



2025 年 8 月 28 日

证券研究报告/公司研究

化学制剂/化学制药/医药生物

艾力斯 688578.SH

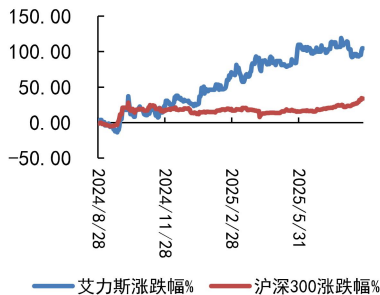
## 业绩超预期，戈来雷塞开启商业化

### 基础数据：

截至 2025 年 8 月 28 日

|      |           |
|------|-----------|
| 当前股价 | 113.32 元  |
| 投资评级 | 买入        |
| 评级变动 | 维持        |
| 总股本  | 4.50 亿股   |
| 流通股本 | 4.50 亿股   |
| 总市值  | 509.94 亿元 |
| 流动市值 | 509.94 亿元 |

### 相对市场表现：



### 分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街  
2 号院 1 号楼中国长城资产大厦 16  
层

**事件：**公司发布2025年半年报：2025年上半年公司实现营收23.74亿元，同比增长50.57%，归母净利润10.51亿元，同比增长60.22%；扣非归母净利润9.05亿元，同比增长39.92%；研发投入2.97亿元，同比增长126%，研发投入占营收比例为12.50%。

### 事件点评：

◆**伏美替尼增长动能强，新适应症最快明年获批。**伏美替尼自上市以来保持高速增长态势，2021-2024 年其销售收入为 2.36/7.90/19.78/35.06 亿元，2022-2024 年的同比增速为 235.29%/150.22%/77.27%。2025 年上半年，伏美替尼保持强劲增长，实现销售收入 23.60 亿元，同比增长 51.76%，是公司业绩增长的核心驱动力。新适应症拓展方面，包括 20 外显子插入突变一线及二线治疗适应症、PACC 突变的一线治疗适应症、针对 EGFR 敏感突变阳性的非鳞 NSCLC 伴脑转移患者的治疗、EGFR 非经典突变非小细胞肺癌的辅助治疗等均处于注册临床阶段；其中：①伏美替尼拟用于二线治疗 EGFR20 外显子插入突变的局部晚期或转移性 NSCLC 成人患者的 NDA 今年 7 月被 CDE 受理并纳入拟优先审评品种，有望明年获批上市；②公司与 ArriVent 合作开发的伏美替尼适用于 20 外显子插入突变 NSCLC 一线治疗的全球、多中心、III 期临床研究已于今年一季度完成患者入组工作；此外，ArriVent 计划开启针对 PACC 突变 NSCLC 一线治疗的国际多中心 III 期注册临床研究，并计划于今年下半年完成首例患者入组。伏美替尼国内销售持续放量，海外第二个 III 期注册临床研究即将开启；通过多适应症及多线治疗覆盖的临床开发策略，伏美替尼在未满足临床需求的 NSCLC 患者中的潜在长期价值正在逐步被验证，将造福更多全球肺癌患者。

◆**戈来雷塞开启商业化，未来增量可期。**今年 5 月，戈来雷塞获得国家药监局批准上市，用于至少接受过一种系统性治疗的 KRAS G12C 突变的晚期非小细胞肺癌成人患者的治疗；6 月，戈来雷塞正式开启商业



化，公司建立了罕见靶点专业团队负责产品核心市场的销售，并于6月在全国多地成功开出首方。戈来雷塞作为国内第三款获批的KRAS<sup>G12C</sup>小分子抑制剂，其有望凭借迫切的临床需求与差异化竞争优势，成为公司业绩增长的新驱动力。与此同时，戈来雷塞与SHP2抑制剂AST24082联合一线治疗KRAS G12C突变的晚期NSCLC的III期注册临床试验已于2024年8月完成首例患者给药，是该适应症全球首个双口服抑制剂III期注册临床。

◆**盈利能力有所提升，管理费用率持续优化。**2025年上半年，公司销售净利率较2024年底的40.19%提升4.10个百分点，达到44.29%；销售毛利率为96.87%，较2024年底提升0.9个百分点，销售净利率提升高于销售毛利率主要系今年上半年公司收到政府补助1.56亿元，较去年同期大幅增加。销售期间费用率较去年底减少0.67个百分点，其中，管理费用率持续下降，今年上半年为3.35%，较去年底下降1.26个百分点。

### 投资建议：

考虑公司伏美替尼持续快速放量，未来增长动能强，我们上调公司2025-2027年的归母净利润分别为20.28/23.01/26.50亿元（前值17.77/20.32/26.50亿元），EPS分别为4.51/5.11/5.89元（前值3.95/4.52/5.89元），当前股价对应PE为25/22/19倍。考虑公司伏美替尼处于快速放量阶段，伏美替尼在EGFR exon20ins NSCLC适应症具备同类最佳潜质，各临床项目顺利推进中，自加科思授权引进的产品KRAS<sup>G12C</sup>抑制剂戈来雷塞商业化开启、增量可期，且公司能够充分利用自身优势助力RET抑制剂普拉替尼的市场推广，我们维持其“买入”评级。

### 风险提示：

商业化进度不及预期，药物研发不及预期，人才流失风险，毛利率下滑风险，医保政策风险，地缘政治风险。

### 主要财务数据及预测：

|           | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3,557.93 | 5,045.94 | 6,086.79 | 6,991.87 |



|            |          |          |          |          |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 增长率(%)     | 76.29    | 41.82    | 20.63    | 14.87    |
| 归母净利润(百万元) | 1,429.85 | 2,028.40 | 2,300.99 | 2,650.21 |
| 增长率(%)     | 121.97   | 41.86    | 13.44    | 15.18    |
| EPS(元/股)   | 3.18     | 4.51     | 5.11     | 5.89     |
| 市盈率(P/E)   | 35.66    | 25.14    | 22.16    | 19.24    |
| 市净率(P/B)   | 9.65     | 7.58     | 5.95     | 4.77     |

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



## 盈利预测（单位：百万元）

| 资产负债表     | 2024      | 2025E    | 2026E    | 2027E     | 利润表       | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金      | 586.99    | 1,846.79 | 3,749.06 | 5,764.42  | 营业收入      | 3,557.93 | 5,045.94 | 6,086.79 | 6,991.87 |
| 应收账款      | 389.00    | 508.06   | 574.04   | 668.96    | 营业成本      | 143.49   | 175.95   | 237.34   | 269.02   |
| 预付账款      | 96.26     | 63.82    | 152.12   | 92.64     | 营业税金及附加   | 48.66    | 69.01    | 83.25    | 95.63    |
| 存货        | 30.56     | 84.10    | 70.57    | 104.75    | 营业费用      | 1,413.22 | 2,018.38 | 2,434.72 | 2,796.75 |
| 其他        | 3,077.62  | 3,077.62 | 3,077.62 | 3,077.62  | 管理费用      | 164.59   | 201.84   | 243.47   | 265.69   |
| 流动资产合计    | 4,180.42  | 5,580.38 | 7,623.40 | 9,708.38  | 研发费用      | 314.49   | 504.59   | 608.68   | 699.19   |
| 长期股权投资    | 0.00      | 266.75   | 266.75   | 266.75    | 财务费用      | -61.05   | -50.46   | -60.87   | -69.92   |
| 固定资产      | 509.60    | 477.17   | 458.57   | 429.88    | 资产减值损失    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 在建工程      | 5.19      | 13.67    | 11.84    | 15.28     | 公允价值变动收益  | 28.89    | 20.00    | 20.00    | 20.00    |
| 无形资产      | 232.42    | 347.63   | 343.83   | 340.01    | 投资净收益     | 7.76     | 8.00     | 10.00    | 10.00    |
| 其他        | 988.50    | 718.31   | 718.31   | 718.31    | 其他        | 63.74    | 157.00   | 50.00    | 50.00    |
| 非流动资产合计   | 1,735.71  | 1,823.54 | 1,799.30 | 1,770.25  | 营业利润      | 1,634.75 | 2,312.13 | 2,620.70 | 3,016.01 |
| 资产总计      | 5,916.13  | 7,403.92 | 9,422.70 | 11,478.63 | 营业外收入     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 短期借款      | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00      | 营业外支出     | 16.23    | 16.00    | 16.00    | 16.00    |
| 应付账款      | 294.68    | 336.85   | 515.05   | 450.55    | 利润总额      | 1,618.52 | 2,296.13 | 2,604.70 | 3,000.01 |
| 其他        | 305.92    | 306.71   | 306.49   | 306.76    | 所得税       | 188.67   | 267.73   | 303.71   | 349.80   |
| 流动负债合计    | 600.60    | 643.56   | 821.54   | 757.31    | 净利润       | 1,429.85 | 2,028.40 | 2,300.99 | 2,650.21 |
| 长期借款      | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00      | 少数股东损益    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应付债券      | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00      | 归属于母公司净利润 | 1,429.85 | 2,028.40 | 2,300.99 | 2,650.21 |
| 其他        | 32.72     | 32.72    | 32.72    | 32.72     | 主要财务比率    | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 非流动负债合计   | 32.72     | 32.72    | 32.72    | 32.72     | 成长能力      |          |          |          |          |
| 负债合计      | 633.32    | 676.28   | 854.26   | 790.03    | 营业收入      | 76.29%   | 41.82%   | 20.63%   | 14.87%   |
| 少数股东权益    | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00      | 营业利润      | 148.57%  | 41.44%   | 13.35%   | 15.08%   |
| 股本        | 450.00    | 450.00   | 450.00   | 450.00    | 归属于母公司净利润 | 121.97%  | 41.86%   | 13.44%   | 15.18%   |
| 资本公积      | 3,253.55  | 3,253.55 | 3,253.55 | 3,253.55  |           |          |          |          |          |
| 留存收益      | 1,401.37  | 3,024.09 | 4,864.88 | 6,985.05  | 毛利率       | 95.97%   | 96.51%   | 96.10%   | 96.15%   |
| 其他        | 177.89    | 0.00     | 0.00     | 0.00      | 净利率       | 40.19%   | 40.20%   | 37.80%   | 37.90%   |
| 股东权益合计    | 5,282.81  | 6,727.64 | 8,568.44 | 10,688.60 | ROE       | 27.07%   | 30.15%   | 26.85%   | 24.79%   |
| 负债和股东权益总计 | 5,916.13  | 7,403.92 | 9,422.70 | 11,478.63 | ROIC      | 245.57%  | 309.76%  | 271.15%  | 336.90%  |
| 现金流量表     | 2024      | 2025E    | 2026E    | 2027E     |           |          |          |          |          |
| 经营活动现金流   | 1,566.01  | 1,932.92 | 2,329.44 | 2,500.04  | 资产负债率     | 10.70%   | 9.13%    | 9.07%    | 6.88%    |
| 资本支出      | 163.93    | 130.52   | 17.84    | 14.55     | 流动比率      | 6.96     | 8.67     | 9.28     | 12.82    |
| 长期投资      | 0.00      | 266.75   | 0.00     | 0.00      | 速动比率      | 6.91     | 8.54     | 9.19     | 12.68    |
| 其他        | -1,999.10 | -537.79  | -45.67   | -39.10    |           |          |          |          |          |
| 投资活动现金流   | -1,835.17 | -140.52  | -27.84   | -24.55    | 应收账款周转率   | 10.96    | 11.25    | 11.25    | 11.25    |
| 债权融资      | 0.99      | 1.50     | 1.50     | 1.50      | 存货周转率     | 76.10    | 88.02    | 78.71    | 79.76    |
| 股权融资      | 224.24    | -127.43  | 60.87    | 69.92     | 总资产周转率    | 0.69     | 0.76     | 0.72     | 0.67     |
| 其他        | -520.28   | -406.67  | -461.70  | -531.54   | 每股指标（元）   | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 筹资活动现金流   | -295.05   | -532.61  | -399.33  | -460.12   | 每股收益      | 3.18     | 4.51     | 5.11     | 5.89     |
| 汇率变动影响    | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00      | 每股经营现金流   | 3.48     | 4.30     | 5.18     | 5.56     |
| 现金净增加额    | -564.20   | 1,259.80 | 1,902.27 | 2,015.36  | 每股净资产     | 11.74    | 14.95    | 19.04    | 23.75    |

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。