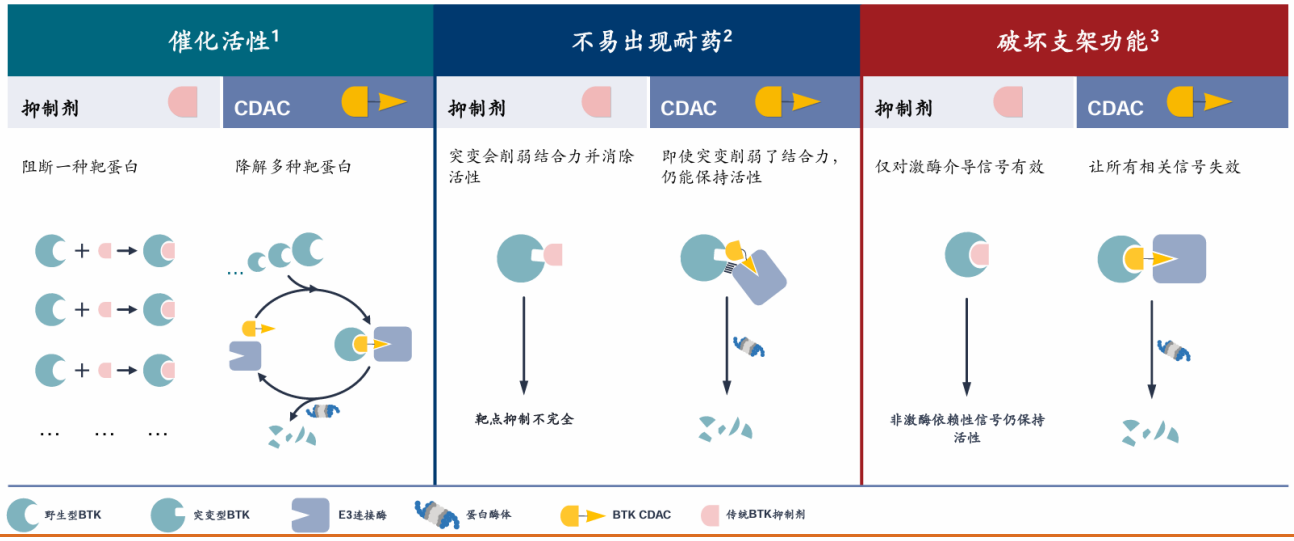
	索托克拉	维奈克拉	临床影响
效价（IC_{50}）	0.014 nM	0.20 nM	药效提高14倍，获得深度靶点抑制，消除最难治疗的肿瘤细胞
选择性（相比BCLxL）	2000X	325X	选择性提高6倍 有望改善耐受性
临床$T_{1/2}$	约5小时	26小时	目标是让多数患者只需一次门诊访视即可完成索托克拉剂量爬坡；无蓄积，从而简化爬坡期间的TLS监测

资料来源：百济神州 2026 年研发日材料、湘财证券研究所

索托克拉承接纵深之外，公司押注蛋白降解技术（CDAC）：以“事件驱动”原理诱导目标蛋白降解，可作用于传统认知中“不可成药”的靶点。根据公司 2026 年半年报，公司已完成用于既往接受 BTK 抑制剂治疗后 R/R CLL 患者的 3 期 CaDAnCe-303 中国试验（BGB-16673-303）最后一例患者入组。预计将于 2026 年下半年基于 2 期试验递交 tacabrutideg 用于治疗 R/R CLL 成人患者的潜在上市许可申请（如数据支持），**全球 BTK 抑制剂耐药后市场规模在 2028 年将达到约 28 亿美元；中国 BTK 抑制剂耐药后市场规模在 2028 年将达到约 5 亿元人民币。**

BGB-16673 是口服、可穿透血脑屏障的 BTK CDAC，可降解野生型及多种突变型 BTK，为 BTK 抑制剂耐药提供全新解法。三点核心优势：无 IMiD 活性、潜在副作用更少；强效且选择性高；首个剂量水平（50mg）即观察到 BTK 蛋白完全降解与临床缓解。

图 22 CDAC 相较于小分子抑制剂的优势



资料来源：百济神州 2026 年研发日材料、湘财证券研究所

若进展顺利，BGB-16673 将补全“大 BTK”战略闭环——一线 BTK 抑制

仅供内部参考，请勿外传

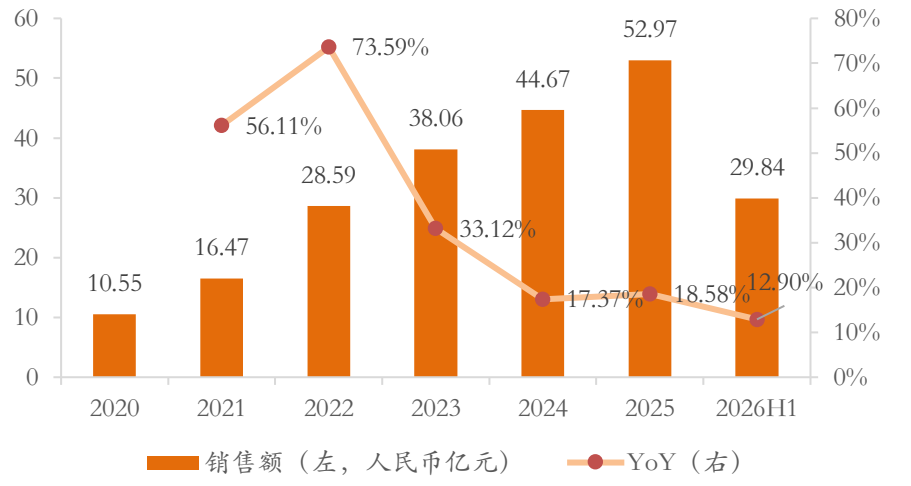
剂、进阶 BCL2 抑制剂、后线 BTK CDAC；且 CDAC 平台一旦经临床验证，可快速复制至 EGFR、CDK2、IRAK4 等靶点，血液瘤的方法论将向实体瘤外溢。**由此，泽布替尼的估值锚正从单品收入转向疾病版图——它应被视为血液瘤商业体系的“基石现金牛+组合入口”，这正是百济从 Biotech 迈向全球肿瘤 Big Pharma 的最坚实支点。**

3 实体瘤管线：从概念验证到注册临床的加速切换

3.1 替雷利珠单抗的全球铺路价值：实体瘤管线商业化落地的先行基础设施

借助替雷利珠单抗，公司已建成覆盖美国、欧盟、中国、日本的全球注册与商业体系——截至 2026 年中在 50 国获批、超 190 万患者接受治疗；2026H1 全球收入 29.84 亿元（+12.90%）。新管线可直接在现有网络上叠加商业化——这正是前端现金牛对后端管线的渠道反哺。

图 23 替雷利珠单抗全球销售



资料来源：百济神州 2021 年-2025 业绩快报、百济神州 2026 年半年报、湘财证券研究所

3.2 实体瘤：第一梯队注册推进，第二梯队数据催化

实体瘤研发已进入概念验证集中兑现到关键注册启动新阶段：目前，CDK4 抑制剂 BGB-43395、B7-H4 ADC BG-C9074、GPC3×4-1BB 双抗 BGB-B2033、PRMT5 抑制剂 BGB-58067 与 CEA ADC BG-C477 五个项目完成概念验证推进到临床，预计约两年半即可从首次人体试验推进到关键性研究。

仅供内部参考，请勿外传

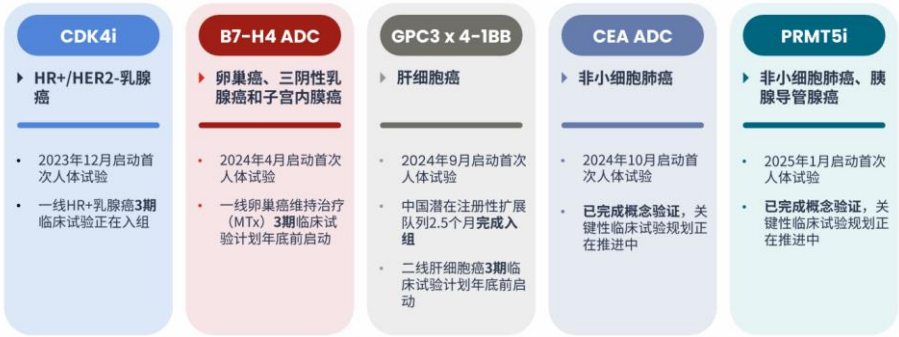
表 7 五款完成概念验证推进到临床的实体瘤项目

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
BGB-43395（CDK4 抑制剂）	已启动用于 HR 阳性、HER2 阴性转移性乳腺癌一线治疗的 3 期试验	新适应症获批与商业化销售	国际领先	主要适应症：乳腺癌等
BGB-B2033（GPC3×4-1BB 双特异性抗体）	用于治疗三线及以上肝细胞癌的中国潜在注册性队列已完成入组。预计将于 2026 年下半年启动二线肝细胞癌的 3 期临床试验	新适应症获批与商业化销售	国际领先	主要适应症：肝细胞癌（HCC）等
BG-C9074（B7-H4 ADC）	预计将于 2026 年下半年启动一线卵巢癌维持治疗的 3 期临床试验	新适应症获批与商业化销售	国际领先	主要适应症：卵巢癌、三阴性乳腺癌和子宫内膜癌等
BGB-58067（MTA 协同型 PRMT5 抑制剂）	已完成概念验证，关键性临床试验规划正在推进中。已获得美国 FDA 孤儿药资格认定，用于治疗胰腺癌	新适应症获批与商业化销售	国际领先	主要适应症：非小细胞肺癌、胰腺导管腺癌等
BG-C477（CEA ADC）	已完成概念验证，关键性临床试验规划正在推进中	新适应症获批与商业化销售	国际领先	主要适应症：非小细胞肺癌等

资料来源：百济神州 2026 年半年报、湘财证券研究所

该五款实体瘤临床项目结构上呈“两级火箭”结构：第一梯队（CDK4、B7-H4 ADC、GPC3×4-1BB）2026 年即可见到注册化动作；第二梯队（PRMT5、CEA ADC）2026 年下半年读出更完整数据、2027 年向 III 期迈进。2026–2027 年实体瘤是连续性的资产价值释放，而非单点数据博弈。

图 24 五个实体瘤项目已完成概念验证，进入关键性临床试验阶段



资料来源：百济神州 2026 年中报业绩演示材料、湘财证券研究所

综合来看，实体瘤板块最值得重视的不是单个项目的数据优劣，而是“平台产出差异化分子到全球早期试验筛选概念验证最优资产切换注册路径”这一可复制闭环。

4 核心假设

- **泽布替尼：**未来三年仍靠全球血液瘤渗透驱动，一线 CLL/SLL 新患者与在治存量累积为主，MANGROVE 推动一线 MCL 于 2026 下半年中美欧日申

仅供内部参考，请勿外传

报、拓宽增量。美国区份额已高，后续受固定疗程、BCL2 联合及竞品分流，整体由高增转向稳健放量，欧洲与其余海外贡献边际增量。预计 2026–2028 年收入 343.82/419.46/482.38 亿元，同比+22.5%/+22.0%/+15.0%。

- **替雷利珠单抗：**国内凭多瘤种与医保基本盘稳增，海外以食管鳞癌、日本胃癌一线及与百赫安 HER2 胃食管联合（FDA 优先审评、国内受理）破圈 。未来三年受 PD-1 内卷、医保续约降价、海外自建准入节奏制约，整体由单药放量转向联合方案与区域扩展，增速预计保持中个位数至双位数。预计 2026–2028 年收入 59.32/66.44/73.09 亿元，同比+12.0%/+12.0%/+10.0%。

- **授权销售及其他产品：**安进系安加维、倍利妥靠骨巨/急淋渗透继续放量；凯洛斯、普贝希受竞品与生物类似药降价拖累。塔拉妥单抗（小细胞）、百赫安（HER2 胃食管/胆道）处进院爬坡，提供边际增量 ；诺华广阔市场与安进特许权小幅增厚 。整体由“补收入”转向“血液+实体双抗增量”。预计 2026–2028 年收入 49.79/57.25/61.83 亿元，同比 +13.0%/+15.0%/+8.0%。

- **毛利率假设：**预计整体毛利率保持稳定，2026-2028 年毛利率约 89.61%/89.61%/89.61%。

表 8 百济神州核心财务预测

收入预测（百万元）	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营收	**17,423**	**27,214**	**38,225**	**46,067**	**55,477**	**63,239**
YoY	*82.1%*	*56.2%*	*40.5%*	*20.5%*	*20.4%*	*14.0%*
泽布替尼	**9,138**	**18,859**	**28,067**	**34,382**	**41,946**	**48,238**
YoY	*138.7%*	*106.4%*	*48.8%*	*22.5%*	*22.0%*	*15.0%*
替雷利珠单抗	**3,806**	**4,467**	**5,297**	**5,932**	**6,644**	**7,309**
YoY	*33.1%*	*17.4%*	*18.6%*	*12.0%*	*12.0%*	*10.0%*
授权销售及其他产品	**2,559**	**3,667**	**4,406**	**4,979**	**5,725**	**6,183**
YoY	*42.8%*	*46.0%*	*20.1%*	*13.0%*	*15.0%*	*8.0%*
毛利率（%）	84.57%	84.44%	87.61%	89.61%	89.61%	89.61%
净利率（%）	-38.55%	-18.29%	3.82%	13.10%	16.46%	18.17%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

5 投资建议

百济神州已完成从研发投入期到盈利兑现期的跨越，“前端血液瘤基本盘+后端实体瘤管线”的成长逻辑清晰：泽布替尼全球份额登顶并进入欧洲接力

仅供内部参考，请勿外传

放量期，索托克拉与 BTK CDAC 承接纵深，实体瘤五大项目概念验证兑现、注册研究密集启动，全年指引两度上调，业绩高增长将逐步消化估值。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 460.67/554.77/632.39 亿元，归母净利润分别为 60.34/91.31/114.94 亿元（维持此前盈利预测），对应 EPS 分别为 3.91/5.92/7.45 元，对应 PE 分别为 65.95/43.58/34.62X，维持“买入”评级。

6 风险提示

（1）研发与产品注册进展不及预期：实体瘤管线（CDK4 抑制剂、B7-H4 ADC、GPC3×4-1BB 双抗等）尚处早期至关键临床阶段，数据读出、注册申报及获批进度存在不确定性；索托克拉、BTK CDAC 等新分子的头对头数据与商业化放量亦可能低于预期从而带来研发及产品注册进展不及预期风险。

（2）核心产品依赖与竞争加剧风险：泽布替尼贡献主要收入，若份额提升或增速低于预期，将直接影响业绩；BTK 赛道后续非共价抑制剂（如匹妥布替尼）若在前线取得突破，可能改变竞争格局。

（3）药价政策与市场准入风险：公司已与美国签署最惠国（MFN）药价协议，若 MFN 定价适用范围扩大至泽布替尼等核心产品，或美国 IRA 药品定价改革、国内医保国谈及医保支付政策不及预期，将直接影响产品收入与盈利能力。

（4）行业竞争与宏观环境风险：若医药企业研发投入受宏观经济、产业政策调整或贸易关税等不可抗力影响出现下滑，或公司产品在境外市场的竞争地位弱化，将影响业务发展与经营业绩；测算若行业竞争加剧导致 2026 年毛利率较预期下降 1%/2%/3%，对应归母净利润分别下降约 5.7%/11.5%/17.2%。

仅供内部参考，请勿外传

附表 财务报表以及相应指标

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	27214.0	38225.0	46067.1	55476.8	63239.4
减: 营业成本	4234.1	4734.7	4784.7	5762.0	6568.2
营业税金及附加	127.8	135.7	163.5	196.9	224.5
营业费用	8855.7	10601.7	11164.4	12890.0	14377.5
管理费用	4277.9	4351.4	4553.1	5205.7	5744.4
研发费用	14139.8	15507.5	16846.3	18900.4	20596.5
财务费用	143.1	276.1	563.1	400.8	456.8
减值损失	-22.0	-163.1	-163.1	-163.1	-163.1
加: 投资收益	296.4	235.7	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	-98.4	-309.4	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	-4388.5	2381.1	7829.0	11957.9	15108.4
加: 其他非经营损益	225.8	215.6	216.5	216.5	216.5
利润总额	-4162.7	2596.7	8045.5	12174.4	15324.9
减: 所得税	815.6	1136.0	2011.4	3043.6	3831.2
净利润	-4978.3	1460.7	6034.1	9130.8	11493.7
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	-4978.3	1460.7	6034.1	9130.8	11493.7
资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	12279.4	15362.2	19722.7	27757.1	37227.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收和预付款项	6034.8	6820.2	8345.2	9917.9	10900.6
其他应收款（合计）	237.7	99.1	0.0	0.0	0.0
存货	3580.4	4268.7	4380.1	7070.2	7422.4
其他流动资产	159.3	288.1	288.1	288.1	288.1
长期股权投资	239.0	156.9	156.9	156.9	156.9
金融资产投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	11029.9	11017.4	11130.6	11374.6	11719.2
无形资产和开发支出	1166.3	1247.3	1421.0	1659.8	1953.6
其他非流动资产	1731.5	1419.1	1409.4	1399.6	1499.6
资产总计	42834.7	57305.4	63579.5	76349.6	87893.6
短期借款	5891.0	0.0	0.0	0.0	0.0
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	7232.6	8772.0	9012.0	12651.2	12701.5
长期借款	1216.3	6757.5	6757.5	6757.5	6757.5
其他负债	10210.5	11136.5	11136.5	11136.5	11136.5
负债合计	18659.5	26666.0	26906.0	30545.3	30595.6
股本	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
资本公积	85170.7	90651.8	90651.8	90651.8	90651.8
留存收益	(60996.4)	(60013.3)	(53979.2)	(44848.4)	(33354.7)
归属母公司股东权益	24175.2	30639.4	36673.5	45804.3	57298.0
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益合计	24175.2	30639.4	36673.5	45804.3	57298.0
负债和股东权益合计	42834.7	57305.4	63579.5	76349.6	87893.6
现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金净流量	(1259.1)	13713.1	6904.0	10815.6	12707.9
投资性现金净流量	(2388.9)	(11461.1)	(1980.4)	(2380.4)	(2780.4)
筹资性现金净流量	826.2	651.6	(563.1)	(400.8)	(456.8)
现金流量净额	(2841.0)	2946.9	4360.5	8034.4	9470.7

财务分析和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收益率					
毛利率	84.4%	87.6%	89.6%	89.6%	89.6%
三费/销售收入	100.2%	79.7%	70.7%	66.7%	64.4%
EBIT/销售收入	-14.8%	7.5%	18.7%	22.7%	25.0%
EBITDA/销售收入	-10.3%	10.2%	22.4%	26.1%	28.2%
销售净利率	-18.3%	3.8%	13.1%	16.5%	18.2%
资产获利率					
ROE	-20.6%	4.8%	16.5%	19.9%	20.1%
ROA	-9.4%	5.0%	13.5%	16.5%	18.0%
ROIC	-31.7%	7.9%	30.8%	36.7%	38.8%
增长率					
销售收入增长率	56.2%	40.5%	20.5%	20.4%	14.0%
EBIT 增长率	33.1%	171.5%	199.7%	46.1%	25.5%
EBITDA 增长率	47.7%	239.0%	164.8%	40.5%	23.1%
归母净利增长率	25.9%	129.3%	313.1%	51.3%	25.9%
总资产增长率	4.2%	33.8%	10.9%	20.1%	15.1%
股东权益增长率	-3.7%	26.7%	19.7%	24.9%	25.1%
经营营运资本增长率	74.6%	33.5%	32.2%	23.6%	19.1%
资本结构					
资产负债率	43.6%	46.5%	42.3%	40.0%	34.8%
投资资本/总资产	53.8%	35.7%	39.7%	39.4%	40.1%
带息债务/总负债	38.1%	25.3%	25.1%	22.1%	22.1%
流动比率	180.6%	346.6%	386.8%	376.0%	440.3%
速动比率	157.3%	310.4%	350.4%	331.3%	393.6%
股利支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
收益留存率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
资产管理效率					
总资产周转率	0.64	0.67	0.72	0.73	0.72
固定资产周转率	4.31	3.78	4.88	5.91	6.71
应收账款周转率	5.57	6.42	6.48	6.43	6.79
存货周转率	1.18	1.11	1.09	0.81	0.88

业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBIT（百万元）	-4019.5	2872.8	8608.6	12575.1	15781.8
EBITDA（百万元）	-2801.8	3893.3	10311.1	14481.9	17823.0
NOPLAT（百万元）	-4941.8	1815.5	6294.1	9269.0	11673.9
净利润（百万元）	-4978.3	1460.7	6034.1	9130.8	11493.7
EPS（元）	-3.23	0.95	3.91	5.92	7.45
BPS（元）	15.67	19.86	23.78	29.70	37.15
PE（X）	-79.94	272.44	65.95	43.58	34.62
PB（X）	16.46	12.99	10.85	8.69	6.95
PS（X）	14.62	10.41	8.64	7.17	6.29
PCF（X）	-316.07	29.02	57.64	36.79	31.32
EV/EBIT	-98.72	134.97	44.90	30.40	23.82
EV/EBITDA	-141.63	99.59	37.49	26.40	21.09
EV/NOPLAT	-80.30	213.58	61.41	41.24	32.20
EV/IC	17.23	18.97	15.31	12.69	10.67
ROIC-WACC	-38.3%	1.3%	24.2%	30.1%	32.2%
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。