

4576 東証グロース

デ・ウエスタン・セラピテクス研究所

Kabugami Research Report

眼科創薬

H-1337

K-321

DWR-2206

Bondlido

千寿製薬

低位事件修復候補

www.kabugami.jp V3.0 自有评级

B | 低位事件修复候选型

Kabugami V3.0 Score	Rating	Type
64 / 100	B	事件驱动观察型 低位事件修复候选

デ・ウエスタン・セラピテクス研究所 并不是一家可以用传统 PE/PB 直接理解的生物医药公司。它的核心矛盾在于：旧 royalty 正在退潮，新管线还没有完全接上，但手里又确实握着 H-1337、K-321、DWR-2206、Bondlido、H-1129 等多个真实资产。它不是安全高分红股，也不是空心故事股，而是一只处在低位、需要产业事件证明自己的眼科资产包型小型 biotech。

本报告性质：本报告为 www.kabugami.jp 基于公开资料、企业披露资料、四季报数据、TradingView 公开图表及自有研究框架所作的自用研究记录的公开分享。本报告不构成投资助言、投资勧誘、买卖推荐、收益保证或价格预测。

生成日期：2026-06-22

目录

0. 阅读导引	本报告如何阅读 / 为什么不是传统券商研报
1. 企业内容客观呈现	1.1 基本档案 1.2 四季报特色与业务标签 1.3 收入结构与管线 1.4 业绩、盈利与估值 1.5 财务安全性 1.6 股东结构 1.7 Growth 2030 规则 1.8 客观层小结
2. ChatGPT 与 kabugami.jp 协同研究挖掘	从“亏损小生物股”挖到“眼科资产包型事件公司”。重点包括 H-1337、K-321、DWR-2206、Bondlido、H-1129、 DW-1002、DW-1001、共同研究与平台价值。
3. Kabugami Quantum Trend Layer	自适应非线性阻尼振荡模型による状态空间观察。重点观察月线 黄灯、绿灯、灰色 RSET 区块与多周期同步换气。
4. Kabugami V3.0 Score	固定权重评分体系与正式评级
5. 最终判断	为什么是 B，为什么不是 B+ / A，什么情况下可以上修
6. 风险与免责声明	临床、融资、稀释、商业化与技术结构风险
7. 资料来源	公司公告、四季报、官方 IR、监管与产业资料
8. 彩蛋	税损、轻组织资产包、JIT 与再定位平台

0. 阅读导引

本报告不是传统意义上的券商研报。它不是为了告诉读者“明天涨不涨”，也不是为了给出某个价格目标。
www.kabugami.jp 的研究方式更接近一种自用投资笔记系统：先把企业最基本、最客观的部分整理清楚，再顺着公开资料往下挖，看看这家公司是否存在被市场忽视的结构性价值，最后用 Kabugami 自有图表模型观察市场定价是否已经开始出现变化。

4576 的难点在于：它不是 4243 ニックス 那种账上现金、低 PBR、稳定利润的小型制造股；也不是 2315 那种更偏市场结构和题材脉冲的案例。它更像一个低位 biotech 资产包：真实资产不少，但每一条资产都还要通过临床、合作、销售或监管来证明。

三层阅读方式

层次	本报告回答的问题	阅读重点
第一层：企业内容客观呈现	这家公司是谁、做什么、业绩如何、财务能否撑住、股东结构怎样	尽量接近季报式表达，只把事实摆清楚
第二层：协同研究挖掘	这些管线到底有没有价值？竞争对手是谁？故事会不会断？有没有产业方验证？	这是报告主体，重点看亮点、疑点、未确认点
第三层：Kabugami Quantum Trend Layer	市场是否已经从“融资生存体”重新理解为“低位事件修复体”？	不输出买卖点，只观察状态、阻尼、能量与相变时间窗

在这套框架下，4576 的核心不是“便宜不便宜”，而是它能否在 2026-2027 年把技术故事交给产业方、销售方或监管数据来验证。没有验证，它还是持续亏损、持续融资的小生物股；有验证，它才可能被市场重新看作一个眼科资产包。

1. 企业内容客观呈现

数据来源于四季报截图、公司公开资料、2026 年 12 月期第 1 四半期短信、公司 IR 资料以及公开股价资料。本层不追求故事，只追求客观把公司摆清楚。

1.1 基本档案

项目	内容
证券代码	4576
公司名	デ・ウエスタン・セラピテクス研究所
英文名	D.Western Therapeutics Institute, Inc.
市场	东证グロース
所属行业 / 标签	医药品 / バイオテクノロジー / バイオベンチャー / 先端医薬 / 眼科
四季报设立年月	2004 年 11 月
公司源流	1999 年 2 月有限会社設立；2004 年株式会社化；2009 年 10 月上市
总部	名古屋市中区錦 1-18-11
开发研究所	三重大学相关研究拠点
员工数	连结 19 名 / 单体 19 名；公司事业计划中役职员数为 30 名口径
平均年龄 / 年收	50.8 岁 / 666 万円
最近決算发表日	2026/05/14
比较会社	4527 ロート製薬、4596 窪田製薬 HD、4890 坪田ラボ

这里有一个容易误读的小点。四季报写 2004 年设立，但公司官方沿革显示源流可追溯到 1999 年，2004 年是株式会社化时间。因此，4576 并不是近年突然出现的空壳生物股，而是一家有二十多年创药历史的三重大学发眼科创药企业。

1.2 四季报特色与业务标签

四季报特色写得非常浓缩：三重大学発創薬ベンチャー。プロテインキナーゼ阻害剤開発技術はじめ眼病治療薬開発に集中。翻成人话：它不是卖大众药品的大药企，而是把资源集中在眼科疾病治疗药，尤其是蛋白激酶 / Rho kinase 抑制剂相关开发上的小型创药公司。

信用	医薬品	バイオテクノロジー	バイオベンチャー	眼科	先端医薬
----	-----	-----------	----------	----	------

四季报还给出“創薬 100【海外】85”。这句话不能简单理解为“海外销售能力很强”。更准确地说，公司收入几乎全部来自创药相关业务，其中海外收入占比很高，主要与 DW-1002 / TissueBlue 等授权 royalty 由海外合作方回流有关。它看起来国际化，但公司本体仍是日本本土的小型研发与授权平台。

1.3 主营业务结构：不是卖药，而是卖“药物资产的权利”

DWTI 的商业模式很清楚：自己发现或引入药物候选物，推进早期研究和临床开发，再授权给制药企业或共同开发伙伴。收入来源包括契约一时金、开发 milestone、上市后 royalty、共同开发成果分配等。

收入/价值来源	对应资产	说人话解释
上市产品 royalty	GLA-ALPHA、DW-1002 等	已经有产品卖出去，但旧 royalty 正在衰减
开发 milestone	K-321、DW-1002 等	合作方推进到某个临床或申报节点，公司可能取得收入
授权 / 期权合同	H-1337 / 千寿製薬	产业方先获得观察与未来权利，若行使可带来一时金、milestone、royalty
共同开发成果分配	DW-5LBT / Bondlido	不是 DWTI 自己卖药，而是根据与 MedRx 的合同获得成果分配
再生医疗收益权	DWR-2206	Phase III 以后 DWTI 不承担开发成本的结构，使其更像远期收益权资产

1.4 业绩、盈利能力与估值

决算期	売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS	配当
2023/12	428	-798	-796	-812	-25.6	0
2024/12	471	-1,209	-1,228	-1,290	-36.7	0
2025/12	387	-619	-630	-632	-13.2	0
2026/12 予	300	-780	-800	-800	-13.9	0
2027/12 予	450	-900	-900	-900	-15.7	0

这张表的核心很残酷：收入规模很小，亏损不是偶发，而是结构性持续。2025 年亏损缩小，不代表盈利能力已经改善，而更多是费用节奏、融资修复和研发支出变化后的阶段性结果。2026、2027 年四季报仍预计亏损扩大，说明公司还处于“用研发投入等待未来资产兑现”的阶段。

估值上，四季报截图显示时价总额约 40 亿日元、实绩 PBR 约 2.96 倍、预测配当利回り 0%。这说明它不是账面便宜股，也不是高股息股。市场给它的不是净资产价值，而是上市平台价值、管线期权价值、合作合同价值和未来事件价值。

1.5 财务安全性：短期资产负债未断裂，经营现金流仍耗血

指标	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/12
ROE	-7.4%	-23.2%	-63.5%	-176.3%	-44.1%
ROA	-6.1%	-14.6%	-34.3%	-77.3%	-29.2%
EBITDA(百万円)	-126	-259	-750	-1,160	-572

财务杠杆	1.2 倍	1.5 倍	1.8 倍	2.2 倍	1.5 倍
Net D/E	-0.8 倍	-0.8 倍	-0.8 倍	-0.5 倍	-0.8 倍

四季报给“安全性 4”，这并不是说公司经营安全，而是说资产负债表短期没有崩坏。2026 年 Q1 末现金及存款约 15.39 亿日元，自己资本比率 66.7%。但公司同时明确披露，因为创药研究和临床开发费用先于收入发生，持续营业亏损和经营现金流为负，存在让持续经营前提产生重大疑义的状况。公司认为当面资金已确保，所以未确认“持续经营重要不确定性”。

说人话：短期不会马上死，但长期不能躺平。按年亏损 8-9 亿日元的节奏，再加上 Q1 后千寿约 2 亿日元出资，现金缓冲不是没有，但也不足以让公司舒舒服服把所有 Phase III 慢慢做完。它必须在 2026-2027 年把至少一条管线变成产业交易、销售收入或非稀释性资金。

1.6 股东结构：2025 年末仍散户化，2026 年开始出现产业锚点

排名	股东	持股比例	持股数
1	日高有一	9.49%	5,150,600
2	楽天証券共有口	4.26%	2,311,900
3	MSIP クライアントセキュリティーズ	2.08%	1,130,200
4	SBI 証券	1.63%	885,918
5	株式会社ミートプランニング	1.56%	850,000
6	日高万由子	1.34%	730,000
7	SMBC 日興証券	1.09%	592,300
8	日高弘義	0.79%	428,800
9	日本証券金融	0.66%	360,500
10	モルガン・スタンレー MUFG 証券	0.56%	306,113

2025 年末的股东结构高度散户化。股东总数约 19,533 名，单元股主数约 18,947 名，投资信托几乎没有，年金信托也几乎没有。前十大里有多个证券账户，而不是大型长期机构。这样的结构会放大事件行情，也会放大回落。

但 2026 年 4 月后，情况出现了一个新变量：千寿製薬以第三者割当方式出资约 2 亿日元，取得约 215 万股。它不是控股股东，但作为眼科专业产业方，它让 4576 从“散户化融资生物股”开始出现一个产业锚点。

1.7 Growth 市场 2030 规则：制度压力不是背景，而是倒计时

东京证券交易所 Growth 市场的上市维持标准将从 2030 年起强化为“上市后 5 年时价总额 100 亿日元以上”。对现在市值约 40 亿日元级别的 4576 来说，这不是遥远背景，而是制度性外力。

如果按约 5,700 万股级别的发行股数粗算，100 亿日元市值大约对应 175 日元附近。这里不是目标价，也不是预测，只是帮助读者理解：Growth 规则要求的是公司市值结构性抬升，而不是小幅波动。

4576 未来不是只能“继续融资等临床”。它可能被迫选择：继续融资冲市值、找更深产业合作、转向 Standard 市场、资产转让、资本业务提携升级，甚至被收购或业务重组。Growth 规则把“市值经营能力”变成了公司必须回答的问题。

1.8 客观层小结

从客观数据看，4576 不是一只传统意义上的好公司。它没有盈利，没有分红，PBR 不低，收入小，亏损持续，未来还需要研发投入。

但它也不是完全空心的生物垃圾股。它有已经上市的历史产品，有 GLA-ALPHA 亚洲推进，有 DW-1002 老 royalty 尾部，有 H-1337、K-321、DWR-2206、Bondlido、H-1129 等多个真实资产，有 Kowa、Senju、DORC、Wakamoto、Rohto、MedRx、ActualEyes 等合作关系。

第一层给出的结论是：4576 是一家短期资产负债表尚未崩坏、但经营层面持续耗血的眼科创药资产平台。它值得进入深挖层，不是因为财务数据好看，而是因为多个资产正处在“旧收入退潮、新收入接力”的交界处。

2. ChatGPT 与 kabugami.jp 协同研究挖掘

这一层是本报告的核心。我们不把 4576 简单写成“生物医药股、眼科、千寿入股”这种一句话故事，而是逐个产品拆开：它到底治疗什么？对患者有什么用？竞争对手是谁？公司能拿到什么钱？故事在哪些地方可能讲不下去？

2.1 真正的研究入口：它不是药厂，而是眼科资产包

DWTI 最大的研究难点，是它很容易被误解成普通亏损生物股。只看损益表，它确实难看；只看 PBR，它也不便宜；只看四季报两星，它甚至不像值得研究的公司。

但小型创药公司的价值从来不在当下 PE，而在资产组合。如果资产组合只有一个早期项目，那风险很大；如果资产组合里有已经上市产品、后期临床、销售伙伴、产业方期权、共同开发收益权、再定位资产，那么它就变成一个需要逐层拆解的资产包。4576 正是后者。

本报告对 4576 的核心定位：低位眼科资产包型事件公司。不是安全股，不是分红股，也不是纯空气故事股。它能不能从 B 变成 B+，取决于 2026-2027 年有没有一个资产从“研发进展”升级为“产业交易或现金流”。

2.2 管线总览：不要把所有管线混成一句故事

资产	适应症/用途	合作方/权利结构	现在看点	核心疑点
H-1337	青光眼 / 高眼压症	DWTI 自研；千寿获得亚洲期权与区域外优先拒绝权	日本与美国 Phase III 准备，千寿产业验证	能否证明比现有 ROCK 药更好；Phase III 设计是否过关
K-321	FECD, Fuchs 角膜内皮营养不良	Kowa 推进；DWTI 授权收益	两个全球 Phase III 观察期已完成，等待分析	DWTI 被动受益；商业路径取决于手术配套接受度
DWR-2206	水泡性角膜症，再生医疗细胞产品	ActualEyes 共同开发；Phase III 后 DWTI 不承担成本的结构	高医疗需求，Phase II 观察完成	细胞治疗商业化难，已有 Vyznova 上市竞争
DW-5LBT / Bondlido	带状疱疹后神经痛 lidocaine patch	MedRx 共同开发；Terrain 美国销售基本合意	2026 下半年美国上市准备	批准不等于卖得动；医保和销售伙伴能力关键
DW-1002	眼科手术染色辅助剂 BBG/TissueBlue	DORC/Wakamoto 授权	旧 royalty 尾部，日本/美国/中国适应症尾巴	美国以外专利到期，旧现金流衰减
GLA-ALPHA / GLANATEC	青光眼 / 高眼压症	Kowa	GLA-ALPHA 亚洲上市推进	GLANATEC 老 royalty 结束，复方能否补足不确定
H-1129	免疫异常相关角结膜疾病	自研再定位	旧失败资产转新适应症	具体疾病未公开，价值高度不透明
DW-1001	非公开眼科适应症	Rohto 日本权利	低披露度 Rohto 线索	未来开发计划仍由合作方检讨

2.3 H-1337：主线资产，但不是闭眼成功

H-1337 是 4576 当前最重要的主线资产。它来自公司以 protein kinase inhibitor 为中心积累的化合物库，目标是青光眼和高眼压症。青光眼的核心问题是眼压长期过高会损害视神经，造成不可逆的视觉功能损失。降低眼压，是现有治疗的关键目标。

H-1337 的机制属于 ROCK inhibitor 路线。说人话，房水排出像眼睛里的排水系统，如果排不顺，眼压就上去。ROCK inhibitor 的思路，是通过调节小梁网 / Schlemm 管相关通路，促进房水外流，从而降低眼压。

为什么它有价值

青光眼市场并不是没有药。PG 系药物、 β 阻滞剂、 α_2 受体激动剂、碳酸酐酶抑制剂、复方制剂、手术和器械方案都存在。H-1337 的价值不在于“市场没有药”，而在于现有药物仍不能满足所有患者，很多患者需要二线药、联合用药或更好的耐受性。

公司资料把 H-1337 定位为二线治疗优选候选，强调 once daily、6-7mmHg 左右眼压下降，并把结膜充血比例与 netarsudil 进行对比。这个故事能成立的前提是：它真的能在疗效和副作用之间给医生一个更好的选择。

为什么它不是稳的

H-1337 Phase IIb 结果表面不错：确认有效性，未观察到严重安全性问题。但公司资料里有一个非常重要的细节：按美国 Phase III 非劣效统计标准，H-1337 1.0% bid 在 Day 28 的 5 个时间点里有 4 个满足标准。

这句话的含义是：H-1337 不是失败，但也不是“所有时间点、所有设计都完美碾压”。Phase III 的剂量、给药频率、主要终点、对照选择和样本量设计会非常关键。

竞争对手：不是荒地，而是拥挤森林

H-1337 的敌人有两类。第一类是传统成熟药物：latanoprost、timolol、brimonidine、碳酸酐酶抑制剂、各种复方制剂。第二类是同机制或相关机制的 ROCK 药，比如 netarsudil / Rocklatan。

ROCK 类药物有一个医生和患者都知道的痛点：结膜充血，也就是红眼。netarsudil 的红眼比例并不低，Rocklatan 也有相当高的结膜充血报告。H-1337 如果要成为“更好的 ROCK 药”，必须证明自己不是另一个红眼药。

千寿製薬为什么重要

2026 年千寿製薬入股并获得 H-1337 在日本、中国、韩国、ASEAN 等区域的期权权利，同时 DWTI 授予其区域外优先拒绝权。这件事比“2 亿日元出资”本身更重要。

它意味着千寿并不是普通财务投资人，而是站到了 H-1337 未来资产重组的核心位置。千寿可能提供日本临床路径、医生网络、监管沟通和商业化经验。对 DWTI 这种 19 人公司来说，真正缺的不是科学故事，而是大规模临床和商业化路径。

H-1337 的观察点很简单：千寿有没有从“看一看”变成“真要做”。如果千寿行使权利、明确承担开发责任或让日本 Phase III 路径更清晰，H-1337 才会从 DWTI 自己的梦想，升级成产业方背书的眼科资产。

2.4 K-321：比 H-1337 更接近短中期验证的被动收益资产

K-321 是我们这次研究里越来越重视的一条线。它针对 Fuchs endothelial corneal dystrophy，简称 FECD。说人话，FECD 是角膜内皮细胞逐步受损，造成角膜水肿、混浊、视力下降的疾病。现在严重时主要靠角膜移植，而角膜移植存在供体、手术、恢复和失败风险。

K-321 的活性成分是 ripasudil hydrochloride hydrate，权利已授权给 Kowa。DWTI 的好处是：它不用自己花大钱做全球 Phase III，却保留授权收益的可能。

为什么它可能是短中期关键

2026 年 3 月，公司公告 K-321 两个全球 Phase III 试验中的剩余一个也完成观察期，意味着两个全球 Phase III 的观察期都已完成，后续进入数据收集与统计分析。Sessa 资料还提到 2027 年 FDA 申请、2028 年以后承认/上市的时间表。

这就让 K-321 的时间位置与 H-1337 不同。H-1337 还在 Phase III 准备；K-321 则已经进入“等数据和准备申报”的阶段。

它不是治疗所有 FECD，而是配合手术路径

K-321 不是普通滴眼药直接治好所有 FECD。它主要与 Descemet membrane stripping 等手术路径相关，即去除病变区域后，用眼药水帮助恢复。这个定位有优点，也有缺点。优点是专业场景明确；缺点是天花板取决于这种手术路径能不能被医生广泛接受。

竞争格局：细胞治疗、蛋白治疗、角膜移植替代方案

FECD / 角膜内皮疾病领域的竞争，不只是另一种眼药水。Aurion 的 Vyznova 已在日本用于 bullous keratopathy，Trefoil 的 TTHX1114 走 FGF-1 蛋白路线，Emmecell 的 EO2002 走磁性人角膜内皮细胞路线。它们都在试图减少传统角膜移植负担。

K-321 的优势在于便利性：如果眼药水配合手术能有效，医生使用门槛可能低于复杂细胞治疗。但它的缺点是 DWTI 不主导，商业路径由 Kowa 决定。它是低成本事件杠杆，不是经营主动权。

2.5 DWR-2206：科技含量很高，但商业化难度也很高

DWR-2206 是再生医疗细胞产品，目标是水疱性角膜症。这个病可以理解为角膜内皮功能坏了，角膜水肿，视力下降。传统治疗主要是角膜移植，但角膜移植受供体、手术难度、术后恢复和失败风险限制。

DWR-2206 的思路是把含有 ROCK inhibitor 的培养人角膜内皮细胞悬液注入眼前房，促进角膜内皮再生。这不是普通眼药水，而是“细胞治疗 + 角膜内皮再生”的高医疗需求资产。

亮点：Phase III 后 DWTI 不承担开发成本的结构

我们前面挖到一个非常关键的细节：DWR-2206 的商业结构中，DWTI 从 Phase III 以后不承担开发成本，并按收入获得一定固定比例收益。对小生物公司来说，这非常重要。因为很多公司不是药不好，而是好东西越多越烧钱。

如果 DWR-2206 真的保持这种结构，它对 DWTI 来说就不是纯烧钱管线，而更像一个保留经济权益、由合作体系承压的远期资产。

竞争：Aurion / Vyznova 已经在日本打开路径

DWR-2206 最大的现实竞争是 Aurion Biotech 的 Vyznova。Vyznova 已经在日本用于 bullous keratopathy，并获得监管和报销批准。这对 DWR-2206 是压力，也是证明。压力在于先发者不是 DWTI；证明在于监管与商业路径已经有人走通。

细胞治疗的胜负点不仅是疗效，还包括制造、质量控制、保存运输、医生培训、医院流程、报销价格和产能。DWR-2206 科学故事很好听，但商业故事更难讲。

2.6 DW-5LBT / Bondlido：已批准，但最怕“批准了也卖不动”

Bondlido 是 lidocaine topical system，用于带状疱疹后神经痛。它不是眼科主线，而是 DWTI 与 MedRx 共同开发的一条非眼科现金流桥梁资产。

2025 年 9 月，美国 FDA 批准 Bondlido。2026 年 5 月，MedRx 与 Terrain Pharmaceuticals 就美国销售提携基本条件达成合意，计划在 60 天内敲定正式独占销售许可协议，并准备 2026 年下半年上市。对 4576 来说，这是一个从“批准资产”走向“商业化准备”的重要进展。

为什么它不是 blockbuster

Bondlido 的市场并不是空白市场。它面对 Lidoderm、ZTlido、仿制 lidocaine patch、医保管理和销售渠道竞争。它的优势主要是贴附性、皮肤刺激性、运动中保持粘附力等使用体验。

为什么它仍然有价值

对 DWTI 来说，Bondlido 的战略价值不是成为超级大药王，而是提供眼科以外的收入缓冲。公司公告明确说，DWTI 会根据该产品 revenue performance 获得 profit-sharing payment。

Bondlido 的判断不能停在“FDA 批准”。真正要看 Terrain 销售能力、医保覆盖、定价、渠道和上市后收入确认。如果 2026 年下半年如期上市，它会成为 DWTI 每年一个产品上市目标的第一块拼图；如果销售不动，它只能是批准了但贡献有限的边缘资产。

2.7 DW-1002 / TissueBlue：旧现金流退潮，但尾巴不能忽略

DW-1002 是 Brilliant Blue G / BBG250，眼科手术辅助染色剂。手术中医生需要看清内界膜或晶状体囊等透明组织，染色剂就是帮助医生“看见本来看不清的东西”。这个产品来自九州大学研究，DWTI 从 Healios 取得业务，并授权给 DORC 与 Wakamoto。

过去 DW-1002 是 DWTI 的重要 royalty 来源之一。但美国以外专利已在 2025 年 12 月到期，导致部分海外 royalty 结束。2026 年 Q1 销售额骤降，也与 TissueBlue royalty 延长条件协商、收入未确认有关。

DW-1002 的真实状态不是“完全死了”，而是“旧 royalty 衰减 + 新区域/适应症尾巴”。它不能再作为成长主轴，但能解释收入波动，也可能在日本、美国、中国等区域/适应症上留下小尾巴。

2.8 GLANATEC / GLA-ALPHA: 历史验证与收入断档同时存在

Ripasudil / GLANATEC 是 DWTI 历史上最重要的验证资产之一。它是世界上较早上市的 ROCK inhibitor 机制青光眼眼药，2002 年授权给 Kowa，2014 年在日本上市。

这说明 DWTI 的技术不是完全纸上谈兵，它确实做出过上市药。但 GLANATEC 日本 royalty 已于 2024 年 9 月结束，亚洲 royalty 也逐步衰减。

GLA-ALPHA 是 ripasudil 与 brimonidine 的复方眼药，已在日本上市，并在泰国、马来西亚、新加坡等亚洲区域推进。它是现有收入的一部分，但暂时不足以覆盖研发费用。

GLANATEC 给 DWTI 的是历史验证；GLA-ALPHA 给 DWTI 的是现有小收入；但二者都不足以独自支撑公司未来。旧药证明“它曾经做成过”，不等于现在现金流安全。

2.9 H-1129: 失败资产再定位，信息差最大

H-1129 是非常有意思也非常危险的一条线。它原本做青光眼 / 高眼压症，2019 年日本 Phase III 后开发中止。后来公司从最大化资产价值的角度重新评估，在 2025 年决定把它开发为“免疫异常を基盤とする角結膜疾患”治疗药。

这类角结膜疾病可能带来干燥、充血、疼痛、视物模糊，严重时影响视觉功能。公司没有公开具体疾病，这是投资者最大的困惑。

为什么可能有惊喜

如果 H-1129 指向的是普通轻度干眼，那竞争会非常拥挤，价值有限。如果它指向的是小而重、医疗需求高、可能有 orphan 优惠的免疫性角结膜疾病，那么过去的安全性和临床数据可能帮助它降低开发成本，形成再定位价值。

为什么不能过度讲故事

失败资产再定位不是坏事，但必须回答三个问题：第一，为什么机制适合新疾病；第二，过去安全性数据能否复用；第三，新适应症的终点是否更容易达成。没有这三个答案，它可能只是旧失败资产换个名字继续讲故事。

H-1129 当前是高信息差资产。它不是主价值，但未来一旦披露具体适应症，可能立刻改变市场想象。报告中应把它写成“可期待，但必须打问号”。

2.10 DW-1001 / Rohto: 小线索，但显示眼科圈认可

DW-1001 披露度很低，适应症非公开。官网显示它是从外部引入的眼科药，采用 repositioning 思路，日本权利授权给 Rohto，2022 年日本 Phase I 完成。

这条线短期不应给太高价值。但 Rohto 不是小公司。它愿意接这个非公开眼科 repositioning 项目，说明 DWTI 的资产筛选与眼科开发能力在日本眼科圈并非完全没有认可。

DW-1001 不是主线，但它是“眼科资产网络节点”的证据之一。Kowa、Senju、Rohto、Wakamoto、DORC、ActualEyes、MedRx、Terrain 这些名字连起来，4576 就不再只是一个单线 biotech。

2.11 核心技术与专利壁垒：不是不可复制的平台，而是可交易资产包

DWTI 的技术基础包括 protein kinase inhibitor 化合物库、Drug-Western 方法和眼科评价能力。公司多年围绕蛋白激酶抑制剂建立化合物与药理经验，Ripasudil、H-1337、H-1129、DWR-2206 等资产都与这个体系有关。

但这里要冷静。大药企也能做 kinase inhibitor，DWTI 的平台不是强到别人无法复制。它真正的壁垒来自自己经积累的化合物、临床数据、专利、合作合同、监管路径和眼科合作网络。

H-1337 相关专利包括物质、用途、制造等层面。2025 年披露的制造方法专利在日本获得特许查定，此前已在美国、欧洲、中国等地成立。这类专利组合不是保证成功，但会提高资产交易时的可保护性。

2.12 新共同研究：Chordia 与 第一工業製薬显示平台被外部借用

这一点是本次深挖里非常值得写进报告的新发现。2025 年 DWTI 与 Chordia Therapeutics、第一工業製薬分别开展共同研究。

Chordia 的逻辑是：它有肿瘤管线中具备 kinase inhibitory activity 的化合物，DWTI 用自己的眼科评价技术探索能否转为眼科疾病治疗药。第一工業製薬的逻辑是：双方探索干眼治疗药，第一工業製薬负责化合物合成，DWTI 用眼科评价系统做药理试验，并在动物模型中确认药理作用后延长研究。

这说明 DWTI 不只是自己烧钱做药。它开始像一个眼科评价与 kinase repositioning 平台节点：别人有化合物，但不知道能否做眼科；DWTI 有眼科评价能力和 ROCK/kinase 经验，可以帮助把化合物转为眼科资产。

这还不是收入主线，但它是平台价值信号。如果未来这种共同研究变成更多 license-in、co-development、revenue share，DWTI 的公司形态可能从“几个旧管线续命”变成“眼科 drug repositioning / kinase ophthalmology specialist”。

2.13 公司会不会经营？研发转化已验证，市值经营仍要补课

用户最担心的是：它会不会只会技术研发和转化，不会经营，不会 M&A，不会做市值。这个问题非常关键。

从管理层看，DWTI 并不是完全没有资本市场意识。社长日高有一早年在银行体系，长期担任代表取締役社长并持有较大股份。松原さや子具备 PwC、経営共創基盤、经济产业省、海外需要开拓支援机构、花王战略部门等经历，覆盖企业战略、资金筹措、M&A、事业投资与事业开发。2026 年新增的社外独立监查等委员候选人都築伸弥曾任医药/生物行业分析师，并在ネクセラファーマ IR 部门工作。

这些信号说明公司至少意识到：光做研究不够，必须用资本市场语言讲清楚资产价值。

但知道问题在哪里，不等于已经解决问题。DWTI 到现在仍然是亏损、融资、等待事件的状态。更准确的判断

是：研发转化能力已经初步被验证；商业化经营能力尚未被验证；资本市场和 M&A 能力正在补课。

2.14 资金与稀释：公司不是靠经营变好，而是靠资本市场修复了一次

2025 年 DWTI 通过新株预约权等融资修复了资产负债表。现金增加主要来自第 12 回、第 13 回新株预约权发行与行使，而不是经营现金流好转。

第 13 回新株预约权大部分已经行使，但稀释记忆仍然压着市场心理。2026 年又有千寿第三者割当、限制性股票发行等动作。限制性股票发行数量约 50.12 万股，主要是团队激励，不是现金融资。

所以股价为什么利好后不容易飞？原因之一就是市场知道它还需要钱。每次事件行情都会被“未来会不会继续融资”的问题压制。

4576 的生存能力提高了，但质量不高。它是融资修复，不是盈利修复。真正改善股东体验的，不是再发股，而是 K-321 milestone、Bondlido 收入、H-1337 upfront/option exercise、DWR-2206 收益权等非稀释性资金。

2.15 2026 年为什么值得期待：不是一个事件，而是一组考试

4576 的 2026 年并不是等一个公告，而是同时参加几门考试。

考试	要看的不是	真正要看的
K-321 数据考试	不是“观察期完成”这句话本身	数据分析、Kowa 是否继续推进 FDA 申请
H-1337 千寿考试	不是“千寿投了 2 亿”	千寿是否行使期权、承担开发责任、明确日本 Phase III 路径
Bondlido 销售考试	不是“FDA 已批准”	Terrain 是否签正式独占销售许可、上市后收入是否可见
DWR-2206 工业化考试	不是“细胞治疗很先进”	制造、医院流程、报销、合作方、与 Vyznova 竞争的位置
H-1129 适应症考试	不是“重启开发”	具体疾病是否高医疗需求、是否可能 orphan、是否能从 Phase II 开始

这就是为什么它虽然不是安全股，却能给 B / 事件驱动观察型。它不是只有一条单线故事，而是有一组事件。只要其中一个从“研发进展”变成“交易或现金流”，市场定价逻辑就可能改变。

2.16 竞争地图：每条线都有敌人

资产	主要竞争/替代方案	最关键点
H-1337	PG 类、timolol、brimonidine、CAI、复方制剂、netarsudil/Rocklatan	能否在疗效和红眼副作用之间比现有 ROCK 药更好

K-321	角膜移植、DSO 手术、细胞治疗、Trefoil TTHX1114、Emmecell EO2002	眼药水配合手术路径能否被医生广泛接受
DWR-2206	Aurion Vyznova、角膜移植、其他角膜内皮细胞治疗	先发者已在日本上市，DWTI 如何找到差异化
Bondlido	Lidoderm、ZTlido、generic lidocaine patch、医保管理	批准后能否卖得动，销售伙伴是否强
H-1129	取决于具体适应症；可能面对 cyclosporine、类固醇、免疫抑制剂、干眼药	具体疾病不公开，故事是否足够硬还未知
DW-1002	其他眼科染色剂、术中辅助剂、专利到期后的竞争	旧 royalty 衰减后尾部价值有限

因此，4576 不能被写成“所有管线都很美”。正确写法应该是：每条线都存在竞争和疑点，但每条线也都不是空故事。它是一组真实但未完全兑现的资产。

2.17 未确认的关键问题

未确认点	为什么重要
H-1337 Phase III 方案	决定它是强临床资产还是继续停留在有希望阶段
千寿是否行使期权	决定产业方验证是否从观察变成投入
K-321 数据质量	决定最接近中期验证的资产能否形成 milestone / 估值修复
Bondlido 正式销售合同与收入	决定已批准资产是否变成现金流补丁
DWR-2206 Phase III 与制造/商业化路径	决定再生医疗资产是否可产业化
H-1129 具体适应症	决定它是普通竞赛赛道还是高未满足需求小赛道
后续融资方式	决定事件价值是否被稀释吞噬
资本业务合作/M&A 能力	决定公司能否从研发型生存体变成资产包平台

2.18 协同研究层小结

4576 最珍贵的地方，不是某一个产品足够确定，而是多个资产正在同一时间进入验证阶段。H-1337 有千寿靠近资产；K-321 已到全球 Phase III 观察期完成；Bondlido 已批准并找到 Terrain 销售提携基本合意；DWR-2206 有再生医疗意义且后期成本结构对 DWTI 较友好；H-1129 则是高信息差再定位资产。

它的最大风险也正是同一个地方：这些资产目前还没有形成稳定现金流。旧 royalty 已经退潮，新产品还没有接上，现金靠融资修复，股价靠事件维持想象。

所以，4576 的第二层结论是：这不是安全股，也不是空心故事股。它是一家已经有产品化经验、合作方网络和多个后期资产的小型眼科资产包公司。真正的核心问题只有一句：2026 年，它能不能把技术故事卖给产业方，而不是继续卖给散户。

2.19 深水区：把今天讨论过的细节全部放回报告

前面的协同研究层已经把主要结论讲清楚，但为了避免报告变成“高度提炼版”，本节把今天讨论中最有价值的来龙去脉重新铺开。这里不追求短，而追求让普通读者也能跟着理解：一个产品为什么有价值，为什么又不能太乐观；一个公告为什么不是简单利好，而是有复杂含义；一个生物股为什么可能从融资生存体，转成产业资产包。

本节可以理解为报告的“深水区”。它的目标不是再造新结论，而是把所有重要推理链保留下来，避免读者只看到结论却看不到判断是怎么来的。

2.20 H-1337 深水区：青光眼主线的真正胜负

H-1337 是 4576 最容易被市场拿来讲故事的资产。因为它有几个好听的关键词：自研、青光眼、ROCK inhibitor、美国 Phase IIb 完成、千寿製薬入股、日美 Phase III 准备。问题是，正因为这些词太好讲，报告更不能只把它写成“有希望”。

青光眼治疗的本质，是长期控制眼压，避免视神经继续受损。患者不是吃一次药就结束，而是往往要多年甚至终身用药。因此医生特别看重三件事：疗效够不够稳定，副作用能不能长期接受，用药方式是否方便。H-1337 如果只是又能降一点眼压，但红眼明显、长期安全性不清晰，它很难真正变成大产品。

这就是为什么我们必须把 netarsudil 和 Rocklatan 放进对照。ROCK inhibitor 机制有潜力，但红眼是经典问题。公司资料里 H-1337 的结膜充血比例看起来低于 netarsudil，但 Phase IIb 时间只有约四周，长期给药副作用还未知。青光眼药最怕短期数据漂亮，长期依从性一般。

H-1337 Phase IIb 中“5 个时间点里有 4 个满足严格非劣效标准”这个细节，一定要写给读者。它不是坏消息，但它提醒我们：Phase III 不是走过场。剂量、给药频率、终点、对照药、统计设计，都会决定这个资产是向前一步，还是卡在临床设计的缝里。

H-1337 的真正问题不是“有没有药效”，而是“药效、副作用、用药便利性和 Phase III 设计能否形成一个足够可交易的资产”。千寿製薬的出现，正是为了补 DWTI 自己不擅长的临床路径和产业化能力。

千寿製薬这次合作不能只写成“2 亿日元出资”。更重要的是 H-1337 亚洲区域期权和区域外优先拒绝权。这个结构很像产业方先把手放在资产旁边：日本、中国、韩国、ASEAN 等区域先拿观察和转换权，其他区域也保留未来优先介入窗口。

这不是收购，但它改变了 H-1337 的资产状态。过去 H-1337 是 DWTI 自己举着的管线；合作后，它变成千寿也需要评估、支持、并可能深度介入的眼科资产。对市场来说，这种产业方贴近程度，比单纯公司自己说“Phase III 准备中”更有含义。

不过，千寿仍然是期权方，不是已经全盘接手的买方。如果未来几个月到一年内，它没有进一步行使权利、没有承担更明确开发责任，H-1337 的市场热度可能会逐渐变弱。换句话说，千寿现在给了 H-1337 一张入场券，但还没有给出终局答案。

2.21 K-321 深水区：最安静但可能最快验证的资产

如果只看市场讨论，很多人会把 H-1337 放在最前面。但从事件时间位置看，K-321 可能更接近短中期验证。它不是 DWTI 自己烧钱做的主战场，而是 Kowa 作为 licensee 推进的全球 Phase III 资产。

K-321 的疾病 FECD，在日本患者较少，但欧美常见。它的问题在角膜内皮。角膜像一块透明玻璃，内皮细胞负责维持水分平衡。一旦内皮坏掉，角膜水肿、混浊，视力下降。严重时现在主要靠角膜移植。

K-321 的定位不是“滴眼药治好所有 FECD”，而是在 Descemet membrane stripping 这样的手术后，帮助角膜恢复。这是一个非常专业的场景，所以它不会像普通干眼药那样面对海量患者。但专业场景也意味着医生路径、手术流程和疗效终点更清晰。

2026 年 3 月，两个全球 Phase III 观察期全部完成，这个节点很重要。很多早期管线讲的是十年以后；K-321 已经进入数据收集和统计分析。这让它成为 4576 资产包里“最接近中期外部验证”的一条线。

K-321 的美感在于：DWTI 不承担主要后期开发成本，却可能保留 milestone / royalty 的受益权。这对持续亏损小生物公司非常珍贵。

它的疑点也要清楚。Kowa 控制临床、申报、商业化节奏，DWTI 是被动受益者。数据好，DWTI 受益；数据不好，DWTI 没法改变结局。这个资产给的是事件杠杆，不是经营主动权。

竞争上，K-321 面对的不是另一瓶普通眼药水，而是角膜内皮疾病整体治疗路径的变化。细胞治疗、蛋白治疗、角膜移植替代方案都在走。它的优势可能是便利与成本，劣势是疗效强度和适用场景可能受限。

因此报告里对 K-321 的表述要非常平衡：它是 4576 最值得盯的低消耗后期资产，但不能把它写成确定成功。它需要数据，而数据不是故事能替代的。

2.22 DWR-2206 深水区：再生医疗的光与重

DWR-2206 是整个资产包里科技含量最高的一条线。普通眼药水是给患者滴药，而 DWR-2206 是把培养的人角膜内皮细胞悬液注入眼前房，配合 ROCK inhibitor，试图让角膜内皮恢复功能。

如果用老百姓能理解的话说：角膜内皮像玻璃背面的排水和保洁系统，坏了以后角膜就会水肿、发白、视力下降。传统治疗是换角膜，但换角膜受供体、手术难度、排斥、恢复期等限制。DWR-2206 想做的是“把细胞送进去，让这个系统重新工作”。

它的医疗意义是真实的。水疱性角膜症不是小痛小痒，如果严重，患者生活质量会明显下降。能够减少角膜移植负担的治疗，方向上有价值。

但再生医疗最难的地方也在这里。它不是一个药瓶，而是一整套生产、质量控制、冷链、医院流程、医生培训、报销和手术配套体系。小公司自己很难完成，所以必须看合作方体系。

DWR-2206 的关键亮点是：根据目前资料，Phase III 以后 DWTI 不承担开发成本，并按收入获得固定比例收益。这让它从“烧钱黑洞”变成“远期收益权资产”。

竞争上，Aurion 的 Vyznova 已经在日本用于 bullous keratopathy 并获得报销，这对 DWR-2206 是双重信号。坏处是 DWTI 不是先发者；好处是这条路已经被证明能被监管和医疗体系接受。

所以 DWR-2206 不能写成“独创蓝海”。更准确的写法是：它站在一个已经被先行者打开的角膜内皮再生医疗赛道里，未来要靠疗效、成本、制造、流程和合作方执行力证明自己的位置。

2.23 Bondlido 深水区：最不像眼科主线，却最可能先贡献收入

Bondlido 很有趣，因为它不属于 DWTI 的眼科主线，却可能是公司最先变成销售收入或成果分配的资产。它的适应症是带状疱疹后神经痛，产品是 lidocaine patch。

为什么 DWTI 会有这条线？这来自与 MedRx 的共同开发。MedRx 有 ILTS 离子液体经皮吸收技术，Bondlido 想在已有 Lidoderm 市场上做出更好的贴剂体验。

2025 年 FDA 批准是第一步。但这一步只是监管成功，不是商业成功。美国药品市场里，approved 只是能上场，能不能卖、卖多少、医保能不能进、医生愿不愿开、药房渠道有没有，都还要单独证明。

2026 年 5 月 Terrain Pharmaceuticals 基本合意，是第二步。它说明销售伙伴终于出现，而且对方有 topical analgesics、贴剂、半固体制剂、lidocaine/NSAIDs 产品市场化经验。

Bondlido 的报告写法要克制：它不是 blockbuster，不是眼科护城河，但它是“已批准 + 销售伙伴基本合意 + 2026 下半年上市准备”的现金流桥梁。对一个持续亏损 biotech，这种桥梁比想象中重要。

真正要盯的是正式合同有没有在 60 天左右签成，是否为独占销售许可，上市准备是否如期，上市后收入是否足以让 DWTI 获得可见的 profit-sharing payment。

如果它卖得一般，它就是小补丁；如果它销售顺利，它会改变市场对 DWTI 的印象：公司不是只有眼科临床梦，也有已经获批并能商业化的产品收益。

2.24 DW-1002 与 GLANATEC：旧现金流为什么不能简单丢掉

很多投资者看生物股，容易只看新管线，忽略旧产品。但对 DWTI 来说，旧产品恰恰是理解它的关键。因为旧产品告诉我们：这家公司不是完全没有把药做出来过。

GLANATEC 是世界上较早上市的 ROCK inhibitor 青光眼药。它证明 DWTI 的技术能变成上市产品，也证明 Kowa 这种产业方曾经愿意长期推进它的资产。

DW-1002 / TissueBlue 是眼科手术染色辅助剂。这个产品听起来不性感，但手术中医生需要通过染色看清组织，它是非常实用的小专业产品。通过 DORC 在欧洲等区域销售，它曾经给公司带来海外 royalty。

问题是，旧 royalty 正在退潮。GLANATEC 日本 royalty 已结束，DW-1002 美国以外专利也在 2025 年 12 月到期。2026 年 Q1 销售额骤降，部分原因是 TissueBlue royalty 延长条件仍在协商，收入确认被延后，但更大的背景是旧现金流不再稳定。

旧产品给公司的不是未来成长，而是可信度。它证明 DWTI 曾经做出过上市药；但旧产品的现金流不能再支撑未来，新的 H-1337、K-321、DWR-2206、Bondlido 必须接上。

这也是 4576 的核心矛盾：如果它是完全没有上市经验的 biotech，可能不值得深挖；但如果它只是旧 royalty 公司，旧收入衰退又会让估值下降。它必须从旧产品的历史验证，走向新产品的新收入。

2.25 H-1129 与 DW-1001：信息不透明资产怎么写才不失真

H-1129 和 DW-1001 的共同特点是披露度低。它们都不能作为当前估值主线，但都不能完全忽略。

H-1129 的历史很复杂。它曾经做青光眼，推进到日本 Phase III 后失败停止。现在公司重新定位到免疫异常相关角结膜疾病。这里的关键不在“重启”两个字，而在它具体瞄准什么疾病。

如果是普通干眼，竞争会很拥挤，日本已有 Diquas、Mucosta，美国有 Restasis、Xiidra、Eysuvis 等路径。如果是春季卡他性角结膜炎、严重免疫性眼表炎症、或其他小而重疾病，那又是完全不同的估值逻辑。

H-1129 当前最值得等待的，不是公司说“准备 Phase II”，而是具体适应症披露。一旦披露，市场才能判断它是普通大赛道慢开发，还是高未满足需求的小赛道快速推进。

DW-1001 则是 Rohto 线索。它适应症未公开，但日本权利授权给 Rohto，并完成 Phase I。这不是估值主线，却说明 DWTI 的眼科资产筛选并非只被 Kowa 或 Senju 看见。

对报告来说，H-1129 可以写成高信息差再定位资产；DW-1001 可以写成低披露度眼科合作线索。二者都不能夸大，但它们让 DWTI 的资产包更立体。

2.26 Chordia 与 第一工業製薬：平台价值的蛛丝马迹

这一点是本次深挖最值得保留的部分之一。DWTI 与 Chordia、第一工業製薬的共同研究，说明它不是只靠自己几个旧管线继续讲故事。

Chordia 的研究逻辑很有意思：Chordia 有具 kinase inhibitory activity 的化合物，DWTI 利用自己的眼科评价技术看它能不能成为眼科疾病治疗药。这里 DWTI 扮演的角色，不是“我有一个药”，而是“我能帮你判断这个化合物能不能做眼科”。

第一工業製薬干眼共同研究也是类似逻辑。第一工業製薬负责化合物合成，DWTI 负责眼科评价和药理试验。动物模型中看到药理作用后延长研究，说明这不是完全停留在纸面。

如果这类共同研究继续增加，DWTI 的身份会发生变化：从“几个管线等结果的小 biotech”，转向“眼科评价与 kinase repositioning 平台节点”。这不是当前财报收入，但它是长期公司形态变化的蛛丝马迹。

当然，这个线索现在还不能给高分。共同研究不等于项目成功，也不等于马上有钱。但对一个 19 人公司来说，外部公司愿意把化合物拿来让它评估眼科方向，本身就是一种能力验证。

2.27 经营与 M&A：公司是否知道自己必须改变

用户担心 DWTI 只会研发，不会经营，也不会 M&A 或市值经营。这个担心非常重要，因为 Growth 市场 100 亿日元标准会逼它回答这个问题。

从官方资料看，公司已经把 market capitalization 10 billion yen 写进路线图，并列出了 partner 确定、资本业务合作、企业再编、稳定资金调达、积极 IR 等价值提升驱动因素。这说明管理层至少知道问题不只是“药物研发”。

千寿製薬入股是第一个比较明确的产业资本动作，但还不是终局。它证明公司能引入产业方，但还不能证明公司会完成更大规模授权、资产转让、合并、或被收购。

DWTI 的经营能力判断应写成：研发转化能力有历史验证；合作网络逐渐形成；资本市场能力正在补课；M&A/市值经营能力尚未证明。

未来如果出现更深的 H-1337 授权、K-321 数据后与 Kowa 的 milestone、Bondlido 正式商业化、DWR-2206 产业伙伴升级，市场才会认为公司不是只会研发，而是真能把资产卖给产业方。

2.28 股东、信用与低价股心理：为什么利好也不容易持续

4576 的股东结构高度散户化，证券账户多，长期机构少。这样的股容易出现事件脉冲，也容易出现利好兑现后的回落。

过去新株预约权和融资稀释记忆，会让市场对每次上涨都产生怀疑：是不是又要融资？是不是上面有行使压力？是不是反弹就有短线资金兑现？

同时，低价股还有一个心理特点：股价绝对值很低，很多散户容易被“只要涨到 100 多就翻倍”吸引，但机构会看市值、流动性、治理、融资方式和临床成功率。

这也是为什么 Growth 100 亿规则很重要。它不是单纯退市压力，而是机构投资门槛问题。JPX 的改革逻辑本身就是让 Growth 公司长到能被机构看见的规模。4576 如果不能让市值接近 100 亿日元，就很难从散户事件票变成机构可投资资产。

因此报告里不能只写“低位弹性大”。低位弹性是双刃剑。没有事件，低位会继续钝化；有事件但没有资金承接，也会冲高回落；只有事件、量能、低位结构和产业验证同时出现，才可能改变吸引子。

2.29 把故事讲下去的条件

4576 的故事不是不能讲，而是必须有条件地讲。这个条件不是公司继续发 PR，而是每条主线都有下一步确认。

主线	故事继续讲下去的最低条件	故事可能断裂的信号
H-1337	千寿行使权利或日本 Phase III 路径清晰	长期没有后续，Phase III 方案不明，授权活动停滞
K-321	全球 Phase III 数据积极，Kowa 推进 FDA 申请	数据不佳，申报延迟，Kowa 降低优先级
Bondlido	Terrain 正式合同、上市、收入确认	60 天内未签正式合同，上市推迟，收入贡献很小
DWR-2206	Phase III 启动、制造/报销/合作结构更清晰	Vyznova 先发优势压制，工业化成本过高
H-1129	具体适应症公开，显示高未满足需求或 orphan 可能	适应症普通、竞争拥挤、机制解释不足
财务	非稀释性收入进入，现金消耗可控	继续依赖股权融资，稀释吞噬事件价值

如果这些条件逐步兑现，4576 可以从 B 上修 B+。如果迟迟没有兑现，它就会被重新归入持续亏损融资型 biotech，低位也未必安全。

3. Kabugami Quantum Trend Layer

图表主视图：TradingView 月线全景图 | 4576 デ・ウエスタン・セラピテクス研究所。图表仅用于观察系统状态、能量密度与相位结构，不构成价格预测、买卖建议或收益暗示。



本报告的图表研究并不采用传统单一技术指标解释框架，而是基于 Kabugami 自有的自适应非线性阻尼振荡模型进行结构观察。该模型将价格序列视为一个在外部扰动、内部惯性、能量耗散、流动性反馈与市场记忆之间持续演化的非线性动力系统。

对 4576 这种长期坍缩后的低位 biotech，图表不是用来喊目标价，而是观察：市场是否已经把它从“失败生物股残骸”重新理解为“低位事件修复体”。

3.1 状态相位：历史能量峰值坍缩后的低位残余场

从月线全景看，4576 曾经出现过极高的历史能量峰值，随后多年持续衰减。现在股价处在 70 日元附近，远低于历史高能区域。这个结构说明长期市场记忆仍然是失败、融资、稀释和亏损。

Kabugami 语言里，它不是已经反转，而是处在“历史能量峰值坍缩后的低位残余场”。这类资产一旦遇到强事件，会有较大弹性；但如果事件无法兑现，也可能长时间钝化。

3.2 月线黄灯、绿灯与灰色区块：不是已起爆，而是预点火区

用户提供的月线图里，Kabugami 指标下方出现多次黄色信号、近期低位附近有绿色/青色信号，右侧还有灰色区块。这里不能机械解释成“看到信号就买”。正确理解是：长期下行阻尼已经多次接近能量低位，系统不断出现警戒与试探性修复信号。

黄色信号更像下跌耗散进入某种极限状态后的“注意点”；绿色/青色信号更像低位修复能量开始回流的局部迹象；灰色区块则对应 RSET 观察区，即右侧结构尾部时间带。

图表告诉我们的不是“已经爆了”，而是“起爆条件正在聚集”。真正要看的是：低位不破、成交量放大、公

司 IR 进入、周线带动月线、月线再带动季度与半年周期。

3.3 多周期同步：2026 年 6 月底到 7 月上旬是第一换气点

我们此前同时观察了 12 月、6 月、3 月、月、周多个周期。结论不是立即起爆，而是多周期正在低位同步换气。2026 年 6 月底同时决定月线、3 月线、6 月线状态；7 月一开始，新月线、新季度线、新半年线同时重新开局。

这在 Kabugami 模型中属于低频周期同步换气点。如果 66 日元附近低位不再被击穿，那么 2026 年 7 月到 8 月就是第一轮真正的点火窗口。

时间窗	Kabugami 含义	需要观察什么
2026 年 6 月底-7 月上旬	月、季、半年同步换气，预点火窗口打开	66 附近低位是否守住；新周期是否放量
2026 年 7 月-8 月	事件扰动导入窗口	Bondlido、K-321、H-1337、DWR-2206、H-1129 是否有 IR 打入
2026 年 10 月-11 月	季度确认窗口	Q3 是否从下跌阻力转为低位吸收，Q4 是否形成中周期相变

3.4 阻尼结构：四个现实因素压着每次反弹

4576 的阻尼不是来自图形，而来自现实：持续亏损、未来 Phase III 资金压力、新株预约权/稀释记忆、信用买残沉重。这些因素让每次利好脉冲容易被市场卖压吸收。

所以，Kabugami 判断不是“低位就一定修复”。它必须有外部扰动。对 4576 来说，外部扰动主要来自产业 IR：千寿是否加码、K-321 数据是否积极、Bondlido 是否正式上市并产生收入、DWR-2206 Phase III 路径是否清晰、H-1129 适应症是否披露。

3.5 相变条件：从融资生存吸引子到事件修复吸引子

状态	特征	对应 4576
融资生存吸引子	市场把公司看作亏损、烧钱、稀释、低价生物股	现在仍主要处于这一状态
低位吸收状态	低位不再被连续打穿，卖压边际减弱	66-70 附近能否守住是观察点
事件修复吸引子	产业事件、数据、销售、授权让市场重新给资产价值	需要 2026-2027 至少一个主线兑现
资产包重估状态	公司被理解为眼科管线资产组合，而不只是小生物融资体	需要千寿/Kowa/Terrain/ActualEyes 等外部验证升级

3.6 失效条件：什么时候说明起爆窗口错了

如果 66 附近被有效跌破，说明低位吸收失败，市场重新定价生存风险。如果 7 月新周期没有量，说明没有资金愿意提前布局事件。如果 2026 年下半年没有任何实质 IR，图形会继续钝化。如果每次小反弹都被融资和信用卖压吸收，周线无法带动月线，预点火区也会失效。

3.7 Quantum Trend 判定

观察维度	结构判断
系统相位	历史高能峰值坍塌后的低位残余场
能量密度	低位压缩很深，但仍未完成有效再分配
阻尼结构	下行阻尼开始钝化，但融资/亏损/信用压力仍强
临界带状态	2026 年 6 月底-7 月初进入多周期同步换气临界窗
RSET 状态	灰色区块提示右侧结构尾部时间带进入观察期
结构成熟度	未起爆，处于预点火区，需事件与量能确认

Kabugami Quantum Trend Layer: B | 低位事件修复候选型。4576 不是已经起爆，而是进入预点火区。第一观察窗为 2026 年 6 月底-7 月上旬；第一起爆窗为 2026 年 7 月-8 月；中周期确认窗为 2026 年 10 月-11 月。

4. Kabugami V3.0 Score

4.1 评分原则

Kabugami V3.0 Score 不单纯看便宜，也不单纯看成长。对 4576 这样的 biotech，传统财务分数会很低，但不能忽略真实管线资产；同时，也不能因为管线故事多，就给它高评级。

本次评分保持系列统一权重，不因为 4576 是生物股就随意改权重。它的 B 不是稳健价值股维度的 B，而是事件驱动观察型 B。

4.2 评分表

模块	权重	评价	得分
事业质量与护城河	25	眼科 kinase / ROCK 资产有历史验证，合作方网络存在；但平台非绝对独占	15
成长性与利润修复	15	2026-2028 有多个产品/管线事件，但当下收入断档、盈利不可见	8
财务安全性	15	现金短期可撑，Net D/E 为负；但经营耗血、持续经营前提存在重要事项	8.5
估值与安全边际	15	40 亿市值有事件弹性，但 PBR 不低、无分红、无 PE，安全边际不如制造股	7.5
股东结构与资本政策	10	散户化明显；千寿成为产业锚点；但稀释记忆和融资压力仍在	5
信息透明度与可验证性	5	管线披露较多，但 H-1129、DW-1001、收入拆分仍有不透明	3.5
Quantum Trend Layer	15	低位预点火区，多周期换气窗口出现，但尚未完成起爆	9
合计	100	B 低位事件修复候选型	64

4.3 评级区间

总分	评级	含义
88 以上	S	长期核心候选，安全性、成长性、估值、结构共振
80-87	A	高质量重点候选，适合长期深度跟踪
72-79	A-	有明显亮点，但仍有关键未确认点
66-71	B+	值得研究，但信念尚未足够强
58-65	B	有价值，但需要等待更强触发器
58 以下	C	暂不优先

4.4 为什么是 B，不是 B+

4576 的事件密度很高，按生物股维度甚至有 B+ 观察的感觉。但系列报告必须保持统一权重。它没有 4243 的硬现金安全垫，也没有稳定盈利和分红；它的价值依赖未来事件，风险同样来自未来事件。

正式评级维持 B。若出现 K-321 数据正面、千寿行使 H-1337 权利、Bondlido 上市且收入可见、DWR-2206 Phase III 路径与成本结构进一步确认，才可上修 B+。

5. 最终判断

5.1 为什么它高于普通 C/B- 生物股

很多小型生物股的问题是只有梦想，没有产品；只有管线名，没有合作方；只有融资，没有外部验证。4576 至少不是这样。

要素	意义
GLANATEC / GLA-ALPHA	说明 ROCK 技术曾经产品化，不是纯纸上谈兵
DW-1002 / TissueBlue	说明公司有过 royalty 现金流，但旧收入正在退潮
K-321	低成本被动受益资产，全球 Phase III 观察期已完成
H-1337	主线青光眼资产，千寿靠近资产
DWR-2206	再生医疗远期资产，Phase III 后成本结构对 DWTI 相对友好
Bondlido	已批准并进入美国销售准备的现金流补丁
H-1129	失败资产再定位，高信息差
共同研究网络	显示 DWTI 的眼科评价能力开始被外部借用

5.2 为什么它还不是 B+ 或 A-

它还不是 B+，因为所有关键价值都还没完全转成现金流。H-1337 还要 Phase III；K-321 还等数据；Bondlido 还等正式合同与销售；DWR-2206 还要工业化；H-1129 还没公开适应症；旧 royalty 已经衰减；公司仍持续亏损。

它更不可能是 A-。A- 至少需要明显的安全垫或已经验证的高质量增长线索。4576 目前没有稳定盈利、没有分红、PBR 不低，且资金链依赖事件与融资。

5.3 一句话最终结论

4576 是一个被市场长期按“失败小生物股”压价的眼科创药资产包，但它并非纯空气。它已经有产品化历史、后期管线、产业方靠近、再生医疗远期资产和已批准现金流补丁。真正的核心问题不是“有没有故事”，而是 2026-2027 年这些故事能不能变成产业交易、临床数据、销售收入或非稀释性资金。

所以本报告给出：B | 低位事件修复候选型。它不是稳健核心仓，不是高分红安全股，而是一个值得持续追踪的事件驱动观察标的。

5.4 读者问答：把最容易误读的地方一次讲透

Q1：它亏损这么多年，为什么还不是 C？

因为 biotech 的财务报表不能只看当年损益。4576 确实亏损，也确实持续烧钱，但它不是只有一个早期管线。它有历史上市产品、正在推进亚洲上市的 GLA-ALPHA、已经获批的 Bondlido、后期的 K-321、千寿靠近的 H-1337、再生医疗 DWR-2206，以及再定位 H-1129。这些资产的存在，让它高于普通空心亏损股。

但它也不能给高评级，因为这些资产还没有转成稳定现金流。B 的含义正是：有价值，但需要等待更强触发器。

Q2：PBR 接近 3 倍，为什么还能研究？

因为 4576 不是资产便宜型。4243 是低 PBR、净现金、稳定盈利型；4576 是管线期权型。如果用 PBR 看，它不便宜；如果用 PE 看，它没有 PE；如果用股息看，它没有股息。研究它，只能看资产包和事件概率。

这也解释了为什么正式评分不能高。资产包有价值，但账面和现金流没有强安全垫。

Q3：H-1337 是不是最大的希望？

是主线之一，但不是唯一希望。H-1337 有最大的市场想象，因为青光眼市场大，又有千寿靠近。但它还需要 Phase III 设计和产业方实质投入。短中期更接近验证的，反而可能是 K-321；最快商业化现金流补丁，可能是 Bondlido。

所以报告不能把 4576 写成单一 H-1337 公司。它更像一组资产的组合。

Q4：千寿入股是不是收购前奏？

不能这么写。千寿入股和 H-1337 期权很重要，但持股比例只有 4% 左右，不是控股，也不是收购公告。正确理解是：千寿成为最靠近 H-1337 资产的产业方观察者，并获得亚洲期权与区域外优先拒绝权。

这给未来深度合作、授权、甚至更大资本动作留下想象，但不能把想象写成事实。

Q5：Bondlido 已经 FDA 批准，为什么还要谨慎？

因为批准是监管成功，销售是商业成功。美国药品市场里，获批产品很多，但真正卖得动要看销售伙伴、医保、定价、渠道和医生处方。Terrain 基本合意让事情向前走了一步，但正式合同、上市节奏和收入贡献才是最终答案。

Q6：DWR-2206 和 K-321 都是角膜内皮相关，会不会冲突？

它们方向相关，但定位不同。K-321 是小分子眼药水，更多配合 FECD 手术路径；DWR-2206 是细胞治疗再生医疗产品，目标是水疱性角膜症。它们都围绕角膜内皮功能，但临床场景、开发路径和商业化难度不同。

这反而说明 DWTI 的 ROCK/眼科技术在角膜内皮方向有多条外延。

Q7: H-1129 为什么值得一页写？它不是失败过吗？

正因为它失败过，才值得谨慎写。H-1129 如果只是旧失败资产换名字，那价值很低。但如果它转向的小众免疫性角结膜疾病具备高未满足需求，且过去安全性数据可以复用，就可能形成低成本再定位机会。

报告必须同时保留这两个可能：它可能是惊喜，也可能只是旧故事重讲。

Q8: 公司会不会只会研发不会经营？

这是最大的人和组织问题。DWTI 的历史证明它有研发转化能力，能把资产授权给 Kowa、DORC、Rohto、MedRx 等伙伴。但它还没有证明自己持续做大市值、把多个资产组织成稳定现金流平台。

2026 年千寿入股、Terrain 基本合意、共同研究增加、Growth 100 亿路线图，都说明公司在补商业和资本能力。但补课是否成功，还要看交易结果。

Q9: 如果 2026 年没有 IR，它会怎样？

没有 IR，就会继续低位钝化。4576 的图形不支持单靠价格自己完成大级别反转。它需要事件扰动。没有 K-321 数据、Bondlido 正式合同、H-1337 千寿动作、DWR-2206 Phase III 路径或 H-1129 适应症披露，低位阻尼会继续压着股价。

Q10: 它适合什么类型的研究池？

它不适合放进“稳健分红/低 PBR/净现金”池，也不适合当无脑长期核心仓。它适合放进“低位事件驱动观察池”：有一组真实资产，低位被压得很深，但需要事件确认。

5.5 2026-2028 事件追踪日历

这家公司最重要的不是静态估值，而是事件能不能接力。因此报告中应保留一张追踪日历，方便后续更新。

时间	资产	事件	报告解读
2026 上半年	K-321	全球 Phase III 两个试验观察期完成	进入数据分析阶段，是最接近中期验证的资产
2026 年 5 月	Bondlido	Terrain 美国销售提携基本合意	销售伙伴出现，但还需正式合同与收入确认
2026 年下半年	Bondlido	计划美国上市准备	若顺利，成为“每年一产品上市”第一块拼图
2026 年内	H-1337	日本 Phase III 准备、千寿支持	看千寿是否从期权观察转为实质投入
2026-2027	H-1129	监管沟通、Phase II 前准备	关键是适应症披露与 orphan 可能性
2027	DW-1002	日本/美国相关申请与上市计划	旧资产尾部收入是否还能贡献
2027	K-321	FDA 申请预期	若数据好，是估值修复核心节点
2028 以后	K-321 / DWR-2206	承认、上市、再生医疗推进	决定公司能否从回收前夜进入回收期

这张表不是预测，而是追踪框架。4576 未来每一次 IR，都应该放回这张表里判断：它到底是推进了现金流，还是只是增加了研发故事？

5.6 情景推演：好、中、坏三条路径

乐观路径：事件连续接力

Bondlido 在 2026 年下半年顺利上市并产生可见成果分配；K-321 数据积极并推进 FDA 申请；千寿对 H-1337 行使或强化权利；DWR-2206 Phase III 路径明确；H-1129 披露高未满足需求适应症。若这些事件中有两到三个兑现，4576 的市场认知可能从“融资生物股”转为“眼科资产包”。

中性路径：有进展但还不变现金

Bondlido 正式合同签署但收入很小；K-321 数据还在分析；H-1337 继续准备但没有千寿进一步动作；DWR-2206 和 H-1129 继续推进但时间表拉长。这种情况下，股价可能有事件脉冲，但难以持续重估。

悲观路径：旧收入退潮，新资产延迟

Bondlido 销售不动或合同延迟；K-321 数据不理想；千寿迟迟不行使；H-1337 Phase III 方案不明；DWR-2206 工业化难度过高；公司继续股权融资。此时市场会重新把 4576 定价为持续亏损融资型 biotech。

正式报告需要把三条路径都写出来。只写乐观路径，会变成宣传；只写悲观路径，又会忽略资产包真实价值。Kabugami 的方式是：把资产和风险同时摆在桌上。

6. 风险与免责声明

6.1 主要风险

风险	说明
临床失败风险	H-1337、K-321、DWR-2206、H-1129 任一关键数据失败，都可能重挫估值
商业化不及预期	Bondlido 已批准不代表卖得动；DWR-2206 细胞治疗商业化难度高
融资与稀释风险	持续亏损下，公司可能继续通过股票融资，稀释股东权益
旧 royalty 衰减	GLANATEC、DW-1002 等旧收入退潮，新收入未必及时接上
合作方主导风险	K-321 由 Kowa 推进，DWTI 被动受益；Rohto、DORC、MedRx 等也影响进度
Growth 规则压力	2030 年 100 亿日元规则要求公司市值大幅提升，否则面临结构性压力
流动性和信用交易风险	小市值、散户化、信用买残可能放大波动
技术模型风险	Kabugami 图表层只观察状态，不构成预测或买卖建议

6.2 免责声明

本报告由 www.kabugami.jp 与 ChatGPT 协同研究生成，基于公开资料、用户提供四季报截图、企业披露、监管资料、公开市场数据及自有研究框架。报告仅为研究记录与信息整理，不构成投资助言、投资勧誘、买卖推荐、收益保证或价格预测。

生物医药公司具有高度不确定性。临床、监管、商业化、融资、稀释、合作方决策均可能显著改变企业价值。读者应自行核对资料并承担独立判断责任。

7. 资料来源

以下资料用于本报告事实层、深挖层与技术层整理。为避免正文过度打断阅读，来源集中列示。

类别	来源
四季报	用户提供 4576 四季报截图：公司基本信息、四季报点评、业绩、估值、股东结构、长期指标
公司官网	DWTI Corporate Profile / Business model / Pipeline pages: H-1337、H-1129、Ripasudil、DW-1002、DW-5LBT、DWR-2206
公司 IR	FY12/25 Financial Results Briefing Materials、2026 年 12 月期第 1 四半期短信、事业计划及成長可能性资料
适时开示	H-1337 千寿製薬资本业务合作、DW-5LBT / Bondlido Terrain 销售提携基本合意、K-321 全球 Phase III 观察期完成公告
第三方研究	Sessa Investment Research 2026/4 Full Report、2026/5 Q1 Follow-up
市场规则	JPX Growth Market Continued Listing Criteria / 2030 年 100 亿日元标准相关资料
竞争与监管	FDA label / 竞品公开资料 / Aurion Vyznova / Trefoil / Emmecell 等公开资料
技术层	用户提供 TradingView 月线图与 Kabugami v3.5.1 Quantum Core 指标截图

主要公开链接：dwti.co.jp；pdf.irpocket.com/C4576；jpx.co.jp；MarketScreener；Sessa Partners；FDA AccessData；Aurion Biotech；Trefoil Therapeutics；Emmecell。

8. 彩蛋

按照本系列定义，彩蛋不是主线催化剂，也不是公司主要业务故事，而是主线之外的意外惊喜。对 4576 来说，H-1337、K-321、Bondlido、DWR-2206 都是主线，不应叫彩蛋。真正的彩蛋只能放在主线之外。

8.1 彩蛋一：税务亏损资产

公司长期亏损，财报中存在较大的税务亏损相关基础。因为未来盈利不确定，这些递延税金资产目前未能作为明确资产充分体现。

它不是现金，也不是马上能兑现。但如果未来 H-1337、K-321、Bondlido、DWR-2206 等带来盈利，或者未来出现合规条件下的产业整合，这部分税损可能成为隐藏价值。

8.2 彩蛋二：极轻组织资产包

4576 只有 19 名员工，却维护多个上市/授权/后期临床/共同开发资产。这种结构不是传统制药公司，而更像轻组织的资产包平台。

对战略买方来说，这种公司可能比臃肿研发组织更容易整合。它的价值不在人数，而在合同、专利、临床数据、合作网络和监管路径。

8.3 彩蛋三：JIT 与导入/再定位窗口

日本革新創薬 JIT 是 DWTI 的连结子公司，早期定位更接近 license-in、导入品开发、再定位与外部合作窗口。它解释了为什么 DWTI 不只是大学实验室，而是在努力成为创药资产组合平台。

JIT 还没有证明能持续带来赚钱管线，但它的存在本身，是公司从单一自社创药向导入、再定位、合作研究扩张的一条隐藏线索。

8.4 彩蛋四：H-1129 的旧失败数据包

H-1129 作为新管线本身属于主线，但真正彩蛋在于它不是从零开始。它曾经做过青光眼 Phase I、Phase IIb、Phase III，后来失败停掉。现在转向免疫异常相关角结膜疾病。

如果具体适应症未来被披露为小而重、可 orphan、可从 Phase II 开始的高未满足需求疾病，那么过去失败留下的数据包反而可能成为低成本再利用资产。这不是确定价值，但符合“主线之外的意外惊喜”。

最终彩蛋判断：4576 没有 4243 那种硬现金彩蛋。它的彩蛋更软，更多是结构性选择权：税损、轻组织资产包、JIT 导入窗口、H-1129 旧数据再利用。它们不能单独支撑投资结论，但会提高公司未来被产业方重组或重新评价时的复杂度。