下载日志已记录，仅供内部参考

经营趋势向上，研发理顺再启航

姓名	电话	邮箱	登记编号
余文心(分析师)	021-38676666	yuwenxin@gtht.com	S0880525040111
余克清(分析师)	010-56760093	yukeqing@gtht.com	S0880525120002
廖博闻(分析师)	021-23187268	liaobowen@gtht.com	S0880526030005

本报告导读：

我们认为贝达药业已经进入了内生业绩向上、研发转型持续兑现的关键时期。

投资要点：

- 受益于多款创新药的放量，我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.06、7.95、10.69 亿元，利用可比公司估值法，给予公司 2026 年 55X PE，对应目标价 79.20 元，给予增持评级；
- 九款创新药在售，公司经营趋势向上。截至 2025 年底，公司累计拥有 9 款创新药产品在售，大部分产品为 2023 年及以后上市，正处于高速放量阶段，我们认为这些后期资产将持续推动公司业绩增长；
- 恩沙替尼国内海外市场持续突破。在售产品中，恩沙替尼具有成为重磅药物的潜力。针对国内市场，其作为第一个获批上市的国产 ALK 抑制剂具有先发优势，且预计将于 2026 年获批辅助适应症，竞争优势进一步加强；海外 ALK 市场正在快速扩张，恩沙替尼于 2024 年获批一线和二线适应症，目前已成为 NCCN 的一级推荐，有望凭借安全性优势、价格优势和潜在的辅助适应症优势获得一定市场份额；
- 研发体系理顺，公司内生研发即将迎来突破。2025 年来，公司重新迎回毛利教授，并持续引入顶尖科学家，重建研发团队，目前公司已建立起四大内生专有平台。其中自研的 panRAS 分子胶全球临床进度靠前，临床前数据显示其具有 BIC 潜力；panKRAS PROTAC 全球进展最快，临床前数据显示相比 panKRAS 小分子具有潜在更优的安全性和疗效优势。我们认为这两个资产具有很强的全球竞争力，处于潜在 BD 窗口期；
- 生态圈建设火热，多模式进行对外合作。2017 年以来，公司持续进行对外合作，目前已经积累了丰富的经验。此外，公司通过产业基金和贝达梦工厂作为两翼，建立了完善的贝达创新生态圈，截至 2025 年底，公司累计设立 4 支产业基金，孵化了近 30 个优质医药项目，已有三家企业被投上市，布局了小分子、ADC、合成生物学、PROTAC、小核酸等广泛方向；
- EYP1901 即将读出全球 wAMD III 期临床结果。EYP1901 是公司多模式合作的代表，和 EYEPOINT 进行合作开发。EYP1901 针对 wAMD 的 III 期临床结果即将于 2026 年中发布，我们认为 EYP1901 有望凭借先发优势，以及相比同类药物更长的给药间隔，更好的安全性，在全球眼科市场拿下较大的市场份额；
- 风险提示：政治风险、全球医药政策变化风险、产品上市进度不及预期风险、产品迭代的风险、对外合作进度不及预期风险

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,892	3,609	4,277	5,415	7,071
(+/-)%	17.7%	24.8%	18.5%	26.6%	30.6%
净利润(归母)	403	305	606	791	1,062
(+/-)%	15.7%	-24.2%	98.4%	30.6%	34.2%
每股净收益(元)	0.96	0.73	1.44	1.88	2.52
净资产收益率(%)	7.2%	4.6%	8.6%	10.3%	12.5%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	56.29	74.22	37.41	28.64	21.34

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

贝达药业(300558)

医药/必需消费

首次覆盖

评级 增持

目标价格(元): 79.20

当前价格：(元)	53.86

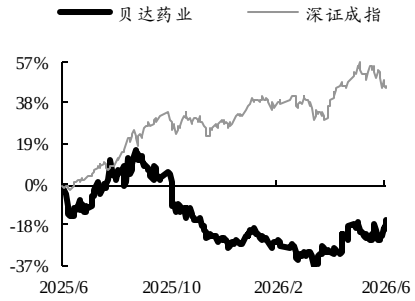
交易数据

52 周内股价区间(元)	40.30-74.97
总市值(百万元)	22,661
总股本/流通 A 股(百万股)	421/419
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	6,795
每股净资产(元)	16.15
市净率(现价)	3.3
净负债率	29.28%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	24%	-16%
相对指数	8%	20%	-62%

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	472	430	963	1,756	2,771
交易性金融资产	126	66	66	66	66
应收账款及票据	98	351	416	526	687
存货	290	381	430	517	638
其他流动资产	238	349	366	395	437
流动资产合计	**1,224**	**1,578**	**2,241**	**3,260**	**4,599**
长期投资	361	651	651	651	651
固定资产	2,812	2,729	2,565	2,398	2,230
在建工程	192	227	216	205	195
无形资产及商誉	3,190	3,018	2,849	2,670	2,481
其他非流动资产	1,563	2,362	2,524	2,722	2,922
非流动资产合计	**8,117**	**8,988**	**8,804**	**8,646**	**8,479**
总资产	**9,342**	**10,566**	**11,045**	**11,906**	**13,078**
短期借款	100	5	5	5	5
应付账款及票据	746	512	576	692	854
一年内到期的非流动负债	673	871	801	801	801
其他流动负债	329	529	601	726	904
流动负债合计	**1,848**	**1,917**	**1,983**	**2,224**	**2,565**
长期借款	1,552	1,524	1,524	1,524	1,524
应付债券	0	0	0	0	0
租赁负债	3	3	3	3	3
其他非流动负债	274	454	433	433	433
非流动负债合计	**1,828**	**1,981**	**1,960**	**1,960**	**1,960**
总负债	**3,676**	**3,898**	**3,944**	**4,184**	**4,525**
实收资本(或股本)	418	421	421	421	421
其他归母股东权益	5,155	6,174	6,614	7,242	8,084
归属母公司股东权益	**5,574**	**6,595**	**7,035**	**7,663**	**8,505**
少数股东权益	92	73	67	59	48
股东权益合计	**5,666**	**6,668**	**7,102**	**7,722**	**8,553**
总负债及总权益	**9,342**	**10,566**	**11,045**	**11,906**	**13,078**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	911	911	1,228	1,436	1,714
投资活动现金流	-1,002	-928	-368	-403	-403
筹资活动现金流	-191	-26	-326	-240	-296
汇率变动影响及其他	2	1	-1	0	0
现金净增加额	-280	-42	533	793	1,015
折旧与摊销	372	551	549	558	567
营运资本变动	42	-76	5	15	16
资本性支出	-827	-617	-210	-203	-203

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**2,892**	**3,609**	**4,277**	**5,415**	**7,071**
营业成本	539	739	833	1,000	1,235
税金及附加	21	44	51	65	85
销售费用	1,094	1,298	1,540	1,949	2,545
管理费用	269	480	556	704	919
研发费用	502	511	642	866	1,202
EBIT	**505**	**583**	**703**	**892**	**1,165**
其他收益	31	46	51	65	85
公允价值变动收益	-26	-59	0	0	0
投资收益	-15	-21	0	0	0
财务费用	36	86	72	67	59
减值损失	-21	1	0	0	0
资产处置损益	-1	0	0	1	1
营业利润	**400**	**418**	**635**	**829**	**1,111**
营业外收支	-6	-4	-4	-4	-4
所得税	7	128	32	41	55
净利润	**387**	**286**	**600**	**783**	**1,051**
少数股东损益	-16	-19	-6	-8	-11
归属母公司净利润	403	305	606	791	1,062

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	7.2%	4.6%	8.6%	10.3%	12.5%
ROA(%)	4.2%	2.9%	5.5%	6.8%	8.4%
ROIC(%)	6.2%	4.4%	7.1%	8.4%	10.2%
销售毛利率(%)	81.4%	79.5%	80.5%	81.5%	82.5%
EBIT Margin(%)	17.5%	16.2%	16.4%	16.5%	16.5%
销售净利率(%)	13.4%	7.9%	14.0%	14.5%	14.9%
资产负债率(%)	39.3%	36.9%	35.7%	35.1%	34.6%
存货周转率(次)	1.7	2.2	2.1	2.1	2.1
应收账款周转率(次)	15.0	16.1	11.2	11.5	11.7
总资产周转周转率(次)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
净利润现金含量	2.3	3.0	2.0	1.8	1.6
资本支出/收入	28.6%	17.1%	4.9%	3.8%	2.9%
EV/EBITDA	27.85	19.06	19.19	16.03	12.83
P/E(现价&最新股本摊薄)	56.29	74.22	37.41	28.64	21.34
P/B(现价)	4.07	3.44	3.22	2.96	2.66
P/S(现价)	7.84	6.28	5.30	4.19	3.20
EPS-最新股本摊薄(元)	0.96	0.73	1.44	1.88	2.52
DPS-最新股本摊薄(元)	0.20	0.15	0.30	0.39	0.52
股息率(现价,%)	0.4%	0.3%	0.6%	0.7%	1.0%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

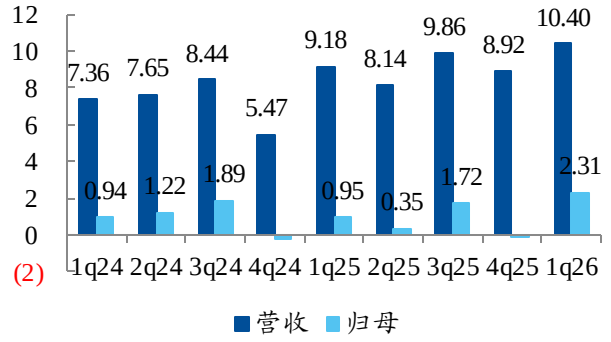
1. 2025 年业绩稳健，2026 年一季报喜迎开门红 4
2. 九款创新药在售，公司经营趋势向上 4
2.1. 恩沙替尼国内及海外市场持续突破 4
2.2. 贝福替尼辅助适应症 III 期临床顺利进行中 6
2.3. 布局人血白蛋白&重组八因子，公司进军血液疾病赛道 7
3. 研发体系理顺，公司内生研发即将迎来突破 7
3.1. panRAS 分子胶和 panKRAS PROTAC 体现强大自研能力 8
4. 生态圈建设火热，多模式进行对外合作 13
4.1. EYP-1901 即将读出全球 wAMD III 期临床结果 14
5. 盈利预测与估值 17
6. 风险提示 19

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 2025 年业绩稳健，2026 年一季报喜迎开门红

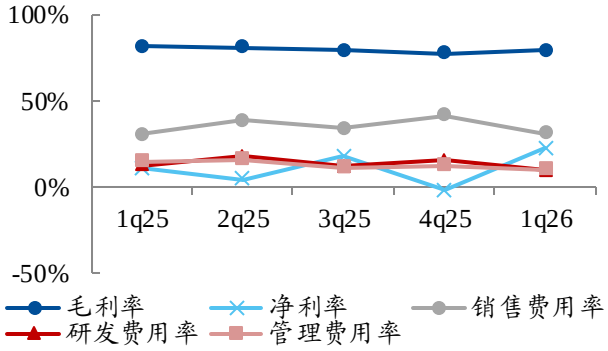
公司 2025 年年报业绩增长稳健，2026 年一季报优异。2025 年公司实现营业收入 36.09 亿元，yoy+25%，实现 EBITDA 10.37 亿元，yoy+29%，经营情况良好。1q26 公司实现营业收入 10.40 亿元，yoy+13%，qoq+17%，单季度收入已创历史新高，反应良好的内生增长；1q26 公司实现合并净利润 2.36 亿元，yoy+136%，扣非净利润 2.07 亿元，yoy+26%，实现高质量盈利。

图 1：1q24-1q26 公司营业收入和归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 2：1q25-1q26 公司利润率及费用率情况



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

2. 九款创新药在售，公司经营趋势向上

截至 2025 年底，公司累计拥有 9 款创新药产品在售，大部分产品均为 2023 年及以后上市，正处于高速放量阶段，其中 2025 年以来公司陆续推进了 CDK4/6 抑制剂泰瑞西利、人血白蛋白奥福民的上市，递交了恩沙替尼辅助适应症的上市申请，并在 2026 递交重组人凝血八因子的上市申请，我们认为这些后期资产将持续推动公司业绩的增长。

图 3：贝达药业在售创新药产品汇总

药物名称	MOA	适应症	上市时间	进入医保时间
埃克替尼	1st EGFR TKI	既往接受化疗失败的NSCLC	2011/6	2017/2
		一线治疗EGFRm NSCLC	2014/11	2017/2
		术后辅助治疗EGFRm NSCLC	2021/6	2021/12
恩沙替尼	2nd ALK TKI	二线治疗ALKm NSCLC	2020/11	2021/12
		一线治疗ALKm NSCLC	2022/3	2023/1
		一线治疗ALKm NSCLC	2024/12美国上市	
		辅助治疗ALKm NSCLC	2025/11 CDE受理上市申请	
贝福替尼	3rd EGFR TKI	二线治疗EGFRm NSCLC	2023/5	2023/12
		一线治疗EGFRm NSCLC	2023/10	2024/11
贝安汀	贝伐珠单抗类似药	晚期CRC、NSCLC	2021/11	-
		晚期OC、CC等	2022/3	-
安瑞泽	曲妥珠单抗类似药	HER2+BC、GC等	2023/2	-
贝泽汀	帕妥珠单抗类似药	HER2+BC等	2026/2	-
伏罗尼布	VEGFR抑制剂	二线治疗RCC	2023/6	2023/12
泰瑞西利	CDK4/6抑制剂	二线治疗HR+/HER2-BC	2025/6	-
奥福民	人血白蛋白	肝硬化低白蛋白血症	2025/7	-
FRSW117	重组人凝血八因子	血友病A	预计2026年NDA	

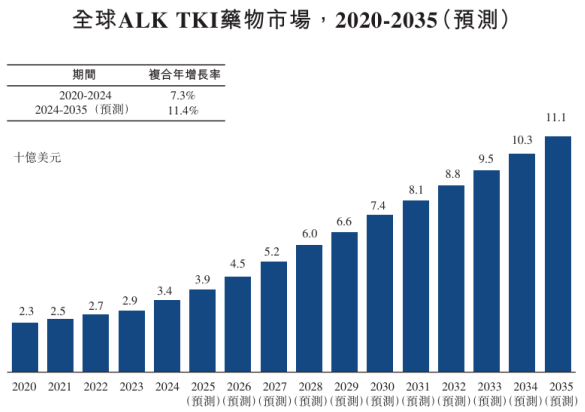
资料来源：贝达药业 2025 年报，国泰海通证券研究

2.1. 恩沙替尼国内及海外市场持续突破

全球 ALK 抑制剂市场正在持续扩大。在欧美和亚洲的肺癌人群中 ALK 突变的比例基本保持在 3-6%，目前以阿来替尼为代表的 ALK 抑制剂已被广泛适用于 ALK 突变 NSCLC 患者的辅助、一线和后线治疗。根据沙利文统计，2025 年全球 ALK 抑制剂市场规模约 39 亿美金，中国 ALK 抑制剂规模约 81 亿人民币，两个市场预计都将在未来 10 年保持双位数的复合增长。

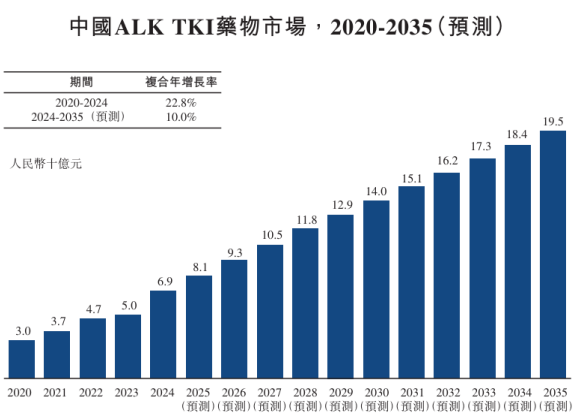
下载日志已记录，仅供内部参考

图4：全球 ALK TKI 市场预测



资料来源：弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

图5：我国 ALK TKI 市场预测



资料来源：弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

我们认为恩沙替尼在中国市场有望成为市场份额最大的国产 ALK 抑制剂品牌，主要基于其先发优势，以及辅助适应症独特的竞争力。

恩沙替尼是我国第一个获批上市国产 ALK 抑制剂，目前已经获批一线和后线适应症，并于 2021 年成功进入医保目录，具有先发优势。

图6：我国 ALK 抑制剂针对辅助适应症的 III 期临床情况

	商品名	通用名	原研企業	治療線	國家藥監局批准時間	國家醫保藥品目錄納入情況
第一代	賽可瑞	克唑替尼	輝瑞	1L/2L	2013年1月	乙類目錄
	贊可達	塞瑞替尼	諾華	1L/2L	2018年5月	乙類目錄
	安聖莎	阿來替尼	羅氏	1L/2L／輔助治療	2018年8月	乙類目錄
第二代	**貝美納**	**恩沙替尼**	**貝達藥業**	**1L/2L**	**2020年11月**	**乙類目錄**
	安伯瑞	布格替尼	武田	1L	2022年3月	乙類目錄
	安洛晴	依奉阿克	正大天晴	1L	2024年6月	乙類目錄
	�啟欣可	伊魯阿克	齊魯製藥	1L/2L	2023年6月	乙類目錄
第三代	Lorbrena	洛拉替尼	輝瑞	1L/2L	2022年4月	乙類目錄

资料来源：医药魔方数据库，国泰海通证券研究

恩沙替尼即将成为中国第二个获批辅助适应症的 ALK 抑制剂。目前，全球（包括中国）仅有三家公司就旗下 ALK 抑制剂启动了针对 ALKm NSCLC 辅助适应症的 III 期临床，其中仅有罗氏旗下的二代 ALK 抑制剂阿来替尼完成临床研究并在全球获批，是 NCCN 指南中的一级推荐。恩沙替尼作为全球第二（国产第一）于 2025/8/25 完成辅助适应症的中国 III 期临床（ELEVATE 研究），并于 2025/11 递交了上市申请。我们预计该适应症有望于 2026 年获批，填补国产新药的空白。

我国 ALKm NSCLC 辅助治疗市场大，且恩沙替尼具有 BIC 潜力。根据罗氏流行病学数据显示，在我国 ALKm NSCLC 的早期患者中，~50%接受手术治疗后会复发，辅助适应症的目标人群大（估算约 1.5-3.5 万人/年）。此外，以阿来替尼为例，ALK 抑制剂 DFS 超 40 个月，用药时间长，因此我们认为辅助治疗市场较大。此外，横向对比恩沙替尼和阿来替尼，前者相比化疗的两年 DFS 获益水平 HR=0.20，肩对肩优于阿来替尼（HR=0.24），具有 BIC 潜力。

下载日志已记录，仅供内部参考

图7：我国 ALK 抑制剂针对辅助适应症的 III 期临床情况

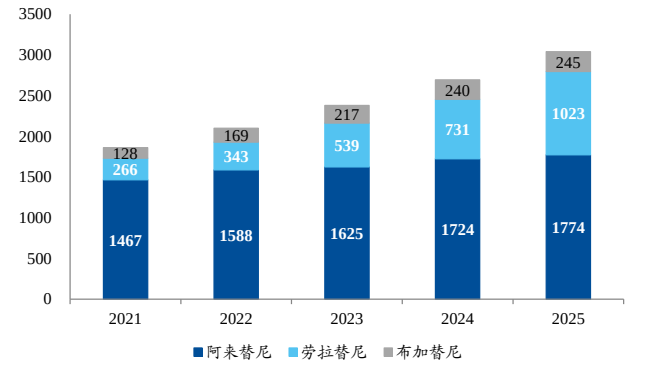
所属公司	药物名称	临床编号	开始时间	上市情况	临床结果
罗氏	阿来替尼	CTR20182000	2020/6/15	2024/6/28获批，并进入当年医保	ALINA研究 IB-IIIA 2年DFS率 93.6% vs 63.7% HR=0.24 4年DFS率 75.5% vs 47.0% HR=0.35
贝达药业	恩沙替尼	CTR2022089	2022/7/8	2025/11/25上市申请获得受理	ELEVATE研究 IB-IIIB 2年DFS率 87.3% vs 57.2%，HR=0.20
复星医药	复瑞替尼	CTR20253447	2025/9/17	-	-

资料来源：医药魔方数据库，国泰海通证券研究

随着恩沙替尼在美国市场获批上市，我们认为其有望在快速扩张的欧美市场分得一杯羹，主要系 1）相比中国市场更好的竞争环境；2）潜在的辅助适应症优势。

目前，欧美市场主流的 ALK 抑制剂主要为二代的罗氏的阿来替尼、武田的布加替尼、以及辉瑞的劳拉替尼，三者均保持双位数以上的持续增长。2024 年底，恩沙替尼获得 FDA 批准上市，用于一线和后线治疗。目前，恩沙替尼已进入 NCCN 指南，在一线适应症上成为和阿来替尼、布加替尼、劳拉替尼同等级的首选推荐治疗方式。随着恩沙替尼辅助适应症在中国的获批上市，我们认为其也有望进入 NCCN 辅助治疗的推荐序列中。

图8：三款 ALK 抑制剂的全球销售额（亿美元）



资料来源：医药魔方数据库，国泰海通证券研究

图9：全球 ALK 抑制剂获批适应症和 NCCN 推荐情况

MOA	所属公司	药物名称	临床阶段	NCCN推荐情况
一代ALK	辉瑞	克唑替尼	1L、2L+ 2011获批	一线可选治疗方式
二代ALK	诺华	色瑞替尼	1L 2017获批 2L+ 2014获批	一线可选治疗方式
二代ALK	罗氏	阿来替尼	辅助 2024获批 1L 2017获批 2L+ 2015获批	辅助一级推荐 一线首选治疗方式
二代ALK	武田	布加替尼	1L 2020获批 2L+ 2017获批	一线首选治疗方式
二代ALK	贝达药业	恩沙替尼	1L 2024获批 2L+ 2024获批	一线首选治疗方式
三代ALK	辉瑞	劳拉替尼	1L 2021获批 2L+ 2018获批	一线首选治疗方式
四代ALK	Nuvalent	neladalkib	2L+ NDA 1L ph3	-
ALK PROTAC	Triana	TRI-611	ph1/2	-

资料来源：医药魔方数据库，NCCN 指南，国泰海通证券研究

公司全力推进恩沙替尼全球销售。2026 年 4 月，公司和全球商业化服务提供商 Eversana 达成合作协议，共同推进恩沙替尼在美国的商业化。公司副总裁、核心销售领导万江总将主导恩沙替尼的美国地区商业化，我们期待其美国地区的放量。此外，公司也将持续推进恩沙替尼在欧洲以及全球其他地区的上市销售。

2.2. 贝福替尼辅助适应症 III 期临床顺利进行中

贝福替尼有望在中国 EGFRm NSCLC 一线和二线市场接棒埃克替尼。贝福替尼是公司从益方生物处引入的一款三代 EGFR TKI，目前已获批 EGFRm NSCLC 的一线和二线治疗，并成功纳入医保目录。考虑到我国三代 EGFR TKI 对于一二代 TKI 的迭代趋势，贝福替尼有望接棒埃克替尼，持续保持公司在一二线的市场份额。

此外，贝福替尼有望成为我国第三款完成辅助适应症的国产三代 EGFR TKI。目前，我国合计有 5 家公司为旗下三代 EGFR TKI 布局了辅助治疗适应症，其中阿斯利康旗下的奥希替尼、翰森制药旗下的阿美替尼和艾力斯旗下伏美替尼已上市或接近上市。公司旗下的贝福替尼也正在快速推进 III 期临床开发，预计 2028 年完成临床并申请上市。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：我国 EGFR 抑制剂针对辅助适应症的 III 期临床情况

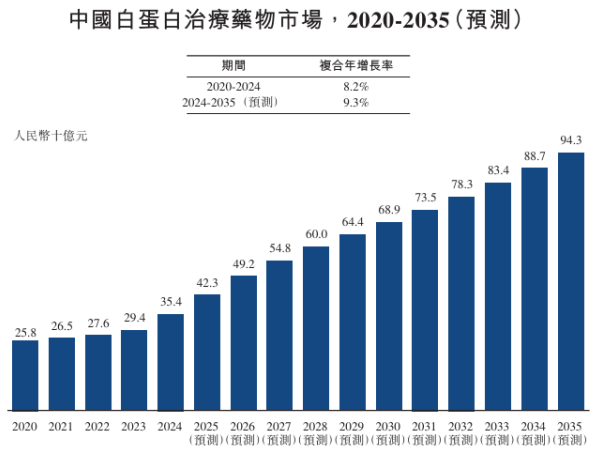
所属公司	药物名称	辅助临床阶段
阿斯利康	奥希替尼	2021/4/7获批，2023年纳入医保
翰森制药	阿美替尼	2025/4/30获批，2025年纳入医保
艾力斯	伏美替尼	2021/6/30启动，预计2026完成
贝达药业	贝福替尼	2023/3/28启动，预计2028/4完成
南京圣和	瑞厄替尼	2023/5/11启动，预计2028/2完成

资料来源：医药魔方数据库，国泰海通证券研究

2.3. 布局人血白蛋白&重组八因子，公司进军血液疾病赛道

公司通过合作的方式引入人血白蛋白和重组八因子，进军血液疾病赛道：1）公司和参股公司禾元生物合作的人血白蛋白奥福民于 2025/7 获批上市，公司获得奥福民在中国若干省、自治区和直辖区的独家经销权。2025 年上市不到半年的时间，已完成 4786 万元的销售额（预计大部分来自贝达的贡献），展现出公司强大的销售能力。相比传统人血白蛋白，奥福民是我国首个上市的重组人白产品，成本效益高，且能实现大规模生产；

图 11：中国人血白蛋白市场预测（单位十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

图 12：我国重组人白在研管线情况

名稱	公司	表達系統	適應症	階段	日期[1]
HY1001/奧福民®	武漢禾元生物科技股份有限公司／貝達藥業	水稻	低白蛋白血症	已獲批	2025年7月
重組人血清白蛋白	華大蛋白	酵母	肝腹水	III期	2024年8月
重組人白蛋白	安睿特	酵母	低白蛋白血症	II/III期	2021年9月
重組人血清白蛋白	山東健通	細菌	低白蛋白血症	I期	2024年2月

资料来源：贝达药业港股招股书，国泰海通证券研究

2）2025 年底，公司和晟斯生物达成全方位战略合作协议，为后者的研发、临床、生产、销售提供支持，并获得长效重组人凝血八因子 FRSW117 大中华区的独家总经销权。2026 年 4 月，FRSW117（每周一次）针对血友病 A 的上市申请获得 NMPA 受理，有望在 2027 年获批上市。我们认为，目前我国血友病 A 市场正在经历短效重组八因子对于血源性凝血八因子的替代过程，而 FRSW117 作为首个每周一次给药的超长效重组八因子，有望提供更强的便利性，从而在未来占据较大的市场份额。

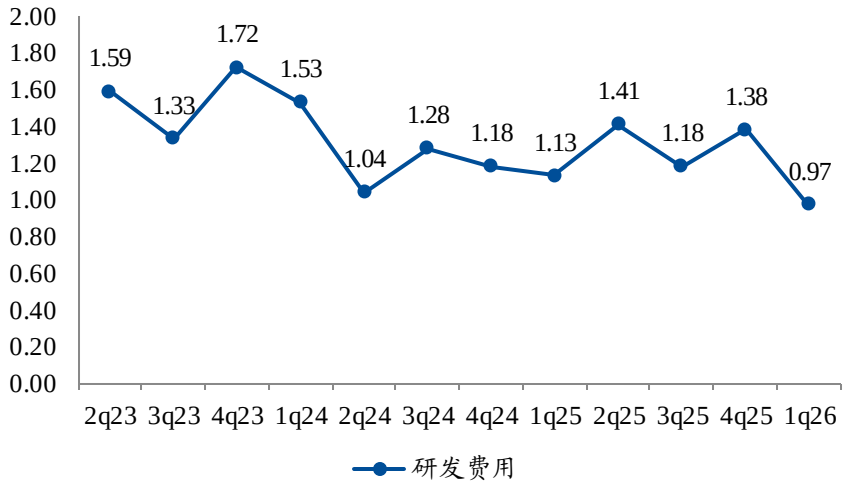
3. 研发体系理顺，公司内生研发即将迎来突破

毛力教授重回公司，顶尖科学家陆续加盟，公司内部研发团队重新起航。由于部分管线进展不及预期，2023 年以来，公司陆续减少研发投入；2025 年 2 月，毛力教授回归贝达，任研发总裁及首席医学官，重建公司的研发团队，目前已卓有成效，截至 2025 年底，公司研发人员 296 人，硕博人员达 139 人，已建立起四大专有技术平台：先进的小分子靶向药平台、GlueOnX 分

下载日志已记录，仅供内部参考

子胶平台、DegradoX PROTAC 平台以及 AlbuVive 白蛋白平台，并依托于 AI 技术赋能早期开发和临床推进。

图 13：2q23-1q26 公司单季度研发费用情况（单位：亿元）

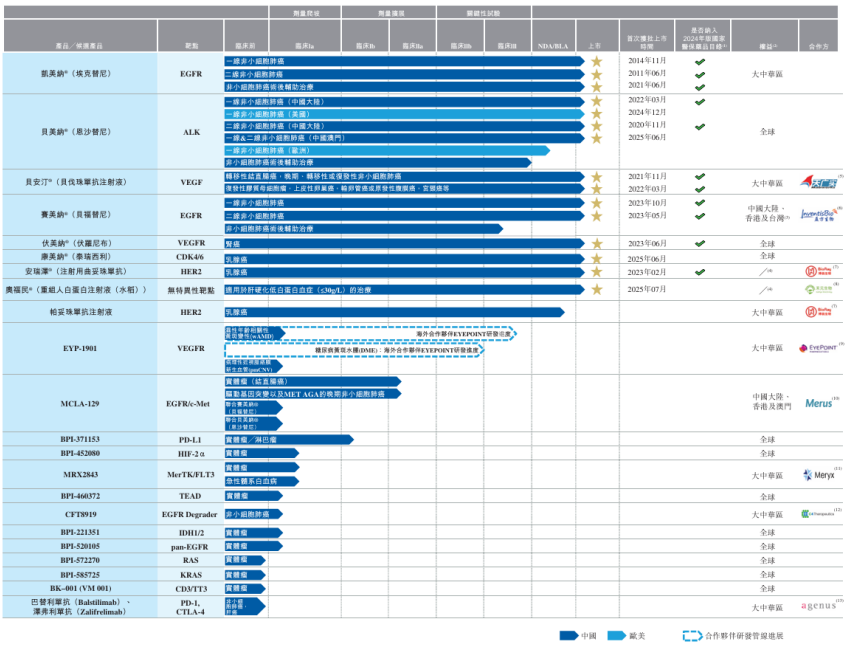


资料来源：WIND，国泰海通证券研究

2026 年来，公司通过持续引入顶尖科学家人才进一步提升研发团队竞争力。2026 年 3 月，黄卫生博士加入公司任首席化学家、协助毛利教授开展研发工作。黄博士此前曾主导发现了 Ponatinib、Brigatinib（布加替尼）等重磅肿瘤药物，长期在国际知名药企任职，拥有开阔的国际视野和研发积淀。我们认为黄博士的加盟是贝达持续引入高素质科研人才的开端，后续期待公司更多的人才加入。

目前，公司在研管线如下图所示，我们认为其中 EYP-1901、panRAS 分子胶和 panKRAS PROTAC 等管线具有较强的全球竞争力。

图 14：贝达药业在研管线汇总



资料来源：贝达药业港股招股书

3.1. panRAS 分子胶和 panKRAS PROTAC 体现强大自研能力

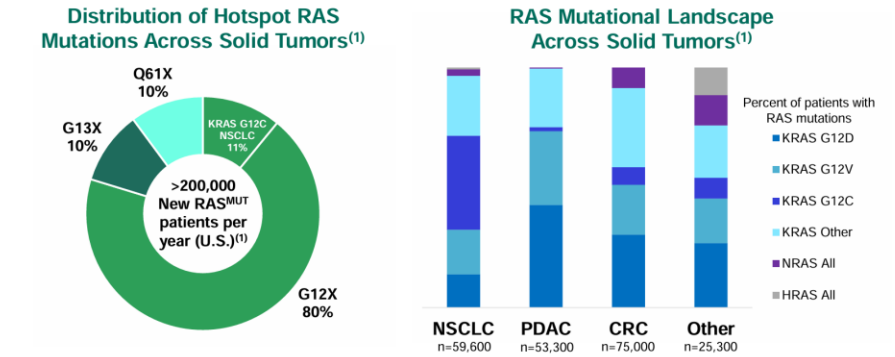
我们认为，公司有望凭借自研 panRAS 分子胶和 panKRAS PROTAC 的产

下载日志已记录，仅供内部参考

品组合在未来全球 RAS 突变实体瘤市场拿下可观的市场份额。

RAS 突变在广阔的实体瘤中存在，市场潜力大。RAS 突变（包括 KRAS、HRAS、NRAS，以及 KRAS 相关的 G12X、G13X 等突变）是最常见的致病突变之一，发生于 20-30%的实体瘤中，特别是在 NSCLC、CRC 和 PDAC 中的发生率分别可达 30%、50%、90%，根据 Revolution Medicine（RVMD）统计，仅美国地区的每年新发人数分别可达 60000、75000、53000 人，未满足临床需求较大。

图 15：美国地区不同 RAS 突变情况



资料来源：RVMD AACR POSTER

panRAS 分子胶有望成为 RAS 突变实体瘤最有效的药物。panRAS 分子胶通过结合亲环蛋白 A 形成三元复合物，阻断 RAS 信号，能够针对包括 KRAS、HRAS、NRAS 的大部分 RAS 突变。目前全球进展最快的 panRAS 分子胶，RVMD 旗下的 RMC6236 已经初步验证了针对 PDAC 适应症的疗效，并在 NSCLC 和 CRC 适应症中持续探索，有望进行拓展。其中针对 PDAC 适应症，6236 已经完成了针对后线的 III 期临床研究，计划于 2026 年递交上市申请；此外，6236 也在持续推进一线和辅助 PDAC 适应症的 III 期研究；针对 NSCLC 适应症，6236 正在探索后线 RAS 突变适应症的 III 期研究。根据我们汇总，仅美国地区上述适应症就有望覆盖超 7 万名每年新发的患者。

图 16：RMC6236 目前适应症开发情况

适应症	覆盖患者数量	临床阶段	介入措施
2L+PDAC	16800/年	全球ph3进行中，计划递交NDA（RASOLUTE302）	RMC6236 vs 化疗
1L PDAC	33600/年	全球ph3进行中（RASOLUTE303）	RMC6236+AG vs AG
PDAC辅助	11200/年	全球ph3进行中（RASOLUTE304）	RMC6236 vs 安慰剂
2L+RASm NSCLC	20000/年	全球ph3进行中（RASOLUTE301）	RMC6236 vs 多西他赛
1L NSCLC	27000/年	全球ph3计划在2026年启动	-
2L+CRC	15000-20000/年	全球ph1/2进行中	-
其他RASm实体瘤	20-30%实体瘤	全球ph1/2进行中	-

资料来源：RVMD 官网，国泰海通证券研究

贝达药业旗下 BPI-572270 是全球进展靠前的 panRAS 分子胶。目前，除 RMC6236 以外，共有 5 款 panRAS 分子胶进入临床开发阶段，贝达药业的 BPI-572270 进度全球前五。

图 17：目前全球 panRAS 分子胶开发格局

药物名称	所属公司	适应症	临床阶段	临床备注
RMC6236	RVMD	PDAC、NSCLC	全球ph3	-
ERAS0015	ERASCA	实体瘤	全球ph1/2	2025/3进入临床
HRS-7172	恒瑞医药	实体瘤	中国ph1/2	2025/9进入临床
GFH276	劲方生物	实体瘤	中国ph1/2	2025/9进入临床
BPI-572270	贝达药业	实体瘤	中国ph1/2	2026/1进入临床
AN9025	阿诺医药	实体瘤	中国ph1/2	2026/2进入临床

资料来源：insight 数据库，国泰海通证券研究

BPI-572270 由一款由公司自主研发的 panRAS 分子胶，在 RMC6236 的基础

下载日志已记录，仅供内部参考

上进行了迭代改进，公司正在全速推进其临床开发。2025 年 AACR，公司首次披露了其临床前研究结果；2026 年 1 月，公司启动了其中国 I/II 期临床进行剂量探索；2026 年 AACR，公司披露了 I/II 期临床的剂量探索方案。

我们认为 BPI-572270 相比其他 panRAS 分子胶具有 BIC 潜力。从临床前研究结果来看，572270 相比 RMC6236（推测是 Ref.Compound）在各 KRAS 突变细胞系上有着更强的药效（potency）（见图 18）；且在 KRAS G12D 或 KRAS G12V 的胰腺癌模型中展现出了更强的疗效（见图 19）。

图 18：BPI572270 针对不同 RAS 突变的抑制活性汇总

	RAS-Status	Cell lines	BPI-572270 (IC_{50}, nM)	Ref. Compound (IC_{50}, nM)
RAS-dependent	$KRAS^{G12D}$	AGS	0.4	1.2
		KP-4	0.9	1.9
		A427	12	28
	$KRAS^{G12C}$	NCI-H2122	0.1	0.4
		MIA PaCa-2	0.3	4.8
		NCI-H358	0.6	1.2
	$KRAS^{G12V}$	NCI-H2444	0.02	0.9
		SW620	0.1	0.4
		NCI-H441	0.2	1.3
		NCI-H727	0.2	0.4
		Capan-2	0.3	1.1
	$KRAS^{G12R}$	PSN-1	0.6	1.8
	$KRAS^{G12S}$	A549	16	47
	$KRAS^{G13D}$	DLD1	15	57
	$KRAS^{Q61H}$	NCI-H460	2.8	15
	$NRAS^{Q61K}$	NCI-H1299	0.07	0.6
		Calu-6	0.8	1.9
	$EGFR^{Mut}$, RAS^{WT}	NCI-H1975	18	15
RAS-independent	$BRAF^{V600E}$	A375	> 10000	> 10000

资料来源：2024 AACR

图 19：BPI-572270 对比对照药物在 KRAS G12V PDAC CDX 模型中的效果

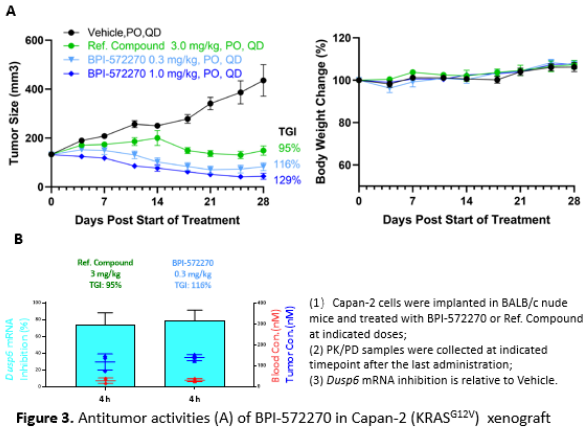
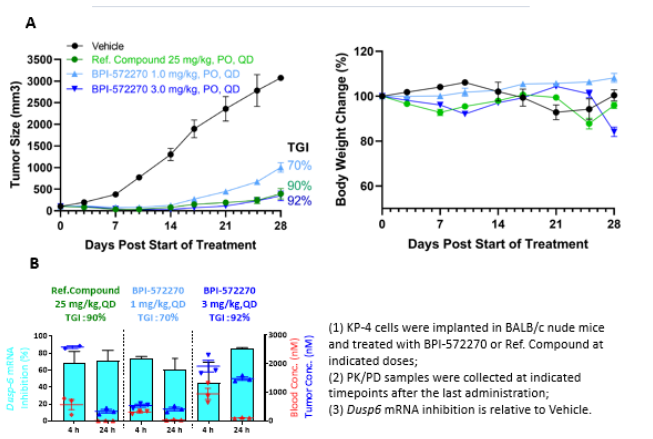


Figure 3. Antitumor activities (A) of BPI-572270 in Capan-2 ($KRAS^{G12V}$) xenograft models and PK/PD correlation (B).

资料来源：2024 AACR

图 20：BPI-572270 对比对照药物在 KRAS G12D PDAC CDX 模型中的效果



资料来源：2024 AACR

我们认为 BPI-572270 有望凭借更佳的 PK 情况，达到相比 ERAS0015 更佳的疗效和安全性。ERAS0015 作为目前全球进度第二的 panRAS 分子胶，和 BPI-572270 的设计思路类似，且同样在临床前展现出了相比 RMC6236 更强的疗效，在 I 期临床中，ERAS0015 成功转化了临床前研究的结果，初步体现出了相比 RMC6236 更优的疗效和安全性数据。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 21：ERAS0015 相比 RMC6236 的初步疗效和安全性提升

	Potential differentiation attributes		RMC-6236 benchmark FPD to DCO[3]: 16 months			ERAS-0015 Preliminary Phase 1 Data FPD to DCO[6]: ~9.5 months (US) – 10.5 months (CN)			
			Efficacy in Pts with PDAC and NSCLC			Efficacy in Pts with PDAC and NSCLC			
			≥80 mg	160 - 300 mg	300 mg	≥8 mg	16 - 32 mg PAD	24 - 32 mg RDE	32 mg
Efficacy	≥10% point increase in ORR in **2L+ KRAS^{G12X} PDAC**	uORR$_{14wk}$[1]		**29%** (2L, N=42)[4] **22%** (3L+, N=63)[4]	**35%** (2L, N=26)[5]		**40%** (2L, N=20)[7] **23%** (3L+, N=26)[7]	**42%** (2L, N=12)[8] **25%** (3L+, N=16)[8]	**50%** (2L, N=2)[9] **50%** (3L+, N=2)[9]
	≥10% point increase in ORR in **2L+ KRAS^{G12X} NSCLC**	uORR$_{8wk}$[2]	**38%** (N=40)[3]			**62%** (N=39)[10]	**62%** (N=37)[11] **75%** (Post-ICI/plat 2/3L only, N=16)[12]	**64%** (N=25)[13]	
Safety and Tolerability	**Rash[14] TRAEs**		Safety in Pts with PDAC and NSCLC (≥80 mg, N=111)			Safety in Pts with PDAC and NSCLC (PAD, N=43)			
	All Grades		81%			67%			
	Gr 1		52%			47%			
	Gr 2		23%			19%			
	Gr 3+		6%			2%			
	GI TRAEs		**Nausea**	**Vomiting**	**Diarrhea**	**Nausea**	**Vomiting**	**Diarrhea**	
	All Grades		46%	33%	39%	12%	2%	30%	
	Gr 1		36%	27%	25%	9%	2%	28%	
	Gr 2		10%	6%	13%	2%	0%	2%	
	Gr 3+		0%	0%	1%	0%	0%	0%	
	Stomatitis/Mucositis TRAEs								
	All Grades		22%			16%			
	Gr 1		12%			14%			
	Gr 2		8%			2%			
	Gr 3+		2%			0%			
	TRAEs leading to dose interruptions | reductions | discontinuations		ND | 14% | 1%			12% | 7% | 0%			
	Combinability with SOC		**CRC:** Anti-EGFR combo not shown to be tolerated **PDAC:** Dose modification required for chemo			**CRC:** ERAS-0015 at 16 mg+pani tolerated thus far w/ no DLTs to date (N=3); 100% uORR (1 uPR, N=1)[15]			

ERAS-0015: early clinical data suggest potential for Paradigm-Shifting Scenario

Based on performance in:
both efficacy attributes
AND
all 5 safety/tolerability attributes

- ↑ 11-15% point ORR in 2L only KRAS G12X PDAC
- ↑ 24-37% point ORR in 2L+ KRAS G12X NSCLC
- ↓ rash, GI, and stomatitis/mucositis TRAEs frequency and severity
- ↓ dose modifications/discontinuations from TRAEs frequency
- Combo w/ anti-EGFR tolerated thus far with no DLTs to date and uPR observed in first patient, first scan in CRC[15]

Note: Data presented are not based on head-to-head studies.

[1]uORR$_{14wk}$=Objective Response Rate (confirmed and unconfirmed responses) for patients who received first dose of RMC-6236 or ERAS-0015 (US, CN) at least 14 weeks prior to data extract date; [2]uORR$_{8wk}$=Objective Response Rate (confirmed and unconfirmed responses) for patients who received first dose of ERAS-0015 at least 8 weeks prior to data extract date (US trial) or at least one ERAS-0015 post dose assessment (CN trial); [3]Arbour et al, ESMO 2023, DCO Oct. 2023: PDAC (≥80 mg): 5 cPR, 4 uPR, PDAC (160-300 mg): 3 cPR, 3 uPR, NSCLC (≥80 mg): 1 cCR, 11 cPR, 3 uPR, NSCLC (160-300 mg): 1 cCR, 6 cPR, 3 uPR; [4]EORTC-NCI-AACR 2024, DCO Jul. 2024: PDAC (3L+): 14 cu/uPR; PDAC (2L): 1 uCR, 11 cu/uPR; [5]9/10/25 press release, DCO Jun. 2025: 1 cCR, 8 cPR; [6]DCO Apr. 2026 (US) and Feb. 2026 (CN); [7]US: 1 cPR, 1 uPR, N=10, CN: 9 cPR, 3 uPR, N=36; [8]US: 1 cPR, 1 uPR, N=4, CN: 5 cPR, 2 uPR, N=24; [9]US: 1 cPR, 1 uPR, N=3, CN: 0 cu/uPRs, N=1; [10]US: 6 cPR, 1 uPR, N=12, CN: 7 cPR, 10 uPR, N=27; [11]US: 5 cPR, 1 uPR, N=10, CN: 7 cPR, 10 uPR, N=27; [12]US: 3 cPR, 1 uPR, N=5, CN: 2 cPR, 6 uPR, N=11; [13]US: 1 uPR, N=4, CN: 5 cPR, 10 uPR, N=21; [14]Includes preferred terms of dermatitis acneiform, rash maculopapular, rash, rash pustular, erythema, rash erythematous; multiple types of rash may have occurred in the same patient [15]As of 31 Mar. 2026 Note: FPD=first patient dosed; DCO=data cutoff; US=United States; CN=China; PAD=pharmacologically active dose; RDE=recommended dose for expansion; ORR=objective response rate; TRAE=treatment-related adverse event; Pts=patients; Gr=grade; ND=not disclosed; SOC=standard of care; pani=panitumumab; cCR=confirmed complete response; cPR=confirmed partial response; uPR=unconfirmed partial response; Note: Data presented are not based on head-to-head studies. See Disclaimer slide regarding Cross-Study Comparisons. In addition, the data presented above are based on prior Revolution Medicines' presentations. RMC-6236 has been evaluated and continues to be evaluated in subsequent clinical trials, including its registrational studies, and the data from prior studies may not be indicative of subsequent clinical data. There is no guarantee that ERAS-0015 can be "paradigm shifting" even if the final data meet these internal benchmarks and rather will depend on FDA approval and market acceptance of this product candidate.

资料来源：ERASCA 官网

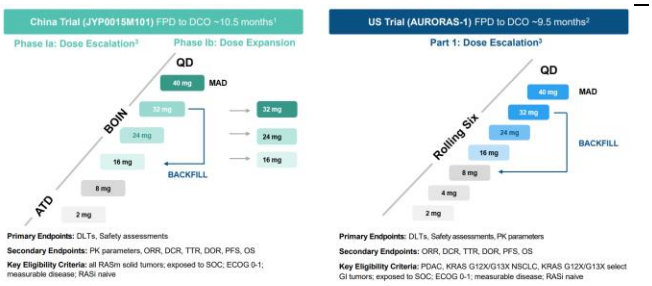
从临床前数据以及临床设计上来看，BPI-572270 相比 ERAS0015 可能有着更好的 PK，从而帮助其达到更强的疗效和安全性（见图 22）：在 I 期临床爬坡设计中，ERAS0015 剂量为 2-40mg，BPI-572270 剂量为 1-20mg。

图 22：BPI-572270 和 ERAS0015 的临床前数据对比

所属公司		RVMD	ERASCA&嘉越	贝达药业
药物名称		RMC6236	ERAS0015	BPI572270
细胞系的亲和力（相比6236倍数）	12C	1	3.9-4.5x	2-16x
	12D		1-13.4x	2-3x
	12V		2.3-11.9x	2-45x
	12R		3.2x	4x
	12S		9.3x	3x
	Q61X		6x	4-5x
	13D		0.5-4.8x	3x
	WT		4x	2x
起效剂量/RMC6236（倍）		1	1/10	1/10
口服半衰期	小鼠	1	6.3	9.3
	大鼠	2.5	6.1	8.4
	狗	7.8	22.4	35
口服生物利用度	小鼠	33%	48%	31%
	大鼠	14%	38%	20%
	狗	21%	22%	41%

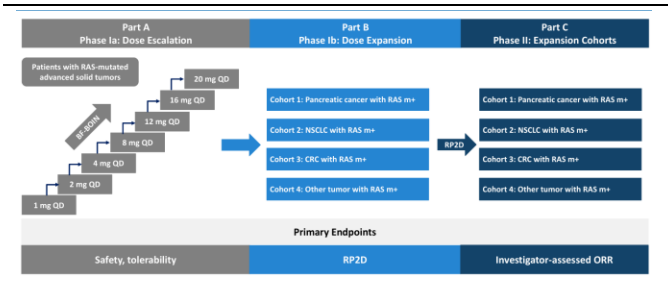
资料来源：2024 AACR、ERASCA 官网，国泰海通证券研究

图 23：ERAS-0015 I 期临床设计



资料来源：ERASCA 官网

图 24：BPI-572270 I 期临床设计



资料来源：2025 AACR

目前，公司正在全速推进 BPI-572270 的剂量探索，我们认为公司有望在 2026

下载日志已记录，仅供内部参考

年完成 I 期临床探索，期待数据的读出。

我们认为公司旗下 FIC 的 panKRAS PROTAC BPI-585771 有望在 panRAS 分子胶和 panKRAS 小分子药物的基础上进一步提高安全性和有效性。

panKRAS 类药物是针对 RAS 突变实体瘤的另一开发方向，其主要针对 KRAS 突变，而对 HRAS 和 NRAS 突变几乎无抑制效果，通过这样的选择性，panKRAS 药物有望相比 panRAS 药物提高安全性。PanKRAS 小分子是当前研发进展最快的 panKRAS 类药物，加科思旗下的 JAB-23E73 是全球进展最快的 panKRAS 小分子，目前已完成了中国的剂量爬坡探索，正在推进美国的剂量爬坡 I 期临床。

以 RMC6236 和 JAB-23E73 为例，RMC6236 在 2L+PDAC 的 III 期临床中选择 300mg qd 作为使用剂量，但在 1L PDAC 的 III 期临床中，由于安全性的问题，RVMD 选择 200mg qd 作为起始的使用剂量，且仅能和较为安全的 AG 化疗方案进行联合，并未选择 NARIFOX、FOLRIFOX 等其他化疗方案，剂量的强度为 80%。对比 JAB-23E73 和 RMC6236 的早期临床数据，我们认为 panKRAS 小分子展现出了相比 panRAS 分子胶天然更强的安全性，因此有望在未来的前线适应症中通过更高的剂量强度获得更好的疗效。

图 25：RMC6236 和 JAB-23E73 初步临床数据对比

药物名称	RMC6236	JAB-23E73
临床研究	全球ph1/2	中国ph1/2
剂量探索	10-500mg	9个剂量组
疗效情况		
适应症	PDAC	PDAC
剂量	80-400mg qd	⩾160mg qd
患者数量	46	13
ORR	19.6%	38.5%
DCR	87.0%	84.6%
安全性情况		
患者数量	111	42
三级以上TRAE	34.0%	11.9%（无四级五级）
任意等级口腔炎	21.6%	4.8%
三级以上口腔炎	1.8%	0.0%
任意等级皮疹	81.1%	14.3%
三级以上皮疹	6.3%	0.0%

资料来源：加科思官网，2024 ESMO，国泰海通证券研究

贝达药业旗下 panKRAS PROTAC BPI-585771 有望相比 panKRAS 小分子展现出更强的疗效水平。BPI-585771 是贝达自研的，全球进展最快的 panKRAS PROTAC，2026 年 AACR 大会公司发布了其临床前研究成果，并预计于 2H26 将其推进到临床 I 期开发。

从临床前数据来看，BPI-585771 有着对于 KRAS 的高选择性，相比 HRAS 和 NRAS 为 1000x；此外，585771 针对多种 KRAS 突变有效，其亲和力可达纳摩尔级别；在 CDX 模型中，585771 相比 panRAS 药物和 panKRAS 小分子均展现出更强的抗肿瘤效果，后续开发值得期待。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：BPI-585771 针对 KRAS/HRAS/NRAS 的亲和力

RAS isoform	BPI-585771 Binding IC_{50} (nM)
KRAS	6.34
NRAS	>1000
HRAS	>1000

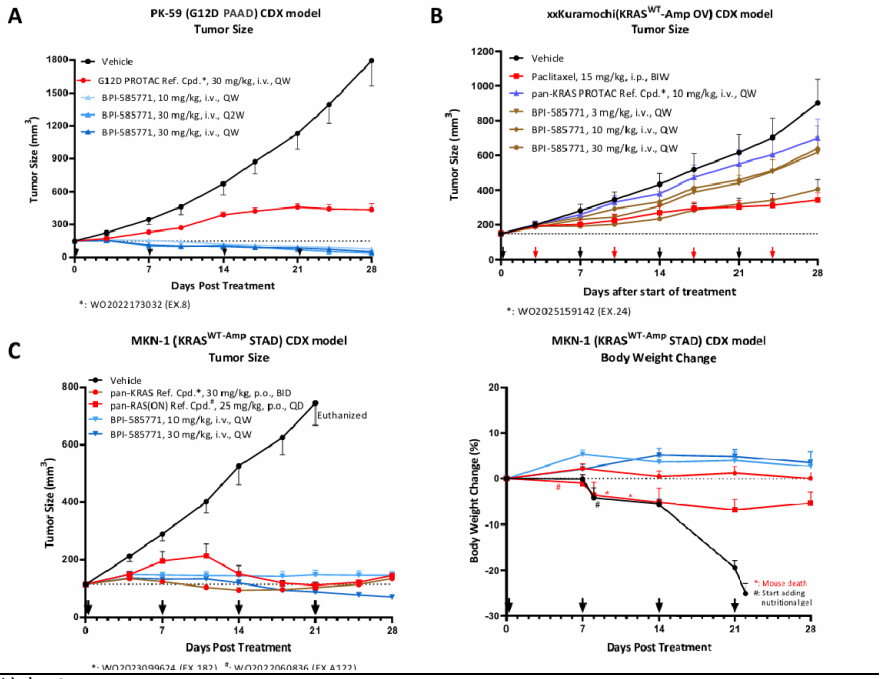
资料来源：2026 AACR

图 27：BPI-585771 针对不同 KRAS 突变的亲和力

Cell Lines	KRAS Status	DC_{50} (nM) [for KRAS]
HCI-H358	KRAS G12C	0.58
Capan-2	KRAS G12V	0.87
KP-2	KRAS G12R	1.03
LoVo	KRAS G13D	1.25
T3M4	KRAS Q61H	0.65
MKN-1	KRAS WT^{AMP}	0.82

资料来源：2026 AACR

图 28：BPI-585771 在各种 CDX 模型中的抗肿瘤效果



资料来源：2026 AACR

4. 生态圈建设火热，多模式进行对外合作

公司长期以来建立了完善的外部合作模式，通过多种形式进行对外合作，拓展自身管线。1）2017 年以来，公司持续进行资产引入，从海外引入先进管线进行开发，获得大中华区权益的同时，还能参与部分全球的销售分成；2）近年来，公司将贝达梦工厂、产业基金孵化作为两翼，创建了贝达创新生态圈，将顶尖科学人才、新兴技术持续引入公司。

对外合作经验丰富，持续引入资产贡献增长动能。自 2017 年来，公司持续进行对外合作，引入了包括贝伐珠、曲妥珠、帕妥珠单抗生物类似药、重组人血白蛋白奥福民、三代 EGFR TKI 贝福替尼等后期资产，陆续为公司贡献业绩增长；此外，公司也在持续引入一些早期资产进行中国区的开发，包括 EGFR*CMET 双抗 MCLA129 等。整体来看公司合作经验丰富，后续有望持续通过该模式扩充公司管线厚度。

下载日志已记录，仅供内部参考

图29：贝达药业近年来对外合作汇总

合作时间	对手方	资产	合作条例
2017/3	天广实	贝伐珠单抗类似物 贝安汀	公司支付0.15亿元首付款，最高0.35亿里程碑，销售分成给天广实，公司获得贝安汀在大中华区的独家经销权
2017/7	MERYX	MERTK抑制剂 MRX2843	公司支付首付款、里程碑、分成给MERYX，公司获得大中华区权益，后续公司收购MERYX股权
2018/12	MERUS	EGFR*CMET双抗 MCLA129	公司支付预付款，销售分成给MERUS，公司获得MCLA129的中国独家权益，以及全球其他地区的销售分成
2018/12	益方生物	3rd EGFR TKI贝福替尼	公司获得贝福替尼大中华区的独家经销权
2020/2	EYEPOINT	伏罗尼布玻璃体植入剂 EYP1901	公司获得EYP1901大中华区独家权益，EYEPOINT获得海外权益，公司获得1百万美金首付款，0.5亿里程碑和个位数至低双位数分成
2020/6	Agenus	巴替利单抗、泽弗利单抗	公司支付0.35亿美金，最高1亿美金里程碑，以及销售分成给Agenus，公司获得两个产品的大中华区独家权益
2023/5	C4 Theraputics	EGFR PROTAC CFT8919	公司支付0.1亿美金首付款，最高3.57亿里程碑给C4，公司获得CFT8919大中华区的独家权益，以及权益区域低个位数分成
2024/9	禾元生物	重组白蛋白 HY1001	公司获得HY1001若干省份的独家经销权
2025/5	博锐生物	帕妥珠单抗类似物、曲妥珠单抗类似物	公司获得两药在大中华区的独家经销权
-	康万达	V113+BK001 溶瘤病毒组合疗法	共同开发资产，预计2026年IND

资料来源：贝达药业港股招股书，国泰海通证券研究

生态圈建设如火如荼，进一步为公司提供潜在优质管线。1）截至 2025 年底，公司累计设立 4 支产业基金，孵化了近 30 个优质医药项目，已有三家企业被投上市；2）截至 2025 年底，公司已在贝达生态圈中布局了小分子、AI 制药、ADC、合成生物学、PROTAC、小核酸、CXO、医疗器械等广泛方向，引进了 100+项目，与 10+伙伴建立了紧密联系。图 30 汇总了贝达生态圈中的公司情况，我们认为通过股权合作、销售合作、战略合作、收并购等多种模式，贝达药业有望将生态圈中的优质管线引入公司，具有巨大潜力。

图30：贝达生态圈中部分公司情况汇总

公司类型	公司名称	与贝达合作情况	部分在研管线	备注
小分子	启元生物	贝达基金天使轮投资	QY101	PDE4吸入剂、外用乳膏
			QY201	JAK1/TYK2抑制剂
	泽德曼生物	贝达基金A轮/A+轮投资	本维莫德乳膏	AhR调节剂
	圣域生物	贝达基金投资	SYN818	DNA聚合酶θ
	维眸生物	贝达基金C轮/D轮投资	VVN001滴眼液	LFA-1拮抗剂
	华昊中天	贝达药业投资	优替德隆	微管抑制剂
	高维医药	贝达基金天使轮投资	GW-01	针对Notch通路FIC小分子抑制剂
大分子	瑞普晨创	贝达药业战略合作	RGB-5088	胰岛细胞注射液
	禾元生物	贝达药业pre-IPO领投；签订HY1001区域经销协定	HY1001	植物源重组人血白蛋白
	晟斯生物	贝达药业全方位战略合作；签订FRSW117总经销权	FRSW117	长效重组八因子
	翰思艾泰生物	贝达药业投资	HX009	PD1/SIRPα融合蛋白
抗体	时迈药业	贝达药业持股	DNV3	LAG3单抗
			SMET12	CD3*EGFR双抗
	天广实	贝达药业持股；买断贝安汀（贝伐珠单抗）销售权	MIL62	针对自免的CD20单抗
	天辰生物	贝达基金C轮投资	LP-003	新一代IgE单抗
CGT	纽安津	贝达基金A轮投资	P01	个体化肿瘤新生抗原多肽疫苗
	康万达	贝达基金战略投资	hv01	溶瘤痘苗病毒
	中科奥格	贝达基金A轮投资	-	异种移植
	邦耀生物	贝达基金B轮/B+轮投资	BRL303	针对自免的异体通用型CAR-T
	三叶草生物	贝达产业基金B轮投资	SCB1019	RSV疫苗
ADC	多禧生物	贝达药业投资	DX126-262	HER2 ADC
			DAC-002	TROP2 ADC
	拓胜医药	贝达基金天使轮投资	ADC	第三代ADC药物
其他	知兴制药	贝达药业战略合作	高端吸入制剂	丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液 NDA阶段
诊断&器械	瑞普基因（星源未来）	贝达药业签订市场推广协议	基因检测公司	
	迪谱诊断	第一个入驻贝达梦工厂	迪安诊断旗下分子诊断技术公司	
	诺尔康	贝达药业投资	专注神经电子类医疗器械	
CXO	赋成生物	贝达药业持股	大分子CDMO	
	皓阳生物	贝达药业投资；贝达药业战略合作	创新药CDRMO	

资料来源：贝达药业公众号、贝加资本公众号，国泰海通证券研究

4.1. EYP-1901 即将读出全球 wAMD III 期临床结果

我们认为，EYP1901 有望在持续扩大的全球眼科市场中，凭借先发优势以及长效化的竞争力，获得可观的市场份额。

wAMD 和 DME 是全球眼科疾病最高发的两大适应症，欧美及中国合计新发患者约 75 万/年，存量患者约 600 万。目前，抗 VEGF 疗法是主要的治疗方式，2025 年全球创新药销售额约 130 亿美金。

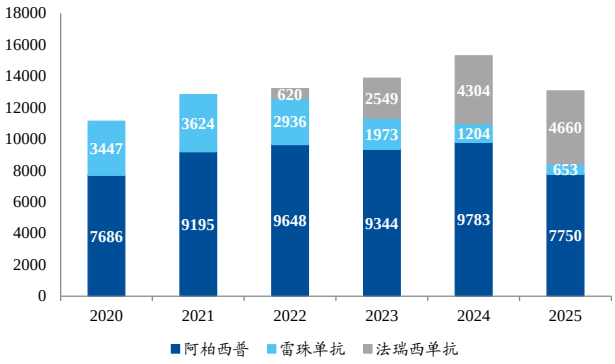
下载日志已记录，仅供内部参考

图31：全球 wAMD 和 DME 流行病学情况

Ophthalmology	US	EU5	China
Neovascular Age-related Macular Degeneration (nAMD)			
Vabysmo, Susvimo			
wAMD population			
Incidence (new cases)	156,194	246,266	347,358
Prevalence (existing cases)	1,210,758	2,244,461	2,691,759
Diagnosed population			
Incidence (new cases)	132,765	204,401	187,573
Prevalence (existing cases)	1,029,143	1,862,903	1,453,550
Anti-VEGF treated population			
Incidence (new cases)	115,505	185,800	137,866
Prevalence (existing cases)	895,354	1,693,379	1,068,359
Diabetic Macular Edema (DME)			
Vabysmo, Susvimo			
DME population			
Incidence (new cases)	196,138	147,393	440,307
Prevalence (existing cases)	3,287,683	2,290,212	3,925,521
Diagnosed population			
Incidence (new cases)	110,004	98,830	117,866
Prevalence (existing cases)	1,843,906	1,535,463	1,050,838
Anti-VEGF treated population			
Incidence (new cases)	36,310	75,327	69,505
Prevalence (existing cases)	608,632	1,170,307	619,669

资料来源：罗氏制药流行病学数据

图32：全球眼科新药销售额情况（单位：亿美元）



资料来源：医药魔方数据库，国泰海通证券研究

长效化创新药的陆续上市，有望带动全球眼科创新药市场持续扩大。长效化是下一代眼科创新药的主要迭代方向，技术方向包括 AAV、长效化平台或有特色的植入技术药械组合，从 2026 年开始，这些长效化药物将陆续读出全球 III 期结果（见图 17），1）OCULAR 旗下阿昔替尼凝胶玻璃体植入剂 AXPAXLI 首个达到 III 期临床 SOL-1 终点；2）公司和 EYEPOINT 合作的 EYP1901 有望成为第二个在 2026 年达到 III 期临床的新药；3）KODIAK 旗下利用特有 ABC 长效化平台设计的 VEGF 药物 Tarcocimab 的 III 期结果预计在 3q26 读出；4）全球进展最快的 AAV VEGF 药物，艾伯维和 REGENXBIO 合作 RGX-314 预计在 4q26 读出 III 期顶线结果。综合来看，EYP1901 具有先发优势。

图33：各眼科新药针对 wAMD 和 DME 的 III 期临床汇总

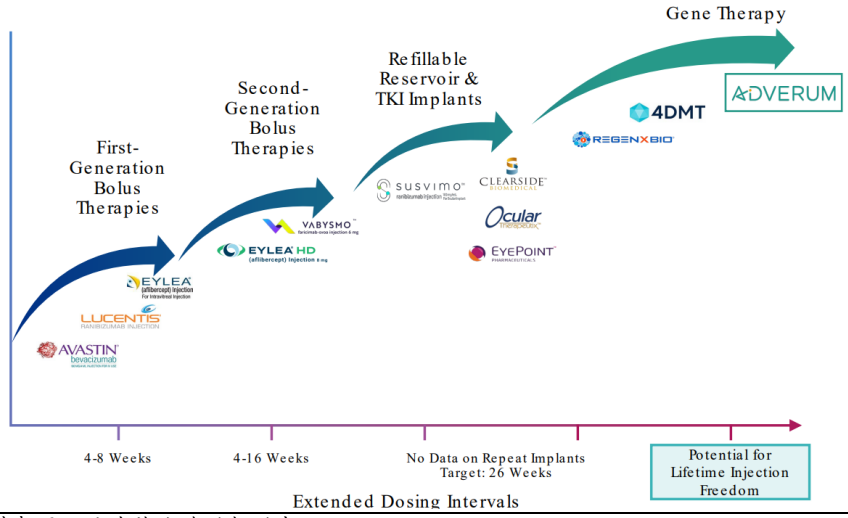
所属公司	MOA	药物名称	适应症	介入措施	临床终点	备注
Regenxbio&ABBV	VEGF AAV8	ABBV-RGX-314	wAMD ph2/3（ATMOSPHERE）	314 一针（相当于q12m） vs 雷珠单抗 q4w	w54 BCVA 非劣	4q26出顶线数据
			wAMD ph3（ASCENT）	314 一针（相当于q12m） vs 阿柏西普 q8w	w54 BCVA 非劣	
			DR ph2/3（NAAVIGATE）	-	-	2q26启动
4DMT&大冢制药	VEGF AAV	4D-150	wAMD ph3（4FRONT-1）	150 一针（相当于q12m） vs 阿柏西普 q8w	w52 BCVA 非劣	1h27出顶线数据
			wAMD ph3（4FRONT-2）	150 一针（相当于q12m） vs 阿柏西普 q8w	w52 BCVA 非劣	2h27出顶线数据
			DME ph3	-	-	3q26启动
Adverum&礼来	VEGF AAV	Ixo-vec	wAMD ph3（ARTEMIS）	ixo-vec一针（相当于q12m） vs 阿柏西普 q8w	w52/w56 BCVA 非劣	1h27出顶线数据
			wAMD ph3（AQUARIUS）	ixo-vec一针（相当于q12m） vs 阿柏西普 q8w	w52/w56 BCVA 非劣	预计2h27初步完成
Kodiak	VEGF ABC长效	Tarcocimab	wAMD ph3（DAYLIGHT）	tarco qm vs 阿柏西普 q8w	YEAR1 BCVA 非劣	已达到非劣终点
			wAMD ph3（DAYBREAK）	tarco q4w-q24w vs 阿柏西普 q8w	w48 BCVA 非劣	3q26出顶线数据
			DR ph3（GLOW1&2）	tarco q6m vs 安慰剂	w48 DRSS 优效	均已到达优效终点，尽快递交BLA
	IL6、VEGF ABC长效	KSI-501	wAMD ph3（DAYBREAK）	501 q2m vs 阿柏西普 q8w	w48 BCVA 非劣	3q26出顶线数据
EYEPOINT	伏罗尼布玻璃体植入	EYP-1901	wAMD ph3（LUGANO）	1901 q24w vs 阿柏西普 q8w	w52/w56 BCVA 非劣	2026年中出顶线数据
			wAMD ph3（LUCIA）	1901 q24w vs 阿柏西普 q8w	w52/w56 BCVA 非劣	-
			DME ph3（COMO&CAPRI）	1901 q24w vs 阿柏西普 q8w	w52/w56 BCVA 非劣	3q26完成入组
OCULAR	阿昔替尼玻璃体植入	AXPAXLI	wAMD ph3（SOL-1）	AXPAXLI 一针（相当于q5w）vs 阿柏西普 一针	w36 BCVA 优效	已达到优效终点
			wAMD ph3（SOL-R）	AXPAXLI q24w vs 阿柏西普 q8w	w56 BCVA 非劣	预计1h27初步完成
Eyebio&默沙东	VEGF*TIER双抗	MK-8748	wAMD ph2/3（MALBEC&TORRONTES）	8748 q8w vs 阿柏西普 q8w	YEAR1 BCVA 非劣	预计2h28初步完成
	FZD4*LRP5多抗	EYE103	DME ph2/3（BAROLO&BRUNELLO）	103 q4w vs 雷珠单抗 q4w	w52 BCVA 非劣	预计1h27初步完成
罗氏	雷珠单抗玻璃体植入	susvimo	wAMD ph3（ARCHWAY）	susvimo q6m vs 雷珠单抗 q4w	w36/w40 BCVA 非劣	已获批上市
信达生物&OLLIN	VEGF*ANG2双抗	IBI324	wAMD、DME	324 q4w vs soc	-	预计2026年启动

资料来源：医药魔方数据库，国泰海通证券研究

在长效化新药中，EYP1901 疗效好、安全性可控、给药间隔长，对比其他药物具有 BIC 潜力。长效化眼科新药在疗效上和阿柏西普或雷珠单抗非劣，但给药周期更长，具有便利性优势。给药周期最长的技术是利用 AAV 进行递送的细胞治疗，其给药周期可达一年一针甚至更长，但我们认为其可能存在价格过高以及安全性尚未完全可控的问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

图34：贝达药业在研管线汇总



资料来源：贝达药业港股招股书

EYP1901 是贝达药业将旗下 VEGFR TKI 伏罗尼布和 EYEPOINT 独特玻璃体植入技术结合的新药，II 期临床可以达到半年一针给药，给药间隔远超 OCULAR 和 KODIAK，是仅次于 AAV 治疗的药物形式，且其 II 期临床针对 BCVA、CST 的改善效果良好(非劣于阿柏西普)，安全性良好，无 TRS AE、无停药。疗效和安全性效果在整个眼科新药中具有很强竞争力，我们期待 EYP1901 在 2026 年中的 III 期数据读出。

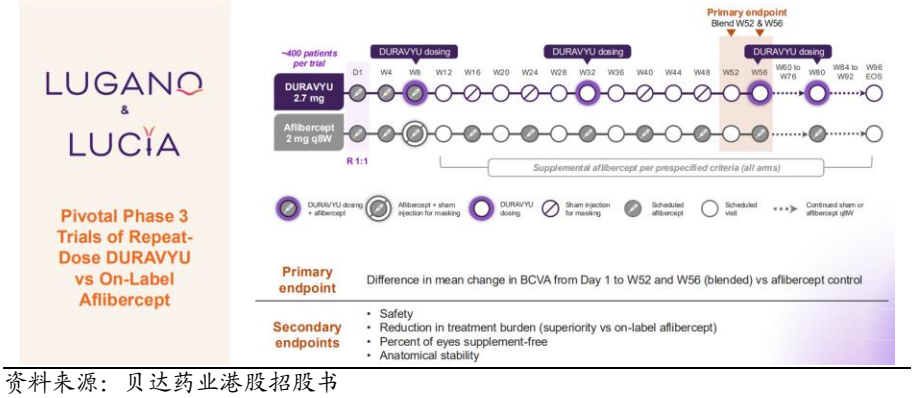
图35：各眼科新药针对 wAMD 的临床效果汇总

药物名称	RGX-314		4D-150		Ixo-vec	EYP1901		KSI-301		OTX-TKI		IBI324	
临床代号	AAVIATE ph2		PRISM ph2		LUNA ph2	DAVIO2 ph2		DAYLIGHT ph3		SOL-1 ph3		JADE ph2	
介入措施	1.6*10^11	6*10^10	3*10^10		6*10^10	2mg	3mg	5mg	阿柏西普	0.45mg	阿柏西普	IBI324 4mg	法瑞西单抗 6mg
疗效评估样本量	12	6	20	30	29	50	52	276	281	172	172		
BCVA（字母）	+2（w24） +1（yr2）	+8（w24） +9（1.5yr） +14(yr2)	-4.1（w24）	-7（w52）	-2.1（w52）	+1（w32）vs 阿柏西普+1.3	+0.9（w32）vs 阿柏西普+1.3	+5.5（w48）	+3.9（w48）	大约-3（w36）		+8.4（w20）	+6.3（w20）
CRT（um）	-42（w24） -57（2yr）	-21（w24） -40（1.5yr） +2（2yr）	-7.9（w24）	-24（w52）	-10.2（w52）	+12.4（w32）	+5.2(w32)	-117（w48）	-108（w48）	大约25（w36）		PED厚度降幅更多，更持久	
安全性评估样本量	3-*10^9-2.5*10^11 共5个剂量组 42人		-	1*10^10/3*10^10 共71人	6*10^11+2*10^11 共60人	2mg+3mg共102人		276	281	170	172	-	
安全性	未出现TRSAE 视网膜色素变性 69% 术后结膜出血 69% 术后感染 36% 视网膜出血 26% 术后视力下降 17% 眼部炎症 17% 眼部疼痛 17%		-	未出现TRSAE	未出现TRSAE	未出现TRSAE 未出现停药		AE 39% 飞蚊症 7.6% 结膜出血 7.2% 眼部疼痛 2.2%	AE 30% 飞蚊症 2.5% 结膜出血 3.9% 眼部疼痛 1.1%	AE 52.9% SAE 0.6% 结膜出血 6.5% 眼部疼痛 2.9%	AE 33.7% SAE 0% 结膜出血 2.9% 眼部疼痛 0.6%	未观察到眼内炎症 未观察到视网膜血管炎 但法瑞西有眼内炎症	

资料来源：各公司官网，国泰海通证券研究

将读出 III 期数据的临床是 EYEPOINT 设计的两项针对 wAMD 的平行临床之一，主要探索每 24 周一次给药 EYP1901 和每 8 周一次阿柏西普的疗效。第二项 III 期临床结果也预计将陆续读出。此外，两项针对 DME 的 III 期临床研究同样已经启动入组，公司预计 3q26 有望完成入组。

图36：贝达药业在研管线汇总



资料来源：贝达药业港股招股书

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 盈利预测与估值

我们预测公司 2026-2028 年收入分别为 42.77、54.15、70.71 亿元，同比增长分别为 19%、27%、31%，具体拆分如下：

1）我们预测埃克替尼基本维持 10 亿元的收入体量，主要考虑其在 EGFRm NSCLC 辅助适应症的优势地位；我们预测贝福替尼保持稳定的收入增长，主要考虑到其部分承接埃克替尼在一线适应症的市场份额；

2）我们预测恩沙替尼保持较快的持续增长，主要系 2026 年其将获批 ALKm NSCLC 辅助适应症，竞争优势明显；我们预测恩沙替尼海外销售额保持强劲增长，主要系全球市场的持续增长以及恩沙的安全性优势、及潜在的辅助适应症优势；

3）我们预测帕妥珠单抗生物类似药、曲妥珠单抗生物类似药、CDK4/6 抑制剂、重组八因子将保持高速放量的态势，主要系其处于上市初期，且具有先发优势或其他竞争优势；

4）我们预测贝伐珠单抗生物类似药、伏罗尼布保持稳健增长，主要考虑到其在已获批适应症中的份额趋于稳定；

5）我们预测重组人血白蛋白保持较快的放量，主要系其相比一般白蛋白的疗效、安全性和产能优势；

图 37：贝达药业 2026-2028E 收入预测拆分

	2024	2025A	2026E	2027E	2028E
凯美纳-埃克替尼	13.00	12.00	10.00	9.00	8.55
YOY	-18%	-8%	-17%	-10%	-5%
贝美纳-恩沙替尼	8.90	12.00	15.00	18.75	22.50
YOY	46%	35%	25%	25%	20%
赛美纳-贝福替尼	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00
YOY	400%	33%	25%	20%	15%
贝安汀-贝伐珠单抗	3.40	5.00	5.75	6.00	6.00
YOY	70%	47%	15%	4%	0%
BPI-16350（CDK4/6）			1.00	2.00	3.50
YOY				100%	75%
伏美纳-伏罗尼布	0.70	1.00	1.30	1.63	1.95
YOY	1029%	43%	30%	25%	20%
贝泽汀-帕妥珠单抗		0.40	1.00	2.00	3.40
YOY				100%	70%
安瑞泽-曲妥珠单抗		0.90	1.50	2.50	4.00
YOY			67%	67%	60%
重组白蛋白-奥福民		0.43	1.50	3.75	6.75
YOY			0%	150%	80%
重组八因子				0.10	0.30
YOY					200%
恩沙海外（亿美元）		0.05	0.10	0.35	0.98
YOY			400%	250%	180%
总收入（亿元）	28.92	36.09	42.77	54.15	70.71
YOY	18%	25%	19%	27%	31%
毛利率	81%	80%	81%	82%	83%
毛利（亿元）	23.54	28.70	34.44	44.14	58.35

资料来源：WIND，国泰海通证券研究

根据可比公司估值，我们测算贝达药业目标价为 79.20 元，具体分析如下：

选取海思科、信立泰、奥赛康、恒瑞医药为可比公司，根据 WIND 数据，其在 2026/6/11 的 2026 年 PE 平均值为 40.95X，考虑到贝达药业在国内制药领域的龙头地位，我们给予其 55X PE，对应 2026 年股价 79.20 元。

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
002653.SZ	海思科	50.32	0.23	0.86	0.72	218.78	58.55	70.15
002294.SZ	信立泰	31.30	0.58	0.71	0.89	53.97	43.94	35.20
002755.SZ	奥赛康	13.15	0.25	0.49	0.68	52.60	27.02	19.34
600276.SH	恒瑞医药	48.49	1.19	1.41	1.68	40.75	34.29	28.88
	平均值						40.95	38.39

数据来源：WIND，国泰海通证券研究所

注：股价为 2026/6/11 收盘价，盈利预测来自 WIND 一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 风险提示

政治风险、全球医药政策变化风险、产品上市进度不及预期风险、产品迭代的风险、对外合作进度不及预期风险

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666