

益方生物 (688382.SH)

公司报告 | 首次评级报告

创新药 & 啤酒饮料
行业研究员
尤子吟

2026年3月18日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	19.36
总市值	111.97亿
PE-TTM	-35.34
PB-MRQ	7.29

估值结果

价值	125.02亿
DDM估值 上行空间	12%
状态	合理估值
价值	130.24亿
动态估值 上行空间	16%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★☆☆

核心评级结论

益方生物成立于2013年，是一家专注于创新药研发的生物制药企业，研发管线覆盖肿瘤、自身免疫和代谢等重大疾病领域。

公司未来成长空间较大，预计未来5年收入CAGR超80%。贝福替尼、格索雷塞持续放量贡献分成，TYK2、URAT1、SERD等新药上市将带来增量。盈利趋势中等，显性期内有望实现盈利，既有已上市成熟品种拉动利润，又有待上市新品摊薄费用。产业格局中上，技术专利壁垒较高，市占率随潜力新药上市后有望提升。护城河中等，现阶段ROIC为负，但未来持续性强，中长期有望凭专利与产品力实现显著超额盈利。

根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，基于理性原则，目前益方生物市值处于合理区间，并未过度打入乐观预期。若后续公司在研管线实现关键临床突破或重磅对外BD，估值有望向上显著抬升。

我们区别于市场的观点

我们认为益方生物当前市值合理，而部分卖方研报认为严重低估，我们认为研报对贝福替尼放量及TYK2、URAT1抑制剂、口服SERD等管线海内外商业化预期可能偏乐观。贝福替尼方面，我们认为在伏美、阿美、奥希三足鼎立格局下，其无显著优势，市占率天花板较低。而TYK2抑制剂方面，券商给予较乐观的出海BD预期，但BD概率未知，近1年未实质落地，需客观理性看待。

风险提示

药物销售及研发不符合预期的风险：1) 已上市药品若未来几年放量不及预期、降价超预期或在新适应症的拓展进度不及预期，可能拖累业绩兑现，反之则有望贡献超额利润增量；2) 在研药品若研发情况不及预期、对外BD不及预期，可能造成估值急剧下跌，反之则有望大幅抬升估值。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发强度	4
3.2 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

益方生物成立于2013年，是一家专注于创新药研发的生物制药企业（Biotech），2022年7月在科创板上市。公司聚焦高门槛靶向小分子药物，研发管线覆盖肿瘤、自身免疫和代谢等重大疾病领域。从发展历程来看，公司较擅长选用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。截止目前两款已上市创新药均采用对外授权方式创收，公司表示未来或探索自主销售。

2. 业务介绍

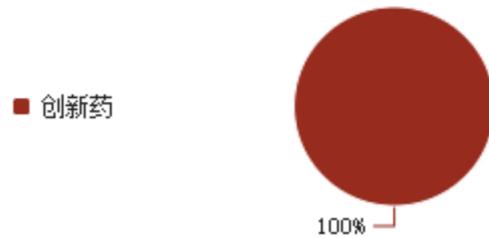
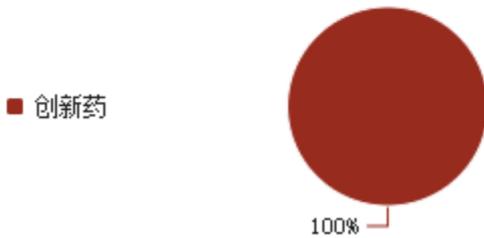
对于益方生物公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

创新药：

创新药即“原研药”，在靶点、作用机制等方面具有创新性，全球无先例，上市后有较长的专利保护期。益方生物目前已上市的创新药包含贝福替尼（第三代EGFR-TKI）和格索雷塞（KRAS G12C抑制剂），两者的国内权益分别BD给了商业化经验丰富的贝达药业、正大天晴；在研创新药管线包括：1、针对HR+/HER-乳腺癌的口服SERD；2、TYK2抑制剂治疗斑块状银屑病；3、URAT1抑制剂治疗痛风。

图1：预测2025年收入占比

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司研发强度高，年投入约4亿元，以保障创新药管线研发推进，当前每年BD收入及销售分成难以覆盖研发支出。公司营销强度低，上市至今无销售费用，因核心药物权益早授权，营收依赖BD首付款、里程碑及销售分成，属于Biotech的典型商业模式。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发强度高，公司每年研发投入总额约4亿元，目前公司依靠对外BD取得的收入暂时无法覆盖研发支出。这主要是由于公司为了推动更多创新药从实验室走向成功上市，必须持续投入高额的研发资金。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度低，上市至今报表端未产生销售费用。主要由于公司已上市的两款药物的权益早年均已授权给其他药企，现在公司营收基本全部由BD首付款、里程碑收入及已授权药物的销售分成组成，基本等同于纯利润。这是Biotech类企业的典型特征，没有自主销售，自然无需支出销售费用。

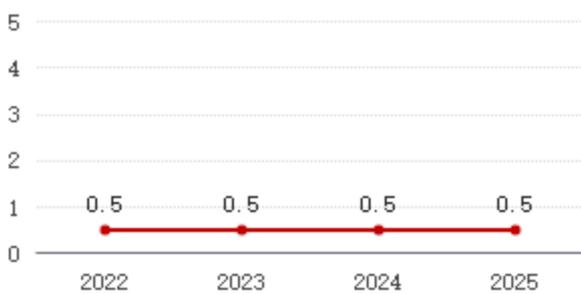
4. 历史经营绩效

公司作为非自主销售型Biotech，尚未实现盈利。历史成长性与盈利能力评分偏低，营收高度依赖对外授权收入，波动性大；同时受贝达药业在贝福替尼销售分成回款延迟影响，经营性应收及预付款周转天数较长，拖累业务控制力与财务健康指标。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



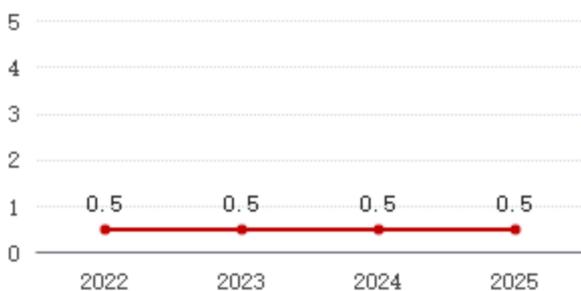
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力评分较差，2024年归母净利润亏损2.4亿元。主要由于作为Biotech，公司每年的研发支出较多，而营业收入无法覆盖费用支出，公司暂时未实现盈利。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



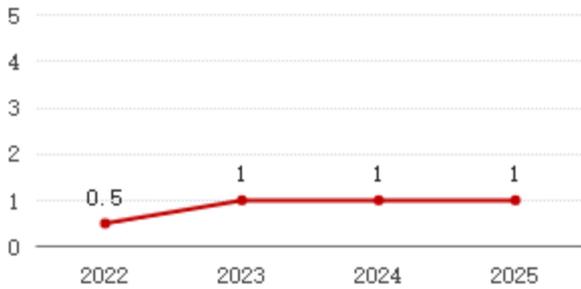
数据来源：公司财报，壹评级

公司过去成长性评分偏低，暂未实现稳定的营收增长和业绩减亏。主要由于作为非自主销售型的Biotech，公司每年的营收和营业利润规模高度依赖管线对外BD的情况，存在较大的波动和不确定性。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

☆☆☆☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



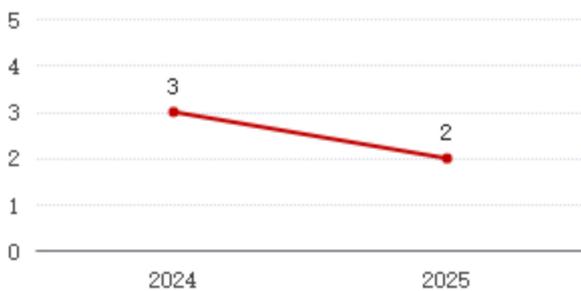
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康评级较差，主要是因为经营性应收预付账款周转天数较长，拖累了净现金流。具体来看，贝达药业在贝福替尼销售分成的款项上对公司形成拖欠，导致公司部分资金回笼受阻。不过目前公司账上货币资金在10亿以上，足以支撑在研管线推进。

4.4 股东回报评级

☆☆☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史股东回报评级较差。2024年公司实际ROE为-12.6%，2025年预计会有一定恶化，主要由于2025年公司在BD首付款和里程碑上的收入较少，预计业绩亏损将短期扩大，实际ROE预计下滑。

5. 四维评级

公司未来成长空间较大，预计未来5年收入CAGR超80%。贝福替尼、格索雷塞持续放量贡献分成，TYK2、URAT1、SERD等新药上市将带来增量。盈利趋势中等，显性期内有望实现盈利，既有已上市成熟品种拉动利润，又有待上市新品摊薄费用。产业格局中上，技术专利壁垒较高，市占率随潜力新药上市后有望提升。护城河中等，现阶段ROIC为负，但未来持续性强，中长期有望凭专利与产品力实现显著超额盈利。

5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

公司未来成长空间较大，预计未来5年收入CAGR超80%，净利润有望扭亏。预计贝福替尼、格索雷塞将持续放量贡献销售分成收入，同时TYK2、URAT1、SERD等新药成功上市将带来显著增量。

创新药(4星):

基于在研管线未来上市后将由公司自主进行销售的假设，我们预测未来5年该业务收入CAGR将超过80%，净利润有望扭亏为盈，成长空间较高。我们认为公司已上市&已BD的创新药贝福替尼、格索雷塞显性期内将会持续放量贡献销售分成收入，同时预计显性期内TYK2抑制剂、URAT1抑制剂等在研管线上市将贡献显著的增量收入，特别是TYK2抑制剂，公司管线具备BIC潜力，未来市场潜力较大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆☆

公司盈利趋势中等，显性期内有望实现盈利。一方面已上市及BD的贝福替尼、格索雷塞预计持续放量，带动营业利润增长；另一方面伴随TYK2抑制剂等在研管线上市，增量收入有望摊薄费用，进一步改善盈利水平。

创新药(3星):

该业务盈利趋势中等，壹评级预计显性期内该业务有望实现盈利。我们认为公司已上市&已BD的创新药贝福替尼、格索雷塞显性期内将会持续放量贡献营业利润增长，同时预计TYK2抑制剂、URAT1抑制剂等在研管线上市将贡献增量收入，摊薄费用支出。

5.3 产业格局

★★★★☆☆

公司产业格局中等偏上，创新药市场以差异化竞争为主，技术专利壁垒高。由于益方生物目前尚无爆款药品上市，市占率偏低，但随着TYK2抑制剂等潜力管线落地，未来在创新药领域的份额与产业地位有望显著提升。

创新药(3.5星):

该业务产业格局中等偏上。创新药市场以差异化竞争为主，并具有较高的技术专利壁垒。作为尚无爆款药品上市的Biotech，目前益方生物在创新药领域的市占率较低。但随着公司TYK2抑制剂等潜力在研管线上市，我们预计公司在创新药领域的市场份额和产业地位将得到进一步提升。

5.4 护城河

★★★★☆☆

公司综合护城河强度中等。目前护城河宽度不足，ROIC为负，主因公司当下未盈利、市占率低及业务控制力弱。但护城河持续性强，预计随TYK2抑制剂等潜力药上市，凭借专利与产品力优势，中长期有望实现显著超额盈利能力。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
创新药	(0.5星) 该业务护城河宽度较差，经壹评级调整后的ROIC为负，主要由于公司仍未实现盈利，且目前在创新药领域的市占率较低、业务控制力评分较低。	(4.5星) 该业务护城河持续性强，经壹评级调整后，半显性期末年ROIC或能达到80%以上。该业务主要护城河为专利、产品力：创新药专利使得药物可在较长周期内保持良好的竞争格局和高售价，而药物的显著疗效优势可使其放量速度、市占率领先于对手。预计随着TYK2抑制剂等在研潜力药物顺利上市，公司的专利和产品力优势将转化为超额盈利能力，因此预计护城河可持续性强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，基于理性原则，目前益方生物市值处于合理区间，并未过度打入乐观预期。若后续公司在研管线实现关键临床突破或重磅对外BD，估值有望向上显著抬升。

6.1 核心假设及逻辑

公司当前核心业务为创新药，我们对该业务进行盈利预测并估值，核心假设及逻辑如下：

创新药：

收入假设：

基于公式“峰值销售=地区患病人群基数*接受治疗率*药品潜在市占率*年用药费用*上市成功率”我们对公司2款已上市药物及3款在研药物进行峰值销售测算(含公司计划未来新增的适应症及海外销售潜力)：

- 1) 假设贝福替尼(第三代EGFR抑制剂，已上市，授权给贝达药业)国内峰值销售规模达到约9-10亿元，公司取销售分成比例12%；
- 2) 假设经风险调整后，格索雷塞(KRAS G12C抑制剂，已上市，授权给正大天晴)国内峰值销售规模达到约6亿元，公司取销售分成比例12%，剩余里程碑收入中性假设收回50%；
- 3) 假设经风险调整后，TYK2抑制剂(国内临床3期)国内峰值销售规模达到约18亿元，此外对该管线保留约30-50%出海BD的概率；
- 4) 假设经风险调整后，口服SERD(国内临床3期)国内峰值销售规模达到约2-3亿元；
- 5) 假设经风险调整后，URAT1抑制剂(国内临床3期，美国临床2期)国内峰值销售规模达到约6亿元，美国峰值销售规模为0.6亿美金；

加总后，预计经风险调整后2030-2035年公司收入规模达20-25亿元人民币。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：参考行业规律，假设创新药毛利率长期维持超90%；
- 2) 净利率：随着药品的不断上市和放量，费用持续摊薄，假设2035年左右公司净利率达到30-35%。

表2：公司整体业绩预测

益方生物	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	1.9	1.7	0.7	1.4	3.7	6.7	11.8
归母净利润(亿)	0.4	-2.9	-2.4	-4.0	-4.5	-3.9	-3.1	0.2
归母净利润增速(%)	643.2	-894.0	15.8	-68.2	-11.5	12.7	20.0	106.7
经营性净利润(亿)	0.2	-3.2	-2.6	-4.2	-4.7	-4.1	-3.3	-0.0
经营性净利润增速(%)	628.8	-1454.9	16.3	-59.1	-11.1	12.0	18.7	99.6
经营性归母净利润(亿)	0.2	-3.2	-2.6	-4.2	-4.7	-4.1	-3.3	-0.0
经营性归母净利润增速(%)	628.8	-1454.9	16.3	-59.1	-11.1	12.0	18.7	99.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

创新药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	1.9	1.7	0.7	1.4	3.7	6.7	11.8
收入增速(%)	0.0	0.0	-9.1	-56.0	88.6	161.0	81.8	77.4
经营性净利润(亿)	0.2	-3.2	-2.6	-4.2	-4.7	-4.1	-3.3	-0.0
经营性净利率(%)	0.0	-169.5	-156.1	-564.3	-332.6	-112.1	-50.1	-0.1
经营性净利润增速(%)	628.8	-1454.9	16.3	-59.1	-11.1	12.0	18.7	99.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
创新药	1.8%	中等-	较好	强	8.3%	44	4.8
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
创新药(亿)	-8.7	122.2	113.5	16.7	-	-	130.2
公司整体测算(亿)	-8.7	122.2	113.5	16.7	-	-	130.2

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
创新药(亿)	11.3	97.0	108.3	16.7	-	-	125.0
公司整体测算(亿)	11.3	97.0	108.3	16.7	-	-	125.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性



估值确定性中等，由于公司管线大部分处于上市初期或未上市阶段，未来国内外的商业化进展、研发进展存在很多方面的不确定性，可能会对公司的盈利预测及估值造成较大波动。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。