

2025 年 11 月 5 日

创新药管线丰富，TYK2 抑制剂自免潜力大

益方生物(688382)

事件概述

公司发布 2025 年三季报：公司 2025 年前三季度实现营业收入 0.31 亿元 (+61.27%)、归母净利润-1.81 亿元，同比减亏 40.59%、扣非归母净利润-1.92 亿元，同比减亏 38.72%。公司 2025Q3 实现营业收入 0.12 亿元 (+173.86%)、归母净利润-0.62 亿元，同比减亏 31.99%、扣非归母净利润-0.63 亿元，同比减亏 36.17%。

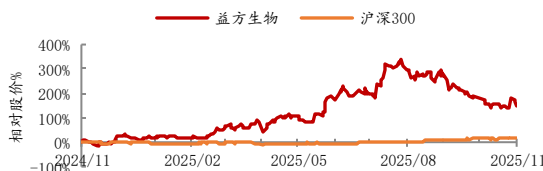
► 新老产品医保国谈助力商业化，早研管线即将开展临床开发

根据公司投资者调研纪要：格索雷塞片已于 2024 年 11 月获得国家药品监督管理局批准上市，适用于治疗至少接受过一种系统性治疗的 KRASG12C 突变型的晚期非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者。根据国家医保局官网，公司目录外产品格索雷塞和目录内产品贝福替尼已进入 2025 年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整形式审查的申报药品名单，我们认为公司创新药产品进入国家医保将助力商业化放量，为未来业绩提供推动力。

根据公司投资者调研纪要，2025 年 3 月，公司自主研发的临床前药物候选化合物 YF087 及 YF550 的研究成果入选 2025 年美国癌症研究协会（AACR）年会的突破性研究壁报展示环节。YF087 是针对合成致死靶点 WRN 的一个具有高度选择性和强有效的抑制剂；YF550 是一款靶向驱动蛋白 KIF18A 的小分子临床前候选药物。上述两款产品在多个肿瘤动物模型中显示了其优异的抗肿瘤生长疗效，临床前研究结果将为公司后续开展临床开发提供有力支持。根据药化君公众号，2025 年 5 月公司公布了新型小分子 STAT6 磷酸肽抑制剂。信号转导和转录激活因子（STAT）蛋白在生物过程中起着重要作用。STAT 信号通路的异常激活与癌症，自身免疫性疾病和其它人类疾病有关。STAT6 是 IL-4 和 13 信号通路的主转录因子。它在 2 型炎症病症的发展中起着重要作用，通过促进 2 型辅助性 T 细胞的分化、促进 IgE 的产生（引发过敏反应）以及促进过敏反应的敏感性反应来发挥作用。通过抑制 STAT6 的活性，药物可以潜在地破坏由异常 STAT6 信号驱动的病理过程，从而实现疾病的治疗。对标已获批的 Dupilumab（年销售额超 100 亿美元），高选择性的口服 STAT6 抑制剂提供了口服便利性。我们认为随着公司早研管线逐渐进入临床阶段，有望夯实公司创新药产品矩阵。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	27.00
股票代码：	688192
52 周最高价/最低价：	49.68/9.14
总市值(亿)	156
自由流通市值(亿)	113
自由流通股数(百万)	418.00



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

相关研究

- 【华西医药】益方生物-U (688382.SH) 深度报告：立足中国，具有全球视野的创新药企业
2025.01.23
- 【华西医药】益方生物 (688382) 2024 年年报&2025 年一季报点评：商业化稳步推进，创新管线展现 BIC 潜力
2025.05.08
- 【华西医药】益方生物 (688382) 2025 年半年报点评：创新药研发能力卓越，产品管线具备竞争力
2025.09.09

► 肿瘤、代谢和自免多点布局，TYK2 抑制剂 D-2570 自免潜力大

根据公司投资者调研纪要，代谢领域，D-0120 是公司自主研发的一款尿酸盐转运体 1 (URAT1) 抑制剂，在中国已完成针对高尿酸血症及痛风的 IIb 期临床试验。公司于 2023 年 4 月在美国启动了一项 D-0120 与别嘌醇联合用药的 II 期临床试验，目前正按计划进行中；肿瘤领域，除去已经上市的格索雷塞和贝福替尼，D-0502 是公司自主研发的一款口服选择性雌激素受体降解剂 (SERD)，国内目前正在开展二线治疗的注册临床 III 期试验。同时，D-0502 正在中国和美国同步开展国际多中心临床试验；自免领域，基于银屑病 II 期临床研究结果，公司正开展 D-2570 在多个自身免疫性疾病治疗领域的临床探索，为更多患者带来新的治疗选择。D-2570 针对银屑病的 III 期临床试验方案已完成与 CDE 沟通，正按计划进行中；2025 年 5 月，D-2570 针对中、重度活动性溃疡性结肠炎的多中心、随机、双盲、安慰剂对照 II 期临床试验已完成首例患者给药。目前 D-2570 正在临床开发中，拟用于银屑病、溃疡性结肠炎、银屑病关节炎、系统性红斑狼疮等免疫疾病的治疗。

根据公司公告，D-2570 是公司自主研发的一款靶向 TYK2 的新型口服选择性抑制剂，用于治疗银屑病等自身免疫性疾病。D-2570 银屑病适应症在国内 II 期临床数据显示，D-2570 治疗中重度银屑病患者的疗效显著优于安慰剂，也优于目前已上市的同类 TYK2 抑制剂，在效果上也可与抗体生物药（如抗 IL-17A，抗 IL-23 抗体）相媲美，总体耐受性良好。我们认为，基于 D-2570 优异的临床数据，未来有望为包括银屑病在内的自身免疫性疾病患者提供一种新的治疗选择，助力公司打开自免市场空间。

投资建议

维持公司 2025-2027 年盈利预测，即预计 2025-2027 年营业总收入分别为 2.00/3.50/5.00 亿元，2025-2027 年 EPS 分别为-0.35/-0.24/-0.33 元，对应 2025 年 11 月 5 日的 27.00 元/股收盘价，PE 分别为-78/-112/-81X，维持“增持”评级。

风险提示

医药行业政策不及预期风险、市场竞争加剧风险、产品销售和推广不及预期、创新药研发进展不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	186	169	200	350	500
YoY (%)	—	-9.0%	18.5%	75.0%	42.9%
归母净利润(百万元)	-284	-240	-200	-140	-192
YoY (%)	41.3%	15.4%	16.9%	29.9%	-37.2%
毛利率 (%)	100.0%	97.7%	100.0%	100.0%	100.0%
每股收益 (元)	-0.49	-0.42	-0.35	-0.24	-0.33
ROE	-14.2%	-13.3%	-12.4%	-9.5%	-15.0%
市盈率	-54.67	-64.79	-78.21	-111.60	-81.35

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	169	200	350	500	净利润	-240	-142	-80	-157
YoY (%)	-9.0%	18.5%	75.0%	42.9%	折旧和摊销	20	6	6	11
营业成本	4	0	0	0	营运资金变动	-6	-46	-110	-110
营业税金及附加	0	0	0	0	经营活动现金流	-242	-188	-196	-266
销售费用	0	0	0	0	资本开支	-8	-6	-6	0
管理费用	52	60	63	100	投资	-68	0	0	0
财务费用	-31	0	0	0	投资活动现金流	-54	-1	6	11
研发费用	384	360	385	600	股权募资	8	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	-1	0	0
投资收益	0	7	12	11	筹资活动现金流	-6	-2	0	0
营业利润	-240	-142	-80	-185	现金净流量	-302	-194	-190	-256
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	-240	-142	-80	-185	成长能力				
所得税	0	0	0	-28	营业收入增长率	-9.0%	18.5%	75.0%	42.9%
净利润	-240	-142	-80	-157	净利润增长率	15.4%	16.9%	29.9%	-37.2%
归属于母公司净利润	-240	-200	-140	-192	盈利能力				
YoY (%)	15.4%	16.9%	29.9%	-37.2%	毛利率	97.7%	100.0%	100.0%	100.0%
每股收益	-0.42	-0.35	-0.24	-0.33	净利率	-142.3%	-99.8%	-40.0%	-38.4%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	-11.8%	-7.7%	-4.6%	-9.6%
货币资金	1,586	1,392	1,202	946	净资产收益率 ROE	-13.3%	-12.4%	-9.5%	-15.0%
预付款项	12	0	0	0	偿债能力				
存货	0	0	0	0	流动比率	20.78	29.25	17.17	11.48
其他流动资产	273	299	447	595	速动比率	20.65	29.25	17.17	11.48
流动资产合计	1,870	1,691	1,649	1,541	现金比率	17.62	24.08	12.51	7.05
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	5.7%	4.5%	6.8%	9.7%
固定资产	13	7	1	91	经营效率				
无形资产	1	1	1	1	总资产周转率	0.08	0.11	0.20	0.30
非流动资产合计	51	53	53	42	每股指标 (元)				
资产合计	1,921	1,744	1,702	1,583	每股收益	-0.42	-0.35	-0.24	-0.33
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.14	2.78	2.54	2.21
应付账款及票据	60	0	0	0	每股经营现金流	-0.42	-0.33	-0.34	-0.46
其他流动负债	30	58	96	134	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	90	58	96	134	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	-64.79	-78.21	-111.60	-81.35
其他长期负债	20	20	20	20	PB	4.24	9.71	10.64	12.24
非流动负债合计	20	20	20	20					
负债合计	110	78	116	154					
股本	577	577	577	577					
少数股东权益	0	58	118	153					
股东权益合计	1,811	1,666	1,586	1,429					
负债和股东权益合计	1,921	1,744	1,702	1,583					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。