

## 商业化加速，在研管线高效推进

——益方生物 2025 年中报点评

### 核心观点

- 亏损缩窄，商业化表现值得期待。**25H1 公司实现营收 0.19 亿元（同比+29%），归母净利润-1.19 亿元（同比减亏 44%），扣非归母净利润-1.29 亿元（同比减亏 40%）。公司亏损缩窄一方面系公司商业化产品销售分成增加，另一方面系公司严格控制费用，其中研发费用同比降低 45%，主要系格索雷塞注册临床于 2024 年结束，相应研发投入减少，预计不会对公司研发产生影响。今年是贝福替尼一线适应症进入医保首年，以及格索雷塞首个完整商业化年度，全年表现值得期待。
- 已获批产品积极拓展适应症，推向前线。**公司已获批产品贝福替尼和格索雷塞均在持续拓展前线适应症：1）贝福替尼用于 NSCLC 术后辅助治疗处于 III 期阶段，联合 MCLA-129（EGFR/c-Met 双抗）治疗晚期 NSCLC 处于 I 期阶段；2）格索雷塞联合 IN10018（FAK 抑制剂）一线治疗 KRAS G12C 突变 NSCLC 的 Ib/II 期数据显示，ORR 达 90.3%，预计 mPFS 长达 22.3 mo.，有望成为一线患者的去化疗方案，目前已进入 III 期阶段。此外，该联合方案相较格索雷塞单药治疗后线 CRC 也取得了显著优势（ORR：44.4% vs 16.7%，mPFS 7.7 mo. vs 4.0 mo.）。
- 在研管线形成梯队，BD 潜力大。**公司在研管线已形成良好梯队，将陆续获批贡献业绩，凭借领先身位及优异数据均有望达成 BD 交易：1）Taragarestrant（口服 SERD）：治疗既往经治的 ER 阳性、HER2 阴性乳腺癌的 III 期临床进行中，进度为国内第一梯队；2）D-2570（TYK2 抑制剂）：治疗中、重度斑块状银屑病 III 期临床进行中，早前公布的银屑病 II 期数据优异，同时针对溃疡性结肠炎适应症正开展 II 期研究；3）D-0120（URAT1 抑制剂）国内 IIb 期试验已完成，美国联用别嘌醇的 II 期研究正在进行中。

### 盈利预测与投资建议

- 根据公司 25 年中报，我们下调公司 25-27 年费用预测，预测公司 25-27 年归母净利润为：-2.03/-2.24/-0.94 亿元（原 25-27 年预测为-3.46/-3.77/-2.90 亿元），采用自由现金流贴现的估值方法，预测公司合理市值为 273.54 亿元，对应目标价为 47.30 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

创新药研发进度不及预期、产品竞争加剧导致销售不及预期、公司中长期盈利能力下降对估值产生负面影响的风险等。

### 公司主要财务信息

|               | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 186     | 169     | 141     | 323     | 525     |
| 同比增长(%)       | -       | -9.0%   | -16.5%  | 129.3%  | 62.6%   |
| 营业利润(百万元)     | (284)   | (240)   | (203)   | (224)   | (94)    |
| 同比增长(%)       | 41.2%   | 15.4%   | 15.5%   | -10.2%  | 58.1%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | (284)   | (240)   | (203)   | (224)   | (94)    |
| 同比增长(%)       | 41.3%   | 15.4%   | 15.5%   | -10.2%  | 58.1%   |
| 每股收益(元)       | (0.49)  | (0.42)  | (0.35)  | (0.39)  | (0.16)  |
| 毛利率(%)        | 100.0%  | 97.7%   | 97.2%   | 98.9%   | 98.0%   |
| 净利率(%)        | -153.1% | -142.3% | -144.0% | -69.2%  | -17.8%  |
| 净资产收益率(%)     | -13.5%  | -12.6%  | -11.8%  | -14.7%  | -6.8%   |
| 市盈率           | (85.6)  | (101.1) | (119.7) | (108.6) | (259.3) |
| 市净率           | 12.2    | 13.4    | 14.9    | 17.1    | 18.0    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| 投资评级            | 买入（维持）           |
|-----------------|------------------|
| 股价（2025年09月02日） | 40.87 元          |
| 目标价格            | 47.30 元          |
| 52 周最高价/最低价     | 49.68/6.98 元     |
| 总股本/流通 A 股（万股）  | 57,833/41,761    |
| A 股市值（百万元）      | 23,636           |
| 国家/地区           | 中国               |
| 行业              | 医药生物             |
| 报告发布日期          | 2025 年 09 月 03 日 |

| 股价表现    | 1 周  | 1 月    | 3 月   | 12 月   |
|---------|------|--------|-------|--------|
| 绝对表现%   | 2.25 | -9.28  | 32.69 | 470.01 |
| 相对表现%   | 1.4  | -20.02 | 15.76 | 432.48 |
| 沪深 300% | 0.85 | 10.74  | 16.93 | 37.53  |



| 证券分析师 |                                                                       |
|-------|-----------------------------------------------------------------------|
| 伍云飞   | wuyunfei1@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860524020001<br>香港证监会牌照：BRX199 |
| 傅肖依   | fuxiaoyi@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860524080006                    |

| 联系人 |                           |
|-----|---------------------------|
| 胡俊涛 | hujuntao@orientsec.com.cn |

| 相关报告                                 |            |
|--------------------------------------|------------|
| 亏损缩窄，商业化表现值得期待：——益方生物 24 年报&25 一季报点评 | 2025-05-31 |
| 格舒瑞昔上市在即，研发进展顺利：——益方生物 2024 年中报点评    | 2024-08-24 |
| 立足未满足需求，专注高门槛靶向药开发：——益方生物首次覆盖报告      | 2024-07-31 |

**表 1：估值假设主要参数**

|                    |        |
|--------------------|--------|
| 所得税税率 T            | 25.00% |
| 永续增长率 Gn(%)        | 2.00%  |
| 无风险利率 Rf           | 1.76%  |
| 无杠杆影响的 $\beta$ 系数  | 1.03   |
| 考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数 | 1.03   |
| 市场收益率 Rm           | 8.70%  |
| 公司特有风险             | 0.00%  |
| 股权投资成本 (Ke)        | 8.93%  |
| 债务比率 D/(D+E)       | 0.03%  |
| 债务利率 rd            | 3.50%  |
| WACC               | 8.93%  |

数据来源：wind，东方证券研究所

**表 2：绝对估值**

|           |           |
|-----------|-----------|
| 终值折现（百万元） | 15,187.51 |
| 企业价值（百万元） | 25,674.40 |
| 权益价值（百万元） | 27,353.76 |
| 每股价值（元）   | 47.30     |
| 预测市值（亿元）  | 273.54    |

数据来源：东方证券研究所

**表 3：FCFF 目标价敏感性分析（元）**

|         |        | 永续增长率 Gn(%) |       |       |       |        |
|---------|--------|-------------|-------|-------|-------|--------|
|         |        | 0.00%       | 1.00% | 2.00% | 3.00% | 4.00%  |
| WACC(%) | 47.30  |             |       |       |       |        |
|         | 6.93%  | 57.98       | 63.99 | 72.43 | 85.16 | 106.61 |
|         | 7.43%  | 52.81       | 57.67 | 64.33 | 73.99 | 89.29  |
|         | 7.93%  | 48.34       | 52.32 | 57.65 | 65.14 | 76.44  |
|         | 8.43%  | 44.44       | 47.73 | 52.05 | 57.96 | 66.54  |
|         | 8.93%  | 41.01       | 43.76 | 47.30 | 52.03 | 58.68  |
|         | 9.43%  | 37.99       | 40.29 | 43.22 | 47.06 | 52.31  |
|         | 9.93%  | 35.30       | 37.25 | 39.69 | 42.84 | 47.05  |
|         | 10.43% | 32.90       | 34.56 | 36.61 | 39.21 | 42.63  |
|         | 10.93% | 30.74       | 32.16 | 33.89 | 36.07 | 38.87  |

数据来源：东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表            |              |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元           | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 货币资金             | 1,919        | 1,586        | 1,440        | 1,175        | 1,032        |
| 应收票据、账款及款项融资     | 177          | 165          | 141          | 162          | 158          |
| 预付账款             | 20           | 12           | 28           | 65           | 105          |
| 存货               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他               | 7            | 107          | 106          | 111          | 117          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,123</b> | <b>1,870</b> | <b>1,714</b> | <b>1,512</b> | <b>1,411</b> |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产             | 18           | 13           | 12           | 11           | 8            |
| 在建工程             | 1            | 6            | 31           | 55           | 79           |
| 无形资产             | 1            | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 其他               | 20           | 30           | 39           | 34           | 34           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>39</b>    | <b>51</b>    | <b>83</b>    | <b>100</b>   | <b>122</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,162</b> | <b>1,921</b> | <b>1,797</b> | <b>1,612</b> | <b>1,533</b> |
| 短期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据及应付账款        | 73           | 60           | 3            | 3            | 9            |
| 其他               | 86           | 30           | 146          | 165          | 152          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>158</b>   | <b>90</b>    | <b>150</b>   | <b>168</b>   | <b>161</b>   |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他               | 6            | 20           | 21           | 20           | 20           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>6</b>     | <b>20</b>    | <b>21</b>    | <b>20</b>    | <b>20</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>165</b>   | <b>110</b>   | <b>170</b>   | <b>189</b>   | <b>181</b>   |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 实收资本（或股本）        | 575          | 577          | 578          | 578          | 578          |
| 资本公积             | 3,738        | 3,791        | 3,796        | 3,796        | 3,796        |
| 留存收益             | (2,305)      | (2,545)      | (2,748)      | (2,951)      | (3,023)      |
| 其他               | (11)         | (12)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>1,998</b> | <b>1,811</b> | <b>1,627</b> | <b>1,423</b> | <b>1,352</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2,162</b> | <b>1,921</b> | <b>1,797</b> | <b>1,612</b> | <b>1,533</b> |

| 现金流量表          |                |              |              |              |              |
|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         | 2023A          | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 净利润            | (284)          | (240)        | (203)        | (224)        | (94)         |
| 折旧摊销           | 10             | 7            | 4            | 5            | 5            |
| 财务费用           | (34)           | (31)         | (15)         | (13)         | (11)         |
| 投资损失           | (7)            | 0            | (2)          | (3)          | (2)          |
| 营运资金变动         | (123)          | (46)         | 2            | (43)         | (50)         |
| 其它             | 130            | 69           | 69           | 4            | (1)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(308)</b>   | <b>(242)</b> | <b>(145)</b> | <b>(274)</b> | <b>(152)</b> |
| 资本支出           | 1              | (5)          | (27)         | (27)         | (26)         |
| 长期投资           | 0              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | (700)          | (49)         | 3            | 3            | 2            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(699)</b>   | <b>(54)</b>  | <b>(25)</b>  | <b>(24)</b>  | <b>(24)</b>  |
| 债权融资           | (3)            | (1)          | 2            | (1)          | (0)          |
| 股权融资           | 67             | 55           | 7            | 0            | 0            |
| 其他             | (77)           | (60)         | 15           | 33           | 33           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(14)</b>    | <b>(6)</b>   | <b>23</b>    | <b>32</b>    | <b>33</b>    |
| 汇率变动影响         | 1              | 1            | -0           | -0           | -0           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(1,019)</b> | <b>(302)</b> | <b>(146)</b> | <b>(265)</b> | <b>(143)</b> |

| 利润表              |              |              |              |              |             |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 单位:百万元           | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E       |
| <b>营业收入</b>      | <b>186</b>   | <b>169</b>   | <b>141</b>   | <b>323</b>   | <b>525</b>  |
| 营业成本             | 0            | 4            | 4            | 4            | 11          |
| 销售费用             | 0            | 0            | 23           | 210          | 250         |
| 管理费用             | 61           | 52           | 48           | 48           | 49          |
| 研发费用             | 443          | 384          | 284          | 299          | 321         |
| 财务费用             | (34)         | (31)         | (15)         | (13)         | (11)        |
| 资产、信用减值损失        | 9            | 9            | 6            | 8            | 8           |
| 公允价值变动收益         | 0            | 1            | 0            | 1            | 1           |
| 投资净收益            | 7            | 0            | 2            | 3            | 2           |
| 其他               | 3            | 9            | 4            | 5            | 6           |
| <b>营业利润</b>      | <b>(284)</b> | <b>(240)</b> | <b>(203)</b> | <b>(224)</b> | <b>(94)</b> |
| 营业外收入            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           |
| 营业外支出            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           |
| <b>利润总额</b>      | <b>(284)</b> | <b>(240)</b> | <b>(203)</b> | <b>(224)</b> | <b>(94)</b> |
| 所得税              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           |
| <b>净利润</b>       | <b>(284)</b> | <b>(240)</b> | <b>(203)</b> | <b>(224)</b> | <b>(94)</b> |
| 少数股东损益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>(284)</b> | <b>(240)</b> | <b>(203)</b> | <b>(224)</b> | <b>(94)</b> |
| 每股收益（元）          | -0.49        | -0.42        | -0.35        | -0.39        | -0.16       |

| 主要财务比率         |         |         |         |        |        |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
|                | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 营业收入           | -       | -9.0%   | -16.5%  | 129.3% | 62.6%  |
| 营业利润           | 41.2%   | 15.4%   | 15.5%   | -10.2% | 58.1%  |
| 归属于母公司净利润      | 41.3%   | 15.4%   | 15.5%   | -10.2% | 58.1%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 毛利率            | 100.0%  | 97.7%   | 97.2%   | 98.9%  | 98.0%  |
| 净利率            | -153.1% | -142.3% | -144.0% | -69.2% | -17.8% |
| ROE            | -13.5%  | -12.6%  | -11.8%  | -14.7% | -6.8%  |
| ROIC           | -15.0%  | -14.2%  | -12.6%  | -15.4% | -7.5%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 资产负债率          | 7.6%    | 5.7%    | 9.5%    | 11.7%  | 11.8%  |
| 净负债率           | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%   |
| 流动比率           | 13.41   | 20.78   | 11.47   | 8.98   | 8.77   |
| 速动比率           | 13.41   | 20.78   | 11.47   | 8.98   | 8.77   |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 应收账款周转率        | 2.1     | 1.0     | 0.9     | 2.1    | 3.3    |
| 存货周转率          | -       | -       | -       | -      | -      |
| 总资产周转率         | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.2    | 0.3    |
| <b>每股指标（元）</b> |         |         |         |        |        |
| 每股收益           | -0.49   | -0.42   | -0.35   | -0.39  | -0.16  |
| 每股经营现金流        | -0.54   | -0.42   | -0.25   | -0.47  | -0.26  |
| 每股净资产          | 3.45    | 3.13    | 2.81    | 2.46   | 2.34   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |        |        |
| 市盈率            | -85.6   | -101.1  | -119.7  | -108.6 | -259.3 |
| 市净率            | 12.2    | 13.4    | 14.9    | 17.1   | 18.0   |
| EV/EBITDA      | -73.5   | -85.6   | -105.7  | -97.5  | -228.1 |
| EV/EBIT        | -71.1   | -83.5   | -103.9  | -95.7  | -216.9 |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；  
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。