

2025 年 10 月 10 日

# 必贝特（688759.SH）

## 投资要点

◆ 下周二（10 月 14 日）有一家科创板上市公司“必贝特”询价。

◆ **必贝特（688759）**：公司专注于创新药自主研发，覆盖恶性淋巴瘤、乳腺癌、非小细胞肺癌、卵巢癌等肿瘤疾病、银屑病等自身免疫性疾病以及糖尿病合并非酒精性脂肪性肝炎等代谢性疾病。公司 2022-2024 年尚未实现收入及盈利，净亏损分别为 1.88 亿元/1.73 亿元/0.56 亿元，YOY 依次为 -37.57%/8.27%/67.59%。

① **投资亮点**：1、公司深耕抗肿瘤药物研发，独创性地开发了全球首个获批上市的小分子双靶点抑制剂 BEBT-908；目前该产品已获批上市，公司正积极推进商业化工作。公司创始科学家钱长庚先生与蔡雄先生具有超过三十年国际化创新药物研发的丰富经验，曾担任美国 CURIS 负责新药发现和临床前开发的资深副总裁和化学副总裁，带领研发团队在业内率先提出表观遗传调控和蛋白激酶抑制的小分子双靶点抑制剂概念，并成功设计出全球首创的 HDAC/PI3K  $\alpha$  双靶点小分子抗肿瘤抑制剂 BEBT-908，首个推进的适应症为复发或难治性弥漫大 B 细胞淋巴瘤（r/rDLBCL）；据公司招股书披露，BEBT-908 三线及以上治疗 r/rDLBCL 已于 2025 年 6 月 30 日获批上市，其二线及以上治疗 r/rDLBCL 的确证性 III 期临床试验也于 2025 年 1 月启动。一方面，抗肿瘤药物具备广阔的市场空间，据弗若斯特沙利文预测，2030 年中国淋巴瘤治疗药物的市场规模有望达 583 亿元，2023 年至 2030 年复合增长率为 17.3%；另一方面，公司产品差异化竞争优势显著，与单靶点药物相比，BEBT-908 具有更强的破坏肿瘤细胞信使网络能力，并可克服单靶点药物的固有或获得性耐药限制，且作为小分子靶向药物，相较其他竞品在治疗费用、药物可及性、安全性等方面具备优势。截至 2025 年 6 月末，除 BEBT-908 外，国内外尚未有其他 HDAC/PI3K  $\alpha$  双靶点抑制剂获批准上市或其它同类双靶点抑制剂临床在研，同时无单靶点 PI3K 抑制剂或 HDAC 抑制剂、亦或两者联合用药方案获批用于治疗复发或难治性弥漫大 B 细胞淋巴瘤。2、除 BEBT-908 获批上市外，公司还拥有多个在研药品管线，其中 BEBT-209、BEBT-109、以及以 BEBT-908 协同抗肿瘤作用为导向的联合用药治疗项目预计于 2027 年上市。（1）除 BEBT-908 获批上市外，公司拥有多个在研药品管线，覆盖乳腺癌、非小细胞肺癌、卵巢癌等肿瘤疾病、银屑病等自身免疫性疾病以及糖尿病合并非酒精性脂肪性肝炎等代谢性疾病；其中 BEBT-209 处于 III 期临床试验阶段、BEBT-109 已获准开展 III 期临床试验，均有望于 2027 年获批上市。具体来看：a) BEBT-209 是用于治疗晚期乳腺癌的 CDK4/6 抑制剂，区别于已上市的 CDK4/6 竞品，BEBT-209 在保障安全性的前提下具备更好的抗肿瘤活性；根据弗若斯特沙利文数据，乳腺癌药物市场也是中国癌症治疗药物市场收入最大的癌症适应症之一，2023 年市场规模达 595 亿元、并预计 2030 年有望攀升至 1,104 亿元。b) BEBT-109 则是用于治疗 EGFR 突变阳性的非小细胞肺癌的泛突变型 EGFR 抑制剂，较全球首个上市的第三代 EGFR 抑制剂奥希替尼具备更高的产品安全性；根据弗若斯特沙利文数据，2023 年中国非小细胞肺癌靶向药物市场规模达 621 亿元，预计 2030 年有望攀升至 1,598 亿元。（2）与此同时，BEBT-908 由于其双靶点的独特性和广谱抗肿瘤活性，使其与公司其他抗肿瘤产品具备显著的协同作用和差异化协同开发潜力，如联合 BEBT-209

# 新股覆盖研究

## 交易数据

|           |        |
|-----------|--------|
| 总市值（百万元）  |        |
| 流通市值（百万元） |        |
| 总股本（百万股）  | 360.04 |
| 流通股本（百万股） |        |
| 12 个月价格区间 | /      |

## 分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001  
 lihui1@huajinsc.cn

## 报告联系人

戴铮等

daizhengzheng@huajinsc.cn

华金证券-新股-新股专题覆盖报告（三协电机）-2025 年 63 期-总第 589 期 2025.8.27  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（艾芬达）-2025 年第 62 期-总第 588 期 2025.8.23  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（巴兰仕）-2025 年 61 期-总第 587 期 2025.8.20  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（华新精科）-2025 年第 60 期-总第 586 期 2025.8.17  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（能之光）-2025 年 60 期-总第 586 期 2025.8.15



和依西美坦或氟维司群治疗 CDK4/6 抑制剂和内分泌治疗后疾病进展的 HR+/HER2-晚期乳腺癌、联合 BEBT-109 治疗接受过第三代 EGFR-TKI 治疗后疾病进展的 EGFR 突变阳性晚期非小细胞肺癌等目前已处于 Ib/II 期临床试验阶段，预计将于 2027 年上市。

② **同行业上市公司对比：**公司专注于肿瘤等疾病领域创新药研发；根据业务的相似性，选取了迪哲医药、微芯生物、艾力斯、以及益方生物为必贝特的可比上市公司。从上述可比公司来看，2024 年度可比公司的平均收入规模为 11.86 亿元、销售毛利率为 94.44%；相较而言，公司报告期内尚未产生营业收入和营业成本，与可比公司存在一定差异。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

| 会计年度      | 2022A  | 2023A  | 2024A |
|-----------|--------|--------|-------|
| 主营收入(百万元) | 0.0    | 0.0    | 0.0   |
| 同比增长(%)   | /      | /      | /     |
| 营业利润(百万元) | -191.3 | -172.8 | -55.9 |
| 同比增长(%)   | -39.74 | 9.66   | 67.66 |
| 净利润(百万元)  | -188.3 | -172.8 | -56.0 |
| 同比增长(%)   | -37.57 | 8.27   | 67.59 |
| 每股收益(元)   | -0.52  | -0.48  | -0.16 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 一、必贝特 .....           | 4  |
| (一) 基本财务状况 .....      | 4  |
| (二) 行业情况 .....        | 5  |
| (三) 公司亮点 .....        | 10 |
| (四) 募投项目投入 .....      | 11 |
| (五) 同行业上市公司指标对比 ..... | 11 |
| (六) 风险提示 .....        | 12 |

## 图表目录

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 公司收入规模及增速变化 .....                                     | 4  |
| 图 2: 公司归母净利润及增速变化 .....                                    | 4  |
| 图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....                                  | 5  |
| 图 4: 公司 ROE 变化 .....                                       | 5  |
| 图 5: 2019-2030E 全球肿瘤药物市场 (单位: 十亿美元) .....                  | 5  |
| 图 6: 2019-2030E 中国肿瘤药物市场 (单位: 十亿元) .....                   | 5  |
| 图 7: 国内 PI3K 或 HDAC 抑制剂在复发或难治性弥漫大 B 细胞淋巴瘤适应症的已获批及在研产 ..... | 6  |
| 图 8: 2019-2030E 中国 CDK4/6 抑制剂市场规模及预测 (单位: 十亿元) .....       | 7  |
| 图 9: 国内在研用于二线及以上治疗 EGFR20 外显子插入突变局部晚期或转移性非小细胞肺癌 .....      | 7  |
| 图 10: 国内在研 ChK1 抑制剂情况 .....                                | 8  |
| 图 11: 2019-2030E 中国自身免疫性疾病药物市场规模 (单位: 十亿美元) .....          | 9  |
| 图 12: 2019-2030E 中国代谢药物市场规模 (单位: 十亿元) .....                | 9  |
| 表 1: 公司 IPO 募投项目概况 .....                                   | 11 |
| 表 2: 同行业上市公司指标对比 .....                                     | 11 |

## 一、必贝特

公司是一家以临床价值为导向、专注于创新药自主研发的生物医药企业，聚焦于肿瘤、自身免疫性疾病、代谢性疾病等重大疾病领域，依托自主研发构建的核心技术平台，持续开发临床急需的全球首创药物（First-in-Class）和针对未满足临床需求的创新药物。

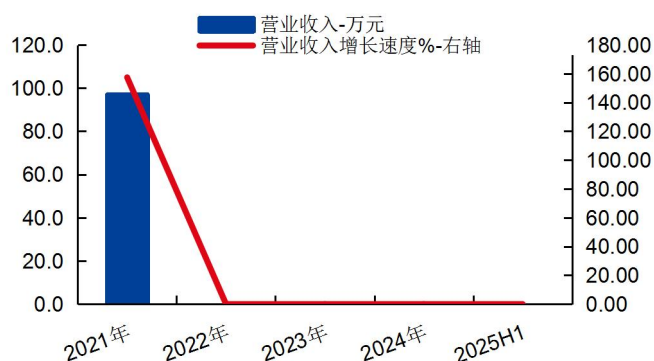
截至目前，公司已建立了差异化并具备市场竞争力的丰富研发管线，累计获得了三十余项临床批件；公司研发管线中已有 1 款 1 类创新药产品 BEBT-908 获批上市，BEBT-209 处于 III 期临床试验阶段，BEBT-109 已获准开展 III 期临床试验，5 个产品处于 I 期临床试验阶段。

### （一）基本财务状况

公司 2022-2024 年尚未实现收入及盈利，净亏损分别为 1.88 亿元/1.73 亿元/0.56 亿元，YOY 依次为 -37.57%/8.27%/67.59%。根据最新财务情况，公司 2025H1 净亏损 0.74 亿元，亏损幅度较上年同期收窄 1.29%。

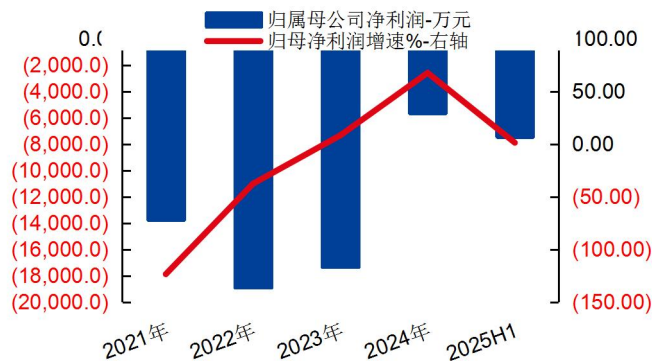
公司 BEBT-908 针对 r/rDLBCL 于 2025 年 6 月 30 日获批上市；报告期内，公司暂无主营业务收入。

图 1：公司收入规模及增速变化



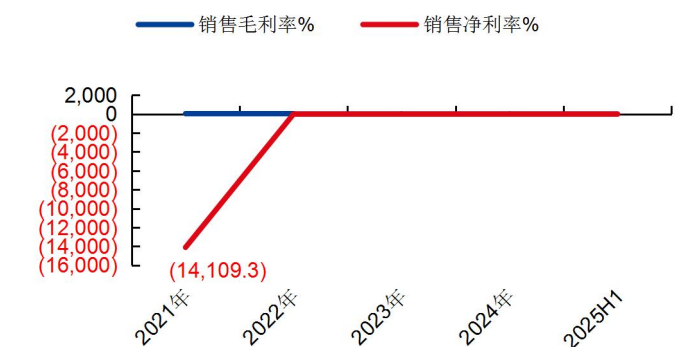
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



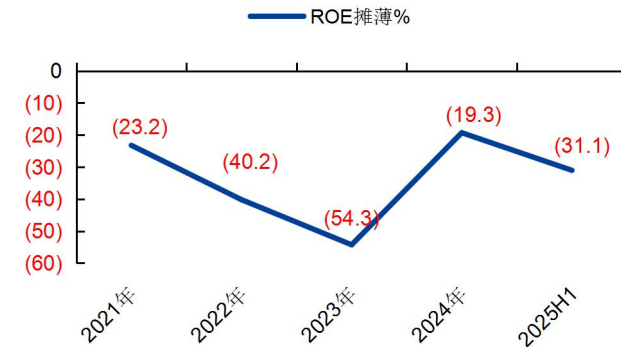
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

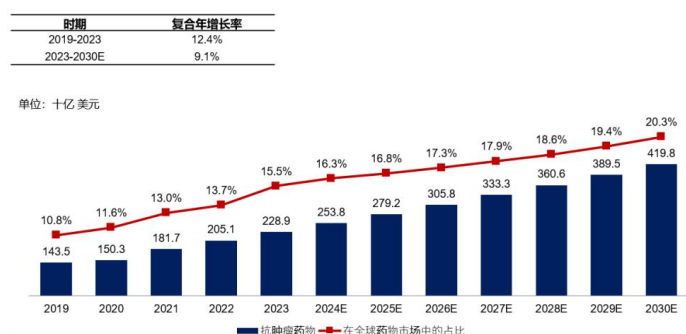
## （二）行业情况

公司新药研发聚焦于肿瘤、自身免疫性疾病、代谢性疾病等重大疾病领域。

### 1、肿瘤药物市场

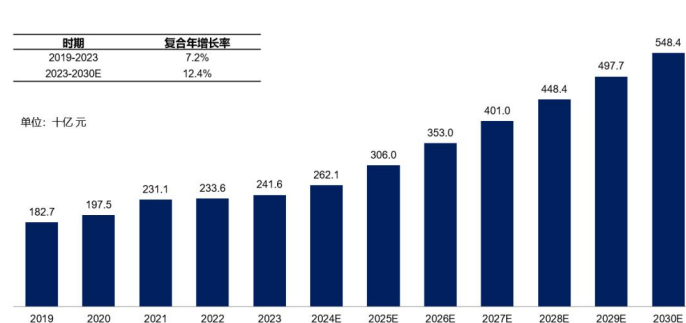
全球抗肿瘤药物市场蓬勃发展，更多的靶向药物及肿瘤免疫治疗药物问世和更多的适应症获批以及增加的患者人群，推动了抗肿瘤药物市场的进一步增长；根据弗若斯特沙利文分析显示，从 2019 年到 2023 年，全球抗肿瘤药物市场规模从 1,435 亿美元增长至 2,289 亿美元，分别占全球药物市场的 10.8%和 15.5%，复合年增长率达到 12.4%，并预计全球抗肿瘤药市场在 2030 年将达到 4,198 亿美元。在中国药物市场当中，抗肿瘤药物市场销售近些年来一直呈现稳步增长趋势；根据弗若斯特沙利文分析显示，市场规模在 2023 年达到 2,416 亿元，在过去 5 年当中的复合年增长率达到 7.2%，预计中国抗肿瘤药物市场在 2030 年达到 5,484 亿元，年复合增长率为 12.4%。

图 5：2019-2030E 全球肿瘤药物市场（单位：十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

图 6：2019-2030E 中国肿瘤药物市场（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

### (1) HDAC/PI3K $\alpha$ 双靶向抑制剂细分市场

PI3K(Thephosphatidylinositol3-kinase)是一类高度保守的酶家族,是胞内 PI3K-Akt-mTOR 信号通路的重要组成部分。PI3K-Akt-mTOR 信号通路中信号转导的很多成员分子,都是癌症、免疫及控制血栓形成等过程中的关键药物靶点。

截至 2025 年 6 月 30 日,针对复发或难治性弥漫大 B 细胞淋巴瘤适应症,除公司已获批的 BEBT-908 以外,国内在研的处于临床研究阶段的 PI3K 抑制剂或 HDAC 抑制剂有徐诺药业的艾贝司他(一种 HDAC 抑制剂)、贵州百灵企业集团的注射用甲磺酸普依司他(一种 HDAC 抑制剂)和百济神州的 BGB10188(一种 PI3K 抑制剂)。

图 7: 国内 PI3K 或 HDAC 抑制剂在复发或难治性弥漫大 B 细胞淋巴瘤适应症的已获批及在研产品情况

| 靶点                 | 公司       | 药物名称       | 中国最高研发状态 | 血液肿瘤适应症   |
|--------------------|----------|------------|----------|-----------|
| HDAC/PI3K $\alpha$ | 必贝特      | BEBT-908   | 已获批上市    | r/r DLBCL |
| HDAC               | 贵州百灵企业集团 | 注射用甲磺酸普依司他 | III 期    | r/r DLBCL |
| HDAC               | 徐诺药业     | 艾贝司他       | II 期     | r/r DLBCL |
| PI3K               | 百济神州     | BGB-10188  | I/II 期   | r/r DLBCL |

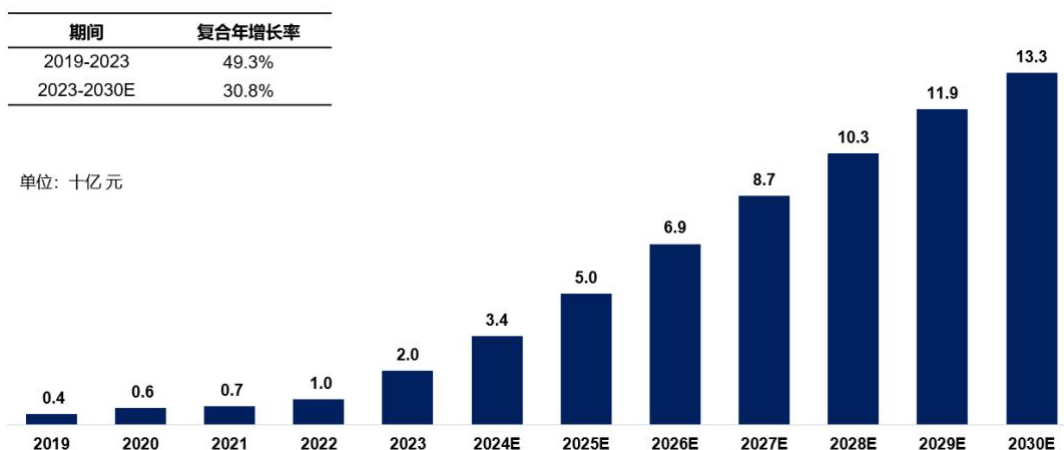
资料来源:弗若斯特沙利文分析,华金证券研究所

### (2) CDK4/6 抑制剂细分市场

CDK4/6 即细胞周期蛋白依赖性激酶 4 和 6,是人体细胞分裂增殖周期的关键调节蛋白,可触发细胞周期从 G1 期向 S 期转变。CDK4/6 在很多恶性肿瘤尤其是激素受体(HR)阳性的乳腺癌中过度活跃,表现出高活性,促使癌细胞增殖扩散,而 CDK4/6 抑制剂则可将细胞周期阻滞于 G1 期,从而发挥抑制肿瘤细胞增殖的作用,这些药物的作用机制基于有选择地关闭过度活化的 CDK4 和 CDK6 激酶。这些抑制剂药物通过降低 CDK4/6 的活化而恢复视网膜母细胞瘤蛋白(Rb)抑制生长的功能,而 Rb 蛋白是细胞分裂的一个控制点(Controlpoint)。因此,癌细胞的分裂周期被抑制剂药物所阻断,从而限制了它们的增殖。

截至 2025 年 1 月 31 日,国内已经批准上市的 CDK4/6 抗肿瘤抑制剂共有 4 款,分别是哌柏西利、阿贝西利、达尔西利和瑞波西利。根据弗若斯特沙利文分析显示,从 2019 年到 2023 年,中国 CDK4/6 抑制剂市场总额从约 4 亿元增加到约 20 亿元,年复合增长率为 49.3%。中国 CDK4/6 抑制剂市场未来将继续保持快速增长,预计到 2030 年,中国 CDK4/6 抑制剂市场总额达到约 133 亿元,年复合增长率为 30.8%。

图 8：2019-2030E 中国 CDK4/6 抑制剂市场规模及预测（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

### （3）EGFR 抑制剂细分市场

EGFR 信号通路在调节细胞增殖、存活和分化中起关键作用。EGFR 可以介导的信号转导通路有很多，其中 Ras/Raf/MEK/ERK-MAPK 通路和 PI3K/Akt/mTOR 通路在 NSCLC 的发生发展中起重要作用。EGFR 在多种器官中均有表达，其异常表达与多种癌症有关。EGFR-TKI 作用机制主要是通过竞争性地与酪氨酸激酶（TK）ATP 结合位点结合，从而抑制 ATP 与 TK 的结合，抑制 EGFR 自身磷酸化而阻滞传导，抑制肿瘤细胞的增殖，实现靶向治疗。

2023 年 8 月，迪哲医药的舒沃替尼（DZD-9008）在国内获批用于既往经含铂化疗治疗时或治疗后出现疾病进展，或不耐受含铂化疗，并且经检测确认存在 EGFR20 号外显子插入突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）。截至 2025 年 1 月 31 日，国内用于二线及以上治疗 EGFR20 外显子插入突变局部晚期或转移性非小细胞肺癌的正在临床阶段的在研产品情况如下：

图 9：国内在研用于二线及以上治疗 EGFR20 外显子插入突变局部晚期或转移性非小细胞肺癌的在研产品情况

| 靶点   | 公司    | 药物名称     | 中国最高研发状态 | 适应症                                         |
|------|-------|----------|----------|---------------------------------------------|
| EGFR | 必贝特   | BEET-109 | II 期     | EGFR 20 外显子插入突变局部晚期或转移性非小细胞肺癌               |
| EGFR | 艾力斯医药 | 伏美替尼     | II 期     | EGFR 20 外显子插入突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌              |
| EGFR | 江苏豪森  | HS-10376 | I 期      | 晚期非小细胞肺癌（携带 EGFR 20 外显子插入突变的局部晚期或转移性 NSCLC） |
| EGFR | 和誉生物  | ABSK112  | I 期      | 非小细胞肺癌（包括 EGFR 框内 Exon20ins 突变的 NSCLC）      |

资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

根据弗若斯特沙利文分析显示，从 2019 年到 2023 年，中国 EGFR-TKI 市场总额从 77 亿元增加到 158 亿元，年复合增长率为 19.9%。未来，中国 EGFR-TKI 市场将继续保持快速增长。预计到 2030 年，中国 EGFR-TKI 市场总额将达到 401 亿元，年复合增长率为 14.2%。

#### （4）ChK1 抑制剂细分市场

细胞 Chk1 和 Chk2 是细胞周期检测点中非常重要的蛋白激酶，它们通过信号传导和放大，调节下游靶蛋白活性与表达，使细胞周期出现阻滞。ATM/Chk2 和 ATR/Chk1 通路可以分别被 DNA 双链、单链断裂和复制应激激活，继而通过磷酸化 ATM 激活下游能激活细胞周期检查点的蛋白，主要包括 P53、Chk2、Chk1 和 p38/MK2。截至 2025 年 1 月 31 日，全球和中国尚未有 ChK1 抑制剂获批上市，临床上正在开发的 ChK1 抑制剂也较少。在中国市场，目前在研的 ChK1 抑制剂具体情况如下：

图 10：国内在研 ChK1 抑制剂情况

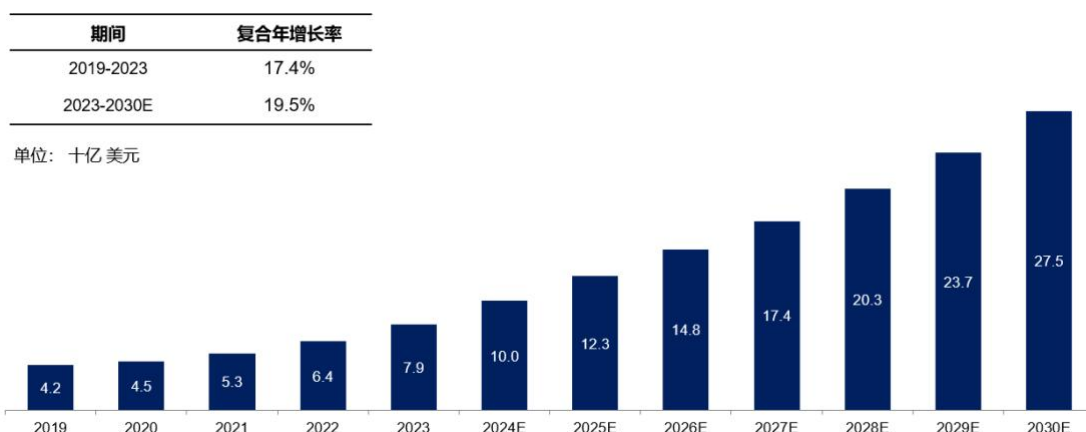
| 靶点   | 公司       | 药物名称         | 中国最高研发状态 | 适应症          |
|------|----------|--------------|----------|--------------|
| ChK1 | 必贝特      | BEBT-260     | I 期      | P53 突变的晚期实体瘤 |
| ChK1 | 海门百极弘烨医药 | 注射用醋酸吡可利布    | I 期      | 急性白血病        |
| ChK1 | 上海华禹生物   | 注射用 XCCS605B | I 期      | 晚期实体瘤        |
| ChK1 | 江苏星盛新辉医药 | XS-02 胶囊     | I/II 期   | 晚期实体瘤        |

资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

## 2、自身免疫性疾病药物市场

基于中国庞大的人口，中国自身免疫性疾病药物市场将拥有庞大的患者群；根据弗若斯特沙利文分析显示，随着国内自身免疫性疾病诊断技术的发展和完善，市场规模从 2019 年的 42 亿美元扩张到 2023 年的 79 亿美元，复合年增长率为 17.4%，并预计到 2030 年，中国自身免疫性疾病药物市场规模将达到 275 亿美元，复合年增长率达到 19.5%。

图 11：2019-2030E 中国自身免疫性疾病药物市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

备注：以上中国自身免疫性疾病药物市场规模以变态反应与风湿免疫科科室为匡算标准，包括该科室下自身免疫性疾病患者所使用的所有药物的费用，即获批用于治疗自身免疫性疾病适应症的上市药物和该科室所使用的额外功能型药物。

### （1）HSP90 抑制剂细分市场

截至 2025 年 1 月 31 日，国内外仅有一款 HSP90 抑制剂获批上市，为日本大鹏药品的 TAS-116（于 2022 年 8 月在日本获批上市用于治疗胃肠道间质瘤）。BEBT-305 是全球唯一针对银屑病治疗的处于临床研究阶段的 HSP90 抑制剂。

## 3、代谢疾病药物市场

根据弗若斯特沙利文分析显示，中国代谢药物市场销售近年来一直呈现平稳增长趋势，2023 年市场规模达到 1,074 亿元，在过去 5 年的复合年增长率达到 6.5%。药物研发的进展使得中国代谢药物市场未来几年也处于上升态势。预计中国代谢药物市场在 2026 年将会达到 1,511 亿元，到 2030 年达到 2,195 亿元。

图 12：2019-2030E 中国代谢药物市场规模（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

### （1）PPAR 激动剂细分市场

过氧化物酶体增殖物激活受体（PPAR）是调节目标基因表达的核内受体转录因子超家族成员。根据结构的不同，PPAR 可分为 $\alpha$ 、 $\beta$ （或 $\delta$ ）和 $\gamma$ 三种类型。其中 PPAR $\gamma$ 主要表达于脂肪组织及免疫系统，与脂肪细胞分化、机体免疫及胰岛素抵抗关系密切，是胰岛素增敏剂噻唑烷二酮类药物（Troglitazone, TZDs）作用的靶分子，成为近年来研究热点。截至 2025 年 1 月 31 日，全球尚未有针对糖尿病合并非酒精性脂肪性肝炎（NASH）治疗的新药上市，国内暂无针对糖尿病合并 NASH 适应症正在临床阶段的在研 PPAR 激动剂。

## （三）公司亮点

1、公司深耕抗肿瘤药物研发，独创性地开发了全球首个获批上市的小分子双靶点抑制剂 **BEBT-908**；目前该产品已获批上市，公司正积极推进商业化工作。公司创始科学家钱长庚先生与蔡雄先生具有超过三十年国际化创新药物研发的丰富经验，曾担任美国 CURIS 负责新药发现和临床前开发的资深副总裁和化学副总裁，带领研发团队深耕抗肿瘤药物研发，在业内率先提出表观遗传调控和蛋白激酶抑制的小分子双靶点抑制剂概念，并成功设计出全球首创的 HDAC/PI3K $\alpha$  双靶点小分子抗肿瘤抑制剂 **BEBT-908**，首个推进的适应症为复发或难治性弥漫大 B 细胞淋巴瘤（r/rDLBCL）；据公司招股书披露，**BEBT-908** 三线及以上治疗 r/rDLBCL 已于 2025 年 6 月 30 日获批上市，其二线及以上治疗 r/rDLBCL 的确证性 III 期临床试验也于 2025 年 1 月启动，目前公司正在积极推进该产品的商业化工作。一方面，抗肿瘤药物具备广阔的市场空间，根据弗若斯特沙利文的数据，中国淋巴瘤治疗药物的市场规模在 2023 年达到 191 亿元，预计将在 2030 年达到 583 亿元，年复合增长率为 17.3%；另一方面，公司产品差异化竞争优势显著，与单靶点药物相比，**BEBT-908** 具有更强的破坏肿瘤细胞信使网络能力，并对肿瘤细胞有强大的协同杀伤作用，可克服单靶点药物的固有或获得性耐药限制，且作为小分子靶向药物，相较其他竞品在治疗费用、药物可及性、安全性等方面具备优势。截至 2025 年 6 月末，除 **BEBT-908** 外，国内外尚未有其他 HDAC/PI3K $\alpha$  双靶点抑制剂获批准上市或其它同类双靶点抑制剂临床在研，同时无单靶点 PI3K 抑制剂或 HDAC 抑制剂、亦或两者联合用药方案获批准用于治疗复发或难治性弥漫大 B 细胞淋巴瘤。

2、除 **BEBT-908** 获批上市外，公司还拥有多个在研药品管线，其中 **BEBT-209**、**BEBT-109**、以及以 **BEBT-908** 协同抗肿瘤作用为导向的联合用药治疗项目预计于 2027 年上市。（1）除 **BEBT-908** 获批上市外，公司拥有多个在研药品管线，覆盖乳腺癌、非小细胞肺癌、卵巢癌等肿瘤疾病、银屑病等自身免疫性疾病以及糖尿病合并非酒精性脂肪性肝炎等代谢性疾病；其中 **BEBT-209** 处于 III 期临床试验阶段、**BEBT-109** 已获准开展 III 期临床试验，均有望于 2027 年获批上市。具体来看：a) **BEBT-209** 是用于治疗晚期乳腺癌的 CDK4/6 抑制剂，区别于已上市的 CDK4/6 竞品，**BEBT-209** 在保障安全性的前提下具备更好的抗肿瘤活性；根据弗若斯特沙利文数据，乳腺癌药物市场也是中国癌症治疗药物市场收入最大的癌症适应症之一，2023 年市场规模达 595 亿元、并预计 2030 年有望攀升至 1,104 亿元。b) **BEBT-109** 则是用于治疗 EGFR 突变阳性的非小细胞肺癌的泛突变型 EGFR 抑制剂，较全球首个上市的第三代 EGFR 抑制剂奥希替尼具备更高的产品安全性；根据弗若斯特沙利文数据，2023 年中国非小细胞肺癌靶向药物市场规模达 621 亿元，预计 2030 年有望攀升至 1,598 亿元。（2）与此同时，**BEBT-908** 由于其

双靶点的独特性和广谱抗肿瘤活性，使其与公司其他抗肿瘤产品具备显著的协同作用和差异化协同开发潜力，如联合 BEBT-209 和依西美坦或氟维司群治疗 CDK4/6 抑制剂和内分泌治疗后疾病进展的 HR+/HER2-晚期乳腺癌、联合 BEBT-109 治疗接受过第三代 EGFR-TKI 治疗后疾病进展的 EGFR 突变阳性晚期非小细胞肺癌等目前已处于 Ib/II 期临床试验阶段，预计将于 2027 年上市。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目，以及补充流动资金项目。

- 1、**新药研发项目：**新药研发项目聚焦于肿瘤、自身免疫性疾病、代谢性疾病等重大疾病领域，主要针对 HDAC/PI3K α、CDK4/6、EGFR、ChK1、HSP90、PPAR 等靶点开发创新药，在相关领域进行持续的研发投入，为尚未满足的临床需求提供治疗选择。
- 2、**清远研发中心及制剂产业化基地建设项目：**清远研发中心及制剂产业化基地建设项目总用地面积 40,110.79 m²，规划总建筑面积约 135,372.57 m²；项目集发行人的研发、生产等功能为一体，项目建成后将提升发行人在创新药领域的研发和生产实力。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

| 序号 | 项目名称               | 投资总额<br>(万元) | 拟募集资金投资额<br>(万元) | 项目建<br>设期 |
|----|--------------------|--------------|------------------|-----------|
| 1  | 新药研发项目             | 94,912.34    | 94,912.34        | 3 年       |
| 2  | 清远研发中心及制剂产业化基地建设项目 | 55,548.57    | 55,548.57        | 2 年       |
| 3  | 补充流动资金项目           | 50,000.00    | 50,000.00        | -         |
|    | 总计                 | 200,460.91   | 200,460.91       | -         |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

公司专注于肿瘤等疾病领域创新药研发；根据业务的相似性，选取了迪哲医药、微芯生物、艾力斯、以及益方生物为必贝特的可比上市公司。从上述可比公司来看，2024 年度可比公司的平均收入规模为 11.86 亿元、销售毛利率为 94.44%；相较而言，公司报告期内尚未产生营业收入和营业成本，与可比公司存在一定差异。

表 2：同行业上市公司指标对比

| 代码        | 简称   | 总市值<br>(亿元) | PS-TTM | 2024 年营业收<br>入(亿元) | 2024 年营<br>收增速 | 2024 年归<br>母净利润<br>(亿元) | 2024 年归<br>母净利润<br>增速 | 2024 年<br>销售毛利<br>率 | 2024 年<br>ROE（摊<br>薄） |
|-----------|------|-------------|--------|--------------------|----------------|-------------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|
| 688192.SH | 迪哲医药 | 323.98      | 63.36  | 3.60               | 294.24%        | -8.46                   | 23.63%                | 97.41%              | -436.6%               |
| 688321.SH | 微芯生物 | 129.68      | 17.01  | 6.58               | 25.63%         | -1.15                   | -228.97%              | 86.71%              | -7.25%                |
| 688578.SH | 艾力斯  | 481.91      | 11.07  | 35.58              | 76.29%         | 14.30                   | 121.97%               | 95.97%              | 27.07%                |
| 688382.SH | 益方生物 | 173.50      | 100.24 | 1.69               | -9.02%         | -2.40                   | 15.41%                | 97.68%              | -13.27%               |
|           | 平均值  | 277.27      | 47.92  | 11.86              | 96.79%         | 0.57                    | -16.99%               | 94.44%              | -107.5%               |
| 688759.SH | 必贝特  | /           | /      | 0.00               | /              | -0.56                   | 67.59%                | 0.00%               | -19.30%               |

资料来源：Wind（数据截至日期：2025 年 10 月 9 日），华金证券研究所

## （六）风险提示

新药研发风险、新药商业化相关风险、第三方委托研发风险、公司存在短期内无法实现盈利和利润分配的风险、新药研发行业相关风险、业务扩张的管理风险、财务风险、实际控制人持股比例较低的风险、知识产权风险、技术授权风险、医药行业政策相关风险等风险。

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)