

非金融公司 | 公司深度 | 益方生物 (688382)

益方生物：步入商业化阶段的创新药企



| 报告要点

益方生物作为拥有潜力在研及商业化管线的创新药企，肺癌领域 2 款创新药获批上市贡献现金流，合作伙伴销售实力强劲；在研产品布局临床需求未被满足的自免或肿瘤赛道，口服类给药方式有望成为突围新方向，其中布局银屑病 Tyk2 口服药物临床数据表现优秀，具备较大市场潜能。

| 分析师及联系人



郑薇

SAC: S0590521070002



夏禹

SAC: S0590518070004



聂丽媛

SAC: S0590524110002

益方生物(688382)

益方生物：步入商业化阶段的创新药企

行业：医药生物/化学制药
投资评级：买入（首次）
当前价格：17.33 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 577/400
流通 A 股市值(百万元) 6,927.07
每股净资产(元) 3.01
资产负债率(%) 8.27
一年内最高/最低(元) 17.34/6.50

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

拥有潜在在研及商业化管线的创新药企

益方生物主要聚焦于肿瘤、代谢及自免等领域，具备完善的研发创新平台，目前在研管线丰富，核心资产包括 2 个获批上市的新药以及 3 个临床后期的产品。

➤ 自免及肿瘤领域终端市场保持扩张

银屑病患者基数大，伴随药物获批上市提供更多选择性，终端市场规模保持扩增。预计 2025-2030 年中国银屑病治疗市场规模将从 248 亿元扩大至 555 亿元。乳腺癌是全球女性最常见的癌症类型之一，预计 2030 年全球和中国乳腺癌的市场规模将分别达到 699 亿美元、172 亿美元。肺癌作为全球最为高发的癌种，针对 EGFR TKI 类药物，中国 2023 年行业规模约 140 亿元，其中奥希替尼高达 63 亿元；针对 KRAS 类药物，预计 2025-2030 年中国市场规模将从 32 亿元增长至 215 亿元。

➤ 商业化管线+潜力赛道在研产品保障收入持续增长

公司已有 2 款肺癌的合作产品贝福替尼、格索雷塞实现商业化，且贝福替尼一线适应症于 2024 年底进入医保，2 个产品预计 2025-2026 年进入放量周期；3 个在研潜力产品中，银屑病 Tyk2 口服药物 D-2570 疗效堪比生物制剂，早前武田制药收购 Nimbus 的口服 Tyk2 抑制剂 Zasocitinib，总金额高达 60 亿美元，我们预计 D-2570 有望于 2027 年获批上市。此外，公司还布局了 D-0120（痛风）、D-0502（乳腺癌）等多款竞争格局良好的药物，管线梯队化有望实现收入的持续增长。

➤ 投资建议：步入商业化阶段叠加在研潜力管线，给予“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1.69/1.23/1.70 亿元，同比增速分别为 -8.85%/-27.13%/38.00%；归母净利润分别为 -2.46/-2.53/-2.42 亿元，同比增速分别为 13.50%/-2.85%/4.10%。EPS 分别为 -0.43/-0.44/-0.42 元/股。鉴于公司各管线差异较大同时还未步入盈利阶段，不适用相对估值法的 PS、PE 等方式，我们采用绝对估值法，测算得到的合理市值为 115 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：商业化不及预期；临床数据不及预期；竞争激烈程度加剧。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	0	186	169	123	170
增长率(%)	-	-	-8.85%	-27.13%	38.00%
EBITDA(百万元)	-500	-296	-244	-241	-221
归母净利润(百万元)	-483	-284	-246	-253	-242
增长率(%)	-35.09%	41.26%	13.50%	-2.85%	4.10%
EPS(元/股)	-0.84	-0.49	-0.43	-0.44	-0.42
市盈率(P/E)	-18.1	-30.9	-35.7	-34.7	-36.2
市净率(P/B)	4.0	4.4	5.0	5.8	6.9
EV/EBITDA	-10.8	-23.0	-29.7	-31.6	-36.5

数据来源：公司公告、iFind，国联民生证券研究所预测；股价为 2025 年 02 月 26 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司为拥有潜力在研及商业化管线的创新药企。肺癌领域 2 款创新药获批上市贡献现金流，在研产品布局临床需求未被满足的自免或肿瘤赛道，口服类给药方式有望成为突围新方向。

核心假设

- 商业化，1) 贝福替尼：在晚期 1 线治疗市场，销售分为对埃克替尼的替代，以及与其他 3 代 EGFR-TKI 的竞争。我们预计贝福替尼 2024-2026 年收入分别为 3.00/8.54/10.72 亿元，同比分别变动 500%/185%/25%。2) 格索雷塞：产品为国产第二家 KRAS G12C 抑制剂，竞争格局好（海外有 Amgen 的索托拉西布和 Mirati 的阿达格拉西布产品批准），产品 2024 年 11 月批准上市，我们预计其 2024/2025/2026 年收入分别为 0/1.72/3.44 亿元，同比分别变动-/-/100%。3) 合作收入：预计技术授权和技术合作收入 2024/2025/2026 年分别为 1.33/0/0 亿元。

- 在研产品，1) D-2570，作为 Tyk2 口服靶向药物，注射类产品可善挺已经超过 40 亿元，其中主要是银屑病适应症贡献销售收入，因此我们预测该产品销售峰值约 20 亿元；2) D-0120，痛风患者基数较大，当下有效药物较少，黄嘌呤氧化酶抑制剂非布司他 2023 年销售额约 15.8 亿元，URAT1 作为促尿酸排泄的有效药物，我们预测该产品销售峰值约 15 亿元；3) D-0502，作为替代羧维司群肌肉注射的口服用药，提高乳腺癌患者依从性，我们预测该产品销售峰值超 6 亿元。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1.69/1.23/1.70 亿元，同比增速分别为 -8.85%/-27.13%/38.00%；归母净利润分别为 -2.46/-2.53/-2.42 亿元，同比增速分别为 13.50%/-2.85%/4.10%。EPS 分别为 -0.43/-0.44/-0.42 元/股。鉴于公司各管线差异较大同时还未步入盈利阶段，不适用相对估值法的 PS、PE 等方式，我们采用绝对估值法，测算得到的合理市值为 115 亿元，对应 2025 年度目标价为 19.89 元，首次覆盖给予“买入”评级。

正文目录

1. 步入商业化阶段的创新药企	6
1.1 高效发展打造优质创新管线	6
1.2 管理团队专业优势长期磨合	7
2. 患者基数广泛的终端市场需求仍在扩张	8
2.1 银屑病：终端治疗仍有较大未满足需求	9
2.2 痛风：患病率持续增长的慢性疾病	13
2.3 肿瘤：全球高发癌种肺癌&乳腺癌	15
3. 口服药物成为突围新方向	17
3.1 D-2570：Tyk2 口服靶向药物潜力可期	17
3.2 D-0120：临床进展靠前的 URAT1 抑制剂	19
3.3 D-0502：口服 SERD 具备较强便捷性	21
3.4 商业化：赛美纳&格索雷塞巩固肺癌优势	23
4. 盈利预测、估值与投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 估值与投资建议	26
5. 风险提示	28

图表目录

图表 1：公司发展历史	6
图表 2：公司管线情况	7
图表 3：公司管理层情况	8
图表 4：公司研发投入情况（亿元）	8
图表 5：公司期末现金流情况（亿元）	8
图表 6：银屑病发病机制及信号通路	9
图表 7：银屑病诊疗指南	10
图表 8：中国银屑病患者人数（万人）	11
图表 9：中国银屑病治疗市场规模（亿元）	11
图表 10：中国银屑病主要治疗药物	11
图表 11：痛风尿酸钠（MSU）晶体相关发病机制	13
图表 12：中国高尿酸血症及痛风患病人数（亿人）	14
图表 13：中国痛风药物市场规模（亿元）	14
图表 14：中国高尿酸血症与痛风诊疗指南	14
图表 15：2022 全球发病率最高的十大癌症（万人）	15
图表 16：2022 中国发病率最高的十大癌症（万人）	15
图表 17：全球及中国 NSCLC 新发病例数（万人）	15
图表 18：全球及中国 NSCLC 靶向药物市场规模（亿美元）	15
图表 19：全球 NSCLC 分子生物标志物情况	16
图表 20：中国 NSCLC 分子生物标志物情况	16
图表 21：全球及中国乳腺癌新发病例数（万人）	17
图表 22：全球及中国乳腺癌药物市场规模（亿美元）	17

图表 23:	银屑病领域口服药物 MNC 布局情况.....	17
图表 24:	阿普米司特全球销售额 (亿美元)	18
图表 25:	Tyk2 作用机制及信号通路	18
图表 26:	银屑病领域药物数据比较	19
图表 27:	尿酸排泄转运蛋白	20
图表 28:	中国高尿酸血症药物销售额情况 (亿元)	20
图表 29:	痛风领域药物数据比较	21
图表 30:	全球及中国 SERD 靶向药市场规模 (亿美元)	22
图表 31:	全球氟维司群 (阿斯利康) 销售额 (亿美元)	22
图表 32:	中国氟维司群销售额 (亿元)	22
图表 33:	全球及中国 SERD 靶向药研发进度	23
图表 34:	中国 EGFR TKI 销售情况 (亿元)	24
图表 35:	全球主要 KRAS G12C 突变阳性癌症的发病人数 (万人)	24
图表 36:	中国主要 KRAS G12C 突变阳性癌症的发病人数 (万人)	24
图表 37:	全球 KRAS 突变阳性药物市场规模 (亿美元)	25
图表 38:	中国 KRAS 药物市场规模 (亿元)	25
图表 39:	全球及中国 KRAS G12C 药物上市情况	25
图表 40:	益方生物收入预测	26
图表 41:	基本假设关键参数	26
图表 42:	益方生物未来收入预测	27
图表 43:	FCFF 法估值表	28

1. 步入商业化阶段的创新药企

1.1 高效发展打造优质创新管线

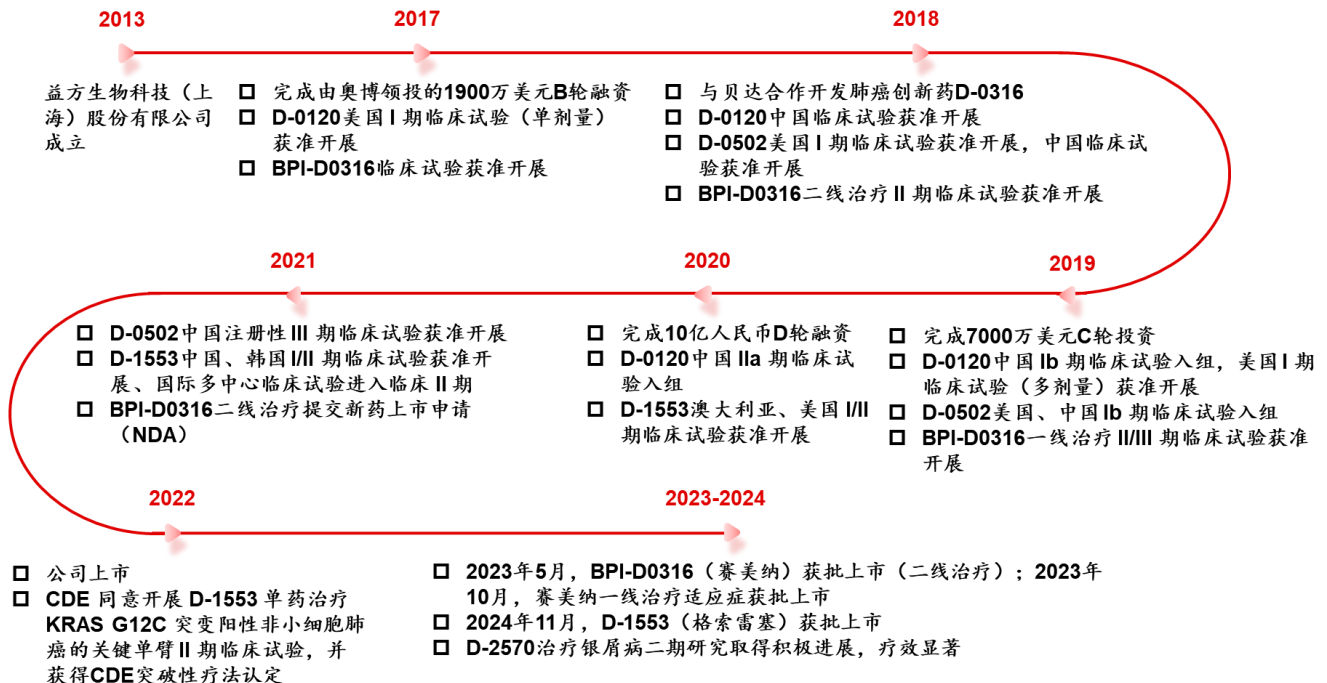
益方生物聚焦于肿瘤、自免等疾病需求较大的细分赛道，目前已逐渐步入商业化阶段，同时拥有丰富的临床管线梯队。

1) 2013-2017年，技术积累阶段，公司选用Fast-Follow策略在现有全球潜力分子的基础上完成进一步改构储备；

2) 2017-2022年，发展沉淀阶段，公司陆续将前期储备的分子推至临床试验阶段，同时做好临床管线的梯队建设；

3) 2023年-至今，步入商业化阶段，2023年公司同贝达药业合作的EGFR TKI药物获批上市；2024年公司同正大天晴合作的KRAS G12C药物作为突破性疗法获批上市。

图表1：公司发展历史



资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

益方生物管线布局主要针对疾病需求较大的细分领域，通过药物差异化优势快速推动临床进展。非小细胞肺癌领域，公司布局了针对 EGFR 突变和 KRAS 突变的细分人群，通过找准合作伙伴实现较高的投入产出效率，目前这两款肺癌药物均已获批上市；乳腺癌领域，公司布局了具备差异化优势并且技术壁垒较高的口服类 SERD 药物，处于临床后期阶段；此外，公司还通过 Fast-follow 的方式对现有成功率较高的分子改构创新，其中银屑病领域口服 Tyk2 药物近期临床数据表现突出。

图表2：公司管线情况

候选产品	机制	适应症	区域	单药/联用	临床前	I 期	II 期	注册试验	NDA	合作方
赛美纳 BPI-D0316	EGFR	非小细胞肺癌	中国	单药（二线治疗）				2023.05 获批上市		BETTA PHARMACEUTICALS
			中国	单药（一线治疗）				2023.10 获批上市		
D-1553 (Garsorasib)	KRAS G12C	非小细胞肺癌	中国	单药				CDE 突破性治疗	2024.11 获批上市	正大天晴 CHIAITAI TIANQING
			中国	联用 FAK 抑制剂						
		多种实体癌	国际多中心	联用 PD-1 抗体						MERCK
		结直肠癌	国际多中心	联用 EGFR 单抗（西妥昔）						
D-0502 (Taragarestrant)	SERD	ER+/HER2- 乳腺癌	中国	单药						Pfizer
			中国	联用 哌柏西利						
			国际多中心	单药和联用 哌柏西利						
D-0120	URAT1	高尿酸血症及 痛风	中国	单药						Pfizer
			国际多中心	联用						
D-2570	TYK2	银屑病	中国	单药						
临床前	激酶抑制剂	肿瘤免疫	全球	未披露						
	激酶抑制剂	多种实体癌	全球	未披露						
	蛋白抑制剂	肿瘤	全球	未披露						
	未披露	肿瘤	全球	未披露						

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

1.2 管理团队专业优势长期磨合

管理层具备专业优势，丰富的技术积累助力公司高质量发展。核心管理团队主要以王耀林博士、代星博士、江岳恒博士以及张灵博士为主，管理层平均一线经验超 20 年，新药研发积累丰富，已主持多款创新药成功上市。

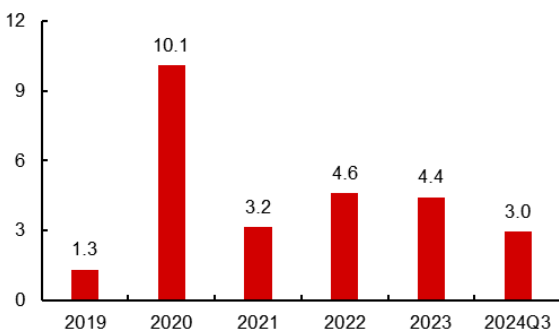
图表3: 公司管理层情况

<p>王耀林 董事长、总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 王耀林博士是益方生物的联合创始人，董事长及总经理。在创立益方之前，王博士在跨国制药公司工作了近二十年。 ➢ 王博士本科毕业于上海医科大学(现复旦大学药学院)，后获得纽约州立大学石溪分校的药理学博士，并在贝勒医学院进行了博士后研究。两次获得先灵葆雅“总裁奖”，发表了大量专利，出版物，会议摘要和书籍章节。 	<p>江岳恒 副总经理、董事会秘书、董事</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 江岳恒博士在先灵葆雅和默沙东跨国制药公司工作了近十五年，从事小分子新药研究。海归后担任雅本化学股份有限公司副总经理，领导研发团队。 ➢ 江博士在犹他大学获得学士学位，威斯康星大学麦迪逊分校获得博士学位。
<p>代星 副总经理、董事</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 代星博士具有超过十年的制药公司主持新药研发项目和团队管理的经验。历任美国先灵葆雅资深科学家、美国默沙东项目主管。曾获众多荣誉，包括负有盛名的美国化学会“青年化学家奖”，默沙东“绿色化学奖”，默沙东“卓越成就奖”，及中美药协(SAPA)“特殊贡献奖”等。 ➢ 代博士于纽约州立大学布法罗分校取得博士学位，并在麻省理工学院(MIT)进行了博士后研究。 	<p>张灵 首席医学官、副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 张灵博士全面负责公司临床项目的实施推进。张博士拥有超过二十年的临床研究经验，曾先后任职于葛兰素史克、强生、赛诺菲、先灵葆雅、默沙东和第一三共等国际大型医药公司担任临床高管，参与设计并领导了多个成功上市药物的全球临床试验，其中包括默沙东肿瘤免疫新药PD-1抗体Keytruda®黑色素瘤的临床试验。 ➢ 张博士本科毕业于复旦大学上海医学院，于美国天普大学获得博士学位。

资料来源: 公司官网, 国联民生证券研究所

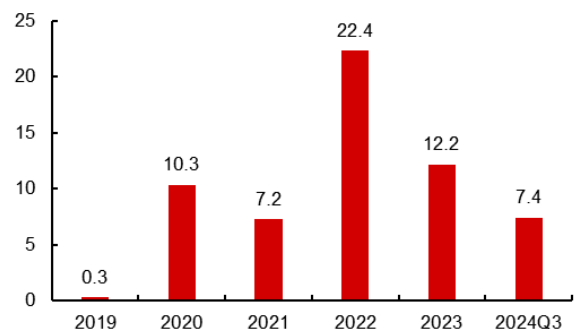
公司现金流储备良好，商业化产品将迅速补充公司现金流。2023年公司期末现金及现金等价物余额高达12.2亿元，同年公司研发投入维持在4.4亿元左右，伴随2023-2024年EGFR TKI和KRAS G12C的陆续获批上市，我们预计公司现金流或能够覆盖研发开支。

图表4: 公司研发投入情况(亿元)



资料来源: iFind, 国联民生证券研究所

图表5: 公司期末现金流情况(亿元)



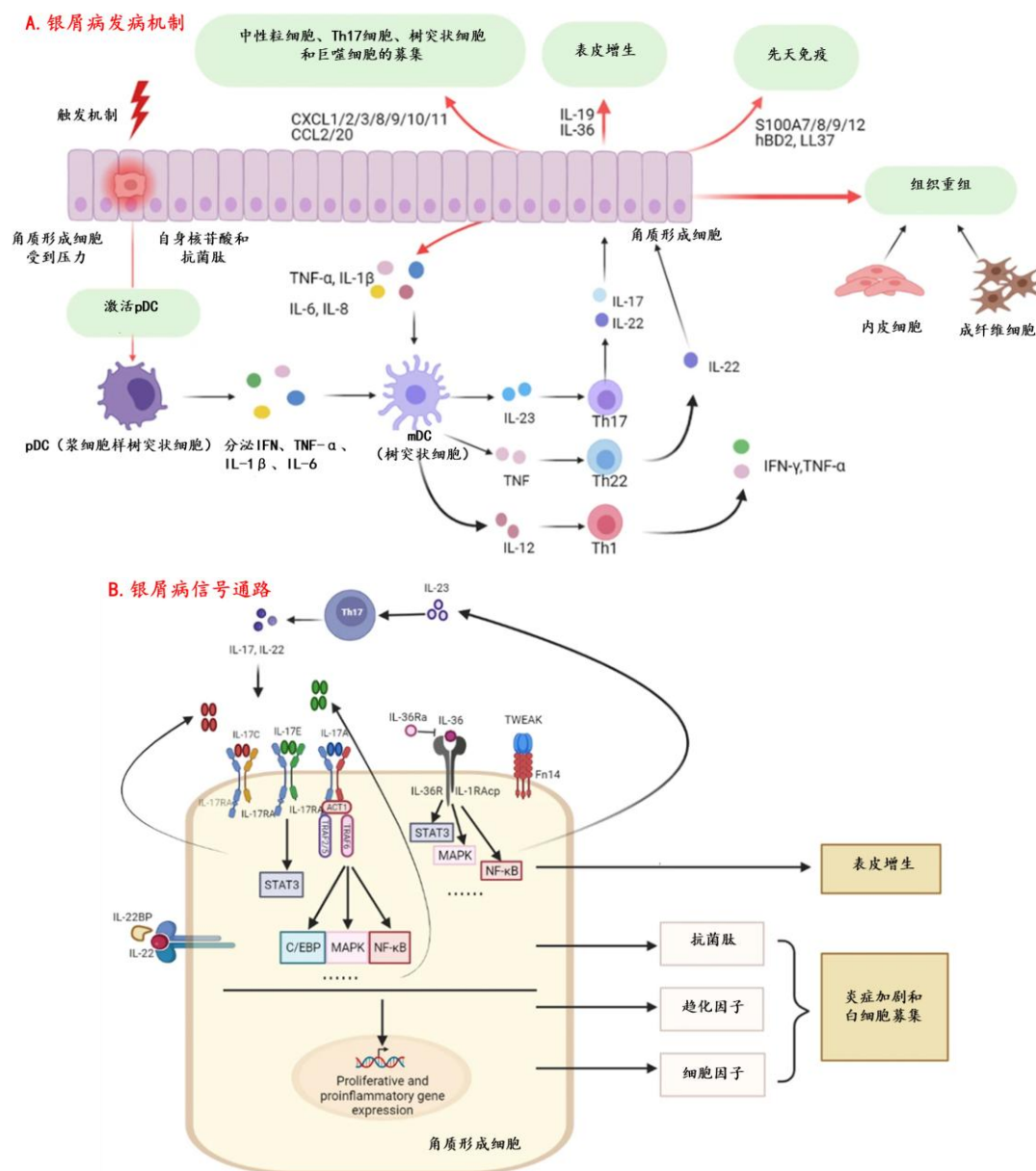
资料来源: iFind, 国联民生证券研究所

2. 患者基数广泛的终端市场需求仍在扩张

2.1 银屑病：终端治疗仍有较大未满足需求

银屑病发病机制复杂，免疫细胞和角质形成细胞之间通过细胞因子相互作用并触发多个细胞信号通路从而导致银屑病的诱导和维持。1) IL-23/IL-17 细胞因子轴被认为是银屑病的主要驱动因素，IL-23 激活 Th17 并促进其分泌 IL-17 细胞因子从而引起慢性皮肤炎症；2) JAK/STAT 信号传导同样在银屑病中起到重要作用，主要介导各类炎症细胞因子启动的信号通路和免疫反应从而导致表皮增生、炎症加剧等。

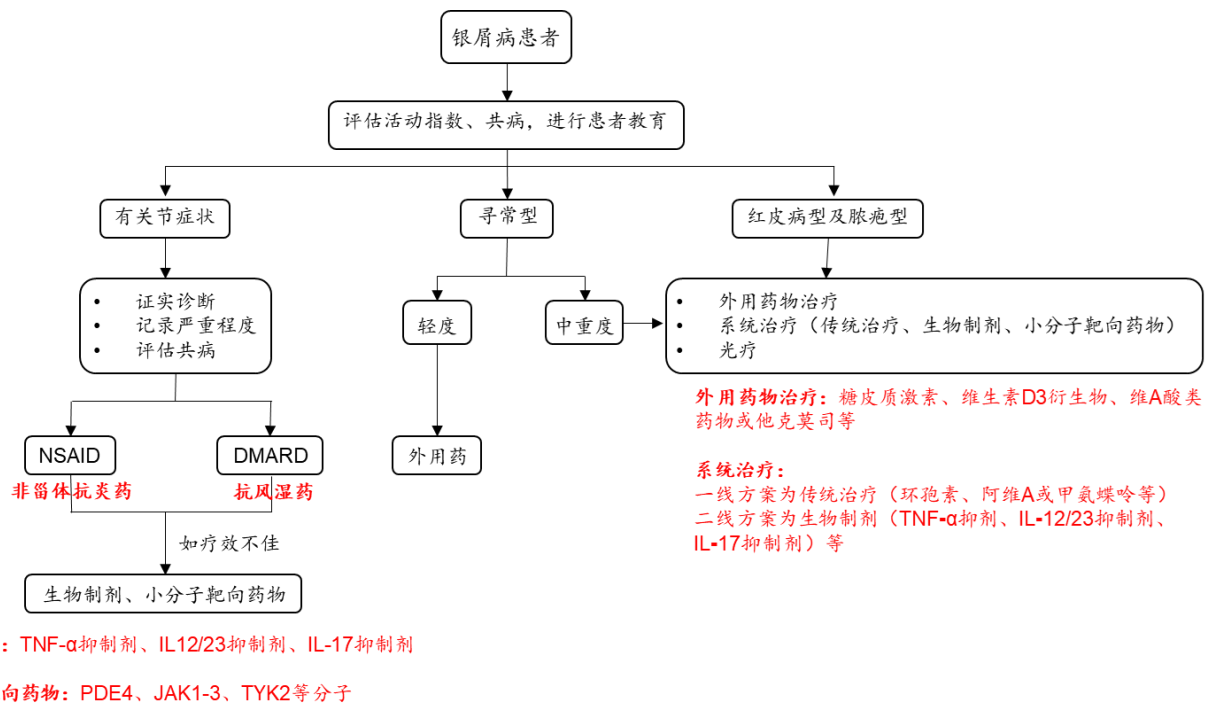
图表6：银屑病发病机制及信号通路



资料来源: Nature 《Advances in the pathogenesis of psoriasis: from keratinocyte perspective》Xue Zhou 等, 国联民生证券研究所

银屑病主要包括三类治疗方式：外用、系统性治疗、光疗。若病情较轻，则以外用药物或光疗为主，其中外用药物包括维生素 D3 衍生物、维 A 酸类药物、糖皮质激素等；光疗则通常以窄谱 UVB 为主；系统性治疗包括传统类（阿维 A、甲氨蝶呤、环孢素等），生物制剂（TNF- α 、IL12/23、IL17 等），小分子靶向药物（PDE4、JAK1 ~ 3 以及 TYK2 等分子）。

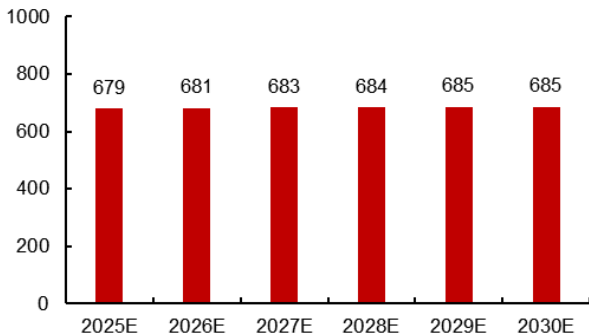
图表7：银屑病诊疗指南



资料来源：《中国银屑病诊疗指南（2023版）》，国联民生证券研究所

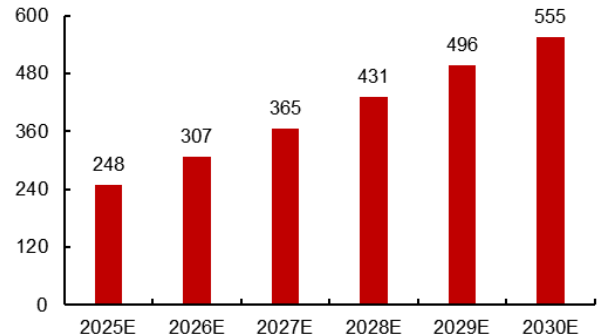
银屑病患者基数大，伴随药物获批上市提供更多选择性，终端市场规模保持扩增。中国银屑病存量患者人数大约维持在 680 万人左右的水平，弗若斯特沙利文预计 2025-2030 年中国银屑病治疗市场规模有望将从 248 亿元扩大至 555 亿元，CAGR 17.5%。其中，斑块状银屑病约占所有银屑病病例的 80-90%，目前我国正式获批的生物制剂适应症均为中重度斑块状银屑病。

图表8：中国银屑病患者人数（万人）



资料来源：康方生物招股说明书，国联民生证券研究所

图表9：中国银屑病治疗市场规模（亿元）



资料来源：康方生物招股说明书，国联民生证券研究所 美元兑人民币汇率 7.3

伴随治疗手段不断创新，银屑病领域诞生了不少治疗药物，差异化布局口服给药方式的小分子靶向药物仍具备稀缺性。针对中重度斑块状银屑病，传统治疗药物并未作用于 IL-23/IL-17 通路，临床应用已逐步减少；白介素类生物制剂起效快，具有良好的短期和长期疗效，目前有较多生物制剂扎堆获批；口服靶向药物此前主要以 PDE4 抑制剂为主，但疗效欠缺，其他的口服靶向药物主要针对 JAK 和 Tyk2 靶点，其中 Tyk2 靶向药物有效性及安全性俱佳，目前获批药物仅 BMS 一家，仍具备稀缺性。

图表10：中国银屑病主要治疗药物

种类	代表药品	有效性	安全性
外用药物	润肤剂	基础外用制剂。促进皮肤屏障修复，有利于皮损恢复，降低银屑病复发率并减轻复发时的严重程度。	-
	卡泊三醇	维生素 D3 衍生物。卡泊三醇能抑制皮肤细胞（角质细胞）增生和诱导其分化，从而使银屑病皮损的增生分化异常得以纠正。	皮肤反应。
	氟倍他索	强效皮质类固醇外用制剂。具有较强的毛细血管收缩作用，其抗炎作用为氢化可的松的 112.5 倍，倍他米松磷酸钠的 2.3 倍，氟轻松的 18.7 倍。	用药部位产生红斑、灼热、瘙痒等刺激症状。
	他扎罗汀	维 A 酸类药物。使用 0.1% 和 0.05% 他扎罗汀凝胶治疗 12 周的斑块状银屑病患者中，分别有 63%、50% 的患者取得较好的疗效，而赋形剂组为 31%。	局部皮肤刺激（红、痒、灼痛）。
传统系统性药物	阿维 A	维 A 酸类药物。在对银屑病和角化异常性疾病进行的临床试验证实阿维 A 可使表皮细胞增生、分裂以及角质形成等正常化。	维生素 A 过多症的表现如嘴唇干燥。
	环孢素	免疫抑制剂，可选择性阻滞免疫活性淋巴细胞的细胞周期，使其停留在 G0 期或 G1 期，主要阻滞辅助型 T 淋巴细胞，还可抑制淋巴因子的产生和释放，不影响吞噬细胞的功能，不产生骨髓抑制作用。	肾功能不全、震颤、多毛症、高血压、腹泻、厌食、恶心和呕吐。
	甲氨蝶呤	在治疗银屑病时，甲氨蝶呤仅限于对其它治疗方式疗效不明显的严重、顽固和致残性病例，并且只能在组织活检和/或适当会诊明确诊断后使用。	骨髓抑制和粘膜损伤，主要表现为溃疡性口腔黏膜炎、白细胞减少、恶心和其它胃肠道异常。

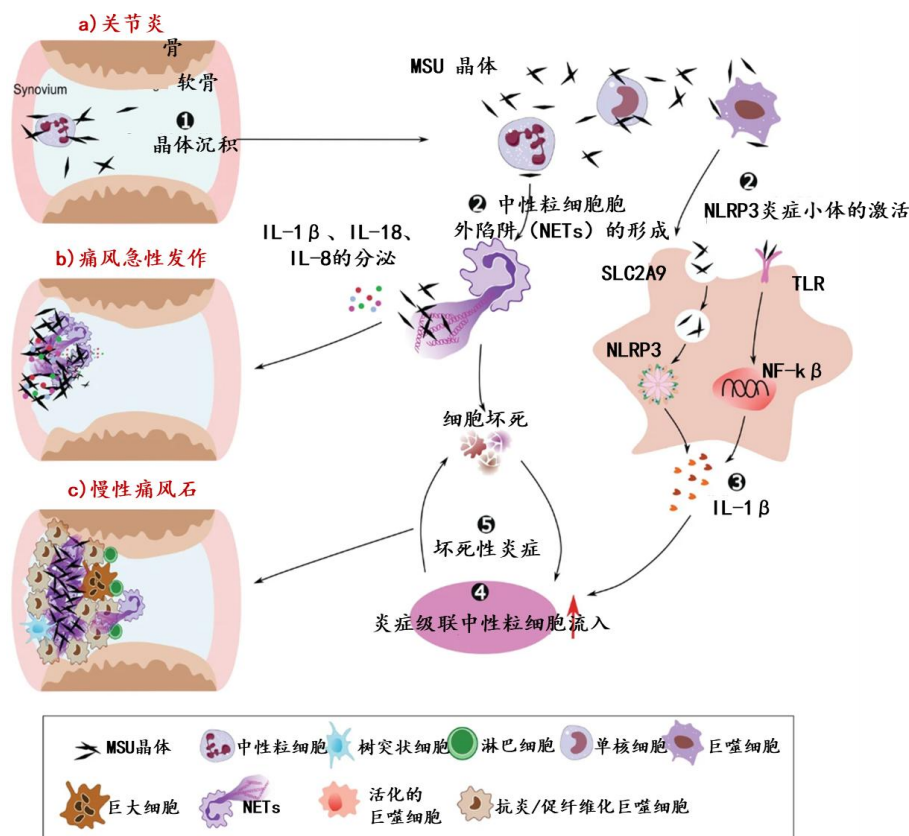
	阿达木单抗 (TNF-α 拮抗剂)	适用于需要进行系统治疗的成年中重度慢性斑块状银屑病患者，可与 TNF-α 特异性结合，阻断 TNF-α 与 p55 和 p75 细胞表面的 TNF 受体的相互作用。16 周时 70.9-79.6% 的患者达到 PASI75 的疗效。	感染、注射部位反应、头痛和骨骼肌肉疼痛。
	乌司奴单抗 (IL-12/23 拮抗剂)	适用于对环孢素、甲氨蝶呤或 PUVA（补骨脂素和紫外线 A）等其他系统性治疗不应答、有禁忌或无法耐受的成年中重度斑块状银屑病患者，12 周时 67%（45mg）和 66-76%（90mg）的银屑病患者达到 PASI75 的疗效。	鼻咽炎和头痛。
	司库奇尤单抗 (IL-17A 拮抗剂)	适用于治疗符合系统治疗或光疗指征的中度至重度斑块状银屑病的成年患者，52 周时 85.0%（150mg）和 95.4%（300mg）的患者达到 PASI75 的疗效。	上呼吸道感染（最常见的是鼻咽炎、鼻炎）。
生物制剂	古塞奇尤单抗 (IL-23 拮抗剂)	VOYAGE1 研究结果显示，古塞奇尤单抗相对于阿达木单抗 16 周时 PASI75 为 91.2%Vs73.1%，24 周时 PASI75 为 91.2%Vs72.2%，48 周时 PASI75 为 87.8%Vs62.6%；ECLIPSE 研究结果显示，古塞奇尤单抗相对于司库奇尤单抗：12 周的 PASI75 为 89.3%Vs91.6%，12 周的 PASI90 为 69.1%Vs76.1%，12 周和 48 周的 PASI75 为 84.6%Vs80.2%，48 周的 PASI90 为 84.5%Vs70.0%，48 周时 PASI100 为 58.2%Vs48.4%。	最常见的药物不良反应（ADR）是呼吸道感染。
	佩索利单抗 (IL-36 拮抗剂)	Effisayil-1 显示，患者接受佩索利单抗单次治疗，即可在 1 周内快速清除脓疱、改善红斑和脱屑，第 12 周时，GPP 医师总体评估（GPPGA）0/1 分的患者比例为 43%，脓疱单项评分为 0 分的患者比例为 54%；亚洲人群数据显示治疗 1 周后 GPPGA 0/1 分的患者比例为 50.0%，脓疱单项评分 0 分的患者比例为 62.5%。	常见不良反应是发热和头晕。
	阿普利司特 (PDE4 抑制剂)	16 周达到 PASI75 的受试者比例为 31.7%。	腹泻、恶心、头痛（包括紧张性头痛）和 URTI，通常为轻度或中度，往往在受试者继续接受阿普利司特期间消退。
小分子靶向药物	托法替布 (JAK1-3 抑制剂)	托法替布 5mg 每日 2 次治疗银屑病 16 周时达到 PASI75 的比例为 39.9% 和 46.0%；使用 10mg 每日 2 次的患者 16 周时达到 PASI75 以及 PGA0/1 的比例分别为 59.2%和 59.6%。	严重感染等。
	Deucravacitinib (Tyk2 抑制剂)	接受 deucravacitinib6mg 每日 1 次治疗的患者 16 周达到 PASI75 比例分别为 58.7%和 53.6%，静态医师全面评估（sPGA）0/1 比例分别为 53.6%和 50.3%，16 周后疗效持续升高。	鼻咽炎及上呼吸道感染等。

资料来源：《中国银屑病诊疗指南（2023 版）》，智翔金泰招股说明书，国联民生证券研究所

2.2 痛风：患病率持续增长的慢性疾病

痛风作为成人中常见的炎症性关节炎，同高尿酸血症和尿酸钠（MSU）晶体的沉积有关。MSU 晶体对巨噬细胞和上皮细胞等常驻滑膜细胞具有直接的细胞毒性作用，当上述细胞受控坏死时将释放 DAMP（损伤相关分子模式）和报警蛋白从而导致骨关节炎；急性痛风发作时会促进 MSU 晶体被免疫细胞吞噬从而导致 NLRP3 炎症小体的激活和关键细胞因子 IL-1 β 的释放，IL-1 β 将导致细胞因子和趋化因子的上调，使得中性粒细胞和其他免疫细胞的募集并放大炎症反应。

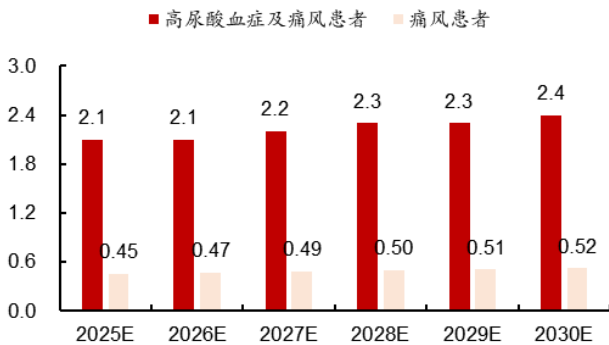
图表11：痛风尿酸钠（MSU）晶体相关发病机制



资料来源：《Cholesterol Crystals in Atherosclerosis and Other Related Diseases》Chongxu Shi, 国联民生证券研究所

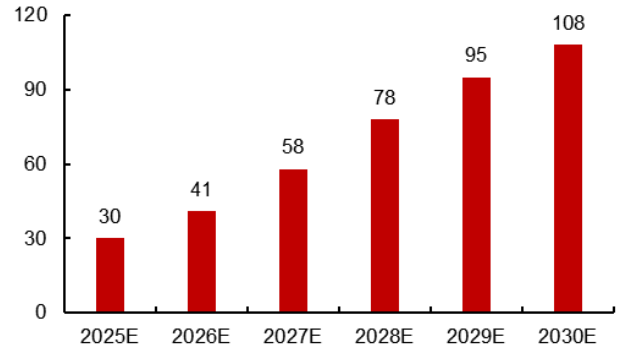
中国高尿酸血症及痛风患者人数逐年增长，大量临床需求有待满足。根据弗若斯特沙利文预计，2030 年中国高尿酸血症患者将达到 2.4 亿人，其中痛风患者将达到 5200 万人；同时伴随新一代痛风药物的研发获批，解决老一代药物临床缺点并满足更多临床需求，2025-2030 年中国痛风药物市场规模有望从 30 亿元增长至 108 亿元，CAGR 29.2%。

图表12: 中国高尿酸血症及痛风患病人数 (亿人)



资料来源: 益方生物招股说明书, 海创药业招股说明书, 国联民生证券研究所

图表13: 中国痛风药物市场规模 (亿元)



资料来源: 益方生物招股说明书, 国联民生证券研究所

痛风的治疗主要根据症状情况可以分为急性痛风治疗和慢性痛风治疗。1) 针对慢性痛风, 主要采取抑制尿酸生成和促进尿酸排泄的方式, 例如黄嘌呤氧化酶抑制剂 (别嘌醇、非布司他) 通过抑制黄嘌呤氧化酶来减少尿酸的产生, URAT1 抑制剂 (苯溴马隆) 通过抑制肾小管尿酸重吸收来促进尿酸排泄; 2) 针对急性痛风则主要通过非甾体类药物、秋水仙碱以及糖皮质激素等减少炎症和疼痛。

图表14: 中国高尿酸血症与痛风诊疗指南

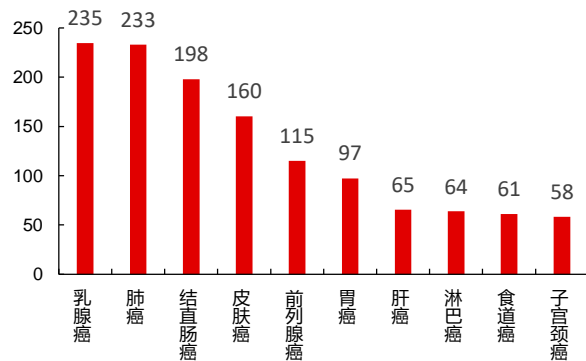
分类	初始治疗	后续治疗
痛风患者降尿酸一线治疗	别嘌醇、非布司他或苯溴马隆 (1B)	若单药足量、足疗程治疗后血尿酸仍未达标的患者, 可考虑联合应用两种不同作用机制的降尿酸药物, 不推荐尿酸氧化酶与其他降尿酸药物联用 (1C)
痛风急性发作期的抗炎镇痛治疗 (一线治疗)	小剂量秋水仙碱或 NSAID (足量、短疗程), 若对小剂量秋水仙碱不耐受、疗效不佳或存在禁忌的患者推荐全身应用糖皮质激素 (1B)	有消化道出血风险或需长期使用小剂量阿司匹林患者, 建议优先考虑选择性环氧化酶 2 (COX-2) 抑制剂 (2B)
痛风急性发作累及多关节、大关节或合并全身症状 (二线治疗)	建议首选全身糖皮质激素治疗 (2B)	疼痛视觉模拟评分法 (VAS) 评分 ≥ 7 分或 ≥ 2 个大关节受累或多关节炎或一种药物疗效差的患者建议两种抗炎镇痛药物联合治疗如小剂量秋水仙碱与 NSAID 或小剂量秋水仙碱与全身糖皮质激素联用 (2C)
痛风患者降尿酸药物治疗初期预防痛风发作	推荐首选小剂量 (0.5~1mg/d) 秋水仙碱预防痛风发作, 至少维持 3~6 个月 (1A)	对于肾功能不全患者建议根据 eGFR 调整秋水仙碱用量 (2B), 不能耐受秋水仙碱的患者建议小剂量 NSAID (不超过常规剂量的 50%) 或糖皮质激素 (强的松 ≤ 10 mg/d) 预防发作至少维持 3~6 个月 (2B); 建议小剂量起始降尿酸药物缓慢加量以避免或减少痛风发作 (2B)
难治性痛风	建议将聚乙二醇重组尿酸酶制剂用于难治性痛风的降尿酸治疗 (2B)	疼痛反复发作、常规药物无法控制的难治性痛风患者可考虑使用白细胞介素 1 或肿瘤坏死因子 α (TNF α) 拮抗剂 (2C); 如痛风石出现局部并发症 (感染、破溃、压迫神经等) 或严重影响生活质量时, 可考虑手术治疗 (2C)

资料来源: 《2019 年中国高尿酸血症与痛风诊疗指南》, 国联民生证券研究所

2.3 肿瘤：全球高发癌种肺癌&乳腺癌

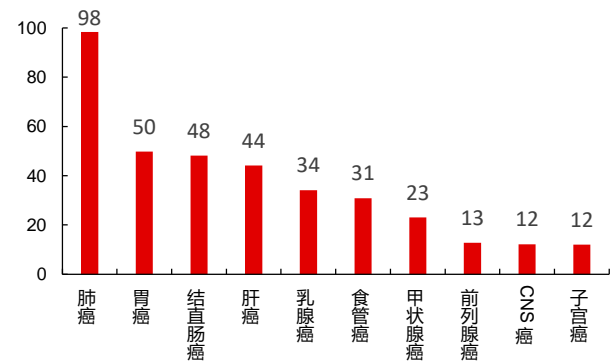
肺癌和乳腺癌作为全球高发癌种，患者基数广泛。全球范围内，乳腺癌、肺癌以及结直肠癌作为前三高发病种，2022年新发人数达235万人、233万人以及198万人。中国区域，肺癌、胃癌以及结直肠癌则作为前三高发病种，2022年新发人数达98万人、50万人以及48万人，其中乳腺癌新发人数达34万人。

图表15：2022全球发病率最高的十大癌症（万人）



资料来源：科伦博泰招股说明书，国联民生证券研究所

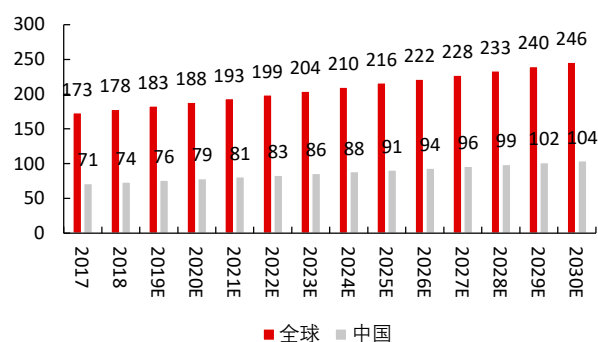
图表16：2022中国发病率最高的十大癌症（万人）



资料来源：科伦博泰招股说明书，国联民生证券研究所

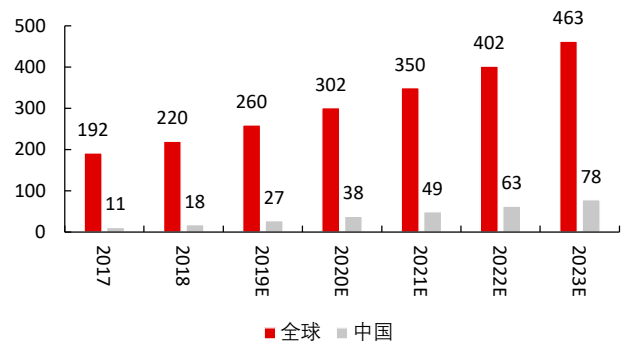
非小细胞肺癌（NSCLC）作为最常见的肺癌类型，靶向药物市场规模保持快速增长。NSCLC发病率约占肺癌总数的85%左右，预计2030年，全球NSCLC患者的新发病例数达246万人，中国NSCLC患者的新发病例数达104万人。2017-2023年，全球NSCLC靶向药物市场规模从192亿美元增长至463亿美元，CAGR 15%；中国NSCLC靶向药物市场规模从11亿美元增长至78亿美元，CAGR 31%。

图表17：全球及中国NSCLC新发病例数（万人）



资料来源：弗若斯特沙利文，国联民生证券研究所

图表18：全球及中国NSCLC靶向药物市场规模（亿美元）

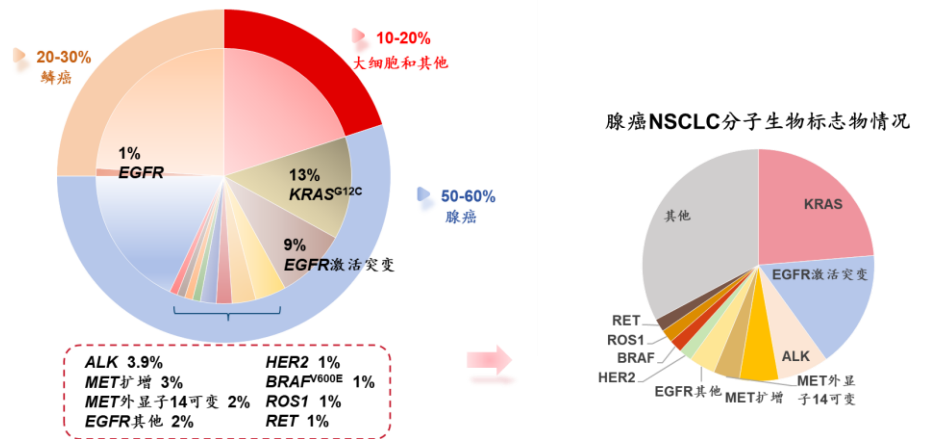


资料来源：弗若斯特沙利文，国联民生证券研究所

NSCLC生物标志物的出现推动患者进行靶向治疗。全球范围内，腺癌占比NSCLC病例总数的50-60%，腺癌中最常见的基因突变在NSCLC中占比分别为：KRAS 13%，EGFR激活突变9%，ALK 4%，MET扩增3%，MET外显子14可变2%；中国区域，常见的

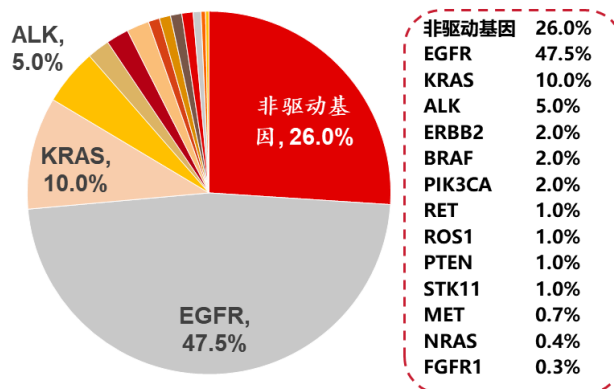
基因突变在 NSCLC 中占比分别为：EGFR 48%，KRAS 10%，ALK 5%。

图表19：全球 NSCLC 分子生物标志物情况



资料来源：Nature《Toward personalized treatment approaches for non-small-cell lung cancer》Meina Wang, 国联民生证券研究所

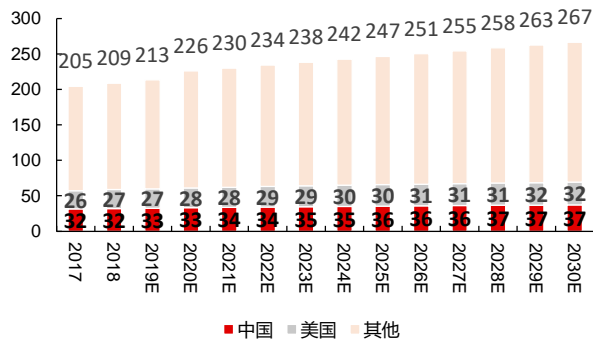
图表20：中国 NSCLC 分子生物标志物情况



资料来源：Pathology & Oncology Research《Mutation Spectrum of EGFR From 21,324 Chinese Patients With Non-Small Cell Lung Cancer (NSCLC) Successfully Tested by Multiple Methods in a CAP-Accredited Laboratory》Linlin Mao, 国联民生证券研究所

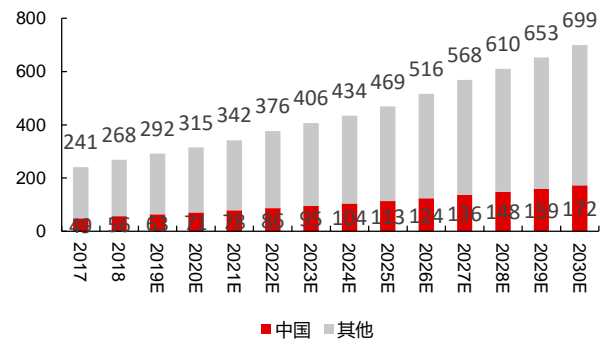
乳腺癌是全球女性最常见的癌症类型之一。预计 2030 年，全球和中国乳腺癌患者的新发病例数分别达 267 万人、37 万人；全球和中国乳腺癌药物市场规模分别达 699 亿美元、172 亿美元。根据激素受体 (HR, 包括雌激素受体 ER 及孕激素受体 PR) 及表皮生长因子-2 (HER2) 的表达水平区分乳腺癌亚型，其中全球乳腺癌 HR+ 发病人数占比 76.2%，HER2+ 占比 20.2%，TNBC 占比 15%。

图表21：全球及中国乳腺癌新发病例数（万人）



资料来源：来凯医药招股说明书，国联民生证券研究所

图表22：全球及中国乳腺癌药物市场规模（亿美元）



资料来源：来凯医药招股说明书，国联民生证券研究所

3. 口服药物成为突围新方向

3.1 D-2570：Tyk2 口服靶向药物潜力可期

银屑病领域口服靶向药物引来 MNC 频频布局。2019 年，安进收购 Celgene 阿普米司特等资产，总金额高达 134 亿美元；强生收购 Protagonist 的 3 个 IL-23 抑制剂，其中 IL-23 口服多肽药物 JNJ-2113 于 2024 年展现出了优越的三期临床数据。2022 年 12 月，武田制药收购 Nimbus 的口服 Tyk2 抑制剂 Zasocitinib，总金额高达 60 亿美元。此外，BMS 原研的口服 Tyk2 抑制剂氩可来昔替尼已于 2022 年美国获批上市，BMS 预测其 2030 年将达到 40 亿美元销售额。

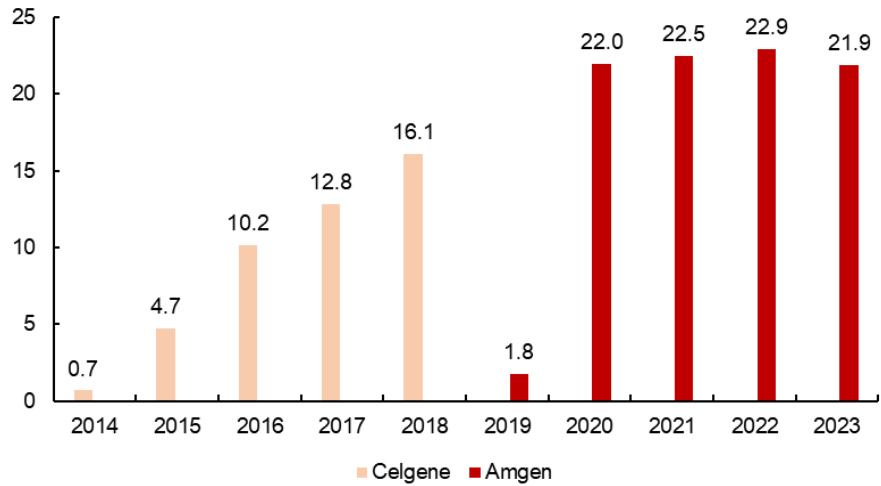
图表23：银屑病领域口服药物 MNC 布局情况

产品	公司	类型	研发状态	具体情况
阿普米司特 (PDE4)	安进	资产收购	美国获批 (2014) 中国获批 (2021)	2019 年安进收购 Celgene 产品 (2 个 PDE4 抑制剂，总金额 134 亿美元)
氩可来昔替尼 (Tyk2)	BMS	自研	美国获批 (2022) 中国获批 (2023)	Tyk2 变构抑制剂
Zasocitinib (Tyk2)	武田制药	资产收购	美国 III 期 中国 III 期	2022 年 12 月武田收购 Nimbus 产品 (Tyk2 抑制剂 zasocitinib，总金额 60 亿美元，首付款 40 亿美元)
JNJ-2113 (IL-23R)	强生	BD	美国 III 期 中国 III 期	2019 年强生收购 Protagonist 权益 (3 个 IL-23 抑制剂，10 亿美元里程碑)

资料来源：医药魔方，国联民生证券研究所

阿普米司特作为斑块状银屑病和银屑病关节炎领域最早获批的口服小分子靶向药物，近年来维持在 20 亿美元以上的规模。2019 年安进花费 134 亿美元收购了 Celgene 阿普米司特这类针对银屑病的 PDE4 抑制剂口服药物资产从而补齐依那西普（安进）未满足的银屑病临床需求，2023 年全球销售额仍然达到 21.9 亿美元。

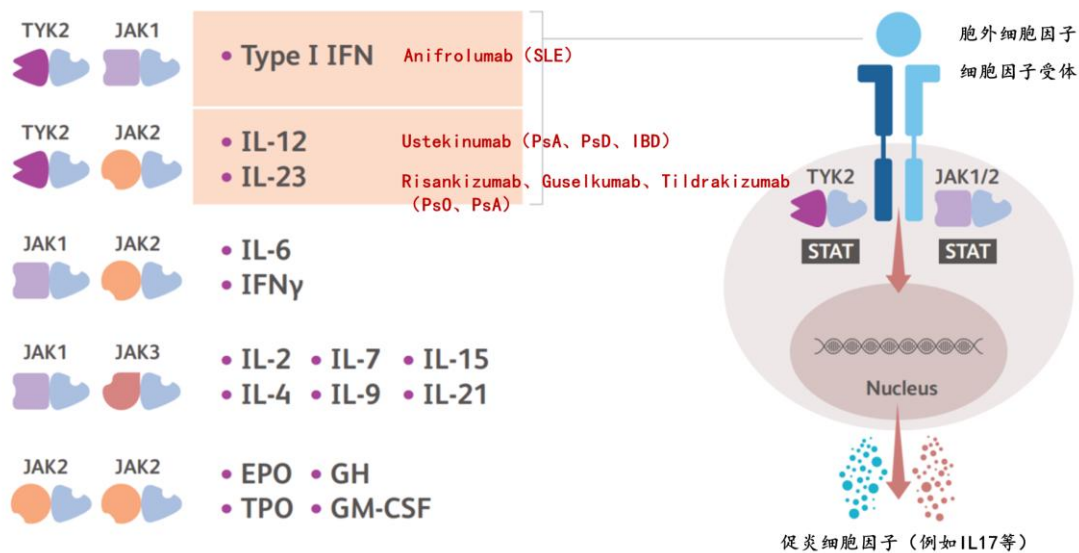
图表24: 阿普米司特全球销售额 (亿美元)



资料来源: 医药魔方, 国联民生证券研究所

Tyk2 作为 JAK 激酶家族的成员, 作为风湿性疾病的新兴治疗靶点, BMS 旗下 Sotyktu 获批上市并成为了唯一一款没有 FDA 黑框警告的 JAK 抑制剂。Tyk2 通过参与 Type1 IFN、IL-12/IL-23 以及 IL-10 等下游的信号通路从而触发多种免疫事件, 同现有的 JAK 抑制剂不同的是, Tyk2 选择性更佳, 具备更好的安全性。

图表25: Tyk2 作用机制及信号通路



资料来源: BMS 公告, Nature Reviews Rheumatology 《TYK2: an emerging therapeutic target in rheumatic disease》Eric Morand, 国联民生证券研究所

D-2570 临床疗效优越，具备口服银屑病药物 Best-in-Class 潜能。益方 vs BMS vs 武田 vs 强生，PASI 75 (85-90% vs 53% vs 18-68% vs NA)，PASI 90 (70.7-77.5% vs 27% vs 8-46% vs 49.6%)，PASI 100 (39-55% vs 10.2% vs 2-33% vs NA)，此外这几款口服银屑病药物绝大部分都为轻中度不良反应，安全性同样表现良好。

图表26：银屑病领域药物数据比较

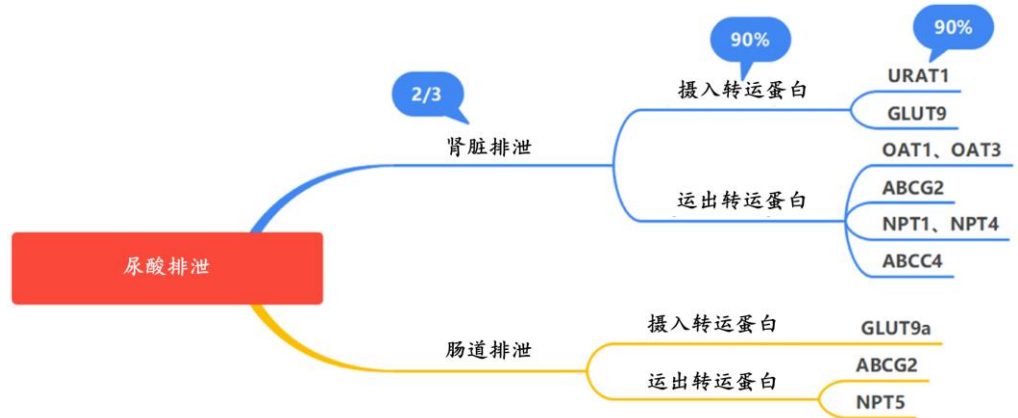
公司	益方生物	BMS	Takeda	JNJ
药物	D-2570	Deucravacitinib	TAK-279	JNJ-2113
临床试验	NCT06278350	POETYK PSO-2	NCT04999839	NCT06095115
阶段	Ph2	Ph3	Ph2	Ph2
治疗时长	12周	16周	12周	16周
方案	低中高3个剂量组 vs 安慰剂组	试验药 6mg/d vs 阿普米司特 vs 安慰剂	试验药 2/5/10/30mg/d vs 安慰剂	试验药 vs 安慰剂
人数	121 vs 40	511 vs 254 vs 255	50 vs 52 vs 53 vs 52 vs 52	共 684 人
PASI 75(%)	85.0-90.0 vs 12.5	53.0 vs 39.8 vs 9.4	18 vs 44 vs 68 vs 67 vs 6	-
PASI 90(%)	70.7-77.5 vs 5.0	27.0 vs 18.1 vs 2.7	8 vs 21 vs 45 vs 46 vs 0	49.6 vs 4.4
PASI 100(%)	39.0-50.0 vs 2.5	10.2 vs 4.3 vs 1.2	2 vs 10 vs 15 vs 33 vs 0	-
sPGA 0/1(%)	80.5-87.5 vs 20.0	49.5 vs 33.9 vs 8.6	10 vs 27 vs 49 vs 52 vs 4	IGA0/1 64.7 vs 8.3
试验药安全性	绝大部分为轻中度不良反应，未出现 SAE	57.5% TEAEs, 19.4% 治疗相关 AE, 2.7% 停药, 0.2% 死亡	试验组 vs 安慰剂, TEAEs (53-62% vs 44%), 研究治疗停止(2%-4% vs 2%)	试验组 vs 安慰剂, TEAEs (49.3% vs 49.1%)

资料来源：益方生物公告，BMS 公告，武田公告，Protagonist 公告，国联民生证券研究所

3.2 D-0120：临床进展靠前的 URAT1 抑制剂

URAT1 抑制剂作为治疗高尿酸血症的潜力药物。尿酸排泄减少是原发性高尿酸血症的关键因素，约占病例的 90%，体内约 2/3 的尿酸通过肾小管转运蛋白排泄，然而仅 10% 尿酸会通过肾小管滤出，大约 90% 的过滤尿酸盐会在肾脏中被重吸收。其中，尿酸盐转运蛋白 1 (URAT1) 和葡萄糖转运蛋白 9 (GLUT9) 是参与尿酸盐重吸收的重要转运蛋白，URAT1 大约参与 90% 的尿酸重吸收，因此 URAT1 抑制剂被认为是高尿酸血症的高效潜力药物。

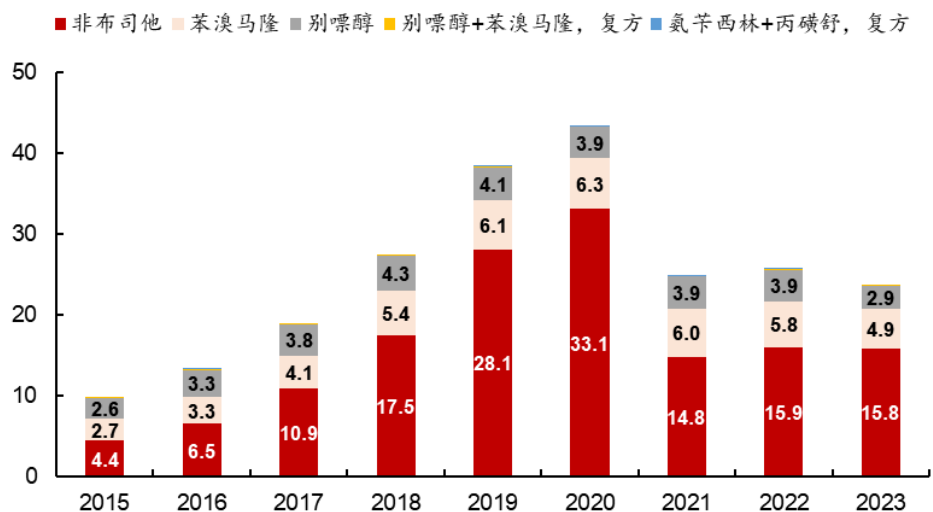
图表27：尿酸排泄转运蛋白



资料来源：European Journal of Pharmacology 《A brief review of urate transporter 1 (URAT1) inhibitors for the treatment of hyperuricemia and gout: Current therapeutic options and potential applications》
Danni Song, 国联民生证券研究所

国内慢性痛风治疗可选药物具备较强局限性，目前主要集中在非布司他和苯溴马隆。目前慢性痛风治疗标准治疗方案为黄嘌呤氧化酶抑制剂和 URAT1 抑制剂，根据 PDB 全渠道数据口径，2023 年非布司他和苯溴马隆分别达到 15.8 亿元和 4.9 亿元的销售额。但是由于国内目前现有痛风药物普遍存在安全性问题，例如非布司他会增加心脏猝死风险和导致严重肝损伤，苯溴马隆具备爆发性肝炎的风险，因此目前痛风患者对安全、有效的治疗药物仍有较大需求尚未被满足。

图表28：中国高尿酸血症药物销售额情况（亿元）



资料来源：PDB 数据库，国联民生证券研究所

D-0120 痛风药表现良好，有效性安全性与国内同类产品保持一致。目前恒瑞医药的 SHR4640 已处于 NDA 阶段，目前国内这几款 URAT1 抑制剂有效性表现均良好，并未出现严重不良事件，没有观察到肝肾异常。

图表29：痛风领域药物数据比较

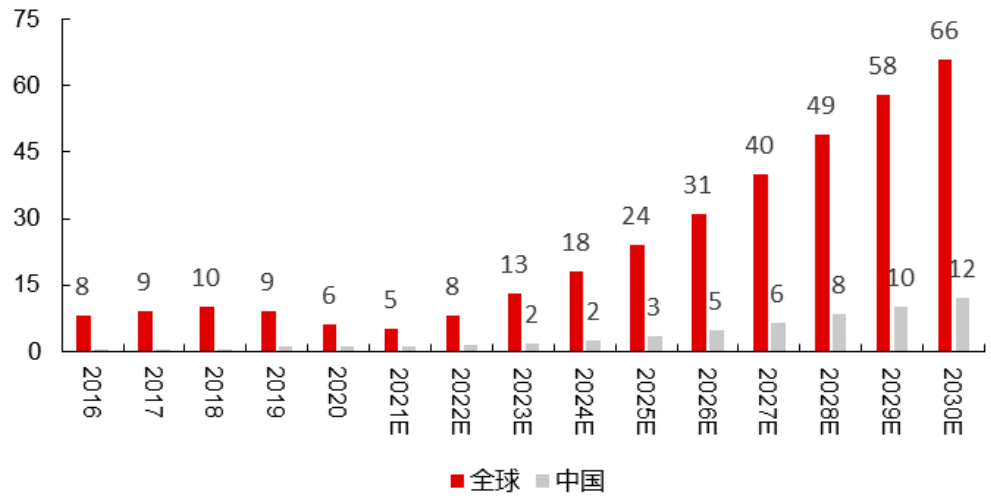
公司	益方生物	海创药业	恒瑞医药	一品红
产品	D-0120	HP501	SHR4640	AR882
临床试验	NCT03923868	CTR20222257	NCT03185793	NCT05253833
阶段	Ph2a	Ph1/2a	Ph2	Ph2
每日剂量	4mg	30/50/60/90/120mg	2.5mg/5mg/10mg SHR4640, 50mg 苯溴马隆/安慰剂	75mg
尿酸达标率	80%	20%/50%/83%/-/75% (≤360umol/L)	未达标/32.5%/72.5%/61.5%/未 达标 (≤360umol/L)	86% (≤360umol/L) 64% (≤300umol/L)
安全性	大多数与该产品相关的不良事件为 1、2 级	任何级别最常见的不良事件 (≥10%) 为痛风发作 (25.93%)、腹泻 (22.22%)、ALT 升高 (14.81%)、高甘油三酯血症 (12.96%)、口干 (12.96%) 和口腔溃疡 (12.96%)。所有不良事件均为轻度或中度。	TEAEs (75%、75%、90%、87.2%、81.6%)，绝大多数为轻度 TEAE，最常见的是痛风发作 (43.1%)、上呼吸道感染 (17.3%)、腹泻 (6.1%)、高脂血症 (6.1%) 等。SHR4640 5mg/10mg 剂量组、苯溴马隆、安慰剂组分别有 1/1/2/1 例 TEAE 导致研究中断	未出现严重不良事件。未观察到肝肾异常，报告的最常见不良反应有痛风急性发作，轻度或中度不良反应包括腹泻、头痛和上呼吸道感染。

资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

3.3 D-0502：口服 SERD 具备较强便捷性

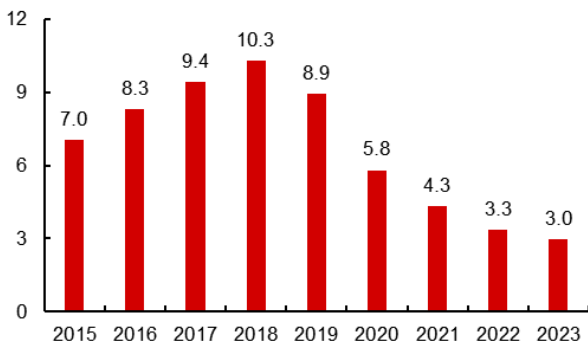
SERD 靶向药作为美国 ER 阳性、HER2 阴性乳腺癌患者的主要治疗方案，2023 年前，阿斯利康氟维司群注射液是全球唯一获批上市的 SERD 靶向药，并于 2018 年达到全球销售峰值 10.3 亿美元，随后仿制药上市导致其销售额下滑。2023 年以来，伴随 SERD 口服药陆续兑现上市，给药方式更为便捷、患者依从性增加，全球及中国 SERD 靶向药市场规模或将逐渐扩大。

图表30：全球及中国 SERD 靶向药市场规模（亿美元）



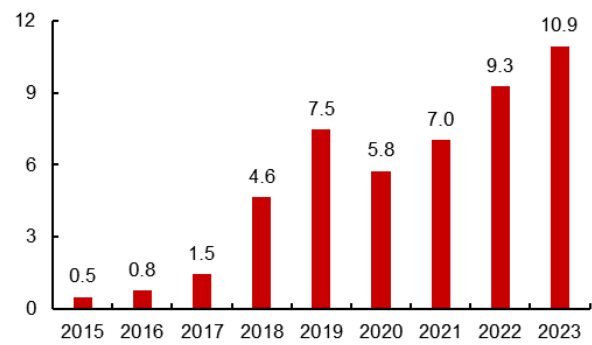
资料来源：弗若斯特沙利文，国联民生证券研究所 备注：美元兑人民币汇率 7.12

图表31：全球氟维司群（阿斯利康）销售额（亿美元）



资料来源：医药魔方，国联民生证券研究所

图表32：中国氟维司群销售额（亿元）



资料来源：PDB 数据库，国联民生证券研究所

全球有多款口服 SERD 靶向创新药处于不同临床试验阶段，目前除已获批的 Elacestrant 以外，Giredestrant（罗氏）、Camizestrant（阿斯利康）以及 Imlunestrant（礼来）临床进度靠前。国内企业中，赛生药业于 2023 年 11 月同美纳里尼签署 Elacestrant 的中国独家开发及商业化许可协议，益方生物研发的 Taragarestrant (D-0502) 目前是国内首个进入二线治疗 III 期临床试验的产品，疗效和安全性良好。

图表33：全球及中国 SERD 靶向药研发进度

产品	公司	研发阶段（美国）	研发阶段（中国）
Elacestrant	Radius/赛生药业	23年1月FDA获批 23年9月EU获批	III期临床
Amcenenestrant	赛诺菲	III期临床	III期临床
Giredestrant	罗氏	III期临床	III期临床
Camizestrant	阿斯利康	III期临床	III期临床
Imlunestrant	礼来	III期临床	III期临床
Taragarestrant	益方生物	III期临床	III期临床
Palazestrant	Olema	III期临床	-
SIM0270	先声药业	-	III期临床
brilanestrant	强生	II期临床	-
HRS-8080	恒瑞医药	-	II期临床
ZN-c5	Zentalis	I/II期临床	I期临床
Borestrant	EnhancedBio	I/II期临床	-

资料来源：医药魔方，国联民生证券研究所

口服 SERD 靶向药具有较高的研发难度，基于化合物结构设计角度，雌激素受体结合位点具有相对疏水性，因此与雌激素受体结合的药物分子需呈疏水性；但是基于药物设计角度，若药物疏水性较强，则会伴随溶解度差、体内代谢快等问题，从而导致生物利用度较低。

Elacestrant 获批上市标志着 SERD 靶向药口服剂型的突破，较氟维司群肌肉注射给药方式而言，Elacestrant 口服给药更为便捷。其于 2023 年 1 月获 FDA 批准，2023 年 9 月获欧盟委员会批准，是全球第一个获批用于治疗具有 ESR1 突变的 ER+、HER2-晚期或转移性乳腺癌患者疗法。

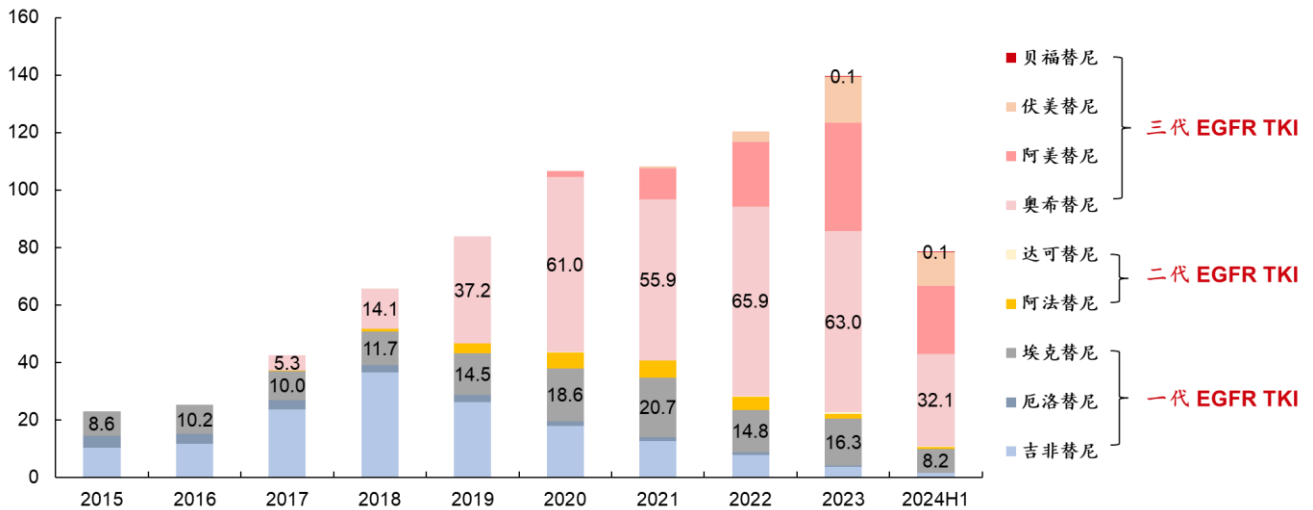
3.4 商业化：赛美纳&格索雷塞巩固肺癌优势

赛美纳：三代 EGFR TKI 具备销售放量空间

贝福替尼陆续获批 EGFRmt NSCLC 的一线及二线适应症，市场潜能可观。贝福替尼作为第三代 EGFR-TKI，于 2023 年 5 月获批既往经 EGFR-TKI 治疗出现疾病进展，并且伴随 EGFR T790M 突变阳性的 NSCLC 患者的二线治疗，后于 2023 年 10 月获批（EGFR）外显子 19 缺失或外显子 21（L858R）置换突变的 NSCLC 患者的一线治疗，根据 PDB 数据库，合作方贝达药业此前一代 EGFR TKI 埃克替尼销售额达 16.3 亿元，

未来贝福替尼销售潜力值得期待。

图表34：中国 EGFR TKI 销售情况（亿元）

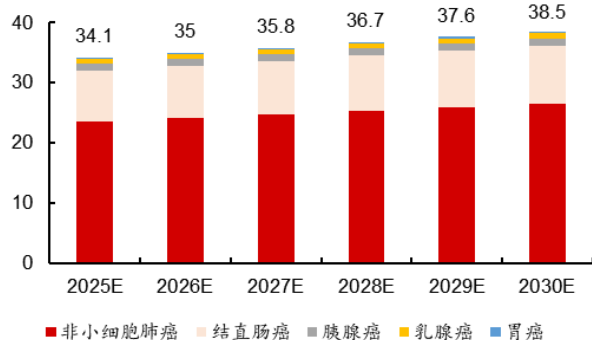


资料来源：PDB 数据库，国联民生证券研究所

格索雷塞：KRAS G12C 具备良好商业化潜能

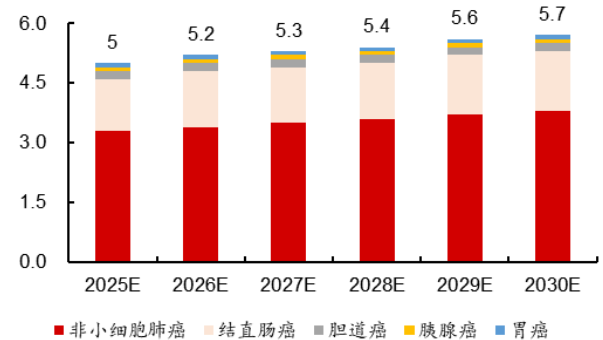
KRAS G12C 突变阳性在肺癌、结直肠癌以及胰腺癌等实体瘤适应症中较为常见。根据弗若斯特沙利文数据，2025-2030 年全球主要 KRAS G12C 发病人数从 34.1 万人逐渐增长至 38.5 万人，其中非小细胞肺癌占多数，2030 年将达到 26.6 万人；2025-2030 年中国主要 KRAS G12C 发病人数从 5 万人逐渐增长至 5.7 万人，其中非小细胞肺癌 2030 年将达到 3.8 万人。

图表35：全球主要 KRAS G12C 突变阳性癌症的发病人数（万人）



资料来源：益方生物招股说明书，国联民生证券研究所

图表36：中国主要 KRAS G12C 突变阳性癌症的发病人数（万人）

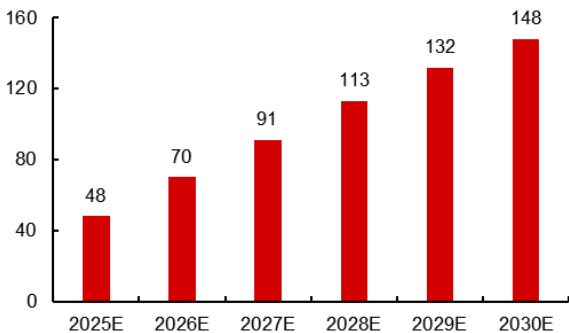


资料来源：益方生物招股说明书，国联民生证券研究所

KRAS 靶点具备泛癌适用性，预计全球和中国 KRAS 突变阳性药物市场规模将快速增长。根据弗若斯特沙利文数据，2025-2030 年，全球 KRAS 突变阳性药物市场规

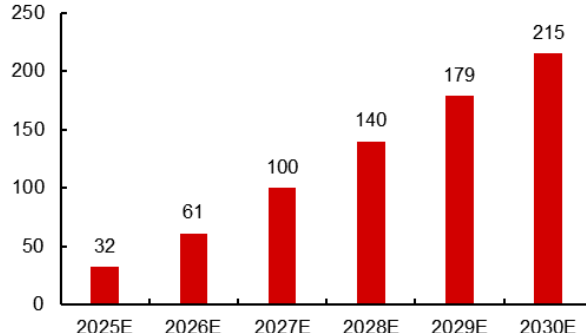
模将从 48 亿美元增长至 148 亿美元，中国 KRAS 药物市场规模将从 32 亿元增长至 215 亿元。

图表37：全球 KRAS 突变阳性药物市场规模（亿美元）



资料来源：益方生物招股说明书，国联民生证券研究所

图表38：中国 KRAS 药物市场规模（亿元）



资料来源：益方生物招股说明书，国联民生证券研究所

目前全球仅 4 款获批上市的 KRAS G12C 药物，竞争格局良好。目前 FDA 仅批准 sotorasib（安进）、阿达格拉西（BMS）2 款 KRAS G12C 药物上市销售；中国 NMPA 仅于 2024 年批准氟泽雷塞（信达生物）、格索雷塞（益方生物）2 款 KRAS G12C 药物上市销售，此外格来雷塞（艾力斯）于 2024 年 5 月进入申请上市阶段。整体来看，目前中国 KRAS G12C 药物竞争格局良好，或将有助于已上市药物的快速放量。

图表39：全球及中国 KRAS G12C 药物上市情况

产品	公司	研发阶段（美国）	研发阶段（中国）
sotorasib	安进	获批上市（2021.05）	III 期临床
阿达格拉西	Mirati (BMS)	获批上市（2022.12）	III 期临床
氟泽雷塞	信达生物	-	获批上市（2024.08）
格索雷塞	益方生物	I / II 期临床	获批上市（2024.11）
格来雷塞	艾力斯	-	申请上市（2024.05）

资料来源：医药魔方，国联民生证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

益方生物的收入主要为技术授权和技术合作收入，2025-2026 年，合作的贝福替

尼、格索雷塞将会放量，其他自研品种我们预计 2027 年上市。2 个商业化产品，我们按照销售额的 12% 估计其分成比例，毛利率为 100%。

1) **贝福替尼**：在晚期 1 线治疗市场，销售分为对埃克替尼的替代，以及与其他 3 代 EGFR-TKI 的竞争。我们预计贝福替尼 2024-2026 年收入分别为 3.00/8.54/10.72 亿元，同比分别变动 500%/185%/25%。

2) **格索雷塞**：产品为国产第二家 KRAS G12C 抑制剂，竞争格局好（海外有 Amgen 的索托拉西布和 Mirati 的阿达格拉西布产品批准），产品 2024 年 11 月批准上市，我们预计其 2024/2025/2026 年收入分别为 0/1.72/3.44 亿元，同比分别变动-/-/100%。

3) **合作收入**：预计技术授权和技术合作收入 2024/2025/2026 年分别为 1.33/0/0 亿元。

图表40：益方生物收入预测

	2023	2024E	2025E	2026E
收入合计（百万元）	186	169	123	170
收入增速同比（%）		-8.85%	-27.13%	38.00%
贝福替尼分成（百万元）		36	102	129
贝福替尼销售收入估计（百万元）	50	300	854	1,072
同比增速（%）		500.00%	184.67%	25.49%
格索雷塞分成（百万元）		0	21	41
格索雷塞收入估计（百万元）		0	172	344
同比增速（%）				100.00%
技术授权和技术合作收入	186	133		

资料来源：Wind，国联民生证券研究所测算

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1.69/1.23/1.70 亿元，同比分别变动-8.85%/-27.13%/38.00%；归母净利润分别为-2.46/-2.53/-2.42 亿元，同比增速分别为 13.50%/-2.85%/4.10%。

4.2 估值与投资建议

我们采用 DCF 对公司进行估值，DCF 主要参数如下，我们计算得出 WACC 为 7.96%，现值估算中永续增长率取 1%。

图表41：基本假设关键参数

指标	数值	注释
----	----	----

WACC	7.96%	
权益融资成本 (ke)	7.99%	
债务融资成本 (kd)	2.03%	
权益 (E, 亿)	74.40	
负债 (D, 亿)	0.31	
所得税率 (t)	0.15	
权益融资成本 (Ke)	7.99%	
Rf	1.65%	2025年1月15日中国十年期国债到期收益率
Rm	4.36%	上证综指2014年至今几何平均收益率(几何平均)
MRP	2.71%	Rm-Rf
Rc	2.00%	大部分上市公司取的是0.02-0.03
杠杆贝塔 (β l)	1.60	Wind 计算值

资料来源: iFind、Wind, 国联民生证券研究所

益方生物产品收入预计如下:

我们预计贝福替尼能够实现 15-16 亿元的销售峰值, 格索雷塞能够实现 7-8 亿元的销售峰值, 分成均按照 12% 进行估算; 基于银屑病和高尿酸血症的大市场, D-2570 有望实现接近 20 亿元的峰值销售额, D-0120 有望实现 15 亿元的峰值销售额; 口服 SERD 药物 D-0502, 基于公司目前开发范围为乳腺癌后线适应症, 我们预计峰值销售额在 6 亿元左右。

图表42: 益方生物未来收入预测

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
产品收入合计 (百万元)	186	169	123	170	318	968	1,950	2,999	3,843	4,022	4,220	4,150
产品收入合计 (百万元, 不含里程碑收入, 含产品分成)	0	36	123	170	318	968	1,950	2,999	3,843	4,022	4,220	4,150
贝福替尼-益方生物分成 (百万元)		36	102	129	152	182	196	186	185	175	175	166
格索雷塞-益方生物分成 (百万元)		0	21	41	62	79	86	90	90	78	78	67
tyk2 药物 D-2570 销售额 (百万)					24	479	1,026	1,597	1,953	1,958	1,864	1,868
D-0120 销售额 (百万元)					26	83	338	616	985	1,207	1,495	1,466
D-0502 销售额 (百万元)					54	145	304	511	631	604	609	583
技术授权和技术合作收入	186	133										

资料来源: 国联民生证券研究所测算

我们测算公司股权价值为 114.89 亿元, 每股合理价值 19.89 元。鉴于益方生物已有商业化产品上市, 同时在研产品丰富, 给予公司 2025 年目标市值 114.74 亿元, 对应 2025 年目标价 19.89 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表43：FCFF 法估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-755	-6.57%
第二阶段	4,220	36.73%
第三阶段 (终值)	8,024	69.84%
企业价值 AEV	11,489	
加：非核心资产	0	0.00%
减：带息债务 (账面价值)	2.61	0.02%
减：少数股东权益	12	0.10%
股权价值：	11,474	99.87%
总股本 (百万股)	577	
每股价值 (元)	19.89	

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

5. 风险提示

- 1) **商业化不及预期**，当下肺癌领域赛美纳、格索雷塞已进入商业化阶段，若商业化不及预期则可能影响公司销售收入；
- 2) **临床数据不及预期**，公司多款在研管线若临床数据不及预期，可能影响后续临床进度或上市进度；
- 3) **竞争格局激烈程度加剧**，若后续更多产品陆续获批容易导致竞争格局加剧，从而影响公司产品销售收入放量。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2235	1919	1536	1159	720	营业收入	0	186	169	123	170
应收账款+票据	0	177	93	68	93	营业成本	0	0	0	0	0
预付账款	26	20	46	34	47	税金及附加	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0	营业费用	0	0	0	0	0
其他	4	7	9	7	9	管理与研发费用	519	504	446	408	445
流动资产合计	2265	2123	1684	1267	869	财务费用	-36	-34	-6	-5	-3
长期股权投资	0	0	100	220	360	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	45	30	24	60	90	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3	1	0	0	0	投资净收益	0	7	2	2	2
无形资产	1	1	2	3	4	其他	0	-6	-1	0	-1
其他非流动资产	28	8	8	8	8	营业利润	-483	-284	-270	-278	-270
非流动资产合计	76	39	134	291	462	营业外净收益	0	0	0	24	25
资产总计	2342	2162	1818	1558	1331	利润总额	-483	-284	-246	-253	-242
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	0	0	0	0	0
应付账款+票据	62	73	0	0	0	净利润	-483	-284	-246	-253	-242
其他	49	86	54	41	54	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	111	158	54	41	54	归属于母公司净利润	-483	-284	-246	-253	-242
长期带息负债	15	3	1	6	9						
长期应付款	0	0	0	0	0	财务比率					
其他	0	4	4	4	4		2022	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	16	6	5	10	12	成长能力					
负债合计	127	165	59	51	66	营业收入	-	-	-8.85%	-27.13%	38.00%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT	-45.15%	38.80%	20.89%	-2.22%	4.65%
股本	575	575	577	577	577	EBITDA	-45.63%	40.81%	17.63%	1.13%	8.37%
资本公积	3671	3738	3744	3744	3744	归属于母公司净利润	-35.09%	41.26%	13.50%	-2.85%	4.10%
留存收益	-2031	-2315	-2561	-2814	-3056	获利能力					
股东权益合计	2215	1998	1760	1507	1265	毛利率	-	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
负债和股东权益总计	2342	2162	1818	1558	1331	净利率	-	-153.06%	-145.25%	-205.02%	-142.48%
						ROE	-21.83%	-14.22%	-13.96%	-16.76%	-19.16%
						ROIC	2,141.35%	6,531.72%	-277.39%	-116.69%	-74.55%
						偿债能力					
						资产负债率	5.41%	7.62%	3.23%	3.26%	4.99%
						流动比率	20.4	13.4	31.3	30.9	16.1
						速动比率	20.2	13.3	30.5	30.1	15.2
						营运能力					
						应收账款周转率	-	1.1	4.6	4.6	4.6
						存货周转率	-	-	-	-	-
						总资产周转率	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
						每股指标(元)					
						每股收益	-0.84	-0.49	-0.43	-0.44	-0.42
						每股经营现金流	-0.8	-0.5	-0.6	-0.4	-0.5
						每股净资产	3.8	3.5	3.1	2.6	2.2
						估值比率					
						市盈率	-18.1	-30.9	-35.7	-34.7	-36.2
						市净率	4.0	4.4	5.0	5.8	6.9
						EV/EBITDA	-10.8	-23.0	-29.7	-31.6	-36.5
						EV/EBIT	-10.4	-21.4	-28.8	-29.6	-32.9

数据来源:公司公告、iFinD, 国联民生证券研究所预测; 股价为 2025 年 02 月 26 日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作，国联民生证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联民生证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联民生证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联民生证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联民生证券”）。未经国联民生证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联民生证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联民生证券不因收件人收到本报告而视其为国联民生证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联民生证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联民生证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联民生证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联民生证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联民生证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联民生证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联民生证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联民生证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联民生证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼