



益方生物-U

688382.SH

业绩受授权合作收入确认扰动

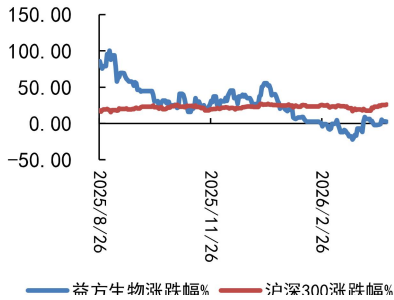
看好 TYK2 自免产品 BIC 潜力

基础数据:

截至 2026 年 4 月 22 日

当前股价	23.28 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	5.78 亿股
流通股本	5.78 亿股
总市值	134.64 亿元
流动市值	134.64 亿元

相对市场表现:



事件: 公司发布2025年报: 2025全年, 公司实现营业收入3,728.97万元(技术授权和技术合作收入), 同比下降77.91%; 归母净利润-3.17亿元, 扣非归母净利润-3.29亿元, 同比亏损进一步扩大; 研发投入3.26亿元, 同比降低15.23%; 经营活动现金流量净额-1.55亿元; 货币资金13.81亿元。

事件点评:

◆公司 2025 年业绩承压源于授权收入确认节奏波动。2025 年公司实现营收 3728.97 万元, 同比下降 77.91%, 归母净利润-3.17 亿元。考虑到公司现阶段收入几乎全部来自技术授权和技术合作, 而此类收入往往集中在单一时点确认, 授权首付款、研发和销售里程碑付款及销售分成的兑现节奏会带来较强的年度波动, 因此单年报表表现存在一定扰动。费用方面, 2025 年公司研发投入 3.26 亿元, 同比降低 15.23%, 主要受项目推进节奏变化影响, 考虑公司多个核心临床项目已进入关键阶段, 研发投入仍维持在较高水平。现金流层面, 公司 2025 年经营活动现金流净额为-1.55 亿元, 较 2024 年的-2.42 亿元有所收窄; 货币资金为 13.81 亿元, 公司当前资金储备能够支持日常运营及核心管线研发推进。

分析师:

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200518090001

联系电话: 010-68085205

分析师 魏钰琪

weiyuqi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200525060001

联系电话: 010-68099389

公司地址:

北京市丰台区凤凰嘴街2号院
1号楼中国长城资产大厦16层

◆TYK2 抑制剂 D-2570: 银屑病 II 期数据优异, 具备同类最佳潜力, 国内注册临床推进、适应症拓展与海外开发并行。公司自主研发的 TYK2 抑制剂 D-2570 用于治疗中重度斑块状银屑病的随机、双盲、安慰剂对照的 II 期研究结果显示: 161 例患者接受 12 周治疗后, 18mg/27mg/36mg 剂量组的 PASI 75 应答率(主要终点)分别为 90.0%/85.4%/85.0%, 显著高于安慰剂组(12.5%, $p < 0.001$), PASI 90 应答率分别为 75.0%/70.7%/77.5%, PASI 100 应答率分别为 40.0%/39.0%/50.0%, sPGA 0/1 应答率分别为 82.5%/80.5%/87.5%, 均



显著高于安慰剂组，整体疗效表现突出；安全性方面，不良事件整体以轻中度为主，未报告严重不良事件，亦未发现新的安全性信号。整体看，该临床数据已初步验证 D-2570 较强的产品竞争力，且具备较高的同类最佳潜力，但后续仍需重点关注 III 期临床及海外临床数据对现有结果的进一步验证。国内研发进展方面，D-2570 针对银屑病的关键注册 III 期临床正在进行中，此外，D-2570 拓展至溃疡性结肠炎、银屑病关节炎及系统性红斑狼疮等自免适应症的临床研究亦在同步进行中；海外方面，D-2570 在美国健康人群中的 I 期临床正在进行中。整体来看，基于 D-2570 现有的优异临床数据，公司正在持续推进其注册临床研究，并推动该品种由银屑病单适应症资产向多适应症自免平台型资产升级，后续若扩适应症进展顺利、海外临床数据验证兑现，不仅有望进一步打开品种价值空间，也将为国际合作与 BD 落地提供更扎实的数据支撑。

◆口服 SERD D-0502：关注国内注册 III 期临床进展，以及联用拓展对临床定位的重塑。研发进展方面，2021 年 10 月，CDE 同意 D-0502 开展在既往经治 ER(+)/HER2(-)局部晚期或转移性乳腺癌患者中与标准治疗进行头对头的注册 III 期临床试验，目前该试验正在进行中，公司预计 2027 年完成。联合用药方面，2025 年 12 月，D-0502 与康宁杰瑞自主研发的 JSKN016 (TROP2/HER3ADC) 联合疗法获 NMPA 批准 IND，拟定适应症为局部晚期或转移性 HR(+)/HER2(-)乳腺癌患者；D-0502 正在中国和美国开展与 CDK4/6 抑制剂哌柏西利联合用药的国际多中心临床试验。整体来看，D-0502 当前已具备单药开发基础，但其价值上限更大程度上取决于联合治疗框架下的临床定位延展，后续若注册进展顺利、联用数据逐步读出，有望增强其在乳腺癌治疗领域中的差异化竞争力。

◆KRAS^{G12C} 抑制剂格索雷塞（安方宁®，D-1553）：二线适应症纳入国家医保夯实商业化基础，联合疗法和前线治疗布局打开中长期成长空间。格索雷塞已于 2024 年 11 月获 NMPA 批准上市，用于治疗至少接受过一种系统性治疗的 KRAS^{G12C} 突变型的晚期非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者。2025 年新增纳入《CSCO NSCLC 诊疗



指南》后线治疗 I 级推荐，并于 2025 年 12 月进入国家医保目录，标志着产品已完成从注册获批到医保覆盖的关键商业化路径打通，2026 年起有望逐步进入更实质性的放量阶段。另一方面，格索雷塞的价值并不局限于当前后线 NSCLC 单药场景，而在于其围绕前线治疗、适应症拓展及联合疗法持续打开成长空间：(1)公司已与应世生物围绕格索雷塞+FAK 抑制剂 Ifebemtinib (IN10018) 的联合疗法开展全球合作，临床结果显示，该联合方案在 KRAS^{G12C} 突变一线 NSCLC 及既往经治 CRC 患者中均展现出积极疗效信号，提示格索雷塞有望通过联合治疗实现治疗线前移，并进一步打开在消化道肿瘤领域的应用空间。(2)2025 年 6 月，格索雷塞单药或联合西妥昔单抗治疗晚期或转移性 KRAS^{G12C} 突变 CRC 的研究结果发表于《信号转导与靶向治疗》，无论单药还是联合西妥昔单抗，格索雷塞均展现出较好的抗肿瘤活性和安全性，且显示出联合疗法较单药更优的疗效表现，进一步验证了格索雷塞在 CRC 领域通过联合疗法打开临床价值空间的潜力。(3)2025 年 12 月，格索雷塞治疗 KRAS^{G12C} 突变晚期胰腺癌患者的研究结果发表于《英国癌症杂志》，ORR=45.5%，DCR=86.4%，mPFS=7.6m，mOS 未达到，6 个月 OS 率达 79.2%，考虑到晚期胰腺癌整体预后较差、治疗选择有限且临床需求迫切，该研究为格索雷塞成为相关患者的重要治疗新选择提供了积极依据，并为后续临床开发及适应症拓展奠定了基础。整体来看，格索雷塞短期有望受益于医保落地后商业化爬坡带来的分成兑现，中长期则更值得关注临床研究数据持续积累及适应症扩展对资产定价空间的进一步打开。



投资建议：

我们预计公司 2026-2028 年的收入分别为 1.08/1.66/4.06 亿元，归母净利润分别为 -3.53/-3.31/-1.93 亿元。考虑到 KRAS^{G12C} 抑制剂格索雷塞二线治疗 NSCLC 适应症已获批上市并纳入国家医保目录，商业化基础进一步夯实，同时其前线治疗、联合疗法及扩适应症布局有望持续打开中长期成长空间；此外，核心自免资产 D-2570 银屑病 II 期数据优异、具备较高的同类最佳潜力，国内注册临床推进、海外开发及适应症拓展同步展开，并有望成为公司中长期核心估值支撑；口服 SERD D-0502 注册 III 期临床及联合用药拓展亦在持续推进。我们维持其“买入”评级。

风险提示：

商业化进度不及预期，药物研发进度不及预期，市场竞争加剧风险，人才流失风险，医保政策风险。

主要财务数据及预测：

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	37.29	107.68	165.78	405.64
增长率(%)	-77.91	188.78	53.95	144.69
归母净利润(百万元)	-316.87	-353.12	-331.23	-193.37
增长率(%)	-31.92	-11.44	6.20	41.62
EPS(元/股)	-0.55	-0.20	-0.19	-0.11
市盈率(P/E)	-42.49	-116.23	-123.91	-212.25
市净率(P/B)	8.76	34.38	47.58	61.33

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2025	2026E	2027E	2028E	利润表	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,380.92	1,121.67	912.23	810.03	营业收入	37.29	107.68	165.78	405.64
应收账款	84.67	214.46	153.94	296.78	营业成本	5.02	10.77	16.58	27.56
预付账款	16.42	43.41	48.69	104.44	营业税金及附加	0.11	0.33	0.51	1.24
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	0.00	0.00	0.00	40.56
其他	169.23	9.38	9.38	9.38	管理费用	45.26	46.30	46.42	48.68
流动资产合计	1,651.24	1,388.91	1,124.24	1,220.63	研发费用	325.79	430.74	464.17	507.06
长期股权投资	0.00	266.75	266.75	266.75	财务费用	-22.62	-21.54	-24.87	-20.28
固定资产	8.60	7.19	5.78	4.37	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	2.49	0.00	0.00	0.00
无形资产	1.43	73.74	77.52	93.03	投资净收益	0.90	-2.00	-2.00	-2.00
其他	42.58	27.18	27.18	29.35	其他收益	-3.04	-3.80	-3.80	-3.80
非流动资产合计	52.61	112.85	111.95	124.93	营业利润	-316.62	-353.12	-331.23	-193.37
资产总计	1,703.85	1,501.76	1,236.19	1,345.56	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	117.17	243.47	309.12	609.69	利润总额	-316.63	-353.12	-331.23	-193.37
其他	31.74	49.40	49.40	49.40	所得税	0.24	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	148.90	292.87	358.52	659.09	净利润	-316.87	-353.12	-331.23	-193.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	-316.87	-353.12	-331.23	-193.37
其他	18.83	15.09	15.09	17.27	主要财务比率	2025	2026E	2027E	2028E
非流动负债合计	18.83	15.09	15.09	17.27	成长能力				
负债合计	167.73	307.96	373.62	676.36	营业收入	-77.91%	188.78%	53.95%	144.69%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	31.81%	11.53%	-6.20%	-41.62%
股本	576.75	576.75	576.75	576.75	归属于母公司净利润	-31.92%	11.44%	-6.20%	-41.62%
资本公积	3,831.96	3,831.96	3,831.96	3,831.96	获利能力				
留存收益	970.17	617.06	285.83	92.45	毛利率	86.54%	90.00%	90.00%	93.20%
其他综合收益	-10.80	0.00	0.00	0.00	净利率	-849.74%	-327.92%	-199.81%	-47.67%
股东权益合计	1,536.12	1,193.80	862.57	669.20	ROE	-20.63%	-29.58%	-38.40%	-28.90%
负债和股东权益总计	1,703.85	1,501.76	1,236.19	1,345.56	ROIC	-336.19%	1104.87%	-709.14%	312.80%
现金流量表	2025	2026E	2027E	2028E	偿债能力				
经营活动现金流	-155.44	-211.73	17.70	179.52	资产负债率	9.84%	20.51%	30.22%	50.27%
资本支出	-3.40	240.12	250.00	297.83	流动比率	11.09	4.74	3.14	1.85
长期投资	0.00	266.75	0.00	0.00	速动比率	11.09	4.74	3.14	1.85
其他	-22.93	-589.57	-502.00	-599.83	营运能力				
投资活动现金流	-26.33	-82.70	-252.00	-302.00	应收账款周转率	0.30	0.72	0.90	1.80
债权融资	7.15	10.00	10.00	10.00	存货周转率	--	--	--	--
股权融资	64.82	32.34	24.87	20.28	总资产周转率	0.02	0.07	0.12	0.31
其他	-78.19	-7.15	-10.00	-10.00	每股指标（元）	2025	2026E	2027E	2028E
筹资活动现金流	-6.22	35.19	24.87	20.28	每股收益	-0.55	-0.20	-0.19	-0.11
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	-0.27	-0.37	0.03	0.31
现金净增加额	-187.99	-259.25	-209.44	-102.20	每股净资产	2.66	0.68	0.49	0.38

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告的风险等级定级为 R3, 仅供符合长城国瑞证券有限公司投资者适当性管理要求的客户(简称“客户”)使用。我公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。