

## 艾力斯 (688578.SH)

公司报告 | 首次评级报告

尤子吟  
创新药 & 啤酒饮料  
行业研究员

2026年4月16日

## 基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	99.31
总市值	446.89亿
PE-TTM	18.93
PB-MRQ	6.32

## 估值结果

价值	330.66亿
DDM估值 上行空间	-26%
状态	偏高估
价值	393.68亿
动态估值 上行空间	-12%
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

艾力斯是一家集研发、生产与营销于一体的创新药企业，核心产品伏美替尼2021年上市后取得巨大成功，带领公司近5年营业收入及净利润持续高速增长。

公司成长空间中等，未来预计核心产品伏美替尼稳增。盈利趋势向好，未来多年净利率有望维持40%高位。产业格局优秀，得益于伏美替尼临床优势显著，未来市占率或登顶，专利期内优势稳固。护城河极宽，药物专利与疗效构筑壁垒，持续性较强。

根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前艾力斯市值处于合理偏高估区间。这可能是由于市场对伏美替尼未来放量速度及在其他适应症的拓展空间给予了一定溢价。

## 我们区别于市场的观点

我们认为当前艾力斯市值或处合理偏高区间，或因市场对伏美替尼放量速度及适应症拓展给予溢价。但我们关注到，公司高度依赖单一品种伏美替尼，其他管线未展现有效研发能力，长期成长性或存隐忧。相比市场对其大单品潜力的乐观预期，我们认为单一产品支撑的高市值缺乏足够安全边际，需警惕长期成长动能不足的风险。

## 风险提示

药物销售及新适应症拓展不符合预期的风险：公司已上市药物中伏美替尼放量较快，受到市场高度关注。若未来几年该产品降价超预期或在新适应症的拓展进度不符合预期，可能拖累业绩兑现；反之则有望贡献显著利润增量，形成估值催化。

## 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	4
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	7
6.1 核心假设及逻辑	7
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

## 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 .....	7
表2：公司整体业绩预测 .....	8
表3：公司分业务业绩预测 .....	8
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

艾力斯成立于2004年，是一家集研发、生产与营销于一体的创新型制药企业，2020年上市。公司核心产品第三代EGFR抑制剂伏美替尼自2016年获批临床试验申请，2021年获批上市，实现商业化。随着伏美替尼持续释放商业潜力，艾力斯加快市场布局，实现了从Biotech向Biopharma的战略转型。

## 2. 业务介绍

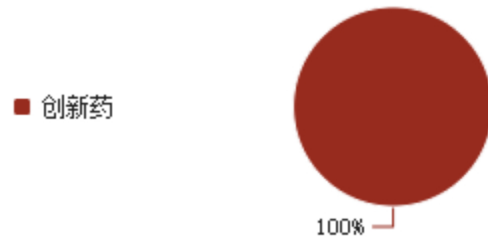
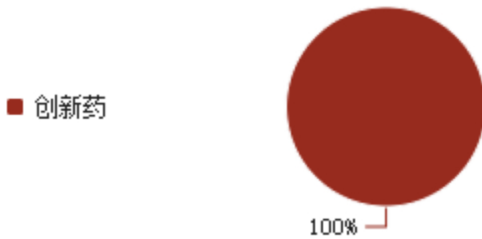
对于艾力斯公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

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。艾力斯目前自研&已上市的创新药仅有伏美替尼一款，主要围绕伏美替尼进行国内多种适应症的拓展以及海外发展。此外公司进行了多次外部创新管线引进，拥有戈来雷塞（引自加科思）、普拉替尼（引自基石药业）的大中国区权益。我们对该业务的竞争市场界定为全球。

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

艾力斯以较高强度的持续研发投入推动创新药产出，再通过高营销投入推动药品上市后快速医院覆盖与市场教育，实现创新药从研发到终端准入放量的闭环。

### 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为3-4亿元，在创新药上市销售初期研发费用率较高，2024年已逐渐降低为9%左右。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

公司营销强度高，2024年销售费用率超过40%。主要由于为支持伏美替尼等新上市创新药的学术推广和市场教育，公司大力投入营销费用。

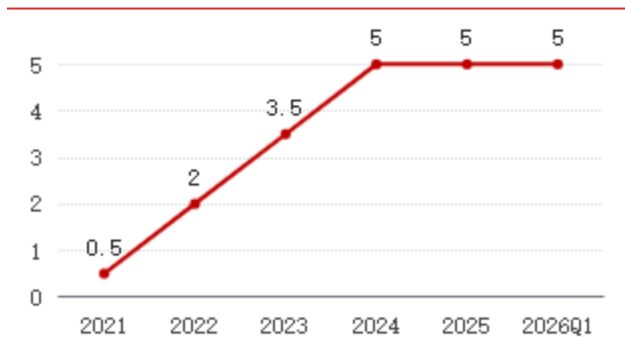
## 4. 历史经营绩效

近五年艾力斯依托核心产品伏美替尼的成功商业化，实现盈利能力、成长性与财务健康度的全面提升。公司自2021年扭亏为盈，营收与净利持续高速增长，2024年净利率超40%，ROE达31%，步入高质量盈利区间。同时，营运效率与负债结构显著优化，股东回报持续改善。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



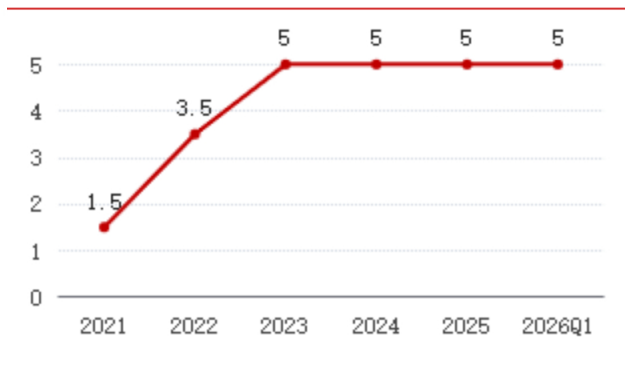
数据来源：公司财报，壹评级

公司近5年盈利能力持续提升。得益于伏美替尼商业化的成功，艾力斯自2021年实现扭亏为盈，并逐步摆脱了Biotech阶段研发投入占比较高的结构性压力，2024年净利率已升至40%以上并趋于稳定。

### 4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



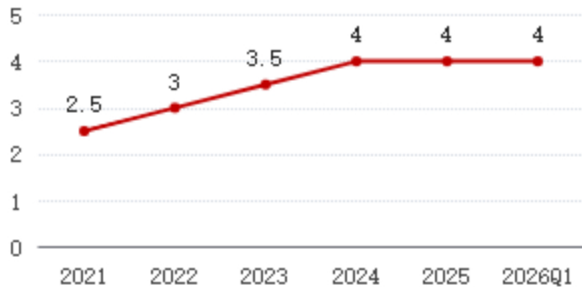
数据来源：公司财报，壹评级

公司近5年成长能力持续提升，目前维持高水平。得益于伏美替尼商业化的成功和终端超高速放量，艾力斯自2021年实现扭亏为盈后，营业收入和净利润一直处于高速增长阶段。

### 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



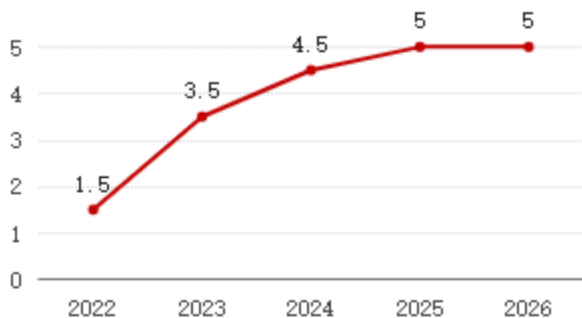
数据来源：公司财报，壹评级

公司近5年业务控制力及财务健康程度持续提升，目前处于中上水平。得益于“爆款”药品伏美替尼的现象级表现，公司近年经营性应收预付周转天数、长期经营资产周转天数、经营性无息负债率等均得到显著改善。

### 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

公司近五年股东回报评级同样大幅上升。2024年公司实际ROE为31%，较2023年提升13pct，显示出公司已步入高质量盈利区间，摆脱了Biotech阶段研发投入占比较高的结构性压力。2024年全年分红率约为20.45%。

## 5. 四维评级

公司成长空间中等，未来预计核心产品伏美替尼稳增。盈利趋势向好，未来多年净利率有望维持40%高位。产业格局优秀，得益于伏美替尼临床优势显著，未来市占率或登顶，专利期内优势稳固。护城河极宽，药物专利与疗效构筑壁垒，持续性较强。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等。核心产品伏美替尼未来几年预计稳增，其余两款引进品种预计贡献有限，难大幅拉升成长空间。

#### 创新药(2.5星)：

预测未来5年该业务收入CAGR约9%，成长空间中等。公司已上市的核心创新药伏美替尼预计未来几年仍将持续放量，但已经度过快速增长期进入稳增区间。两款引进产品也可贡献部分增长，但其市场规模、药物竞争力不足以大幅提升公司未来的成长空间。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好，显性期内净利率大概率维持40%高位。销售持续放量，规模效应摊薄费用，盈利能力有望持续高位运行。

创新药(3.5星):

预测该业务盈利趋势较好，壹评级预计未来5年该业务毛利率保持90%以上，净利率维持40%左右。公司创新药上市后持续放量并已经形成规模效应，摊薄研发和销售费用率，盈利能力大概率维持高位。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局优秀，核心产品伏美替尼临床优势显著，未来市占率有望登顶，预计专利期内优势稳固。

创新药(4.5星):

预测该业务产业格局优秀。主要得益于公司核心产品伏美替尼在EGFR抑制剂领域的临床优势非常显著，展现出明显优于竞争对手的疗效和安全性，市场渠道快速铺开，2025年销售增速远超其他同类产品，未来市占率有望升至第一，在漫长的专利期内其优势很难被颠覆。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河极宽，经壹评级调整后的ROIC高达153%，主因伏美替尼市占率持续快速提升且产品力领先。专利与疗效构筑壁垒，护城河持续性较强，唯一需警惕半显性期专利到期及竞品冲击。

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	(5星) 该业务护城河宽度极宽，经壹评级调整后的ROIC达到153%，得益于核心产品伏美替尼的强势销售放量表现，目前伏美替尼在EGFR抑制剂领域的市占率预计超20%。此外公司业务控制力近年持续提升。	(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仍达109%。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。唯一需要担忧的是中长期维度，在专利到期及疗效更好的药物上市后，公司超高的ROIC水平可能难以维持。

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，目前艾力斯市值处于合理偏高估区间。这可能是由于市场对伏美替尼未来放量速度及在其他适应症的拓展空间给予了一定溢价。

### 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”我们对公司三款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) 预计经风险调整后，伏美替尼（EGFR抑制剂）全球峰值销售规模达到约85亿元；
- 2) 预计经风险调整后，戈来雷塞（KRAS G12C抑制剂）国内峰值销售规模达到约8亿元；
- 3) 预计普拉替尼（RET抑制剂）国内峰值销售规模达到约5亿元；

加总后预计2030年前后公司收入规模可达约80亿元，CAGR约9%。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率、净利率：参考行业规律，假设创新药毛利率长期维持超90%，净利率维持40%左右。
- 2) 费用率：经壹评级预估，随着伏美替尼销售逐步过渡到稳增期，目前公司各项费用率基本趋于平稳，预计未来几年变动较小。

表2：公司整体业绩预测

艾力斯	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	7.9	20.2	35.6	52.2	63.2	69.2	68.1	73.1
归母净利润(亿)	1.3	6.4	14.3	21.0	26.2	29.4	28.3	30.3
归母净利润增速(%)	614.1	392.7	122.0	46.9	24.7	12.2	-3.7	7.2
经营性净利润(亿)	1.1	5.8	13.6	19.9	24.9	28.0	26.9	28.8
经营性净利润增速(%)	381.6	417.5	133.3	46.9	24.8	12.3	-3.8	7.2
经营性归母净利润(亿)	1.1	5.8	13.6	19.9	24.9	28.0	26.9	28.8
经营性归母净利润增速(%)	381.6	417.5	133.3	46.9	24.8	12.3	-3.8	7.2

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)	7.9	20.2	35.6	52.2	63.2	69.2	68.1	73.1
收入增速(%)	49.2	155.1	76.3	46.8	21.0	9.4	-1.6	7.3
经营性净利润(亿)	1.1	5.8	13.6	19.9	24.9	28.0	26.9	28.8
经营性净利率(%)	14.2	28.8	38.2	38.2	39.4	40.4	39.5	39.5
经营性净利润增速(%)	381.6	417.5	133.3	46.9	24.8	12.3	-3.8	7.2

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	-8.0%	负增长	非常好	强	7.5%	12.1	26.8
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)	182.6	169.0	351.5	42.1	-	-	393.7
公司整体测算(亿)	182.6	169.0	351.5	42.1	-	-	393.7

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)	219.6	68.9	288.5	42.1	-	-	330.7
公司整体测算(亿)	219.6	68.9	288.5	42.1	-	-	330.7

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较高。主要由于公司产品结构较简单，核心产品伏美替尼的销售额受到市场持续跟踪，且该药物未来在其他适应症上的发展确定性较强，市场预期差较小。

## 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。