

## 销售放量加速，管线将迎突破

——益方生物 2025 年报点评

### 核心观点

- **亏损略增，销售分成增长显著。**25 年公司实现营收 0.37 亿元（同比-78%），归母净利润-3.17 亿元（同比增亏 32%），扣非归母净利润-3.29 亿元（同比增亏 31%）。营收下降和增亏主要系 24 年收入包含格索雷塞的研发里程碑金额较大，公司 25 年营收主要系贝福替尼和格索雷塞的销售分成，分成收入同比翻倍。今年是格索雷塞进入医保后的首个年度，我们预计公司来自商业化产品的销售分成将加速增长。
- **在研管线进展顺利，新管线即将登场。**公司在研管线临床均进展顺利，多项关键临床正在开展：1) Taragarestrant（口服 SERD）：注册性 III 期、联用哌柏西利的国际多中心及联用 JSKN016 的 Ib/II 期临床均在进行中；2) D-2570（TYK2 抑制剂）：治疗中重度斑块状银屑病的注册性 III 期临床已完成入组，治疗溃疡性结肠炎（UC）、银屑病关节炎和系统性红斑狼疮的 II 期临床均迅速推进中，同时美国 I 期临床正在进行，II 期临床已获得 FDA 批准；3) D-0120（URAT1 抑制剂）：联用别嘌醇的美国 II 期临床试验已完成；4) 新分子：YF087（WRN 抑制剂）和 YF550（KIF18A 抑制剂）目前正在开展 IND 支持性研究，今年有望进入临床开发阶段。
- **下半年催化渐显，海外映射可期。**按照治疗时间推测，D-2570 治疗 UC 的 II 期临床数据有望下半年读出，治疗银屑病的注册性 III 期临床有望于明年 Q1 获得 52 周的完整数据。此外，武田的同靶点分子 TAK-279 治疗 UC 和克罗恩病的临床 II 期临床试验预计于 26H2 完成主要终点评估。考虑到在非头对头比较中，D-2570 的银屑病 II 期数据优于 TAK-279，且 D-2570 正在开展治疗 UC 的临床试验，若 TAK-279 取得阳性结果则可能对公司形成海外映射。

### 盈利预测与投资建议

- 根据公司 25 年报，我们下调公司收入并上调研发费用预测，预测公司 26-28 年归母净利润为：-2.52/-2.29/-0.86 亿元（原 26-27 年预测为-2.24/-0.94 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 184.77 亿元，对应目标价为 31.95 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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	169	37	228	356	581
同比增长(%)	-9.0%	-77.9%	510.8%	56.5%	63.0%
营业利润(百万元)	(240)	(317)	(252)	(229)	(86)
同比增长(%)	15.4%	-31.8%	20.3%	9.4%	62.4%
归属母公司净利润(百万元)	(240)	(317)	(252)	(229)	(86)
同比增长(%)	15.4%	-31.9%	20.3%	9.4%	62.4%
每股收益(元)	(0.42)	(0.55)	(0.44)	(0.40)	(0.15)
毛利率(%)	97.7%	86.5%	100.0%	99.0%	98.2%
净利率(%)	-142.3%	-849.7%	-110.8%	-64.1%	-14.8%
净资产收益率(%)	-12.6%	-18.9%	-17.8%	-19.1%	-8.1%
市盈率	(51.0)	(38.6)	(48.5)	(53.6)	(142.6)
市净率	6.8	8.0	9.4	11.2	11.9

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。

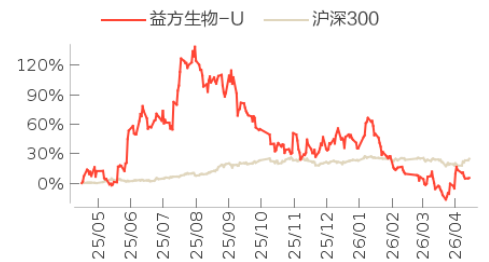
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2026年04月14日）	21.17 元
目标价格	31.95 元
52 周最高价/最低价	49.68/16.56 元
总股本/流通 A 股（万股）	57,835/57,835
A 股市值（百万元）	12,244
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026 年 04 月 17 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.55	11.95	-33.3	3.17
相对表现%	-10.42	11.26	-32.44	-21.89
沪深 300%	5.87	0.69	-0.86	25.06



### 证券分析师

伍云飞	执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199 wuyunfei1@orientsec.com.cn 021-63326320
傅肖依	执业证书编号：S0860524080006 fuxiaoyi@orientsec.com.cn 021-63326320

### 联系人

胡俊涛	执业证书编号：S0860124030026 hujuntao@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

### 相关报告

商业化加速，在研管线高效推进：——益方生物 2025 年中报点评	——益方生物	2025-09-03
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	——益方生物	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	——益方生物	2024-08-24

**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	1.81%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	0.89
考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	0.89
市场收益率 Rm	8.84%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	8.07%
债务比率 D/(D+E)	0.06%
债务利率 rd	3.50%
WACC	8.06%

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)	10,340.05
企业价值 (百万元)	16,949.46
权益价值 (百万元)	18,476.91
每股价值 (元)	31.95
预测市值 (亿元)	184.77

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(%)	31.95					
	6.06%	39.37	44.16	51.31	63.12	86.38
	6.56%	35.61	39.39	44.83	53.33	68.45
	7.06%	32.40	35.43	39.66	45.97	56.41
	7.56%	29.64	32.10	35.45	40.26	47.76
	8.06%	27.25	29.27	31.95	35.69	41.27
	8.56%	25.16	26.83	29.00	31.96	36.22
	9.06%	23.32	24.71	26.49	28.87	32.18
	9.56%	21.68	22.85	24.33	26.26	28.88
	10.06%	20.23	21.22	22.45	24.03	26.14

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						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,586	1,381	1,139	1,426	1,162	营业收入	169	37	228	356	581
应收票据、账款及款项融资	165	85	228	178	174	营业成本	4	5	0	4	11
预付账款	12	16	46	71	116	销售费用	0	0	30	80	110
存货	0	0	0	0	0	管理费用	52	45	45	46	47
其他	107	169	164	169	178	研发费用	384	326	424	463	500
<b>流动资产合计</b>	<b>1,870</b>	<b>1,651</b>	<b>1,576</b>	<b>1,845</b>	<b>1,630</b>	财务费用	(31)	(23)	(9)	3	9
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	9	13	0	0	0
固定资产	13	9	7	5	2	公允价值变动收益	1	2	1	2	2
在建工程	6	0	5	11	17	投资净收益	0	1	2	1	2
无形资产	1	1	2	3	3	其他	9	9	6	7	6
其他	30	43	37	35	34	<b>营业利润</b>	<b>(240)</b>	<b>(317)</b>	<b>(252)</b>	<b>(229)</b>	<b>(86)</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>52</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,921</b>	<b>1,704</b>	<b>1,628</b>	<b>1,899</b>	<b>1,686</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	211	681	538	<b>利润总额</b>	<b>(240)</b>	<b>(317)</b>	<b>(252)</b>	<b>(229)</b>	<b>(86)</b>
应付票据及应付账款	60	115	0	3	9	所得税	0	0	0	0	0
其他	30	33	102	104	91	<b>净利润</b>	<b>(240)</b>	<b>(317)</b>	<b>(252)</b>	<b>(229)</b>	<b>(86)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>90</b>	<b>149</b>	<b>313</b>	<b>788</b>	<b>638</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(240)</b>	<b>(317)</b>	<b>(252)</b>	<b>(229)</b>	<b>(86)</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.42	-0.55	-0.44	-0.40	-0.15
其他	20	19	19	19	19						
<b>非流动负债合计</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>110</b>	<b>168</b>	<b>332</b>	<b>806</b>	<b>657</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	577	578	578	578	578	营业收入	-9.0%	-77.9%	510.8%	56.5%	63.0%
资本公积	3,791	3,832	3,832	3,832	3,832	营业利润	15.4%	-31.8%	20.3%	9.4%	62.4%
留存收益	(2,545)	(2,862)	(3,114)	(3,318)	(3,381)	归属于母公司净利润	15.4%	-31.9%	20.3%	9.4%	62.4%
其他	(12)	(12)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,811</b>	<b>1,536</b>	<b>1,296</b>	<b>1,093</b>	<b>1,030</b>	毛利率	97.7%	86.5%	100.0%	99.0%	98.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,921</b>	<b>1,704</b>	<b>1,628</b>	<b>1,899</b>	<b>1,686</b>	净利率	-142.3%	-849.7%	-110.8%	-64.1%	-14.8%
						ROE	-12.6%	-18.9%	-17.8%	-19.1%	-8.1%
						ROIC	-14.2%	-20.2%	-17.1%	-13.7%	-4.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	5.7%	9.8%	20.4%	42.5%	38.9%
净利润	(240)	(317)	(252)	(229)	(86)	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	7	7	6	6	7	流动比率	20.78	11.09	5.04	2.34	2.56
财务费用	(31)	(23)	(9)	3	9	速动比率	20.78	11.09	5.04	2.34	2.56
投资损失	0	(1)	(2)	(1)	(2)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(46)	126	(215)	23	(56)	应收账款周转率	1.0	0.3	1.5	1.8	3.3
其它	69	52	14	(2)	(3)	存货周转率	-	-	-	-	-
<b>经营活动现金流</b>	<b>(242)</b>	<b>(155)</b>	<b>(457)</b>	<b>(199)</b>	<b>(130)</b>	总资产周转率	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
资本支出	(5)	(5)	(8)	(9)	(8)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	-0.42	-0.55	-0.44	-0.40	-0.15
其他	(49)	(22)	4	3	3	每股经营现金流	-0.42	-0.27	-0.79	-0.34	-0.23
<b>投资活动现金流</b>	<b>(54)</b>	<b>(26)</b>	<b>(5)</b>	<b>(6)</b>	<b>(5)</b>	每股净资产	3.13	2.66	2.24	1.89	1.78
债权融资	(1)	(1)	1	(0)	(0)	<b>估值比率</b>					
股权融资	55	43	0	0	0	市盈率	-51.0	-38.6	-48.5	-53.6	-142.6
其他	(60)	(48)	219	492	(129)	市净率	6.8	8.0	9.4	11.2	11.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6)</b>	<b>(6)</b>	<b>220</b>	<b>492</b>	<b>(129)</b>	EV/EBITDA	-40.6	-32.3	-42.1	-48.9	-153.3
汇率变动影响	1	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-39.5	-31.6	-41.1	-47.5	-139.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(302)</b>	<b>(191)</b>	<b>(242)</b>	<b>287</b>	<b>(264)</b>						

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。