下载日志已记录，仅供内部参考

益方生物(688382) | **医药生物** | **发布时间：2026-10-14**

证券研究报告 / 公司深度报告

核心管线进入收获期，双轮驱动价值重估

---益方生物公司深度报告

买入

首次覆盖

报告摘要：

益方生物是一家以创新驱动、聚焦重大疾病领域的生物制药公司。益方生物成立于 2013 年，是立足中国具有全球视野的创新型药物研发企业，聚焦于肿瘤、代谢疾病等重大疾病领域。

截至目前，公司已成功推动两款创新药获批上市，并有三个候选药物处于临床试验阶段，其中两个核心产品已在开展注册性三期临床试验。同时，益方生物依托自主研发体系，持续推进针对合成致死通路、自身免疫靶点、激酶及肿瘤驱动基因等方向的创新药物研发。

公司的研发实力根植于其经验丰富的创始团队和科学的药物设计理念。公司由王耀林等多位海归博士联合创办，核心研发团队平均拥有超过 20 年跨国制药公司主持新药研发和团队管理的丰富经验。

公司当前营收（2023-2025 年分别为 1.86 亿元、1.69 亿元、0.37 亿元）主要来自授权合作。随着两款核心授权产品进入国家医保后的加速放量，收入增长动能预期将显著增强；D-2570 与 D-0502 均已进入注册性 III 期临床试验阶段。

充裕现金储备提供关键安全垫，保障战略推进。2026 年半年报提示期末货币资金及交易性金融资产合计 13.27 亿元，为关键管线 III 期临床及后续商业化提供财务安全垫。

综上，尽管短期业绩受授权收入确认节奏影响而波动，但核心产品的医保放量预期与临近商业化的自研管线，构成公司价值成长的坚实基础，未来盈利状况有望逐步改善。

盈利预测与投资建议：公司是一家拥有较强自主药物发现能力、核心管线覆盖肿瘤/自免/代谢等高价值领域，并已形成多个进入中后期临床阶段产品的创新药企。目前正由研发投入期逐步迈向商业化兑现阶段，贝福替尼、格索雷塞提供近期收入支撑，D-2570、D-0502 及 D-0120 构成中长期成长动力。考虑最新业绩及核心管线进展，暂不考虑 D-2570 潜在海外 BD 等一次性收入，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1.48/2.71/4.26 亿元。随着贝福替尼、格索雷塞持续放量，以及 D-2570、D-0502、D-0120 等核心自研管线逐步进入商业化兑现阶段，公司收入有望保持较快增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

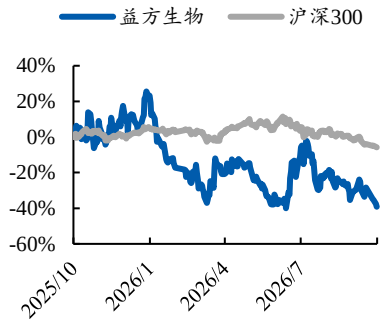
风险提示：临床研发及审批、商业化、海外合作、行业及竞争等风险。

财务摘要（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	169	37	148	271	426
(+/-)%	-9.02%	-77.91%	296.38%	83.35%	57.20%
归属母公司净利润	-240	-317	-287	-226	-224
(+/-)%	15.41%	-31.92%	9.48%	21.33%	0.75%
每股收益（元）	-0.42	-0.55	-0.49	-0.39	-0.39
市盈率	(31.92)	(49.72)	—	—	—
市净率	4.24	10.26	7.47	9.09	11.57
净资产收益率(%)	-12.60%	-18.92%	-22.83%	-21.86%	-27.61%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	577	578	580	580	580

股票数据

	2026/10/13
6 个月目标价（元）	--
收盘价（元）	16.19
12 个月股价区间（元）	15.96~33.40
总市值（百万元）	9,383.59
总股本（百万股）	580
A 股（百万股）	580
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	11

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	-31%	-42%
相对收益	-1%	-22%	-35%

相关报告

《2026 年医药中报总结及下半年投资策略》

--20260909

《MNC 中报验证全球医药行业景气上行，把握国内创新药产业链机遇》

--20260817

证券分析师：叶菁

执业证书编号：S0550524040003

yejing@nesc.cn

研究助理：赵耀

执业证书编号：S0550126080028

zhaoyao@nesc.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 益方生物：以创新驱动，聚焦肿瘤、代谢及自身免疫等重大疾病领域的研发引擎.....4
1.1. 核心优势与基本面.....4
1.2. 从研发驱动迈向商业兑现：授权产品步入放量期，自研管线支撑中长期成长.....6
2. 非小细胞肺癌（NSCLC）核心治疗领域：已上市的第三代 EGFR-TKI 与突破性 KRAS G12C 抑制剂.....7
2.1. 贝福替尼：第三代 EGFR-TKI 市场的差异化挑战者.....8
2.1.1. EGFR 突变：中国 NSCLC 中最主要的驱动基因.....8
2.1.2. EGFR-TKI 市场演进：三代药物确立临床核心地位，竞争聚焦疗效差异与全病程管理.....9
2.1.3. 贝福替尼：以注册临床优势切入市场，借战略合作构建放量基础.....11
2.2. 格索雷塞：攻克“不可成药”靶点的国产先锋，多癌种临床数据引领 KRAS G12C 治疗新格局.....12
2.2.1. 靶向“不可成药”靶点：KRAS G12C 变构抑制剂破局与研发突破.....12
2.2.2. 国产替代正当时：KRAS G12C 抑制剂竞争格局与差异化优势.....14
2.2.3. 疗效与安全性双重验证：格索雷塞在晚期 NSCLC 后线治疗中展现卓越临床获益.....15
2.2.4. 克服耐药：格索雷塞联合 FAK 抑制剂的协同机制与临床突破.....15
2.2.5. 结直肠癌：格索雷塞单药与联合西妥昔单抗均展现显著疗效.....16
2.2.6. 胰腺癌：突破“癌王”治疗瓶颈，展现强劲潜力.....17
2.2.7. 借力成熟商业化网络：格索雷塞加速医保放量与多适应症拓展布局.....18
3. HR+/HER2-乳腺癌口服 SERD 疗法：D-0502 研发进度国内领先.....18
3.1. 乳腺癌疾病负担与市场前景.....18
3.2. 发病机制：雌激素受体信号通路驱动.....19
3.3. 现有 SERD 治疗格局与临床需求.....20
3.4. D-0502：新一代口服 SERD 的差异化价值.....21
3.5. 联合疗法开发策略.....23
4. 口服 TYK2 抑制剂 D-2570：疗效数据卓越，多适应症拓展引领自身免疫治疗新方向.....23
4.1. 聚焦自身免疫：TYK2 抑制剂引领治疗新方向.....23
4.2. 核心适应症突破：在中重度银屑病中展现“Best-in-Class”潜力.....25
4.3. 快速推进多适应症拓展与未来布局.....28
5. D-0120：针对高尿酸血症的新一代口服 URAT1 抑制剂.....29
5.1. 患者基数庞大，市场增长明确，治疗路径基于发病机制.....29
5.2. 现有药物存在显著局限，新型 URAT1 抑制剂价值凸显.....30
5.3. D-0120：强效降尿酸且安全性良好，联合治疗潜力明确.....31
6. 盈利预测与投资建议.....32
6.1. 盈利预测.....32
6.2. 投资建议.....33
7. 风险提示.....33

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：公司核心管线（截至 2025 年底） 6
图 2：公司营业收入（亿元） 6
图 3：归母净利润（亿元） 6
图 4：研发费用（亿元） 7
图 5：现金及现金等价物（亿元） 7
图 6：全球与中国肺癌负担概览 8
图 7：肺癌病理构成与 NSCLC 常见突变基因 8
图 8：EGFR 突变驱动 NSCLC 发生发展的信号通路 9
图 9：2022-2024 中国 EGFR-TKI 市场代际结构变化 10
图 10：2024 中国 EGFR-TKI 各品种销售份额结构 10
图 11：KRAS 抑制剂作用机制示意图 13
图 12：全球主要 KRAS G12C 突变阳性癌症发病人数预测 14
图 13：中国主要 KRAS G12C 突变阳性癌症发病人数预测 14
图 14：中国乳腺癌流行病学概况 19
图 15：SERD 药物作用机制示意图 20
图 16：2019 年至 2035 年（预计）全球及中国自身免疫性疾病药物市场 24
图 17：2019 年至 2035 年（预计）全球及中国银屑病药物市场规模 24
图 18：TYK2 抑制剂作用机制 25
图 19：D-2570 作用机制示意图 26
图 20：全球及中国痛风药物市场规模（十亿美元） 30
图 21：URAT1 抑制剂作用机制示意图 30

表 1：公司高管团队 4
表 2：国内已上市第三代 EGFR-TKI 药物注册审批与适应症进展表 11
表 3：已上市第三代 EGFR-TKI 核心疗效数据全面对比（基于各自关键临床研究） 12
表 4：KRAS G12C 抑制剂在 NSCLC 后线单药治疗中的关键数据对比 15
表 5：KRAS G12C+EGFR 联合治疗在结直肠癌中的疗效结果对比 17
表 6：2025 版 CSCO 与 CBCS 指南：氟维司群在 HR+/HER2-晚期乳腺癌治疗推荐对比表 21
表 7：全球口服 SERD 药物研发及获批情况 22
表 8：全球口服 SERD 早期/Phase I-II 单药数据 23
表 9：D-2570（Nomelcitinib）vs 氘可来昔替尼（Deucravacitinib）：I 期关键数据对比 26
表 10：全球银屑病主要创新疗法临床开发进展及关键疗效数据对比 27
表 11：国内口服降尿酸药物对比 31
表 12：益方生物业务拆分预测（亿元） 33

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 益方生物：以创新驱动，聚焦肿瘤、代谢及自身免疫等重大疾病领域的研发引擎

1.1. 核心优势与基本面

益方生物是一家以创新驱动、聚焦重大疾病领域的生物制药公司。益方生物成立于2013年，是立足中国具有全球视野的创新型药物研发企业，聚焦于肿瘤、代谢疾病等重大疾病领域。公司拥有一站式的自主研发体系，涵盖靶点筛选、临床前药物研发、CMC及临床开发等阶段，能够在药物靶点精准筛选、药物分子设计、药理及转化医学、化学合成工艺及制剂开发和临床方案设计及开发等方面提升公司在研产品的成功率并且缩短药品研发周期。

截至目前，公司已成功推动两款创新药获批上市，并有三个候选药物处于临床试验阶段，其中两个核心产品已在开展注册性三期临床试验。同时，益方生物依托自主研发体系，持续推进针对合成致死通路、自身免疫靶点、激酶及肿瘤驱动基因等方向的创新药物研发，已构建覆盖多个治疗领域的临床前候选化合物管线。

公司的研发实力根植于其经验丰富的创始团队和科学的药物设计理念。公司由王耀林等多位海归博士联合创办，核心研发团队平均拥有超过20年跨国制药公司主持新药研发和团队管理的丰富经验。公司凭借对疾病作用机理的深入研究和理解，自主研发了一系列具有专利保护的创新型靶向药物，覆盖非小细胞肺癌、乳腺癌、结直肠癌等实体瘤，以及高尿酸血症及痛风等代谢疾病。

表 1：公司高管团队

姓名	职务	学历及专业资质	主要工作经历
王耀林	董事长、总经理	本科毕业于上海医科大学，后获得纽约州立大学石溪分校的药理学博士，并在贝勒医学院进行了博士后研究	在创立益方之前，王博士在跨国制药公司工作了近二十年。两次获得先灵葆雅“总裁奖”，发表了大量专利，出版物，会议摘要和书籍章节。
江岳恒	副总经理、董事会秘书、董事	犹他大学获得学士学位，威斯康星大学麦迪逊分校获得博士学位	在先灵葆雅和默沙东跨国制药公司工作了近十五年，从事小分子新药研究。海归后担任雅本化学股份有限公司副总经理，领导研发团队。
代星	副总经理、董事	纽约州立大学布法罗分校取得博士学位，并在麻省理工学院（MIT）进行了博士后研究。	具有超过十年在制药公司主持新药研发项目及团队管理的经验。历任美国先灵葆雅资深科学家、美国默沙东项目主管。曾获众多荣誉，包括负有盛名的美国化学会“青年化学家奖”，默沙东“绿色化学奖”，默沙东“卓越成就奖”，及中美药协(SAPA)“特殊贡献奖"等。
张灵	首席医学官、副总经理	本科毕业于复旦大学上海医学院（原上海医科大学），于美国天普大学获得博士学位。	全面负责公司临床项目的实施推进。张博士拥有超过二十年的临床研究经验，曾先后任职于葛兰素史克、强生、赛诺菲、先灵葆雅、默沙东和第一三共等国际大型医药公司担任临床高管，参与设计并领导了多个成功上市药物的全球临床试验，其中包括默沙东肿瘤免疫新药PD-1抗体Keytruda®黑色素瘤的临床试验。

数据来源：公司官网，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

在股权结构上，公司形成了创始人主导、多方资本参与的稳定格局。益方生物的股权结构由创始人团队、员工持股平台及众多机构投资者共同构成，其中控股股东及实际控制人为创始人王耀林、江岳恒和代星，三人通过相关持股实体合计控制公司约 27.25%的股份；前十大股东中还包括汇添富、平安、工银瑞信等公募基金，创始人通过持股平台保持核心控制权。

从研发管线来看，公司已在多个治疗领域构建了层次分明、进展清晰的产品组合。益方生物的管线布局覆盖肿瘤、自身免疫及代谢疾病，并设有早期创新项目，各板块核心进展如下：

（1）肿瘤领域

- **贝福替尼（EGFR）**：针对 EGFR 突变阳性 NSCLC 的二线及一线治疗适应症分别于 2023 年 5 月和 2023 年 10 月在中国获批上市；针对 EGFR 敏感突变阳性 Ib–IIIb 期 NSCLC 的术后辅助治疗目前处于 III 期临床研究阶段。此外，公司合作方贝达药业还在推进贝福替尼联合 MCLA-129 治疗 EGFR 敏感突变晚期 NSCLC 的临床研究。
- **格索雷塞（KRAS G12C）**：单药治疗 2L+NSCLC：格索雷塞于 2024 年 11 月在中国附条件获批，用于至少接受过一种系统性治疗的 KRAS G12C 突变型晚期 NSCLC 成人患者，并于 2025 年 12 月纳入国家医保药品目录。联合 FAK 抑制剂治疗 1L NSCLC 及经治 CRC：格索雷塞联合 FAK 抑制剂 ifebemtinib（IN10018）正向一线 NSCLC 及既往经治 CRC 拓展；一线 NSCLC 已进入随机 III 期研究阶段，CRC 已获得积极的早期临床数据。
- **泰瑞司群（ER）**：针对既往经治 ER+/HER2-局部晚期或转移性乳腺癌的单药注册性 III 期临床研究正在进行中，公司预计于 2028 年提交新药上市申请（NDA）；此外，泰瑞司群联合 TROP2/HER3 双靶点 ADC JSKN016 治疗 HR+/HER2-晚期乳腺癌的 II 期临床研究已启动。

（2）自身免疫及代谢疾病

- **D-2570（TYK2）**：正在银屑病、溃疡性结肠炎（UC）、银屑病关节炎（PsA）及系统性红斑狼疮（SLE）等多项自身免疫性疾病中开展临床开发。其中，银屑病关键性 III 期临床试验已于 2026 年 3 月完成全部受试者入组，银屑病头对头 III 期试验正在进行；UC II 期试验于 2026 年 5 月完成全部受试者入组；PsA 及 SLE II 期试验均已启动。
- **达比诺雷（URAT1）**：用于治疗高尿酸血症及痛风，中国 IIb 期临床试验已于 2024 年 11 月完成；美国 D-0120 联合别嘌醇治疗痛风的 II 期临床试验已于 2026 年 3 月完成，公司正推进后续临床开发，并探索潜在 III 期临床及商业化合作。

（3）临床前研究

- **公司布局了多项创新小分子临床前项目**，包括针对 MSI-H/dMMR 实体瘤的 WRN 抑制剂 YF087、针对染色体不稳定性阳性（CIN+）实体瘤的 KIF18A 抑制剂 YF550，以及面向特应性皮炎（AD）和哮喘等疾病的 STAT6 口服降解剂 YF057。其中，YF087 和 YF550 正处于 IND 支持性研究阶段，YF057 处于临床前开发阶段，公司正持续推进相关候选药物向临床阶段转化。

（4）外部研发合作

- **携手跨国药企推进临床开发，进一步拓展创新研发国际化合作路径。**2026 年 8 月，益方生物与默沙东研发（中国）有限公司签署合作协议，双方将共同推进肿瘤领域小分子药物的临床开发。此次合作以默沙东研发中国创新合作中心（MCICC）为依托，结合益方生物在创新药物发现和临床开发方面的研发能力，以及默沙东在肿瘤治疗领域的研发积累，共同推进相关创新项目的临床开发。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：公司核心管线（截至 2025 年底）

	候选产品	靶点	适应症	IND	I期	II期	III期	NDA	批准	后续里程碑	权利	合作方
肿瘤	贝福替尼赛美纳®(BPI-D0316)	EGFR	NSCLC	单药，二线治疗					2023年05月在中国获批	-	中国内地、中国香港及中国台湾以外地区	BETTA
				单药，一线治疗					2023年10月在中国获批			
				单药，术后辅助治疗								
	格索雷塞安方宁®(D-1553)	KRAS G12C	NSCLC 及 CRC	单药，二线治疗 NSCLC					2024年11月在中国有条件批	获批后5年内完成III期临床试验	中国内地以外地区	正大天晴
				联合 FAKi 一线治疗 NSCLC						2027年完成III期试验		
				联合 FAKi 二线后治疗 CRC						2026年启动III期试验		
	泰瑞司群(D-0502)★	ER	ER+/HER2-乳腺癌	单药，二线治疗						2028年上半年提交NDA	全球	
				联用 TROP2/HER3 ADC						2026年上半年启动II期试验		
自身免疫性及代谢疾病	D-2570 ★	TYK2	自身免疫性疾病	单药治疗银屑病，注册性临床试验						2027年下半年提交NDA	全球	
				单药治疗银屑病，头对头临床试验						2026年上半年启动III期试验		
				单药治疗溃疡性结肠炎						2026年下半年完成II期试验		
				美国，单药治疗						2026年上半年完成I期试验		
				单药治疗 SLE						2026年上半年启动II期试验		
				单药治疗 PsA						2026年上半年启动II期试验		
				单药治疗白癜风						2026年上半年提交IND		
	达比诺雷(D-0120)	URAT1	痛风	单药治疗						2026年上半年就联用提交IND	全球	
				美国，联合别嘌醇						2026年第一季度完成II期试验		
临床前	YF087	WRN	MSI-high 实体瘤	IND支持性研究						-	全球	
	YF550	KIF18A	染色体不稳定性阳性 (CIN+) 实体瘤	IND支持性研究						-	全球	
	YF057	STAT6	特异性皮炎及哮喘	先导化合物优化阶段						-	全球	

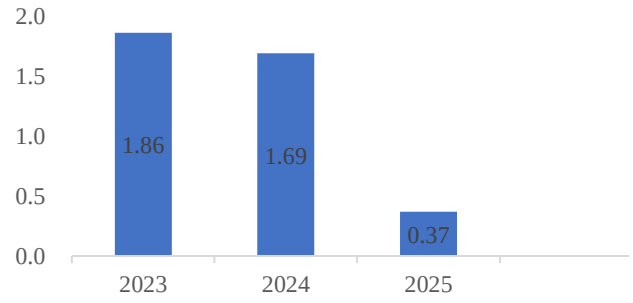
★ 核心产品

数据来源：公司官网，东北证券

1.2. 从研发驱动迈向商业兑现：授权产品步入放量期，自研管线支撑中长期成长

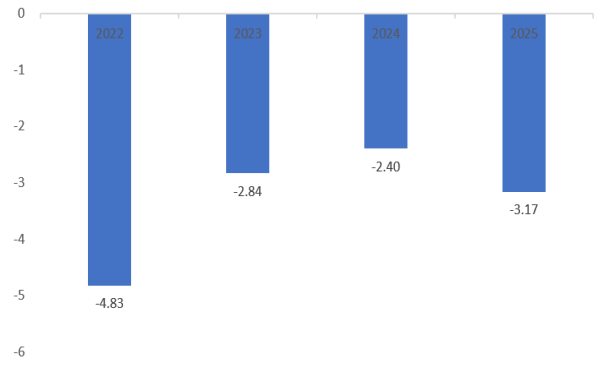
公司当前营收（2023-2025 年分别为 1.86 亿元、1.69 亿元、0.37 亿元）主要来自授权合作，年度间的波动主要受技术授权里程碑款项的确认节奏影响。随着两款核心授权产品进入国家医保后的加速放量，收入增长动能预期将显著增强。其中，第三代 EGFR-TKI 贝福替尼（赛美纳®）已纳入医保，预计将在 2026 年进一步驱动销售分成收入增长；KRAS G12C 抑制剂格索雷塞亦于 2025 年底纳入医保，其销售分成将成为未来收入增长的又一重要贡献。与此同时，公司两大自研核心管线——银屑病药物 D-2570（TYK2 抑制剂）与乳腺癌药物 D-0502（口服 SERD）均已进入注册性 III 期临床试验阶段，为其长期价值成长奠定了明确基础。

图 2：公司营业收入（亿元）



数据来源：公司年报，东北证券

图 3：归母净利润（亿元）



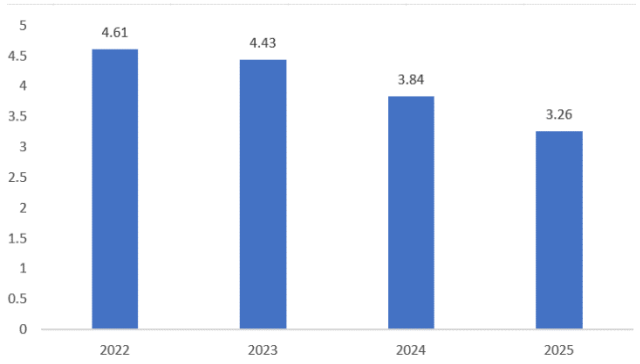
数据来源：公司年报，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

战略性亏损伴随高强度研发。利润端数据显示，公司 2022-2025 年归母净利润分别为-4.83 亿元、-2.84 亿元、-2.40 亿元和-3.17 亿元，处于持续的战略亏损期。这一表象的背后，是公司坚定不移的高强度研发投入，同期研发费用分别高达 4.61 亿元、4.43 亿元、3.84 亿元和 3.26 亿元。较高的研发转化率，为公司在肿瘤和自免领域保持和提升全球竞争力提供了重要支撑。

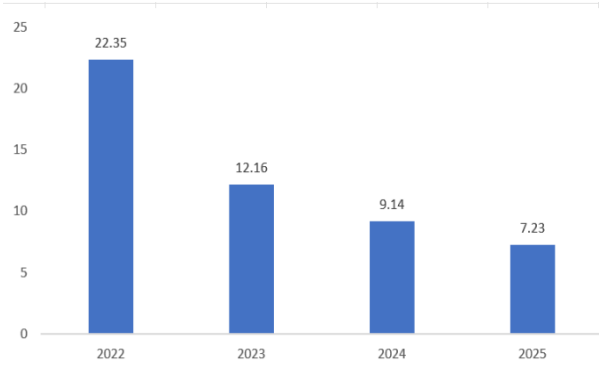
充裕现金储备提供关键安全垫，保障战略推进。尽管处于投入期，公司资产负债表保持稳健。截至 2025 年末，公司持有现金及现金等价物 7.23 亿元。2026 年半年报提示期末货币资金及交易性金融资产合计 13.27 亿元。以上述研发支出规模测算，当前现金储备可以充分覆盖未来数年的核心临床开发及运营资金需求，为公司顺利完成关键管线的 III 期临床、衔接后续商业化，提供了坚实的财务安全垫。

图 4：研发费用（亿元）



数据来源：公司年报，东北证券

图 5：现金及现金等价物（亿元）



数据来源：公司年报，东北证券

综上，尽管短期业绩受授权收入确认节奏影响而波动，但核心产品的医保放量预期与临近商业化的自研管线，构成了公司价值成长的坚实基础，其财务状况能够支撑当前的战略投入，未来盈利状况有望逐步改善。

2. 非小细胞肺癌（NSCLC）核心治疗领域：已上市的第三代 EGFR-TKI 与突破性 KRAS G12C 抑制剂

肺癌是全球范围内发病率和死亡数最高的恶性肿瘤。根据世界卫生组织国际癌症研究机构（IARC）发布的数据，2022 年全球新发肺癌病例约 248.1 万例，死亡约 181.7 万例。非小细胞肺癌（NSCLC）是肺癌最主要的病理类型，约占所有肺癌病例的 80%-85%。在中国，肺癌的疾病形势尤为严峻。根据国家癌症中心发布的 2024 年数据，肺癌已连续多年位居中国恶性肿瘤发病与死亡首位。2024 年中国新发肺癌病例估计为 117.59 万例，占全部恶性肿瘤新发病例的 22.8%；死亡病例约 74.33 万例，占全部恶性肿瘤死亡病例的 28.8%。NSCLC 是中国肺癌患者的主要构成，约占 82%。《非小细胞肺癌分子病理检测临床实践指南（2024 版）》指出，NSCLC 靶向治疗相关的常见变异基因包括 EGFR（30.4%～55.0%）、KRAS（8.0%～10.3%）、ALK（5%～10%），其余多为发生率低于 5%的少见或罕见驱动基因变异。

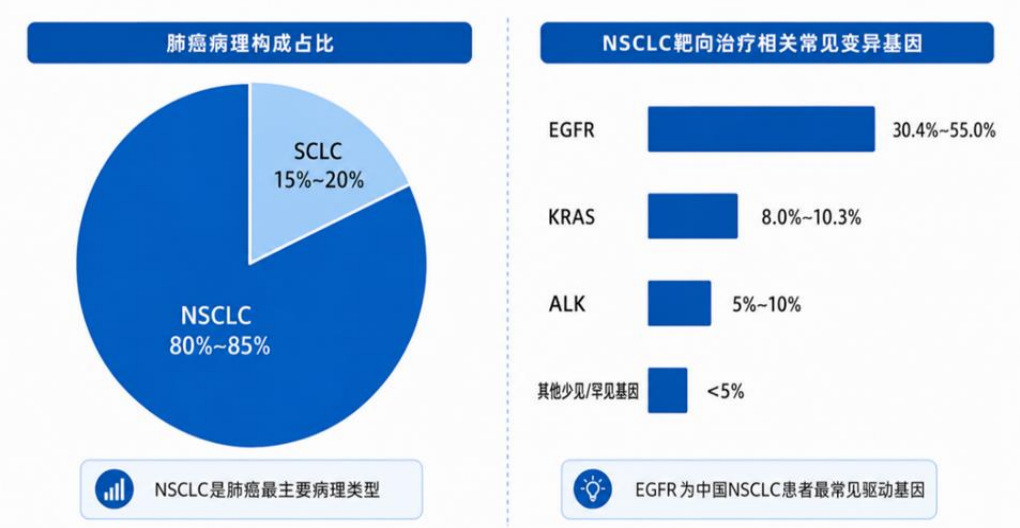
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：全球与中国肺癌负担概览



数据来源：IARC/GLOBOCAN 2022，中华肿瘤杂志，东北证券

图 7：肺癌病理构成与 NSCLC 常见突变基因



数据来源：WHO，非小细胞肺癌分子病理检测临床实践指南，东北证券

2.1. 贝福替尼：第三代 EGFR-TKI 市场的差异化挑战者

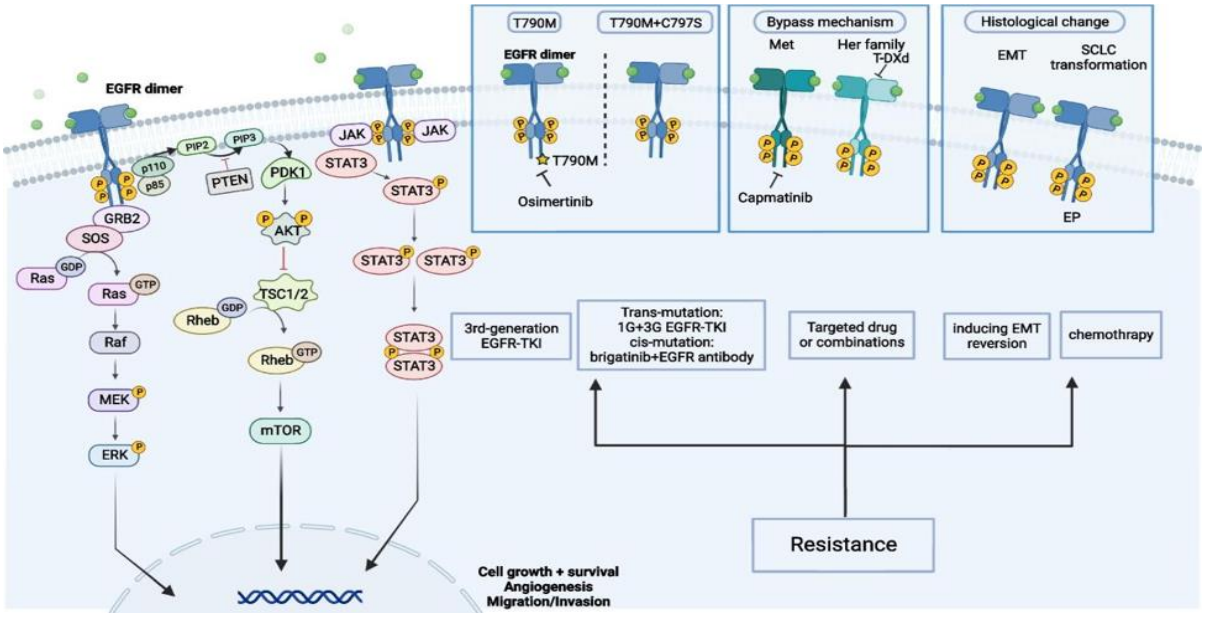
2.1.1. EGFR 突变：中国 NSCLC 中最主要的驱动基因

EGFR 是一种跨膜酪氨酸激酶受体，其基因位于 7 号染色体短臂（7p12），包含 28 个外显子。在正常生理状态下，EGFR 需要与配体（如表皮生长因子）结合后，形成二聚体并发生自身磷酸化，从而激活下游的 RAS/MAPK、PI3K/AKT 等信号通路，调控细胞增殖、分化与存活。

在 NSCLC 中，EGFR 基因发生突变（最常见于 18-21 号外显子），导致其酪氨酸激酶结构域发生构象改变。这种突变使 EGFR 蛋白无需配体结合即可持续处于激活状态，即“配体非依赖型持续活化”。持续活化的 EGFR 信号通路会不断向细胞核传递生长和增殖信号，驱动肿瘤细胞的恶性增殖、侵袭和转移。最常见的敏感突变是 19 号外显子缺失（19del）和 21 号外显子 L858R 点突变。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：EGFR 突变驱动 NSCLC 发生发展的信号通路



数据来源：Molecular Biomedicine，东北证券

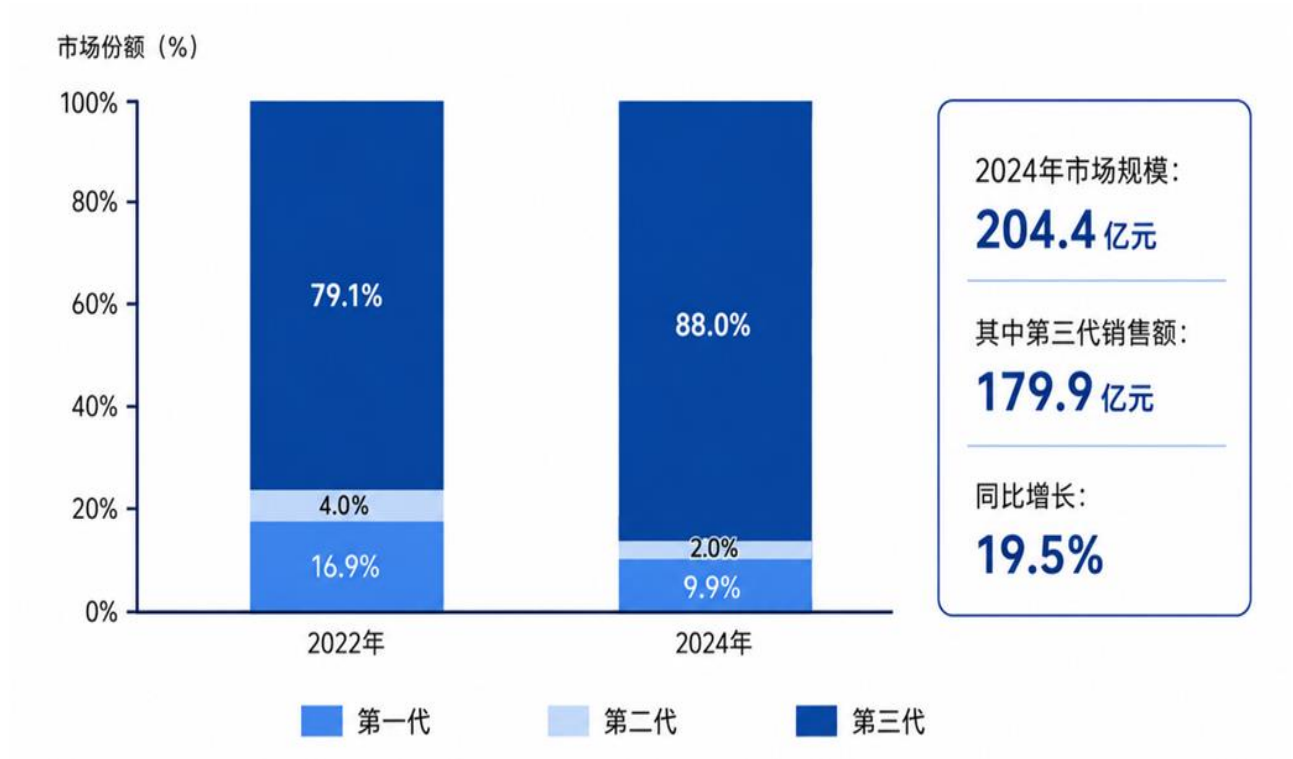
EGFR 是中国 NSCLC 患者中最常见的驱动基因。《非小细胞肺癌分子病理检测临床实践指南（2024 版）》列示，国内相关研究中 EGFR 基因变异发生率约为 30.4%–55.0%。针对这一高发突变，靶向治疗已成为标准。根据《中华医学会肺癌临床诊疗指南（2025 版）》，对于携带 EGFR 敏感突变（19 外显子缺失或 21 外显子 L858R 置换）的晚期 NSCLC 患者，第三代 EGFR-TKI 单药治疗（如奥希替尼、阿美替尼、伏美替尼、贝福替尼等）被列为一线治疗的优先推荐。

2.1.2. EGFR-TKI 市场演进：三代药物确立临床核心地位，竞争聚焦疗效差异与全病程管理

第一、二代 EGFR-TKI 以吉非替尼、厄洛替尼、埃克替尼、阿法替尼及达克替尼等为代表，长期以来是 EGFR 突变 NSCLC 的重要靶向治疗选择。然而，随着治疗时间延长，患者普遍面临获得性耐药问题，其中 EGFR T790M 突变是第一、二代 EGFR-TKI 治疗后经典的继发耐药机制之一；同时，早期 EGFR-TKI 在中枢神经系统渗透及脑转移控制方面亦存在一定局限。以奥希替尼等为代表的第三代 EGFR-TKI 可同时抑制 EGFR 敏感突变及 T790M 耐药突变，并具有更强的中枢神经系统活性。行业数据显示，第三代 TKI 的市场份额占据绝对主导，预计超过 85%。未来的市场增长与竞争将主要围绕第三代产品的迭代与差异化展开。在第三代药物内部，市场呈现清晰的梯队分化。以奥希替尼、阿美替尼、伏美替尼为代表的第一梯队，凭借先发优势、完整的适应症矩阵和较广的医保覆盖，共同占据了市场的大部分份额。

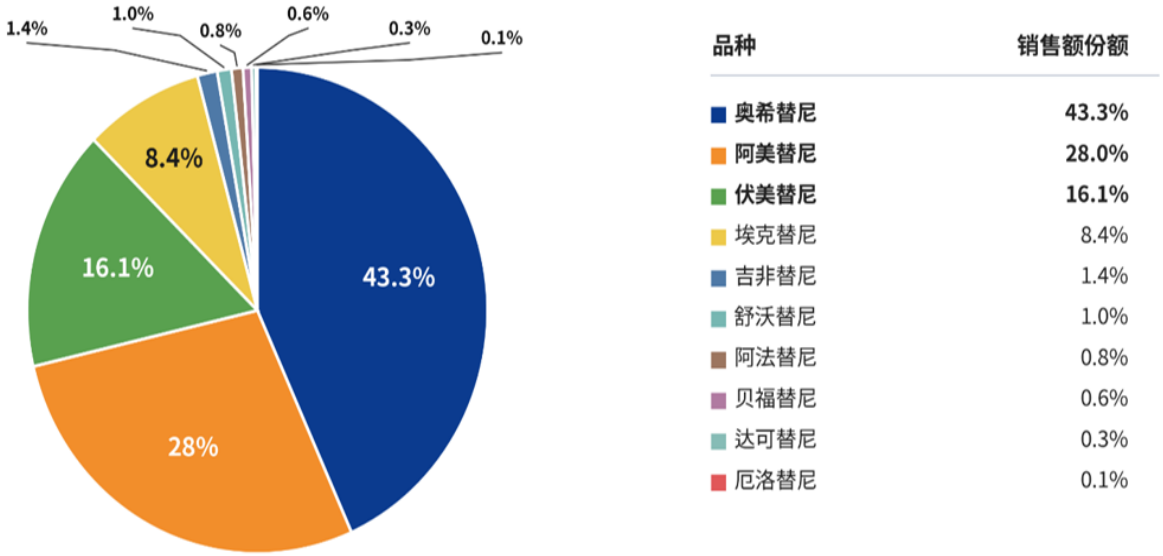
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：2022-2024 中国 EGFR-TKI 市场代际结构变化



数据来源：医药魔方，中康 MCH，东北证券

图 10：2024 中国 EGFR-TKI 各品种销售份额结构



数据来源：医药魔方，中康 MCH，东北证券

对于后续获批的贝福替尼、瑞齐替尼等产品而言，竞争的关键在于能否凭借差异化的临床数据、高效的商业化策略以及在新治疗场景的快速布局，实现市场份额的突破。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：国内已上市第三代 EGFR-TKI 药物注册审批与适应症进展表

药品名称(商品名)	上市许可持有人	NMPA 首批时间	首次获批适应症	关键后续获批适应症
奥希替尼(泰瑞沙)	阿斯利康	2017 年 3 月	EGFR T790M 突变二线治疗	一线治疗；辅助治疗；联合化疗一线治疗；巩固治疗
阿美替尼(阿美乐)	豪森药业	2020 年 3 月	EGFR T790M 突变二线治疗	一线治疗；辅助治疗；联合化疗一线治疗；局部晚期维持治疗
伏美替尼(艾弗沙)	艾力斯	2021 年 3 月	EGFR T790M 突变二线治疗	一线治疗；EGFR 20 外显子插入突变治疗
贝福替尼(赛美纳)	**贝达药业 / 益方生物**	**2023 年 5 月**	**EGFR T790M 突变二线治疗**	**一线治疗**
瑞齐替尼(瑞必达)	倍而达药业	2024 年 5 月	EGFR T790M 突变二线治疗	一线治疗
瑞厄替尼(圣瑞沙)	圣和药业	2024 年 6 月	EGFR T790M 突变二线治疗	一线治疗
利厄替尼(奥壹新)	奥赛康药业 / 信达生物	2025 年 1 月	EGFR T790M 突变二线治疗	一线治疗

数据来源：Nature medicine，公司官网，东北证券

2.1.3. 贝福替尼：以注册临床优势切入市场，借战略合作构建放量基础

贝福替尼（商品名：赛美纳®）是益方生物自主研发的第三代 EGFR-TKI。其首个适应症于 2023 年 5 月获 NMPA 批准，用于治疗既往经 EGFR-TKI 治疗后进展且伴随 EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性 NSCLC。随后于 2023 年 10 月获批用于 EGFR 19 号外显子缺失或 21 外显子 L858R 置换突变的局部晚期或转移性 NSCLC 成人患者的一线治疗。上述两项核心适应症已分别于 2023 年 12 月和 2024 年 11 月成功纳入国家医保目录。

疗效定位清晰，核心数据提供竞争优势。尽管各三代药物缺乏直接头对头对比数据，但贝福替尼的注册临床研究为其奠定了明确的高起点。其一线治疗 III 期研究（IBIO-103）报告的中位无进展生存期（mPFS）为 22.1 个月，客观缓解率（ORR）为 75.8%；二线治疗研究（IBIO-102）中 mPFS 达 16.6 个月。这些数据使其在关键的疗效指标上处于同类产品的领先区间。该优势已转化为临床认可，药物被纳入《中国临床肿瘤学会（CSCO）非小细胞肺癌诊疗指南（2025 版）》一线治疗 I 级推荐。此外，贝福替尼在关键临床研究中显示出卓越的颅内疗效，其用于二线治疗的注册研究数据显示，脑转移患者的颅内疾病控制率（iDCR）达 97.1%。基于其显著的颅内活性，该药物已被《中国驱动基因阳性非小细胞肺癌脑转移临床诊疗指南（2025 版）》列为 EGFR 经典突变脑转移患者的初始优选靶向方案（1B 类推荐）。以上指南的推荐进一步强化了该产品的临床认可度，为其市场准入及商业化推广提供了重要的学术支持。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：已上市第三代 EGFR-TKI 核心疗效数据全面对比（基于各自关键临床研究）

药物（商品名）	关键研究（一线）	一线治疗 mPFS (vs. 对照)	一线治疗 ORR	关键研究 (二线)	二线治疗 mPFS	二线治疗 ORR
奥希替尼 (泰瑞沙®)	FLAURA	18.9 个月 (vs. 10.2 个月)	80%	AURA3	10.1 个月	71%
阿美替尼 (阿美乐®)	AENEAS	19.3 个月 (vs. 9.9 个月)	73.8%	APOLLO	12.4 个月	68.9%
伏美替尼 (艾弗沙®)	FURLONG	20.8 个月 (vs. 11.1 个月)	89%	(IIb 期)	9.6 个月	74.1%
瑞齐替尼 (瑞必达®)	REZOR	19.3 个月 (vs. 9.6 个月)	84.2%	(IIb 期)	12.2 个月	64.6%
瑞厄替尼 (圣瑞沙®)	SHC013-III-01	19.3 个月 (vs. 9.8 个月)	72.8%	SHC013-II-01	12.2 个月	60.8%
利厄替尼 (奥壹新®)	ASK-LC-120067-F-III	20.7 个月 (vs. 9.7 个月)	88.1%	(IIb 期)	11.0 个月	68.8%
贝福替尼 (赛美纳®)	IBIO-103	22.1 个月 (vs. 13.8 个月)	75.8%	IBIO-102	16.6 个月	67.6%

数据来源：NMPA 官网，公司公告，东北证券

商业化具备战略协同优势，借力成熟平台突破后发壁垒。2018 年 12 月，益方生物与贝达药业达成授权合作，后者获得了贝福替尼（BPI-D0316）在中国大陆、香港及中国台湾地区的独家开发、制造与商业化权益。贝达药业作为国内首个自主研发的 EGFR-TKI（埃克替尼）的成功上市者，在肺癌治疗领域已构建起完善的商业化体系。通过授权合作模式，贝福替尼可直接整合该成熟商业化资源，从而显著缩短市场导入周期，快速实现终端覆盖。这一战略合作有效弥补了其作为市场后来者的后发劣势。

未来增长曲线清晰，适应症拓展对标前沿。公司正积极拓展贝福替尼的高价值治疗场景，构建长期增长曲线。根据公司 2024 年半年报，在术后辅助治疗方面，一项针对 IB-IIIb 期 EGFR 敏感突变 NSCLC 术后患者的全国多中心、随机、对照 III 期临床试验（登记号 CTR20230429）已于 2023 年启动，目前正顺利推进。该适应症是当前三代 EGFR-TKI 竞争的战略要地，市场潜力明确，若未来获批将成为产品重要的新增量级。同时，在联合治疗前沿，公司已启动贝福替尼与 EGFR/c-Met 双抗 MCLA-129 联合用于晚期 NSCLC 的 I 期临床研究，该探索对标国际已获验证的“EGFR-TKI+双抗”强化治疗模式，旨在突破单药疗效瓶颈，为后续参与一线强化治疗竞争储备战略选项。

贝福替尼凭借一线治疗 PFS 的出色数据，结合贝达药业成熟的商业化平台加速市场渗透，并通过前瞻性布局术后辅助治疗及联合疗法等新适应症以拓展长期增长极，在激烈的红海竞争中争夺市场份额。当前其销售额基数低，正处于医保准入后的放量爬坡期。我们判断，凭借差异化的竞争优势，贝福替尼有望成为第三代 EGFR-TKI 市场中强有力的挑战者，实现从“数据优异”到“市场领先”的跨越，成长弹性显著。

2.2. 格索雷塞：攻克“不可成药”靶点的国产先锋，多癌种临床数据引领 KRAS G12C 治疗新格局

2.2.1. 靶向“不可成药”靶点：KRAS G12C 变构抑制剂破局与研发突破

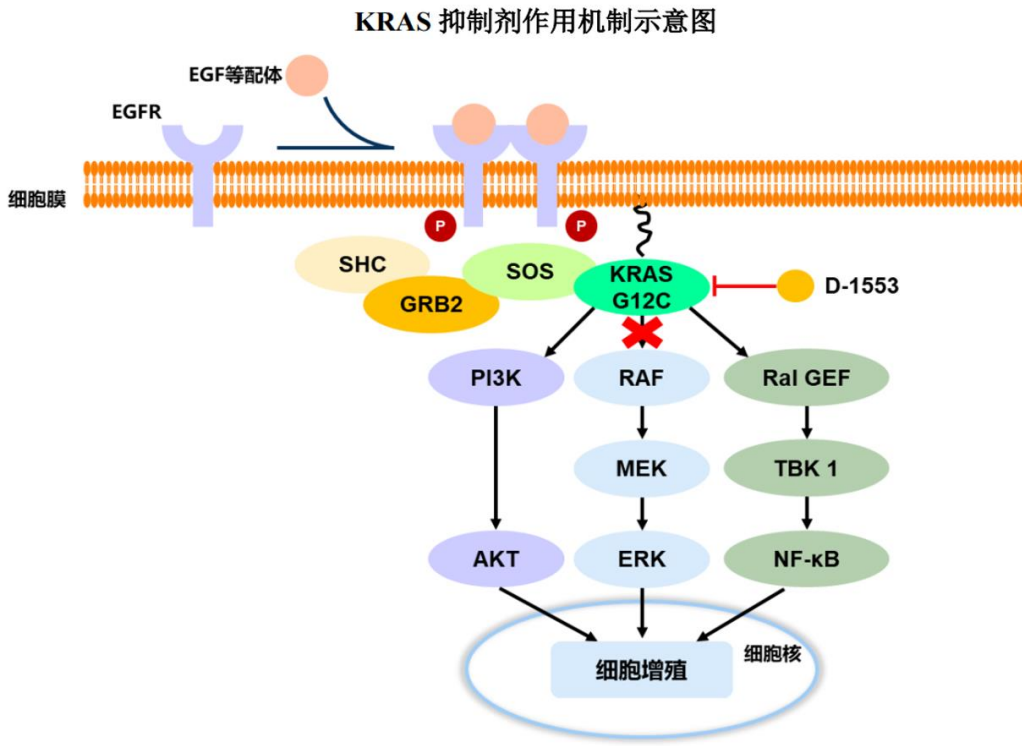
KRAS 基因编码的 KRAS 蛋白是细胞内关键的信号转导分子，属于 RAS 蛋白家族，在正常细胞中扮演“分子开关”的角色。它在失活的 GDP 结合状态和激活的 GTP

下载日志已记录，仅供内部参考

结合状态之间循环，调控细胞生长。KRAS G12C 突变是指该蛋白第 12 位的甘氨酸被半胱氨酸取代。该突变主要干扰 GTP 酶激活蛋白（GAP）介导的 GTP 水解，使 KRAS G12C 更多处于活化的 GTP 结合状态，从而增强 RAF/MEK/ERK 及 PI3K/AKT 等下游信号通路，持续促进肿瘤细胞增殖和存活。与部分其他致癌性 KRAS 突变不同，KRAS G12C 仍保留一定的内在 GTP 水解活性，能够在 GTP 结合态和 GDP 结合态之间循环，这一特征也为靶向其失活 GDP 结合态提供了药理学基础。

长期以来，KRAS 因蛋白表面缺乏明显的小分子结合口袋，同时对 GDP 和 GTP 具有极高的结合亲和力，难以通过传统小分子药物直接竞争其核苷酸结合位点，因此一度被视为“不可成药”靶点。随着 KRAS G12C 突变半胱氨酸附近 Switch-II 变构口袋的发现，研究人员得以利用该突变特有的半胱氨酸设计共价小分子抑制剂，将 KRAS G12C 捕获并稳定于失活的 GDP 结合状态，从而实现对 KRAS 驱动信号的直接抑制。

图 11：KRAS 抑制剂作用机制示意图



数据来源：公司招股书，东北证券

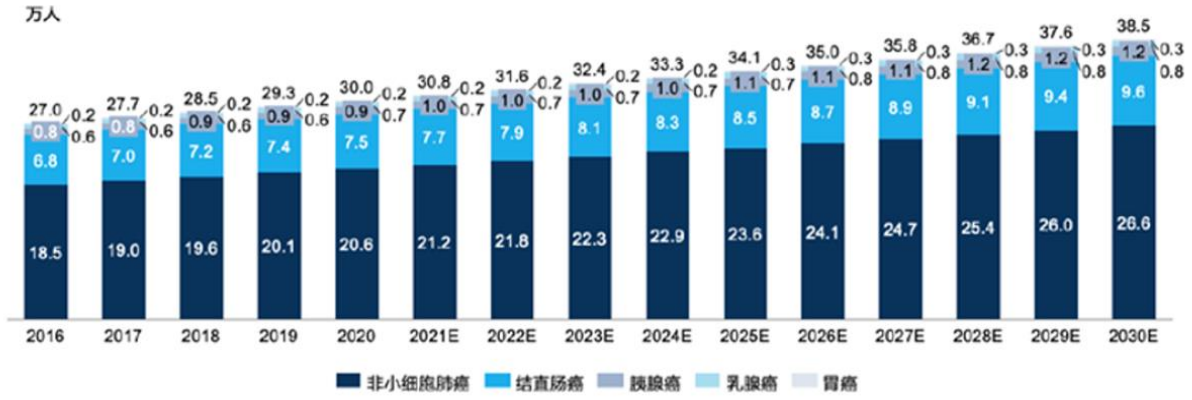
根据 COSMIC 数据库的突变频率数据，结直肠癌、肺癌、胰腺癌等是 KRAS 突变最常见的癌种。其中，KRAS G12C 是 KRAS 重要的驱动突变亚型，在非小细胞肺癌、结直肠癌、胰腺癌及胆管癌等实体瘤中具有明确的临床相关性。因此，针对 KRAS G12C 的靶向药物开发，聚焦于这些患者群体。

根据弗若斯特沙利文的数据，2016 年至 2020 年，全球主要癌种中 KRAS 突变阳性患者的新发病例数由 180.0 万人增至 200.9 万人，2025 年将进一步增至 227.6 万人；同期，中国相关患者的新发病例数由 42.1 万人增至 47.7 万人，预计 2025 年将达到 55.8 万人。就 KRAS G12C 突变而言，2016 年至 2020 年，全球主要癌种中 KRAS G12C 突变阳性患者的新发病例数由 27.0 万人增至 30.0 万人，2025 年达到 34.1 万人；中国相关患者的新发病例数由 3.8 万人增至 4.3 万人，2025 年达到 5.1 万人。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：全球主要 KRAS G12C 突变阳性癌症发病人数预测

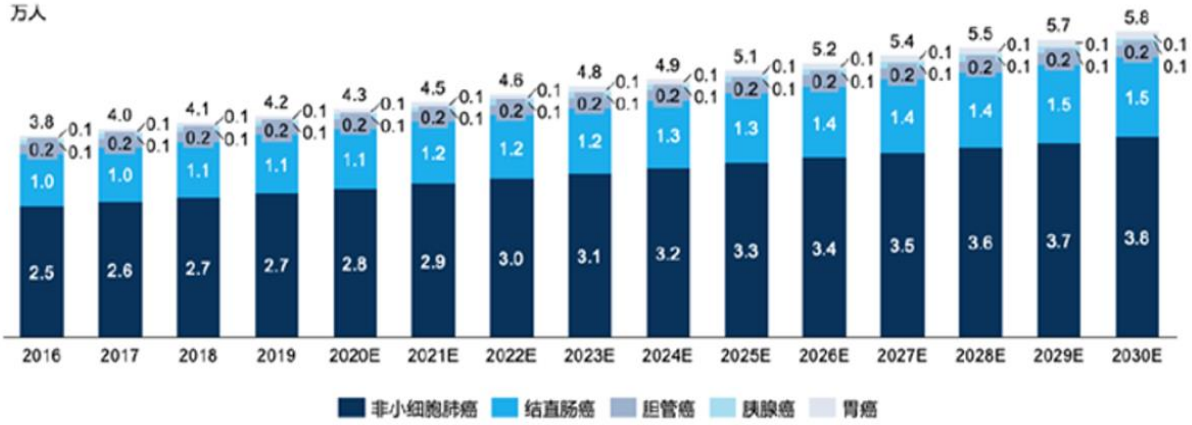
时期	复合年增长率
2016-2020	2.7%
2020-2025E	2.6%
2025E-2030E	2.4%



数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书

图 13：中国主要 KRAS G12C 突变阳性癌症发病人数预测

时期	复合年增长率
2016-2020	3.2%
2020-2025E	3.1%
2025E-2030E	2.8%



数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书

2.2.2. 国产替代正当时：KRAS G12C 抑制剂竞争格局与差异化优势

根据 2023 年 10 月发表于 Lung Cancer 的综述，在西方国家人群中，KRAS G12C 突变在晚期非鳞状 NSCLC 患者中的发生率约为 10%-13%。在 Cancer Medicine 一项纳入 150,327 例中国 NSCLC NGS 病例的研究中，KRAS 突变检出率为 12.1%，其中 G12C 为最常见亚型，占 KRAS 突变的 29.6%；按该研究披露比例推算，KRAS G12C 约占全部病例的 3.6%。近年来，针对这一曾被视为“不可成药”的靶点，中国创新药研发取得了重大突破。截至 2025 年，NMPA 已批准三款国产 KRAS G12C 抑制剂上市，包括氟泽雷塞（达伯特®）、格索雷塞（安方宁®）和戈来雷塞（艾瑞凯®）。在全球范围内，KRAS G12C 抑制剂的研发已形成竞争格局。美国 FDA 于 2021 年和 2022 年分别批准了全球首款和第二款 KRAS G12C 抑制剂——索托拉西布（Sotorasib）和阿达格拉西布（Adagrasib）。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.3. 疗效与安全性双重验证：格索雷塞在晚期 NSCLC 后线治疗中展现卓越临床获益

格索雷塞（安方宁®）是益方生物自主研发的一款高选择性、不可逆 KRAS G12C 抑制剂。作为国内该靶点领域的先行者，其研发始于早期临床探索，并在美国、澳大利亚、中国、韩国等多个地区开展了国际多中心临床试验，奠定了其研发的国际化基础。在既往经治 KRAS G12C 突变晚期 NSCLC 的注册 II 期研究（D1553-102）中，123 例患者接受 600 mg 每日两次口服治疗。2024 年 WCLC 公布的随访更新显示，截至 2024 年 5 月 17 日，经 IRC 确认的 ORR 为 52.0%，DCR 为 88.6%，mPFS 为 9.1 个月，mOS 为 14.1 个月。在安全性方面，常见的治疗相关不良事件（TRAE）包括肝酶升高、贫血和胃肠道不良反应等，大多可通过剂量调整或支持治疗得以控制。根据其关键临床研究数据，格索雷塞治疗相关不良事件导致永久停药的比例为 0%。综合来看，格索雷塞的 OS 数据处于同类药物的中上水平，为患者提供了明确获益。基于此，该药在 2025 年获得《CSCO 非小细胞肺癌诊疗指南》的 I 级推荐。2024 年 11 月 8 日，药品通过优先审评程序获批上市，获批适应症为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 12 月，格索雷塞成功被纳入《国家医保目录》，这为其市场放量提供了核心驱动力。

表 4：KRAS G12C 抑制剂在 NSCLC 后线单药治疗中的关键数据对比

对比维度	格索雷塞 (安方宁®)	氟泽雷塞 (达伯特®)	戈来雷塞 (Glecirasib)
研发公司/合作方	益方生物 / 正大天晴	劲方医药 / 信达生物	加科思药业 / 艾力斯
中国获批状态	已获批 (2024.11)	已获批 (2024.08)	已获批 (2025.05)
关键适应症(中国)	KRAS G12C 突变晚期 NSCLC (≥2L)	KRAS G12C 突变晚期 NSCLC (≥2L)	KRAS G12C 突变晚期 NSCLC (≥2L)
关键 II 期疗效数据 (后线)	ORR: 52%	ORR: 49.1%	ORR: 47.9%
	DCR: 88.6%	DCR: 90.5%	DCR: 86.3%
	mPFS: 9.1 个月	mPFS: 9.7 个月	mPFS: 8.2 个月
	mOS: 14.1 个月	mOS: 尚未达到（12 个月 OS 率: 54.4%）	mOS: 13.6 个月
给药剂量	600 mg 口服，BID	600 mg 口服，BID	800 mg 口服，QD
后线治疗安全性特征	≥3 级 TRAE: 51.2%	≥3 级 TRAE: 41.4%	≥3 级 TRAE: 38.7%
中国 CSCO 指南推荐	I 级推荐 (2025 版)	I 级推荐 (2025 版)	已上市，目前无推荐
中国医保状态	已纳入 2025 年医保	已纳入 2025 年医保	已纳入 2025 年医保

数据来源：Nature medicine，European Journal of Cancer，公司官网，东北证券

2.2.4. 克服耐药：格索雷塞联合 FAK 抑制剂的协同机制与临床突破

现有临床数据表明，KRAS G12C 抑制剂单药治疗仍存在疗效深度和持久性方面的局限。以已上市的索托拉西布和阿达格拉西布为例，根据 2021 年 6 月 4 日发表于 N Engl J Med 的 CodeBreaK 100 单臂II期研究及 2022 年 6 月 3 日的 KRYSTAL-1 注册性II期单臂队列研究，在既往接受过系统治疗的 KRAS G12C 突变 NSCLC 患者中，单药客观缓解率（ORR）约为 37%—43%，中位无进展生存期（PFS）约为 6.5—6.8 个月，提示尽管多数患者可以获得一定程度的疾病控制，但客观缓解比例和缓解

下载日志已记录，仅供内部参考

持久性仍有进一步提升空间，且随着治疗持续，获得性耐药普遍成为限制长期疗效的重要因素。

KRAS G12C 抑制剂的耐药机制具有较强异质性，既包括 KRAS 继发突变或扩增等靶点本身改变，也包括 RTK、RAS/MAPK 等旁路或下游信号重新激活、细胞状态改变及肿瘤微环境重塑等机制。2024 年美国癌症研究协会（AACR）年会报告的研究显示，KRAS G12C 抑制后，受体酪氨酸激酶及整合素相关旁路可促进 RAS/MAPK 和 AKT 信号重新激活，FAK 是其中的关键下游介质；联合抑制 FAK/SRC 可阻断上述反馈并增强抗肿瘤活性。此外，发表于《Advanced Science》的研究提示，异常 FAK–YAP 信号及 FAK 相关肿瘤纤维化也可能参与耐药形成。上述发现为 FAK 抑制剂与 KRAS G12C 抑制剂的联合开发提供了临床前机制依据。基于这一机制，FAK 抑制剂与 KRAS G12C 抑制剂联合有望同时抑制肿瘤驱动信号和 FAK 介导的适应性反馈。KRAS G12C 抑制剂精准阻断核心致癌信号，而 FAK 抑制剂则通过双重作用破解治疗瓶颈：一是阻断耐药逃逸通路；二是重塑肿瘤微环境。

在这一科学框架下，格索雷塞联合 FAK 抑制剂 ifebemtinib（IN10018）的临床研究取得了突破性进展。2025 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会公布的 Ib/II 期临床研究更新数据显示，在 33 例可评估的初治 KRAS G12C 突变 NSCLC 患者中（中位随访时间 16.0 个月），格索雷塞联合 FAK 抑制剂 ifebemtinib 治疗的客观缓解率（ORR）达 90.3%，疾病控制率（DCR）为 96.8%。更为重要的是，长期随访数据显示疗效持久：中位无进展生存期（mPFS）达到 22.3 个月，中位持续缓解时间（mDOR）为 19.4 个月，中位总生存期（mOS）尚未达到。

基于这些令人鼓舞的 II 期数据，确证性 III 期临床研究（IN10018-023）已于 2025 年 8 月登记启动。该研究旨在评估格索雷塞联合 ifebemtinib 对比标准治疗（替雷利珠单抗联合化疗），用于一线治疗 KRAS G12C 突变阳性的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌的有效性和安全性。合作方应世生物的 ifebemtinib 已获得中国 NMPA 的突破性治疗药物认定和美国 FDA 的快速通道资格。这为其后续的临床开发、审评和上市提供了政策上的加速支持。

2.2.5. 结直肠癌：格索雷塞单药与联合西妥昔单抗均展现显著疗效

格索雷塞在 KRAS G12C 突变晚期结直肠癌（CRC）中已形成由单药向联合治疗持续拓展的开发路径。2025 年 6 月，《Signal Transduction and Targeted Therapy》发表格索雷塞单药及联合西妥昔单抗治疗 KRAS G12C 突变晚期 CRC 的 II 期研究结果。在 26 例接受格索雷塞单药治疗的患者中，ORR 为 19.2%，DCR 为 92.3%，mPFS 为 5.5 个月，mOS 为 13.1 个月；42 例接受格索雷塞联合西妥昔单抗治疗的患者中，ORR 提升至 45.2%，DCR 为 92.9%，mPFS 延长至 7.5 个月，中位 OS 在数据截止时尚未达到，显示通过联合阻断旁路信号可进一步释放 KRAS G12C 靶向治疗潜力。

在此基础上，公司当前正在重点探索格索雷塞与 FAK 抑制剂 ifebemtinib（IN10018）的差异化联合策略。FAK 通路被认为参与 KRAS 抑制后的适应性反馈和耐药形成，因此 FAK 与 KRAS 双重抑制具有明确的机制协同基础。2025 年 ASCO 大会披露的随机 Ib/II 期 CRC 队列显示，36 例既往接受过治疗的 KRAS G12C 突变转移性 CRC 患者按 1:1 随机接受 ifebemtinib 联合格索雷塞或格索雷塞单药；大会壁报更新数据显示，联合组 ORR 达到 44.4%，显著高于单药组的 16.7%，DCR 分别为 100.0%和 77.8%，mPFS 分别为 7.7 个月和 4.0 个月，显示 FAK 抑制剂的加入具有明确的增效信号。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：KRAS G12C+EGFR 联合治疗在结直肠癌中的疗效结果对比

方案	研究	N	ORR(%)	mPFS(月)	mOS(月)
格索雷塞 + 西妥昔单抗	CRC cohorts of phase II trial	42	45.2	7.5	未达到
索托拉西布 + 帕尼单抗	CodeBreaK 300	53	26.0	5.6	未达到
TAS-102 或瑞戈非尼（CodeBreaK 300 对照）	CodeBreaK 300 SOC arm	54	0.0	2.0	10.3
阿达格拉西布 + 西妥昔单抗（早期队列）	KRYSTAL-1	32	46.0	6.9	13.4
阿达格拉西布 + 西妥昔单抗（注册/大队列）	KRYSTAL-1 expansion	94	34.0	6.9	15.9
Divarasib + 西妥昔单抗	GO42144 (Arm C)	24	62.5	8.1	未披露
戈来雷塞 + 西妥昔单抗	JAB-21822-1007	46	50.0	6.9	19.3
Olomorasib + 西妥昔单抗	LOXO-RAS-20001	93	43.0	7.4	未披露
MK-1084 + 西妥昔单抗	KANDLELIT-001	39	46.0	未披露	未披露

数据来源：FDA，PubMed，公司公告，东北证券

随着随访时间延长，疗效持续性进一步得到验证。2026 年 ASCO 更新数据显示，联合组与单药组 mDOR 分别达到 12.1 个月和 6.8 个月，mPFS 进一步更新至 8.4 个月和 4.0 个月，疾病进展或死亡风险降低约 53%（HR=0.47）；mOS 分别为 16.4 个月和 7.8 个月。尽管目前样本量仍较小，相关结果仍需更大规模研究验证，但从跨研究数值比较看，格索雷塞联合 ifebemtinib 的 ORR 及 PFS 已进入格索雷塞联合西妥昔单抗方案相近的疗效区间，显示 FAK 抑制有望成为 EGFR 抗体之外另一条具有竞争力的联合路径。

更重要的是，ifebemtinib 与格索雷塞均为口服小分子药物，可构成全口服、无化疗联合方案；相比需要每周或每两周静脉输注的西妥昔单抗联合方案，有望减少患者往返医院输注及相关治疗负担，在长期治疗便利性和用药依从性方面形成差异化优势。由此来看，格索雷塞在 CRC 中的价值已不再局限于单药活性，其与 FAK 抑制剂构建的全口服联合方案，在兼顾疗效增益与治疗便利性的同时，为 KRAS G12C 突变 CRC 提供了区别于传统 KRAS G12C+EGFR 抗体组合的新型开发路径。

2.2.6. 胰腺癌：突破“癌王”治疗瓶颈，展现强劲潜力

胰腺癌是预后极差的恶性肿瘤，长期以来缺乏有效的靶向治疗选择。2025 年 12 月，格索雷塞针对该适应症的研究结果发表于《英国癌症杂志》(British Journal of Cancer)，初步揭示了其突破性治疗潜力。这项国际多中心 I/II 期研究纳入了 24 例晚期胰腺癌患者。在 22 例可进行疗效评估的患者中，经确认的客观缓解率（ORR）达到 45.5%，疾病控制率（DCR）为 86.4%。疗效持久性方面，中位缓解持续时间（mDOR）为 6.4 个月。生存数据显示，患者的中位无进展生存期（mPFS）为 7.6 个月，数据截止时中位总生存期（OS）尚未达到，6 个月 OS 率为 79.2%。在传统治疗方案疗效有限的胰腺癌中，这一缓解率数据尤为亮眼。安全性方面，其特征与在其他癌种中观察到的结果一致。75%的患者发生了治疗相关不良事件（TRAE），≥3 级事件发生率为 25%，无患者因 TRAE 而终止治疗，表明其耐受性可管理。这些初步但强有力的数据，为格索雷塞在 KRAS G12C 突变晚期胰腺癌这一高度未满足需求的领域，奠定了具有前景的开发基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.7. 借力成熟商业化网络：格索雷塞加速医保放量与多适应症拓展布局

2023 年 8 月，益方生物与正大天晴药业集团签署许可与合作协议，授予后者在中国大陆地区对格索雷塞进行开发、注册、生产和商业化的独家许可权。在此合作框架下，正大天晴主导了该药的上市申请，并于 2024 年 11 月成功获得国家药监局批准，用于治疗既往经治的 KRAS G12C 突变晚期非小细胞肺癌。根据益方生物 2025 年年度报告，产品于 2025 年 12 月被纳入《国家医保药品目录》，显著提升了药物的可及性。此外，作为商业化权益方，正大天晴也积极推动与其他药物的联用探索。2025 年 2 月，其与科伦博泰合作的“格索雷塞+西妥昔单抗生物类似物（A140）”联合疗法临床试验申请获国家药监局药品审评中心（CDE）批准，拟用于 KRAS G12C 突变恶性肿瘤的治疗。

为进一步探索格索雷塞在更前线治疗及联合方案中的潜力，益方生物与多家生物科技公司开展了研发合作，其中重点是与应世生物的全球战略合作。根据应世生物 2021 年 9 月公司公告，双方于 2021 年 9 月签署协议，共同开发应世生物的 FAK 抑制剂 ifebemtinib（IN10018）与格索雷塞的联合用药。确证性 III 期研究（IN10018-023）已于 2025 年 8 月登记启动。

这些针对一线治疗及泛癌种拓展的研发布局，有望为其在激烈的市场竞争中建立关键优势，从而持续提升该产品的长期价值与市场份额，为公司贡献重要的业绩增长动力。

3. HR+/HER2-乳腺癌口服 SERD 疗法：D-0502 研发进度国内领先

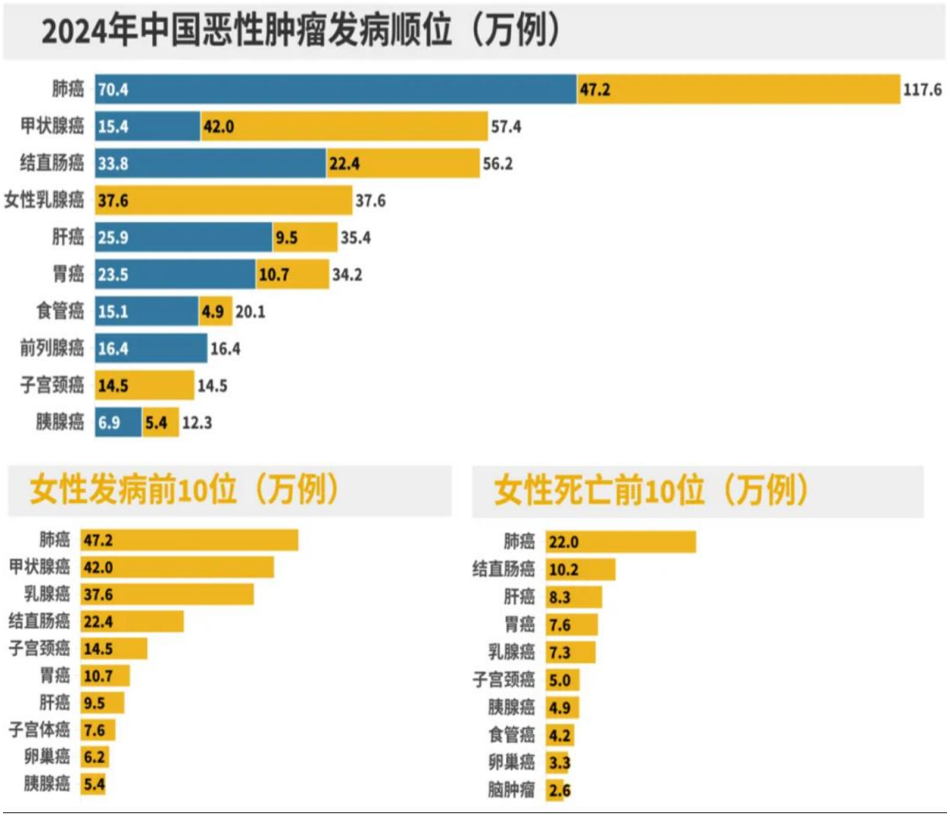
3.1. 乳腺癌疾病负担与市场前景

根据世界卫生组织国际癌症研究机构（IARC）发布的 GLOBOCAN 2024 数据，乳腺癌是全球女性新发病例数最多的恶性肿瘤，也是女性癌症死亡的首要原因。2024 年全球乳腺癌新发病例约 243 万例、死亡约 69 万例，分别占全球全部新发癌症病例和癌症死亡病例的 11.8%和 7.1%；在女性新发癌症病例中，乳腺癌占比约 24.3%。

在中国，根据中国国家癌症中心数据，2024 年中国女性乳腺癌新发病例约为 37.58 万例，在女性恶性肿瘤中发病位列第三；死亡病例约 7.3 万例，死亡顺位为第五。值得注意的是，中国乳腺癌发病呈现年轻化趋势，在 20-39 岁的年轻女性中，乳腺癌的死亡率位居所有癌症首位。乳腺癌仍是威胁中国女性健康的核心癌种之一。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：中国乳腺癌流行病学概况



数据来源：GLOBOCAN 2024 年统计数据

全球及中国乳腺癌药物市场规模持续快速增长，市场空间广阔。根据弗若斯特沙利文分析，全球市场规模从 2016 年的 215 亿美元增长至 2020 年的 318 亿美元，期间复合年增长率为 10.3%。根据弗若斯特沙利文预测，到 2025 年，全球市场规模将进一步增长至 475 亿美元。中国市场增长更为迅速，规模从 2016 年的 300 亿元人民币增长至 2020 年的 507 亿元人民币。2025 年，中国市场规模将达到 818 亿元人民币。

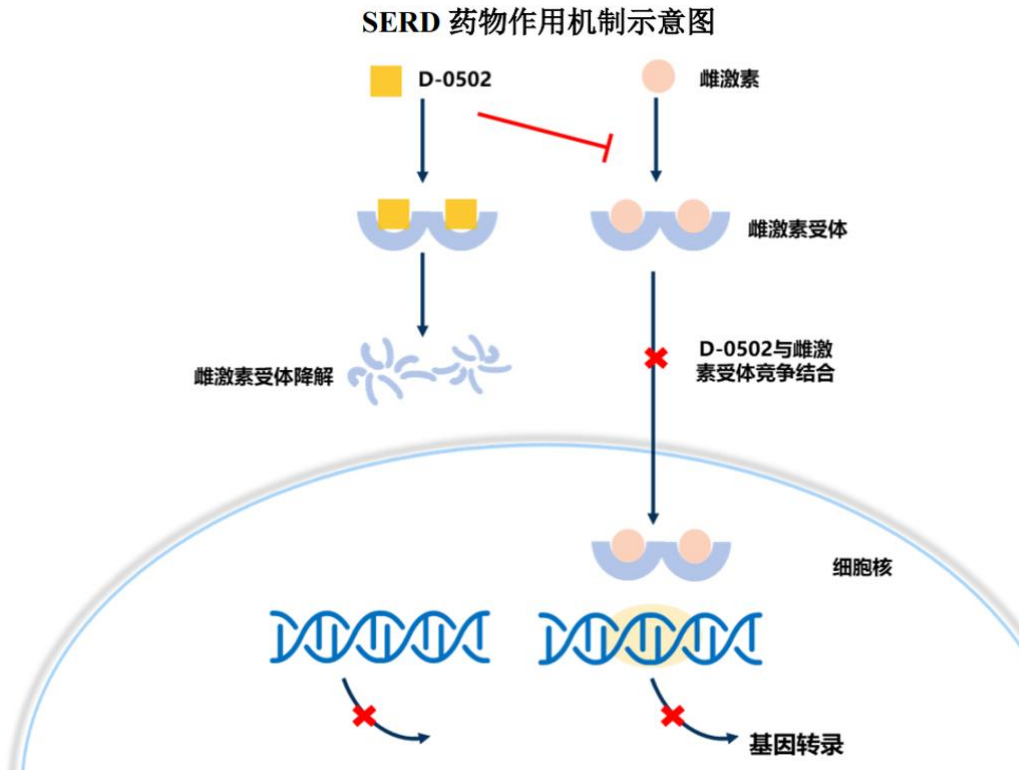
3.2. 发病机制：雌激素受体信号通路驱动

根据弗若斯特沙利文提供的数据，在乳腺癌患者中，约 75%为激素受体阳性（HR+）、人表皮生长因子受体 2（HER2）阴性亚型，即 HR+/HER2-乳腺癌。其中，激素受体阳性指雌激素受体（ER）和/或孕激素受体（PR）为阳性。此类乳腺癌发生发展的重要分子机制之一是雌激素受体（ER）信号通路的持续异常激活。具体而言，雌激素与细胞内的雌激素受体结合后，会引起受体构象变化并形成二聚体。该二聚体进入细胞核后，能与靶基因启动子中的雌激素应答元件结合，从而启动相关基因的转录，最终促进细胞的增殖。在 ER 阳性乳腺癌中，这一通路被持续或异常激活，是驱动肿瘤生长的主要动力。

基于上述由雌激素受体（ER）信号驱动的发病机制，靶向 ER 成为治疗核心。选择性雌激素受体降解剂（Selective Estrogen Receptor Degrader, SERD）通过“结合并降解”ER 的双重机制，抑制 ER 信号通路。与仅阻断 ER 功能的传统药物不同，SERD 在竞争性结合 ER 后，可诱导受体蛋白被细胞自身的蛋白酶体系统降解，通过促进 ER 蛋白降解，进一步抑制 ER 介导的信号传导。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：SERD 药物作用机制示意图



数据来源：公司招股书，东北证券

3.3. 现有 SERD 治疗格局与临床需求

目前，由阿斯利康研发的氟维司群是全球首个获批上市的 SERD 药物，其于 2002 年在美国获批，2010 年在中国获批，临床上通常作为芳香化酶抑制剂治疗后进展的二线治疗。根据《美国国立综合癌症网络（NCCN）乳腺癌临床实践指南（2025 版）》，氟维司群（包括单药及与 CDK4/6 抑制剂的联合方案）凭借出色的临床数据，已成为治疗经内分泌治疗后进展的 HR+/HER2-晚期乳腺癌的主要治疗方案之一。

在国内临床实践中，根据 2025 年《中国临床肿瘤学会（CSCO）乳腺癌诊疗指南》与《中国抗癌协会乳腺癌诊治指南与规范》，氟维司群在 HR+/HER2-晚期乳腺癌的系统治疗中，其核心地位也已得到确立。作为内分泌治疗的基石药物，氟维司群不仅是联合 CDK4/6 抑制剂的一线标准方案之一，更是各线治疗（如芳香化酶抑制剂或他莫昔芬治疗失败）后的关键选择。最新指南的更新进一步强化了其作用：对于存在 PIK3CA/AKT1/PTEN 通路改变的患者，氟维司群与 AKT 抑制剂卡匹色替的联合方案被纳入 III 级推荐；同时，其与 PI3K 抑制剂伊那利塞及 CDK4/6 抑制剂哌柏西利的三联方案，则被纳入针对 PIK3CA 突变患者的 II 级推荐。这标志着 SERD 的治疗角色已从传统的内分泌治疗，演进为精准联合靶向治疗的重要支柱。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：2025 版 CSCO 与 CBCS 指南：氟维司群在 HR+/HER2-晚期乳腺癌治疗推荐对比表

指南名称	患者分层 / 治疗线数	推荐方案（含氟维司群）	推荐级别 / 说明
CSCO 指南 (2025 版)	非甾体 AI 治疗失败	氟维司群 +CDK4/6 抑制剂	I 级推荐 (1A 类证据)
	他莫昔芬（TAM）治疗失败	氟维司群 + 伊那利塞 (PIK3CA 突变) + 哌柏西利	II级推荐 (1B 类证据)
	非甾体 AI 及甾体 AI 治疗失败	卡匹色替 (AKT 抑制剂)+ 氟维司群	III 级推荐
	CDK4/6 抑制剂治疗失败	卡匹色替 + 氟维司群	III 级推荐
CBCS 指南 (2025 版)	一线治疗	CDK4/6 抑制剂 +AI 或 氟维司群 或他莫昔芬（TAM）	标准推荐方案之一
	二线及后线治疗（既往未使用 CDK4/6 抑制剂）	CDK4/6 抑制剂 +AI 或 氟维司群	推荐方案

数据来源：2025 版 CSCO 与 CBCS 指南，东北证券

然而，氟维司群因其必须通过大容量深部肌肉注射的给药方式，在临床应用中存在显著局限。患者需每月前往医疗机构由专业医护人员操作，这不仅增加了就医负担和时间成本，也可能伴随注射部位疼痛、炎症等局部不良反应。更重要的是，该药物存在理化性质上的固有缺陷，其口服生物利用度较低，这限制了其给药途径的优化和剂量的进一步提升。这些因素共同影响了长期治疗的便利性和患者的用药依从性，尤其在需要持续管理的晚期乳腺癌治疗中更为突出。

正是基于对现有注射型 SERD 局限性的认识，研发口服 SERD 药物成为了领域内的重要方向。口服剂型能大幅提升用药便利性，使患者实现居家治疗，有望改善生活质量并提高治疗持续性，从而为 HR+/HER2-晚期乳腺癌患者提供更优的治疗选择。

3.4. D-0502：新一代口服 SERD 的差异化价值

泰瑞司群（D-0502）是益方生物自主研发的一款用于治疗 HR+/HER2-乳腺癌的新型口服 SERD。其核心优势在于口服给药方式带来的显著便利性、更高的生物利用度以及由此带来的更佳患者依从性潜力，旨在克服现有注射型 SERD 的临床局限。D-0502 是中国公司中首个在美国进入临床试验阶段的口服 SERD，也是国内首个进入二线治疗注册 III 期试验的口服 SERD。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 7：全球口服 SERD 药物研发及获批情况

分类	药品名称（英文/代号）	研发机构/权益方	最新状态	重点适应症/研究人群
已上市	艾拉司群 elacestrant / Orserdu	Radius Health；Menarini/Stemline	已上市 美国、欧盟	ER+/HER2-、ESR1 突变晚期/转移性乳腺癌；内分泌治疗后进展
已上市	伊姆鲁奈司群 imlunestrant/ LY3484356/ Inluriyo	Eli Lilly	美国已上市	ER+/HER2-、ESR1 突变晚期/转移性乳腺癌；中国申报 HR+/HER2-乳腺癌
已上市	维普地格群 vepdegestrant / ARV-471 / Veppanu	Arvinas；Pfizer	美国已上市	ER+/HER2-、ESR1 突变晚期/转移性乳腺癌；内分泌治疗后进展
准上市	Camizestrant AZD9833 / Etcamah	AstraZeneca	欧盟 CHMP 推荐批准；美国 NDA 审评中	ER+/HER2-局晚/转移性乳腺癌；ESR1 突变；联合 CDK4/6 抑制剂
准上市	Giredestrant GDC-9545 / RG6171	Roche / Genentech	美国 NDA 受理	ER+/HER2-、ESR1 突变局晚/转移性乳腺癌；内分泌治疗后进展
临床 III 期	帕拉司群 palazestrant / OP-1250	Olema Pharmaceuticals	全球 III 期 2023-11 首例入组	ER+/HER2-晚期/转移性乳腺癌；既往内分泌+CDK4/6 治疗后进展
临床 III 期	SIM0270	先声药业 / 先声再明	中国 III 期（2024-11）	ER+/HER2-局晚/转移性乳腺癌；既往 CDK4/6 抑制剂治疗后
临床 III 期	HRS-8080	恒瑞医药	中国 III 期（2025-06）	ER+/HER2-局晚/转移性乳腺癌；内分泌治疗后进展
临床 III 期	泰瑞司群 D-0502 / taragarestrant	益方生物	中国 III 期（2022-09）	ER+/HER2-局晚/转移性乳腺癌；内分泌治疗后进展；探索与 ADC 联用

数据来源：公司招股书，Pubmed，东北证券

D-0502 的初步疗效与安全性证据来源于一项 Ib 期临床研究（NCT03471663），其数据于 2023 年圣安东尼奥乳腺癌研讨会（SABCS）公布。该研究评估了 D-0502 单药（400 mg，每日一次）在既往接受过多线治疗的 ER+/HER2-局部晚期或转移性乳腺癌患者中的表现。

患者基线特征：研究共入组 60 例患者，中位年龄 57 岁。患者群体病情较重：60.0%存在内脏转移，45.0%既往接受过≥2 线的内分泌治疗，45.0%既往接受过化疗。在 36 例检测了 ESR1 状态的患者中，11 例（30.6%）携带 ESR1 突变。

有效性结果：在 51 例可评估疗效的患者中，客观缓解率（ORR）为 15.7%，临床受益率（CBR）达 47.1%，疾病控制率（DCR）为 68.6%。在该研究入组的、既往经治的难治性患者亚组中（其基线特征与晚期二线治疗人群相似），观察到的中位无进展生存期（mPFS）为 7.4 个月。值得注意的是，在携带 ESR1 突变的亚组患者中，mPFS 达到了 10.1 个月，显示出对这类耐药人群的潜在治疗优势。

安全性结果：D-0502 的安全性特征良好：95.0%的患者发生了治疗相关不良事件（TRAE），但绝大多数为 1-2 级。未发生 4 级或 5 级 TRAE。最常见的 TRAE（发生率≥15%）包括呕吐、头晕、恶心、转氨酶升高、贫血、食欲减退、腹泻和乏力。严重不良事件（SAE）的发生率为 6.7%。

下载日志已记录，仅供内部参考

该临床试验的积极信号目前正在注册性 III 期临床试验（D0502-303 研究）中进一步验证。该研究是一项头对头比较 D-0502 与氟维司群的随机、开放标签、多中心试验，计划纳入约 640 名既往经治的晚期患者，已于 2022 年 9 月完成首例患者入组，预计于 2027 年读出数据。

表 8：全球口服 SERD 早期/Phase I-II 单药数据

公司/合作方	阶段/设计	入组例数	ORR(%)	CBR≥24周(%)	mPFS(月)	ESR1 突变亚组
益方生物	Phase Ib 剂量扩展，单药	60	15.7	47.1	-	ORR 22.2%；DCR 55.6%；CBR 33.3%；mPFS 10.1 个月
美纳里尼/Stemline（原 Radius）	Phase I，单药	50	19.4	42.6	4.5	ORR 33.3%（5/15）；CBR 56.5%（13/23）
阿斯利康	SERENA-1 Phase I，单药	108	15.3	35.2	5.4	公开摘要显示无论 ESR1 状态均观察到活性；未列统一数值
赛诺菲	AMEERA-1 Phase I/II，单药	46	10.9	28.3	-	CBR：ESR1 野生型 34.6%；ESR1 突变 21.1%
罗氏/基因泰克	GO39932 Phase Ia/b，单药	111	19.8	48.6	-	CBR 50.0%（26/52）
礼来	EMBER Phase Ia/b，单药	114	8.0	40.4	-	摘要称临床获益不受基线 ESR1 突变状态影响；未列统一数值

数据来源：SABCS 2023，公司公告，Pubmed，东北证券

3.5. 联合疗法开发策略

D-0502 的临床开发策略不仅限于单药治疗，其联合疗法的探索正同步推进，旨在拓展适应症、克服耐药，并提升在晚期乳腺癌全程管理中的治疗地位。

与新型 ADC 药物联用：在应对内分泌治疗耐药方面，D-0502 展现出前瞻性布局。2025 年 12 月，其与康宁杰瑞自主研发的靶向 TROP2/HER3 的双特异性抗体偶联药物（ADC）JSKN016 的联合疗法，已获得中国国家药品监督管理局的临床试验批准。该探索旨在通过“SERD＋ 双靶点 ADC”的“多通路、立体化”打击机制，克服耐药，为既往内分泌联合治疗（如 CDK4/6 抑制剂）进展后的难治性患者提供全新的治疗路径。

4. 口服 TYK2 抑制剂 D-2570：疗效数据卓越，多适应症拓展引领自身免疫治疗新方向

4.1. 聚焦自身免疫：TYK2 抑制剂引领治疗新方向

自身免疫性疾病是由于免疫系统异常识别并攻击自身组织而导致的一类疾病，据流行病学统计，全球约 5%-8%的人口受累，临床需求巨大。常见的自身免疫疾病包括银屑病、类风湿性关节炎、系统性红斑狼疮、炎症性肠病等。



下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：2019 年至 2035 年（预计）全球及中国自身免疫性疾病药物市场



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

图 17：2019 年至 2035 年（预计）全球及中国银屑病药物市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，东北证券

TYK2（酪氨酸激酶 2）是 Janus 激酶（JAK）家族的关键成员，在介导多种免疫细胞因子的信号传导中扮演枢纽性角色。与 JAK1、JAK2、JAK3 相比，TYK2 具有独特的功能谱，它主要参与 IL-12、IL-23 和 I 型干扰素等核心炎性细胞因子的下游信号转导。

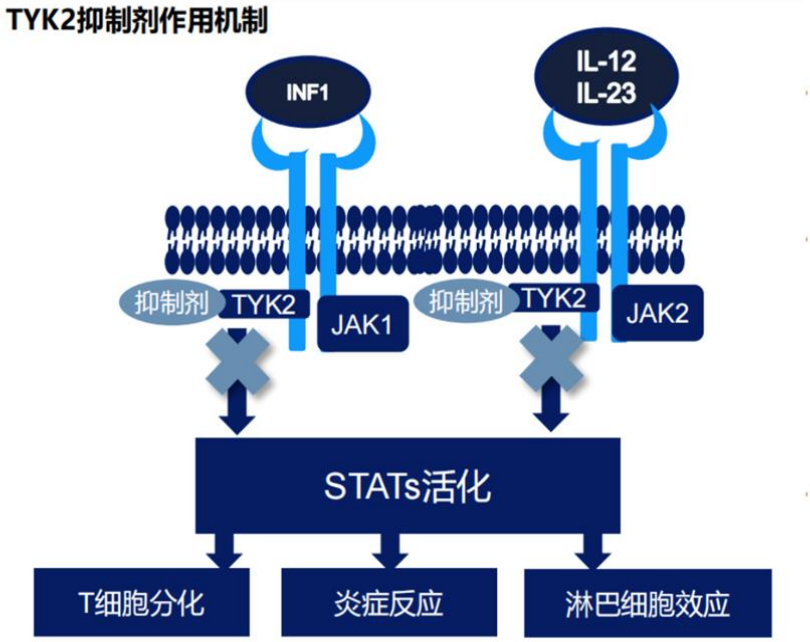
这些通路是连接先天性与适应性免疫的桥梁，其过度激活是驱动多种自身免疫性疾病的核心病理机制。例如，在银屑病和银屑病关节炎中，IL-23/Th17 轴的异常活化是关键环节；在系统性红斑狼疮中，I 型干扰素信号的持续放大是疾病标志。因此，TYK2 成为干预这些疾病的理想靶点。

高选择性 TYK2 抑制剂通过变构抑制机制，精准结合于 TYK2 的假激酶结构域（JH2），锁定其非活性构象。这种作用方式可高效阻断上述致病细胞因子信号的下

下载日志已记录，仅供内部参考

游传递（如 STAT 磷酸化），从而从上游抑制炎症级联反应。与广泛抑制 JAK1/2/3 的泛 JAK 抑制剂相比，此类药物在保持疗效的同时，理论上减少了因抑制 JAK2（影响造血）和 JAK1/3（影响免疫监视）而带来的潜在感染、血液学毒性等风险，有望带来更宽的治疗窗口。

图 18：TYK2 抑制剂作用机制



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

4.2. 核心适应症突破：在中重度银屑病中展现“Best-in-Class”潜力

斑块状银屑病是银屑病最常见且最典型的临床类型，约占所有银屑病病例的 80%至 90%。它是一种由遗传与环境因素共同作用诱发、免疫介导的慢性、复发性、炎症性、系统性皮肤病。据弗若斯特沙利文等行业研究估算，中国银屑病患者规模已超过 670 万，未来患者人数预计仍将缓慢增长。《中国银屑病诊疗指南（2023 版）》援引国内流行病学调查显示，我国银屑病患病率约为 0.47%。在疾病严重程度方面，相关公开资料估算，中国成年中重度斑块状银屑病患者约 190 万，是系统治疗及创新靶向药物的主要潜在治疗人群。银屑病不仅是一种慢性皮肤疾病，也是一种系统性炎症性疾病，可伴随多种关节及代谢性共病。其中，银屑病关节炎（PsA）是重要的疾病负担之一。中国多中心研究显示，银屑病患者中 PsA 患病率约为 10.4%，而国际研究提示部分患者终身发生 PsA 的风险可达约 30%。此外，银屑病患者还更易合并肥胖、代谢综合征、高血压、糖尿病及心血管疾病，并可对患者生活质量、心理健康及长期医疗支出造成显著影响。

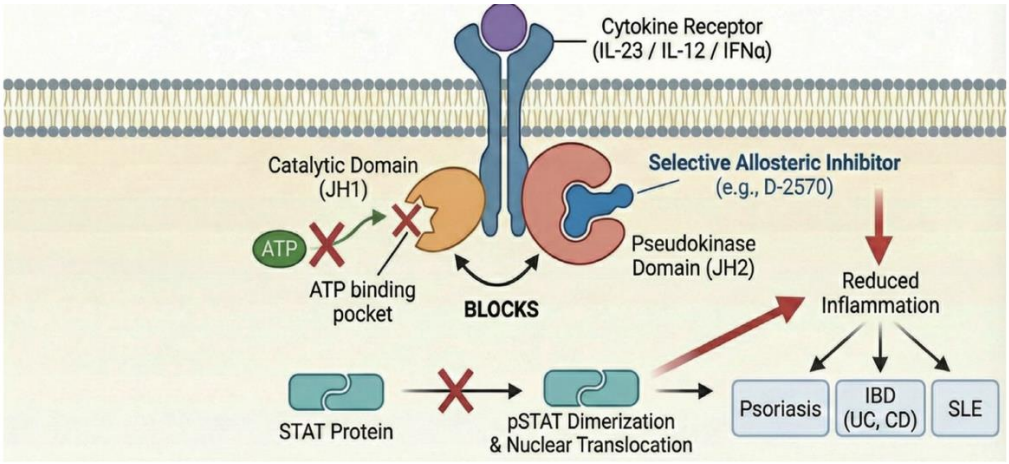
目前，中重度斑块状银屑病的治疗格局已从传统的甲氨蝶呤等免疫抑制剂，发展为以生物制剂（如抗 IL-17A、抗 IL-23 抗体）和新型口服小分子靶向药物为主流的精准治疗时代。在口服药物中，氘可来昔替尼（Deucravacitinib）作为全球首个获批的 TYK2 变构抑制剂，具有里程碑式的地位。其通过选择性结合 TYK2 的 JH2 假激酶调节结构域，以变构方式抑制 TYK2 活化，从而阻断 IL-23、IL-12 及 I 型干扰素等关键炎症因子的下游信号通路。由于其对 TYK2 具有较高的功能选择性，并在临床相关剂量下较少影响 JAK1/2/3 介导的信号通路，其安全性特征与传统 JAK1/2/3 抑制剂存在明显差异。FDA 在审批过程中未将其纳入 JAK 抑制剂类别标签，也未给予传统 JAK 抑制剂所具有的黑框警告，为选择性 TYK2 抑制剂在自身免疫性疾病领域的发展提供了重要临床验证。自 2022 年全球首次获批、2023 年进入中国并随

下载日志已记录，仅供内部参考

后纳入医保以来，它为中重度患者提供了一种高效、安全且便捷的口服治疗选择，其长期扩展研究表明疗效可持续数年，奠定了其在口服靶向治疗中的一线地位。

在氘可来昔替尼成功验证 TYK2 靶点的基础上，全球范围内有多款新一代 TYK2 抑制剂正在积极研发，旨在追求更优的疗效与安全性平衡。其中，**益方生物自主研发的新型口服 TYK2 抑制剂 D-2570（Nomelcitinib）便是备受关注的候选药物之一。**D-2570 同样是一款高选择性 TYK2 变构抑制剂。D-2570 对 TYK2 相较于 JAK1 具有近 1000 倍的选择性，意味着其在有效抑制 TYK2 的同时，对 JAK1 的影响较弱，理论上有望减少非目标 JAK 通路抑制带来的安全性风险，从而获得更宽的治疗窗口。

图 19：D-2570 作用机制示意图



数据来源：公司招股书，公司官网

表 9：D-2570（Nomelcitinib）vs 氘可来昔替尼（Deucravacitinib）：I 期关键数据对比

指标	D-2570（Nomelcitinib）	氘可来昔替尼（Deucravacitinib）
SAD/MAD 剂量范围（单次/多次递增剂量）	SAD：3–48 mg，每日一次（QD）。 MAD：6–36 mg，每日一次（QD），连续 10 天。	SAD：6/12 mg。 MAD：6/12 mg，每日一次（QD），第 5–19 天。
Tmax（达峰时间）	单次给药：Tmax 约 4.0 小时。 多次给药稳态：第 10 天 Tmax,ss 为 4.00–4.03 小时。	单次给药：Tmax 为 1.5–2.3 小时。 多次给药稳态：第 19 天 Tmax,ss 为 2.0 小时。
Cmax,ss / AUCτ,ss（稳态暴露，代表剂量）	36 mg QD，第 10 天稳态： Cmax,ss = 367.85 ng/mL。 AUCτ,ss = 5,222.73 h·ng/mL。	12 mg QD，第 19 天稳态 Cmax,ss = 177.0 ng/mL。 AUCτ,ss = 1,559 h·ng/mL。
蓄积比（Accumulation ratio）	AUC 蓄积：1.74–2.08 倍。 Cmax 蓄积：1.59–2.07 倍。	AUC 蓄积：约 1.3–1.4 倍。 Cmax 蓄积：未公开。
食物影响（Food effect）	9 mg 高脂餐： 总暴露 AUCinf 增加 33%。 Cmax 增加 15%。 Tmax 无显著影响。	6 mg 高脂高热量餐： 总暴露 AUCinf 下降 11%。 Cmax 下降 24%。 Tmax 延迟 1 小时。
I 期安全性（Safety）	无死亡或严重 TEAE。 所有 AE 为 1–2 级。	无治疗相关严重 AE、死亡或因 AE 停药。

数据来源：NMPA，公司公告，东北证券

为评估其临床疗效与安全性，一项在中国开展的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 II 期临床试验（登记号：CTR20233893）顺利完成。该研究由北京大学人民医院牵头，在全国超过 30 家中心进行，旨在评估 D-2570 治疗中重度斑块状银屑病的疗

下载日志已记录，仅供内部参考

效与安全性。其研究结果于 2025 年 3 月在美国皮肤病学会（AAD）年会上以口头报告形式率先公布，并于 2025 年 9 月发表在美国皮肤病学会的官方科学出版物《美国皮肤病学会杂志》(Journal of the American Academy of Dermatology)。结果显示：经 12 周治疗后，D-2570 的 18 mg（低剂量）、27 mg（中剂量）、36 mg（高剂量）组分别有 90.0%、85.4%和 85.0%的患者达到 PASI 75（皮损改善至少 75%）的主要终点，显著优于安慰剂组（12.5%，p<0.001）。同时，D-2570 在 PASI 90 和 PASI 100 应答率方面也表现突出：D-2570 低、中、高剂量组的 PASI 90 应答率分别为 75.0%、70.7%和 77.5%，PASI 100 应答率分别为 40.0%、39.0%和 50.0%，均显著高于安慰剂组（5.0%和 2.5%，p<0.005）。**尤其值得注意的是，其 II 期临床数据显示出的超高 PASI 90 与 PASI 100 应答率（分别高达 77.5%和 50.0%），以及对 JAK1 更优的选择性所带来的潜在更宽安全窗口，使其被视为一个极具潜力的全球“Best-in-Class”候选分子。**

此外，根据公司公告，D-2570 的疗效数据优于已上市的同类 TYK2 抑制剂，并且在效果上可与抗体生物药（如抗 IL-17A，抗 IL-23 抗体）相媲美。安全性方面，D-2570 总体耐受性良好，大多数不良事件为轻度至中度，未报告严重不良事件。其安全性特征与其他 TYK2 抑制剂相似，未发现新的安全性信号。目前，D-2570 用于中重度斑块状银屑病的注册性 III 期临床试验已全面启动。这标志着 D-2570 正从临床验证阶段迈向关键的确证性研究探索，有望为银屑病及银屑病关节炎患者提供一个强有力的口服治疗新选择。

表 10：全球银屑病主要创新疗法临床开发进展及关键疗效数据对比

药物名称(通用名/代号)	研发公司/机构	银屑病最新阶段(截至 2026 年 9 月)	代表性疗效方案	PASI 75(关键疗效)	PASI 90(关键疗效)	PASI 100(关键疗效)
氘可来昔替尼 (Deucravacitinib, Sotyktu®)	百时美施贵宝 (BMS)	已上市	6 mg QD，16 周；东亚 III 期 POETYK PSO-3	68.8% (16 周)	38.2% (16 周)	4.2% (16 周)
Zasocitinib (TAK-279)	武田制药 (Takeda)	关键 III 期完成；上市申报准备中	30 mg QD，16 周；LATITUDE PsO-3001	约 76% (16 周)	61.3% (16 周)	33.4% (16 周)
Fadeucravacitinib (ICP-488)	诺诚健华	注册 III 期已达到主要终点；详细数据待公布	9 mg QD，12 周；II 期	78.6% (12 周)	50.0% (12 周)	11.9% (12 周)
Nomelcitinib (D-2570)	益方生物	注册 III 期已完成全部入组；头对头 III 期进行中	36 mg QD，12 周；II 期	85.0% (12 周)	77.5% (12 周)	50.0% (12 周)
FXS5626 (原 AC-201)	爱科诺；复星医药获大中华区权益	银屑病 II 期完成	50 mg BID，12 周；II 期	74.3% (12 周)	48.6% (12 周)	14.3% (12 周)
司库奇尤单抗 (Secukinumab, Cosentyx®)	诺华 (Novartis)	已上市	300 mg SC，12 周；ERASURE III 期	81.6% (12 周)	59.2% (12 周)	28.6% (12 周)
古塞奇尤单抗 (Guselkumab, Tremfya®)	强生 (Johnson&Johnson)	已上市	100 mg SC，16 周；VOYAGE 1 III 期	91.2% (16 周)	73.3% (16 周)	37.4% (16 周)

数据来源：FDA，ClinicalTrials.gov，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3. 快速推进多适应症拓展与未来布局

基于其在中重度斑块状银屑病 II 期临床中展现出的卓越疗效与安全性，D-2570 的临床开发正在快速向多个自身免疫性疾病领域拓展，展现了其作为“一药多治”的潜力。具体进展如下：

1）溃疡性结肠炎（UC）：D-2570 治疗中重度活动性 UC 的多中心、随机、双盲、安慰剂对照 II 期研究于 2025 年 5 月 22 日启动并完成首例患者给药，计划入组 120 例。公司 2026 年半年报显示，该研究已于 2026 年 5 月完成全部受试者入组，主要疗效终点为第 12 周临床缓解率。

2）银屑病关节炎（PsA）：2025 年 10 月，D-2570 治疗活动性 PsA 的 II 期临床试验申请获得 NMPA 批准。该项多中心、随机、双盲、安慰剂对照 II 期研究计划入组 222 例。公司 2026 年半年报确认已完成首例患者入组，目前正在持续推进。

3）系统性红斑狼疮（SLE）：2025 年 11 月，D-2570 治疗活动性 SLE 的 II 期临床试验申请获得 NMPA 批准。该研究为多中心、随机、双盲、安慰剂对照 II 期试验，计划入组 120 例。公司 2026 年半年报确认已完成首例患者入组，目前正在进行中。

4）银屑病（PsO）后期开发：D-2570 治疗中重度斑块状银屑病的关键性注册 III 期研究计划入组 390 例，公司已于 2026 年 3 月完成全部受试者入组。与此同时，另一项多中心、随机、双盲、安慰剂及阳性药对照 III 期研究正在进行中，计划入组 477 例，并以已上市 TYK2 抑制剂氘可来昔替尼作为活性对照，有望进一步验证 D-2570 相对于现有 TYK2 治疗方案的疗效和安全性特征。

5）美国临床开发：2026 年 3 月，D-2570 单药治疗中重度斑块状银屑病的美国 II 期临床研究获 FDA 准许开展。该研究登记号为 NCT07489885，计划入组 75 例；ClinicalTrials.gov 显示研究已于 2026 年 6 月 3 日正式启动，目前处于招募阶段。这标志着 D-2570 已进入美国银屑病患者的临床开发阶段。

6）其他适应症及临床药理研究：公司进一步将 D-2570 拓展至非节段型白癜风，一项 II 期研究（NCT07625891）已于 2026 年 6 月启动，计划入组 160 例，目前处于招募阶段。在临床药理方面，D-2570 此前已在中国完成健康受试者 I 期单次及多次递增剂量、食物影响等研究，结果支持其总体耐受性良好；2026 年 3 月，公司在中国健康人群开展的物质平衡研究完成全部受试者入组。此外，D-2570 在美国健康受试者中的 I 期研究亦于 2026 年 5 月完成全部受试者入组，为后续全球临床开发进一步积累药代动力学及安全性数据。

关于合作，益方生物在公司公告中明确表示，基于 D-2570 有竞争力的临床数据，公司正积极寻求潜在的商业化合作伙伴，以期通过合作开发模式分散风险、分摊研发成本并充分挖掘产品的商业价值。我们相信，凭借突出的 II 期数据， D-2570 有望成为一款“Best-in-Class”的口服 TYK2 抑制剂，其未来的对外授权合作也值得期待。

下载日志已记录，仅供内部参考

5. D-0120：针对高尿酸血症的新一代口服 URAT1 抑制剂

5.1. 患者基数庞大，市场增长明确，治疗路径基于发病机制

高尿酸血症是一种以血液中尿酸水平过高为特征的代谢性疾病，是痛风发生的直接病理基础。其发生与尿酸生成和排泄失衡密切相关。从病理生理机制看，尿酸排泄不足是高尿酸血症最主要的形成机制，经典研究估计约90%的患者以排泄减少为主，仅约 10%以尿酸生成过多为主，但部分患者可同时存在两种机制。

人体尿酸主要经肾脏和肠道排泄，其中肾脏近端小管通过一系列尿酸转运蛋白精细调控尿酸的重吸收与分泌。URAT1 是近端小管管腔侧重要的尿酸重吸收转运蛋白，可将滤过的尿酸盐重新转运回血液，是调节血尿酸水平的关键环节之一。因此，通过抑制 URAT1、减少肾小管尿酸重吸收并增加尿酸排泄，已成为降低血尿酸的重要药理学策略之一。当血尿酸长期处于过饱和状态时，单钠尿酸盐结晶形成和沉积的风险显著增加。生理条件下尿酸盐饱和浓度约为 6.8 mg/dL（约 405 μmol/L），我国临床通常以血尿酸>420 μmol/L 作为高尿酸血症的重要判断界值。持续高尿酸可促进尿酸盐晶体在关节及周围软组织中沉积，在适当诱因下激活炎症反应，进而引发急性痛风性关节炎。

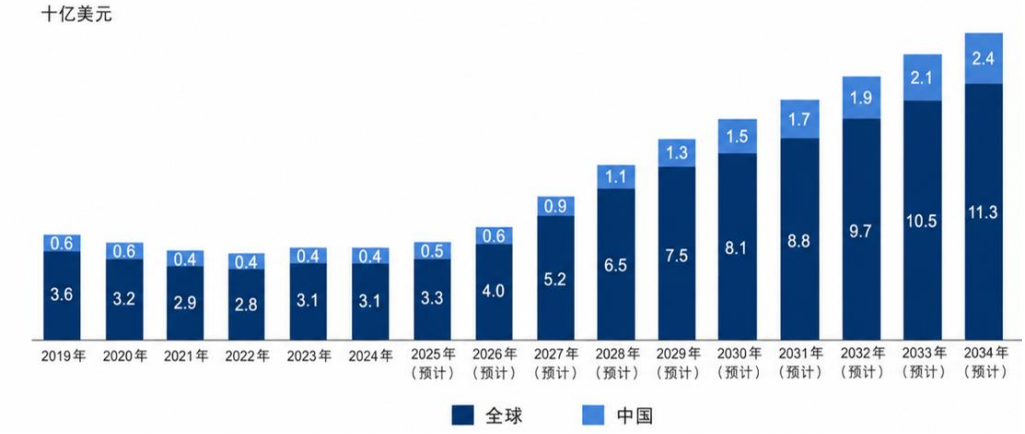
基于上述机制，目前高尿酸血症及痛风的治疗主要围绕抑制尿酸生成和促进尿酸排泄这两条核心路径展开。根据 2024 版《中国高尿酸血症与痛风诊疗指南》，一线治疗药物主要包括抑制尿酸生成的黄嘌呤氧化酶抑制剂（XOI，如别嘌醇、非布司他）和促进尿酸排泄的 URAT1 抑制剂（如苯溴马隆）。

高尿酸血症及痛风的患病率在全球范围内呈快速上升趋势。2026 年在线发表于《柳叶刀·风湿病学》的一项全球系统综述及建模研究显示，2023 年全球高尿酸血症患者超过 8 亿人，其中女性约 3.05 亿、男性约 5.00 亿；2000-2023 年，全球女性高尿酸血症患病率由 6.7%升至 11.2%，男性由 12.3%升至 18.6%，呈现显著上升趋势。中国同样面临较高的疾病负担。根据《痛风抗炎症治疗指南（2025 版）》援引的流行病学数据，我国成人高尿酸血症患病率达 14%，涉及近 2 亿人；痛风患病率约为 3.2%。据弗若斯特沙利文预测，中国痛风药物市场增长强劲，规模预计将从 2024 年的约 22 亿元人民币增长至 2030 年的 108 亿元人民币。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：全球及中国痛风药物市场规模（十亿美元）

期间	复合年增长率	
	全球	中国
2019年至2024年	-3.2%	-7.8%
2024年至2030年（预计）	17.6%	24.6%
2030年（预计）至2035年（预计）	8.4%	11.7%



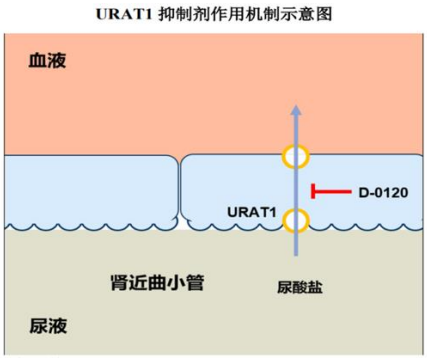
数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，东北证券

5.2. 现有药物存在显著局限，新型 URAT1 抑制剂价值凸显

现有 URAT1 抑制剂与 XOI 类药物在疗效与安全性上的局限，共同构成了高尿酸血症临床治疗的核心痛点与未满足需求。其根本矛盾在于：尽管约 90%的患者病因在于肾脏尿酸排泄缺陷，理论上使 URAT1 抑制剂成为重要的治疗策略之一，但已上市的该类药物苯溴马隆因潜在的肝脏毒性风险，未在美国获批，并在欧洲撤市；另一款 URAT1 抑制剂雷西纳德则出现肾脏毒性问题。与此同时，作为当前基础治疗的 XOI 类药物（别嘌醇、非布司他）亦存在明显短板，包括别嘌醇在亚裔人群中的严重过敏风险、非布司他的潜在心血管风险，以及约 20%-30%患者的治疗应答不足。

因此，临床上亟需兼具较强降尿酸作用和良好安全性的新一代 URAT1 抑制剂。此类药物有望改善现有促尿酸排泄药物的安全性和耐受性局限，并为 XOI 疗效不足或不耐受的患者提供新的治疗选择，具有较大的临床应用潜力和市场空间。

图 21：URAT1 抑制剂作用机制示意图



数据来源：公司招股书

下载日志已记录，仅供内部参考

5.3. D-0120：强效降尿酸且安全性良好，联合治疗潜力明确

为应对现有药物的临床局限，D-0120 应运而生。作为一款由公司自主研发的新型、高选择性尿酸盐转运体 1（URAT1）抑制剂，其旨在为高尿酸血症及痛风患者提供更安全、强效的治疗选择。临床前及临床研究表明，D-0120 对 URAT1 具有强效抑制活性，并能以剂量依赖的方式显著降低血尿酸水平。I 期临床试验表明，其在 5 mg 至 40 mg 剂量范围内安全性和耐受性良好，提示治疗窗较宽。IIa 期临床试验结果显示，在每日口服仅 4 mg 的剂量下，患者血尿酸达标率（≤360 μmol/L）可达 80%。该有效剂量显著低于已因安全性问题撤市的前代 URAT1 抑制剂雷西纳德（临床用量为 200 mg），展现了其可能的潜在疗效优势。此外，D-0120 与非布司他联用具有协同降尿酸作用，且药代动力学研究显示两药联用不影响彼此血药浓度，未增加额外毒性。

表 11：国内口服降尿酸药物对比

药物	公司	作用机制	最新临床阶段	代表性给药方案	代表性疗效数据	关键安全性数据
已上市						
多替诺雷 (Dotinurad)	富士药品等	选择性 URAT1 抑制剂	已上市	1→2→4 mg QD，总 24 周	第 24 周 sUA≤6 mg/dL：73.6%（非布司他 38.1%）	中国 III 期 TEAE 发生率与非布司他总体相近
鲁兹诺雷钠 (SHR4640)	恒瑞医药	URAT1 抑制剂	中国已上市	1 → 10 mg QD，16 周	连续两次 sUA 达标：39.7% vs 别嘌醇 26.5%；第 16 周单点达标：52.6% vs 34.5%	多数不良事件为轻中度，总体安全性可控
苯溴马隆 (Benzbromarone)	多家公司	促尿酸排泄剂/URAT1 相关	已上市	最终 50 mg QD，14 周	日本 III 期最终访视 sUA ≤ 6 mg/dL：83.6%	需关注肝功能风险；不同研究安全性口径存在差异
非布司他 (Febuxostat)	多家公司	XO 抑制剂	已上市	20→40 mg QD，总 24 周	多替诺雷中国 III 期对照组第 24 周：38.1%	临床应用成熟，需结合患者心血管风险等因素评估
别嘌醇 (Allopurinol)	多家公司	XO 抑制剂	已上市	100 → 300 mg QD，16 周	鲁兹诺雷 III 期对照：连续两次达标 26.5%；第 16 周单点 34.5%	需关注严重皮肤不良反应等已知风险
在研/未上市						
Pozdeutinurad (AR882)	Arthrosi / Sobi	URAT1 抑制剂	全球 III 期；已完成并达主要终点；中国 III 期已达到主要终点	75 mg QD；主要终点第 6 个月	REDUCE 2 第 6 个月 sUA<6 mg/dL：69.2% vs 安慰剂 8.1%	III 期总体耐受性与既往研究一致，完整长期数据仍在积累

下载日志已记录，仅供内部参考

Lingdolinurad (ABP-671)	Atom Therapeutics	URAT1 抑制剂	全球 IIb/III 期研究已完成；中国 III 期已启动	IIa 期 1-8 mg 不同方案	第 4 周各活性剂量组 sUA<6 mg/dL 约 62.5%-100%；4 mg QD 为 87.5%，安慰剂 0%	早期研究总体耐受性良好，后期大样本安全性仍需持续验证
达比诺雷 (D-0120)	益方生物	URAT1 抑制剂	中国 IIb 已完成；美国联合别嘌醇 II 期已完成	4 mg QD，4 周（IIa）	血尿酸达标率 80%（IIa）	早期临床多数药物相关 AE 为 1-2 级；后续安全性仍待更大规模研究验证
Tigulixostat (IBI128)	信达生物 / LG 化学	XO 抑制剂	中国 III 期进行中；全球后期临床开发	200 mg QD，16 周（II 期）	第 16 周 sUA<6 mg/dL：85.7% vs 非布司他 40 mg 18.2%	多数 AE 轻中度，现有研究总体耐受性良好
THDBH151	通化东宝	XO/URAT1 双靶点抑制剂	IIa 完成	150 mg QD，4 周	第 28 天 0-24 h 平均 sUA 较基线下降 49.3% vs 非布司他 80 mg 43.4%（该指标为降幅，非达标率）	总体 AE 发生率与安慰剂接近；未见治疗相关 SAE 或导致停药事件

数据来源：公司公告，NMPA，Pubmed，东北证券

目前，D-0120 的临床开发进展顺利，其在中国开展的多中心、随机、平行对照 IIb 期临床试验已于 2024 年 11 月完成，完整研究结果尚待进一步公开披露。在美国开展的 D-0120 联合别嘌醇 II 期临床试验亦已完成患者入组及随访。公司正在结合现有临床数据推进 D-0120 联合治疗方案及潜在 III 期临床开发。

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1.48/2.71/4.26 亿元，同比增长 296.4%/83.3%/57.2%；归母净利润分别为-2.87/-2.26/-2.24 亿元。随着已上市产品持续放量及核心自研管线逐步进入商业化阶段，公司收入有望保持较快增长，亏损逐步收窄。

核心假设：

（1）已上市产品：贝福替尼、格索雷塞均已进入商业化放量阶段，随着医保覆盖及合作方市场推广持续推进，产品销售有望保持增长，并持续贡献销售分成收入；同时，新适应症拓展有望进一步打开产品成长空间。

（2）核心自研管线：D-0502、D-2570 均已进入关键临床阶段，其中 D-2570 银屑病 III 期持续推进，D-0120 临床开发稳步开展。随着核心管线逐步完成临床验证并向商业化阶段迈进，有望成为公司中长期收入增长的重要驱动力。

（3）潜在增量：当前盈利预测主要基于核心产品商业化贡献，暂不考虑 D-2570 潜在海外 BD 首付款及里程碑等一次性授权收入。若后续海外合作顺利落地，有望带来额外收入及现金流增量。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 12：益方生物业务拆分预测（亿元）

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
贝福替尼	未披露	未披露	1.16	1.93	2.84
YOY	—	—	—	66.9%	47.0%
格索雷塞	未披露	未披露	0.32	0.61	0.78
YOY	—	—	—	88.9%	28.6%
D-0502（SERD）	未披露	未披露	0.00	0.00	0.13
YOY	—	—	—	—	—
D-0120（URAT1）	未披露	未披露	0.00	0.01	0.08
YOY	—	—	—	—	693.8%
D-2570（TYK2）	未披露	未披露	0.00	0.16	0.43
YOY	—	—	—	—	166.4%
核心产品收入合计	1.69	0.37	1.48	2.71	4.26
YOY	(9.0%)	(77.9%)	296.4%	83.3%	57.2%

数据来源：公司公告，东北证券

6.2. 投资建议

公司正由研发投入期逐步迈向商业化兑现阶段，贝福替尼、格索雷塞提供近期收入支撑，D-2570、D-0502 及 D-0120 构成中长期成长动力。考虑最新业绩及核心管线进展，暂不考虑 D-2570 潜在海外 BD 等一次性收入，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1.48/2.71/4.26 亿元。随着贝福替尼、格索雷塞持续放量，以及 D-2570、D-0502、D-0120 等核心自研管线逐步进入商业化兑现阶段，公司收入有望保持较快增长。首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

7. 风险提示

（1）临床研发及审批风险：D-2570、D-0502、D-0120 等核心管线临床进展、关键数据或上市审批进度不及预期。

（2）商业化风险：贝福替尼、格索雷塞及后续自研产品销售推广和市场放量不及预期。

（3）海外合作风险：D-2570 等核心产品海外 BD 合作进度、合作条款或后续执行情况不及预期。

（4）行业及竞争风险：创新药市场竞争加剧，医保谈判及产品降价幅度超预期，可能影响产品收入及盈利能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,381	1,029	775	573
交易性金融资产	154	155	157	159
应收款项	85	102	139	136
存货	0	0	0	2
其他流动资产	11	11	11	11
流动资产合计	**1,651**	**1,336**	**1,129**	**910**
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	9	8	10	13
无形资产	1	1	0	0
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	**53**	**53**	**43**	**41**
资产总计	**1,704**	**1,390**	**1,171**	**951**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	115	95	100	105
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	7	6	6	6
流动负债合计	**149**	**124**	**136**	**137**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	19	10	3	3
长期负债合计	**19**	**10**	**3**	**3**
负债合计	**168**	**133**	**139**	**140**
归属于母公司股东权益合计	1,536	1,256	1,032	811
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	**1,704**	**1,390**	**1,171**	**951**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**37**	**148**	**271**	**426**
营业成本	5	16	25	61
营业税金及附加	0	0	1	1
资产减值损失	0	-1	-2	-3
销售费用	0	0	0	26
管理费用	45	50	51	53
财务费用	-23	1	2	3
公允价值变动净收益	2	2	1	2
投资净收益	1	1	2	3
营业利润	**-317**	**-287**	**-226**	**-224**
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	**-317**	**-287**	**-226**	**-224**
所得税	0	0	0	0
净利润	-317	-287	-226	-224
归属于母公司净利润	**-317**	**-287**	**-226**	**-224**
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	**-317**	**-287**	**-226**	**-224**
资产减值准备	13	1	2	3
折旧及摊销	16	20	18	8
公允价值变动损失	-2	-2	-1	-2
财务费用	-12	1	2	3
投资损失	-1	-1	-2	-3
运营资本变动	148	-60	-33	20
其他	0	0	0	0
经营活动净现金流量	**-155**	**-328**	**-241**	**-195**
投资活动净现金流量	**-26**	**-20**	**-5**	**-4**
融资活动净现金流量	**-6**	**-4**	**-8**	**-3**
企业自由现金流	**-261**	**-336**	**-248**	**-202**

财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标				
每股收益（元）	-0.55	-0.49	-0.39	-0.39
每股净资产（元）	2.66	2.17	1.78	1.40
每股经营性现金流量（元）	-0.27	-0.57	-0.41	-0.34
成长性指标				
营业收入增长率	-77.9%	296.4%	83.3%	57.2%
净利润增长率	-31.9%	9.5%	21.3%	0.8%
盈利能力指标				
毛利率	86.5%	89.4%	90.8%	85.6%
净利润率	-849.7%	-194.1%	-83.3%	-52.6%
运营效率指标				
应收账款周转天数	1,206.81	227.90	160.34	115.95
存货周转天数	—	—	—	5.00
偿债能力指标				
资产负债率	9.8%	9.6%	11.9%	14.7%
流动比率	11.09	10.79	8.31	6.66
速动比率	10.90	10.48	7.99	6.43
费用率指标				
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%
管理费用率	121.4%	33.8%	18.8%	12.4%
财务费用率	-60.7%	0.5%	0.6%	0.6%
分红指标				
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E（倍）	-49.72	—	—	—
P/B（倍）	10.26	7.47	9.09	11.57
P/S（倍）	422.48	63.49	34.63	22.03
净资产收益率	-18.9%	-22.8%	-21.9%	-27.6%

资料来源：东北证券

股息收益率 =（ 年度每股现金红利总和 / 年末收盘价 ）*100%。

下载日志已记录，仅供内部参考

研究团队简介：

叶菁：东北证券医疗大健康行业首席分析师，华中科技大学同济医学院本硕，2017 年-2022 年曾任职中国国际医药卫生有限公司/国药医疗健康产业有限公司投资管理部，中国医学装备协会眼科专业委员会第三届委员。

赵耀：复旦大学医学博士，曾任复旦大学附属中山医院临床医生，2026 年入职东北证券，覆盖创新药方向。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

下载日志已记录，仅供内部参考

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630