



交銀國際
BOCOM International

首次覆盖

医药行业

2025年5月16日

科伦博泰 6990 HK KELUN-BIOTECH

中国领先的ADC平台 管线价值集中兑现、关键拐点已至

分析师: 丁政宁 诸葛乐懿

- 中国领先、已获MNC背书的ADC开发平台和药物管线
- 核心品种芦康沙妥珠差异化优势明显
- 强大研发和商业化执行力保障长期成功

成长拐点已至

管线价值进入集中兑现期

随着重磅产品在中国集中上市、多项海外大III期稳步推进，公司正处于从生物科技企业向综合性生物医药平台进化的关键拐点。我们认为，当前是投资公司、与公司共享价值成长的黄金时点。

医药

收盘价

港元 321.20

目标价

港元 400.00

潜在涨幅

+24.5%

2025 年 5 月 16 日

科伦博泰生物 (6990 HK)

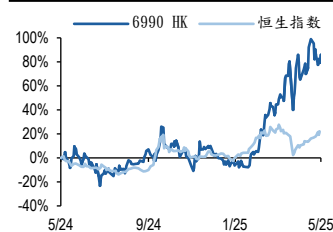
中国领先的 ADC 平台，管线价值集中兑现、关键拐点已至，首予买入

- 中国首屈一指的 ADC 平台和管线：自 2016 年成立后，公司潜心打磨自身研发实力和药物管线，终得累累硕果：1) 涵盖 ADC、大分子药物、小分子靶向药的三大技术平台，其中 OptiDC™ 是内地首批集成 ADC 平台之一，在 ADC 核心组件设计上有明显优势；2) 基于三大平台，公司打造了一条约 20 个分子的药物管线，包括至少 11 个 ADC 以及 I/O + ADC 联用机会；3) 与默沙东就 ADC 资产多次达成合作交易，总交易对价超百亿美元、目前正在合作推进 6 个分子的全球研发，OptiDC 平台获 MNC 大药企背书。
- 核心品种芦康沙妥珠差异化优势明显：芦康沙妥珠是全球第二款获批上市的 TROP2 ADC，也是首个国产 TROP2 ADC。对比另两款已上市同靶同机制竞品，芦康沙妥珠在分子设计（图表 14）和临床数据上有明显优势（图表 17、18）。中国以外，默沙东正快速推进约 14 项 III 期研究，涵盖乳腺癌、肺癌、胃癌等存在巨大未满足治疗需求的瘤种，进一步体现默沙东对产品全球临床和商业价值的认可。我们预计芦康沙妥珠中国内地和海外销售峰值将分别超过 50 亿元人民币和 40 亿美元，是公司估值核心驱动力。
- 后续产品线迭代加速，进入价值兑现黄金期：除芦康沙妥珠外，2024 年底/2025 年初还获批了 PD-L1 和西妥昔单抗，同时 HER2 ADC 已进入上市审评，多年的研发创新努力逐步开花结果。后续管线中，肿瘤领域正逐步形成 I/O + ADC 的综合治疗矩阵，非肿瘤领域布局多个病患群体大、治疗手段有限的适应症赛道。公司整体正处于从生物科技企业向综合性生物医药平台进化的关键拐点，并可能在两年后迎来经营层面的盈亏平衡。因此我们认为，当前是投资公司、与公司共享价值成长的黄金时点。
- 首次覆盖，给予买入评级：我们预计芦康沙妥珠等产品上市后将推动公司收入快速增长，2025-27 年分别达到 20.4 亿/30.0 亿/43.0 亿元人民币，对应 45% CAGR，其中产品销售收入 CAGR 达到 82%。基于 DCF 估值模型，我们得到公司目标价 400 港元，对应 5.0 倍收入达峰时的市销率及 25% 的潜在升幅，未来 12 个月重点关注产品销售放量、博度曲妥珠审批进展和芦康沙妥珠更多 III 期临床数据读出。首次覆盖，给予买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	343.80
52周低位 (港元)	132.70
市值 (百万港元)	50,380.22
日均成交量 (百万)	0.44
年初至今变化 (%)	96.69
200天平均价 (港元)	217.60

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	1,540	1,933	2,038	3,004	4,300
同比增长 (%)	91.6	25.5	5.4	47.4	43.2
净利润 (百万人民币)	(522)	(267)	(512)	32	592
每股盈利 (人民币)	(2.84)	(1.20)	(2.31)	0.15	2.67
同比增长 (%)	-50.4	-57.7	92.1	-106.3	1,739.5
市盈率 (倍)	ns	ns	ns	2,044.3	111.1
每股账面净值 (人民币)	10.63	14.56	13.14	14.25	17.90
市账率 (倍)	27.92	20.38	22.59	20.83	16.58

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

目录

投资亮点4

已获 MNC 药企背书的优异 ADC 平台，国产 ADC 出海先锋7

ADC 市场空间广阔7

OptiDC 平台赋能差异化 ADC 产品研发，国产 ADC 出海先锋9

拥有同类最佳潜质的 TROP2 ADC 芦康沙妥珠单抗，有机会在温和竞争格局中占得先机12

竞争格局温和，芦康沙妥珠有弯道超车机会13

芦康沙妥珠差异化分子设计有望提升疗效-安全性特征15

核心适应症临床数据竞争优势明显16

后续管线蓄势待发，I/O + ADC 矩阵逐步成型20

HER2 ADC 博度曲妥珠单抗即将获批上市，有望提供安全性更优的治疗选择20

早期 ADC 项目丰富，有望靠差异化分子设计在竞争中取胜24

非 ADC 管线涵盖多种疾病领域，肿瘤候选药物有望与 ADC 形成协同25

盈利预测与估值27

近三年盈利预测及核心产品经 POS 调整后的销售峰值27

DCF 估值及核心假设28

投资风险30

投资亮点

④ 中国领先、已获 MNC 背书的 ADC 开发平台和药物管线

基于其三大技术平台，公司在 ADC、大分子抗体药、小分子靶向药三大药物机制上布局了 20 款左右的管线药物。其中，凭借 OptiDC™ 这一内地领先的集成 ADC 开发平台，公司在 ADC 上的布局差异化显著，体现在更加高效安全的连接子/有效载荷设计、以及相较同靶点机制产品更优异的临床数据。截至目前，公司已搭建起一条包含 11 款候选分子的 ADC 药物管线，其中 1 款获批上市（首款获批的国产 TROP2 ADC）、1 款处于上市审评阶段、2 款进入临床阶段，整体 ADC 布局稳居内地生物医药公司第一梯队。与默沙东在 ADC 多次达成合作、共涉及 6 款自研 ADC 分子、总交易对价超百亿美元（[图表 14](#)），进一步验证 OptiDC 平台的巨大临床和商业价值。

图表 1：科伦博泰 ADC 药物管线

产品	靶点	适应症	临床前	Ia期	Ib/II期	关键 II期/III期	NDA/BLA申报	NDA/BLA获批	合作伙伴
注射用芦康沙妥珠单抗, 佳泰莱® (sac-TMT/ SKB264/ MK-2870)	TROP2	实体瘤							 MSD
注射用博度曲妥珠单抗, 舒泰莱® (A166)	HER2	实体瘤							
SKB315	CLDN18.2	实体瘤							
SKB410 (MK-3120)	NECTIN4	实体瘤							 MSD
SKB518	NA	实体瘤							
SKB535 (MK-6204)	NA	实体瘤							 MSD
SKB571 (MK-2750)	NA	实体瘤							 MSD
SKB501	NA	实体瘤							
SKB500	NA	实体瘤							
SKB445	NA	实体瘤							
SKB107	NA	肿瘤骨转移							

资料来源：公司资料，交银国际

在 ADC 之外，公司聚焦于在肿瘤等其他领域开发单抗和小分子靶向药物。肿瘤领域中 PD-L1 和西妥昔单抗已上市销售，为后续研发提供现金支持；同时 PD-L1、STING 等肿瘤免疫药物有望和 ADC 管线组成 I/O + ADC 的高潜力组合，进一步夯实治疗效果、减少高毒性化疗的使用。目前，公司正在开展三项 PD-L1 联合芦康沙妥珠的 II 期临床研究。在非肿瘤领域，公司布局了自免、血液病等领域中未被满足的临床需求。

图表 2：科伦博泰非 ADC 肿瘤和自免药物管线

肿瘤-其他									
产品	靶点	适应症	临床前	Ia期	Ib/II期	关键 II期/III期	NDA/BLA申报	NDA/BLA获批	合作伙伴
塔戈利单抗注射液，科泰莱® (A167)	PD-L1	实体瘤							HARBOUR BIOMED
西妥昔单抗N01注射液，达泰莱® (A140)	EGFR	实体瘤							
A400/EP0031 (KL590586胶囊)	RET	实体瘤							ELL:PSSES PRASNA
A296 (KL340399注射液)	STING	实体瘤							
非肿瘤									
产品	靶点	适应症	临床前	Ia期	Ib/II期	关键 II期/III期	NDA/BLA申报	NDA/BLA获批	合作伙伴
SKB378 (WIN378)	TSLP	哮喘							HARBOUR BIOMED Windward Bio
SKB336	FXI/FXIIa	血栓栓塞性疾病							

资料来源：公司资料，交银国际

④ 强大研发和商业化执行力保障长期成功

公司高效执行临床开发，核心品种芦康沙妥珠于 IND 获批（2020 年 4 月）仅四年半后便在内地成功上市、并成功授权出海并在海外进入多项 III 期临床，不仅是对 OptiDC 平台的佐证，更是公司临床开发和 BD 执行力的有力体现。随着芦康沙妥珠、PD-L1、西妥昔等品种相继获批上市，公司已组建一支成熟的商业化团队，同时这些产品 2025 年内也有参与医保谈判的机会，助力短期内快速放量。

⊕ 为何在此时覆盖并推荐？— 成长拐点已至，管线价值进入集中兑现期

在多年沉淀打磨后，公司的头部产品从 2024 年底开始进入集中上市潮，管线进入价值兑现期。对公司整体而言，现在正处于从生物科技企业向综合性生物医药平台进化的关键拐点，并可能在两年后迎来经营层面的盈亏平衡。因此我们认为，当前是投资公司、与公司共享价值成长的黄金时点。

对于公司的长期价值驱动力，我们有以下判断：1) 芦康沙妥珠有望在中国内地产生 40 亿元人民币以上的峰值销售，而其他已获批/近商业化产品的合计中国内地峰值销售将超 60 亿元人民币；2) 在海外，默沙东合作的 6 款 ADC 中，仅芦康沙妥珠就有望产生 30 亿美元以上的峰值销售。

⊕ 首次覆盖，给予买入评级

我们预计，公司 2025-27 年收入将分别达到 20.4 亿/30.0 亿/43.0 亿元人民币，对应 45% 2025-27 年 CAGR，其中产品在内地销售 CAGR 达到 82%，主要由芦康沙妥珠等新上市品种的销售放量驱动。而芦康沙妥珠有望于 2027-28 年在美国获批上市，开始贡献销售分成收入。同时，我们预计公司净亏损和经营性现金净流出将于 2026 年双双实现转正。

基于 DCF 估值模型，我们得到公司目标价 400 港元，对应 909 亿港元（或 117 亿美元）的目标估值和 5.0 倍收入达峰时的市销率，以及 25% 的未来 12 个月潜在升幅。

短期重点催化剂：包括产品销售放量、新产品申报和后续重磅临床数据读出，如 ASCO 2025 大会上多项数据展示、芦康沙妥珠 2L EGFR+ NSCLC（预计 2H25）、以及 A400 上市申报（预计 2H25）。

已获 MNC 药企背书的优异 ADC 平台，国产 ADC 出海先锋

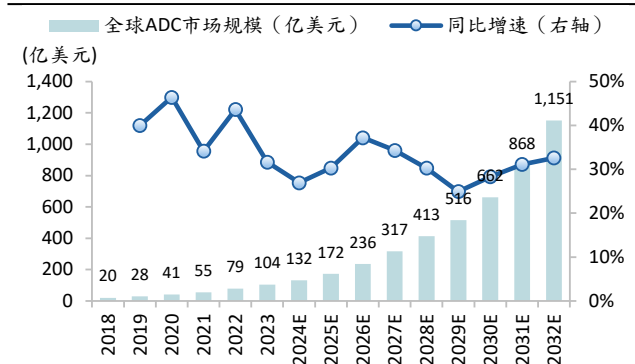
核心观点：公司的研发实力主要依靠其三大技术平台，分别覆盖 ADC、大分子药物和小分子药物，其中 ADC 平台 OptiDC 是中国内地首批集成 ADC 开发平台之一。OptiDC 平台已通过以下几个方面得到了验证：

- ① 核心品种 TROP2 ADC 芦康沙妥珠单抗已在内地获批上市，海外亦有多项 III 期研究同步展开；
- ② ADC 管线中分子数量已达到 11 个，其中 4 个成功进入临床开发；
- ③ 公司与默沙东多次达成合作交易，总交易对价超百亿美元，ADC 管线整体获 MNC 背书，海外临床开发和商业化潜力值得期待和持续关注。

ADC 市场空间广阔

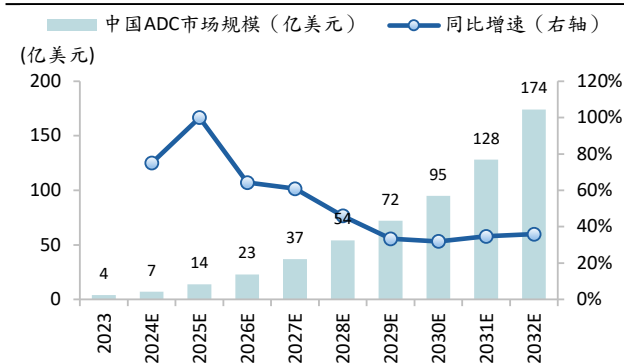
随着今年来 ADC 产品开始在全球各地获批上市，它们显著的抗肿瘤疗效推动市场规模快速增长。根据沙利文预测，全球 ADC 市场规模于 2024 年达到 132 亿美元，2032 年达到 1,151 亿美元，对应 35% 的 2024-32 年 CAGR。在中国内地，ADC 的发展阶段相对更早期、市场规模更小，增长潜力更可观，2024-32 年 CAGR 有望达到 60%。

图表 3：全球 ADC 市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，交银国际 E = Frost & Sullivan 预测

图表 4：中国内地 ADC 市场规模



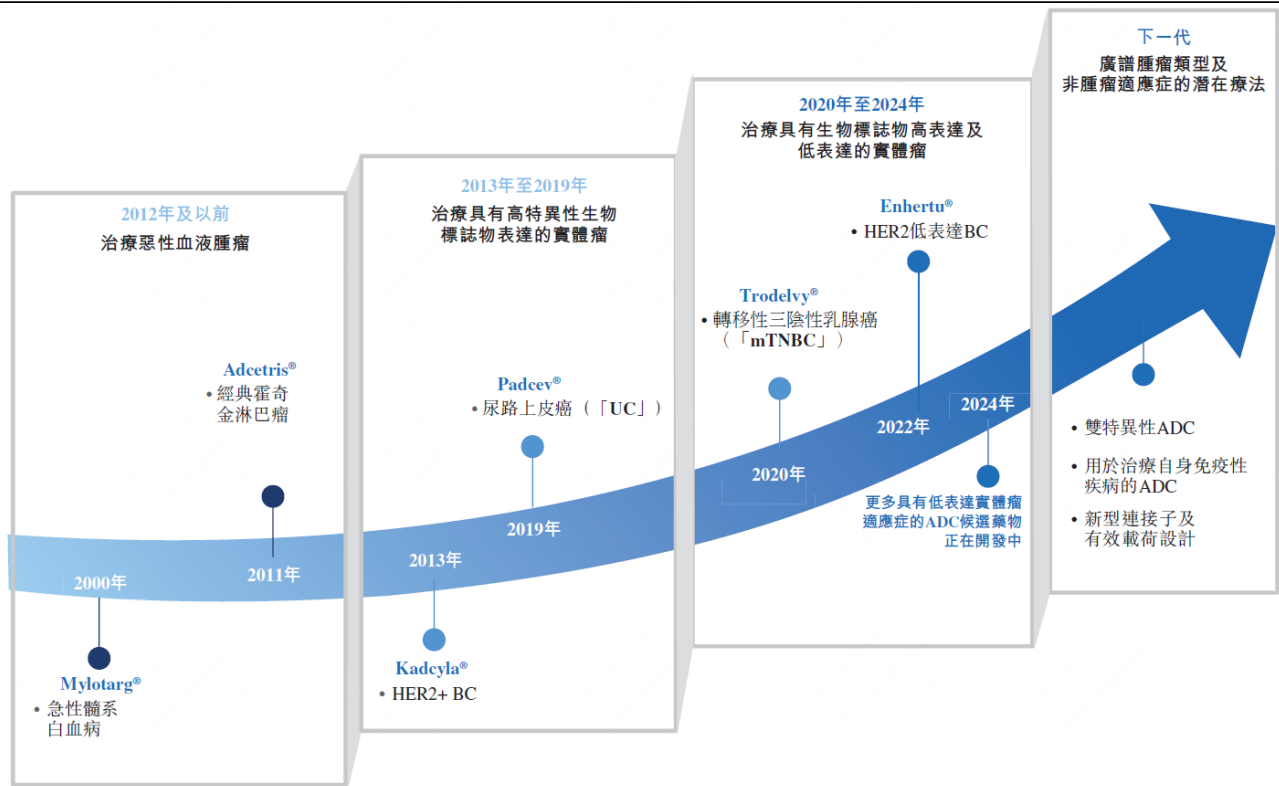
资料来源：Frost & Sullivan，交银国际 E = Frost & Sullivan 预测

全球 ADC 市场的主要增长驱动力来自：

- ① **癌症患病人群不断扩大：**沙利文预测，全球癌症新发病例数将从 2023 年的 2,080 万例增长至 2032 年的 2,550 万例，其中已获批/在研 ADC 所涵盖的瘤种（乳腺癌、NSCLC 的若干亚型、胃癌、胰腺癌等）对应的发病人数也在逐年上升。这些癌症的五年存活率仍较低，有效治疗方法有限且已出现耐药或复发，ADC 作为一种化疗的升级疗法，有望填补未满足的临床需求。
- ② **技术进步推动应用范围扩大：**新型有效载荷、连接子和分子设计有望提高 ADC 的疗效并减少毒性。新靶点 ADC 也有望攻克新适应症，迄今为止，全

全球有逾 100 款 ADC 候选药物处于临床开发中，针对已获批 ADC 未覆盖新适应症。下一代 ADC 有望覆盖更广谱的肿瘤类型、甚至非肿瘤适应症。

图表 5：ADC 发展、代表产品及其治疗潜质



資料來源：FDA，NMPA，Frost & Sullivan，交銀國際

- ④ **資本支持驱动研发热情：**近年来，ADC 相关 BD 授权交易激增，头部 MNC 药企持续增加对该领域的投资。中小型生物技术公司利用其创新能力及专业知识进行初步探索性工作和 PoC 研究，待有一定技术和产品布局后，与跨国企业合作以获取更多技术、财务及监管支持，进一步加快 ADC 候选药物的开发及注册、将新产品推向市场。

OptiDC 平台赋能差异化 ADC 产品研发，国产 ADC 出海先锋

科伦博泰的新药发现和研发的基石在于其三大技术平台，分别专注于 ADC、大分子和小分子药物。此外，转化医学平台推动药物发现和临床前研究与临床需求的对接，各平台通力合作，持续产出差异化显著的候选药物。

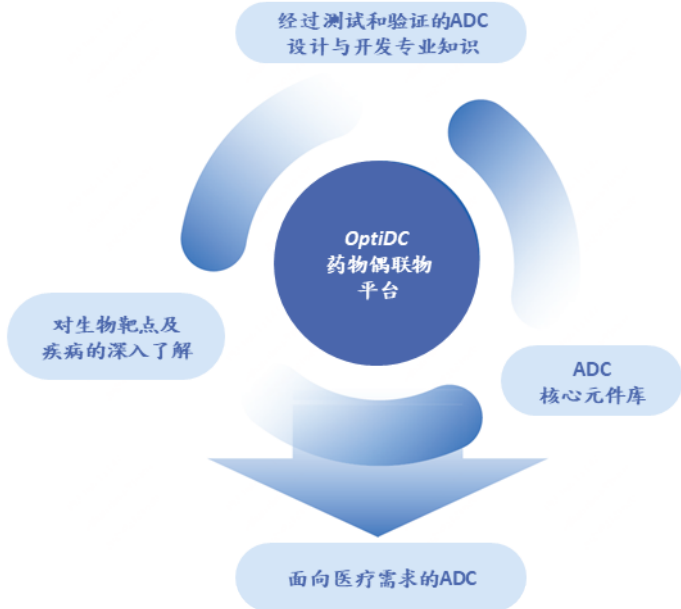
图表 6：科伦博泰研发平台特点及优势

新药研究平台	平台特点及优势
ADC 平台 (OptiDC™)	科伦博泰是中国内地首批及全球少数建立集成 ADC 开发平台的生物制药公司之一，OptiDC™ 支持其在 ADC 的整个生命周期内进行系统开发。OptiDC 由三个能力支柱支持： 对生物靶点和疾病的深入了解、经过测试和验证的 ADC 设计与开发专业知识以及 ADC 核心组件库 。经过十多年的发展，公司已开发出一套 ADC 核心组件库，能够设计出针对不同生物靶点进行优化的定制 ADC，以解决各种适应症中的医疗需求。在 ADC 工艺、制造和质量控制方面积累了丰富的专业知识。 该平台已通过临床前研究及临床试验对超过数千名患者进行测试及验证。就肿瘤疾病而言，公司正在开发 ADC 以替代基于化疗的癌症疗法、以及 ADC 取代基于非化疗的癌症疗法。就非肿瘤疾病而言，公司正在开发携带非细胞毒性有效载荷的 ADC，用于治疗其他疾病适应症，例如自身免疫性疾病。
大分子平台	科伦博泰建立了先进、高效的生物药物全流程研发平台，专业、科学的人才团队，为公司大分子创新药物管线提供高质量单抗、双抗和 ADC 药物。借助成熟、一站式的药物研发体系，公司已完成十余个大分子项目研发及申报，并在临床试验中获得优异的疗效。 · 抗体发现平台：高效优化的动物免疫（细胞、蛋白、DNA、mRNA）和杂交瘤融合技术，超大库容全人源噬菌体库与多样化筛选方案，单 B 细胞抗体发现等。 · 抗体评价平台：高通量天然构象靶点筛选技术，高通量内吞筛选评价（ADC），基于生理功能、严格多样的体内外药效分析，建立了肿瘤、自免、代谢等疾病药效研究方法，抗体成药性和免疫原性分析。 · 抗体工程平台：抗体人源化及理化性质改造，基于结构与库筛选的亲合力成熟等技术。 · 工程细胞株平台：高产、稳定的生产用细胞株构建，满足法规要求的文件体系，多个项目中、美申报并获批。
小分子平台	科伦博泰的创新小分子药物研发平台拥有一支汇聚了国内外高端人才的优秀团队和完整的研发功能体系，覆盖了从靶点验证、分子设计与筛选、成药性评价、药学开发、临床转化的过程。平台以先进技术为驱动，有序融合了经典药物化学设计、计算机辅助药物设计（CADD）和虚拟筛选的优势，聚焦肿瘤、自身免疫等领域具有重大临床价值的靶点，高效研发具有差异化优势或突破性创新性的药物，药物类型包括传统小分子、蛋白降解靶向嵌合体（PROTAC）。 从 2014 年建设至今，平台已独立完成了多个创新小分子药物的自主研发，研发质量获得国际同行认可。
转化医学平台	转化医学科研人员紧密合作，促进药物发现及临床前研究与临床需求的对接，旨在为市场带来差异化候选药物。他们的跨学科研究包括从药物代谢及药代动力学、毒理学及生物标志物开发至定量及临床药物学的各类研究。

资料来源：公司资料，交银国际

三大平台中，ADC 平台 OptiDC 已成功开发出 11 款处于临床阶段的候选药物分子（截至 2025 年 4 月），其中一款（TROP2 ADC 芦康沙妥珠单抗）已在中国内地获批上市、一款（HER2 ADC 博度曲妥珠单抗）处于 NDA 审评阶段，平台成药能力已获验证。以芦康沙妥珠单抗为例，公司在分子设计中完美运用其专有连接器策略 Kthiol。该策略结合了一种不可逆转抗体偶联新技术、一种 pH 敏感型毒素释放机制和一种同源搭载、DAR 为 7.4 的中等强效毒素，进而实现了安全性与疗效之间的平衡优化。

图表 7：科伦博泰 OptiDC 平台



资料来源：公司资料，交银国际

2022 年，公司聚焦于创新药研发的子公司科伦博泰与默沙东三次达成授权许可协议，共涉及 6 款 ADC 分子，总交易对价最高可达 118 亿美元，为后续管线开发提供现金流支持。2024 年 8 月，默沙东就 SKB571 项目行使独家选择权，获得产品在中国内地、香港和澳门以外的权益。我们认为，与全球龙头 MNC 药企达成的一系列重磅交易是对公司研发实力的有力验证，看好相关品种的后续海外开发进展、以及三大平台产出新分子的更多出海交易潜力。

图表 8：科伦博泰与默沙东达成的 ADC 项目授权许可协议

药物	靶点	授权区域	时间	总对价(最高)	首付款	上市及 研发里程碑	销售里程碑	销售提成
SKB264	TROP2 ADC	大中华外 区域	2022 年 5 月	14.10 亿美元	4,700 万美元	5.83 亿美元	7.8 亿美元	中个位数到 低双位数
SKB315	Claudin 18.2 ADC	全球	2022 年 7 月 (后于 2024 年 8 月终止)	9.36 亿美元	3,500 万美元	4.16 亿美元	4.85 亿美元	中个位数到 低双位数
7 个在研 ADC (含 SKB410 & SKB432，后终止两个)	包括 Nectin 4 & ROR1	全球或大中 华外区域	2022 年 12 月	94.75 亿美元	1.75 亿美元	93 亿美元	未披露	未披露

资料来源：公司资料，交银国际

此外，公司还和和铂医药、Levena、Ellipses 等公司达成产品授权/合作开发协议，主要围绕 ADC、单抗、小分子靶向药等管线产品，进一步验证了公司三大新药研究平台的实力。

图表 9：科伦博泰与和铂医药、Levena、Ellipses 的合作

合作对象	药物	靶点/机制	合作形式	合作区域	时间	合作细节及财务安排
和铂医药	A167	PD-L1 单抗	产品授权	大中华区以外	2018 年 8 月	和铂医药被授予在大中华区以外开发、制造及商业化基于 A167 的单一疗法或联合疗法的权利。 首付款 600 万美元+里程碑款最高 3.51 亿美元+高个位数至低双位数百分比销售分成。
和铂医药	SKB378	TSLP 单抗	合作开发	全球	2019 年 5 月	利用和铂的 H2L2 抗体平台及相关专有技术共同开发 SKB378。 和铂主要负责就 SKB378 在大中华区、北美及若干亚太国家寻求 IND 批准和进行临床试验，而公司在包括欧盟在内的所有其他国家和地区承担同样的责任。 双方平均分摊与 SKB378 在各地临床开发计划的所有相关成本，包括与在相关司法管辖区申请 IND 及上市批准相关的费用，并平均分享在 SKB378 合作开发协议期限内 SKB378 未来商业销售产生的所有纯利。
Levena	A166	HER2 ADC	合作开发	全球	2014 年 3 月 (原始) 2020 年 12 月(修订)	公司拥有在全球开发、生产和商业化 A166 的权利，Levena 同意于 A166 开发各关键阶段提供所有必要的技术支持和协助。 公司在 A166 的开发和商业化中发挥主导作用并为其负责。 公司同意向 Levena 支付总计不超过人民币 950 万元许可费+低个位数销售分成。公司有权获得进一步海外合作有关经济收益的 65%或 70%。
Ellipses	A400	小分子 RET 抑制剂	产品授权	大中华区、个别东北亚及东南亚国家以外	2021 年 3 月	公司授予 Ellipses 在授权区域内开发 A400 的独家许可权。 临床前开发付款 291 万美元+技术转让费 3 万美元+Ellipses 任何分许可协议收入低两位数字百分比分成+低十几百分比销售分成

资料来源：公司资料，交银国际

我们认为，2022 年是公司自研实力、产品潜质和现金回收的初始元年，2023-24 年是头部管线向临床后期/注册阶段过渡的关键节点；而未来三年，公司将开始迈向核心品种内地商业化、海外关键临床的新时代，全球市场拓展路径也将进一步清晰。我们预计，ADC 管线中已经/即将获批上市的芦康沙妥珠单抗（TROP2 ADC）和博度曲妥珠单抗（HER2 ADC）有望合计贡献 60 亿元人民币以上的中国内地峰值销售额。

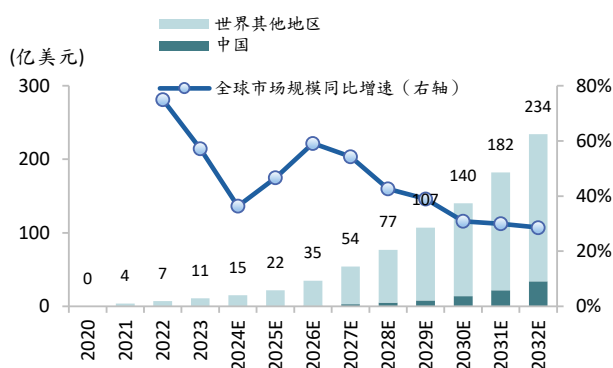
拥有同类最佳潜质的 TROP2 ADC 芦康沙妥珠单抗， 有机会在温和竞争格局中占得先机

芦康沙妥珠单抗 (SKB264) 是由公司自主发现并开发的 TROP2 ADC。TROP2 经常在多种癌症 (包括乳腺癌、NSCLC、胃癌及卵巢癌等高患病率或高死亡率癌症) 中过度表达，因此靶向 TROP2 的药物拥有巨大市场潜质。沙利文预计全球 TROP2 ADC 市场规模将从 2023 年的 11 亿美元增长到 2032 年的 140 亿美元，CAGR 达到 41.0%，而随着进口和国产 TROP2 ADC 相继获批上市，中国内地 TROP2 ADC 市场规模有望于 2032 年达到 34 亿元人民币，CAGR 达到 91.8%。

芦康沙妥珠拥有中等毒性载荷+高 DAR 的设计，其中有效载荷 KL610023 是一种新型贝洛替康衍生的拓扑异构酶 I (TOPO1) 抑制剂，具有中等的细胞毒性，以高 DAR 值与 TROP2 单抗赛妥珠单抗偶联。公司专有药物连接子策略 Kthiol 有助于改善分子稳定性，减少脱靶及在靶脱瘤毒性。

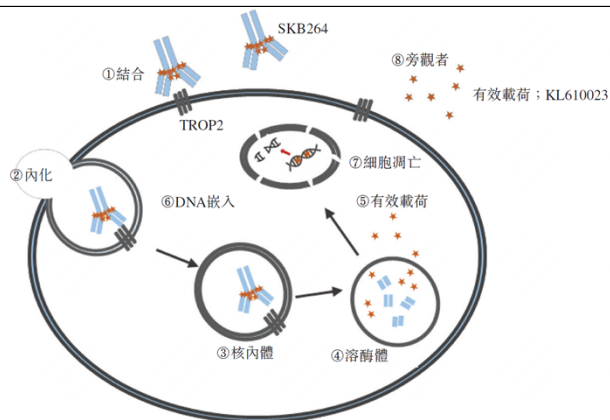
芦康沙妥珠可在表达 TROP2 的肿瘤细胞中引发靶向杀伤，并在 TROP2 阴性肿瘤细胞中引发旁杀，从而克服肿瘤中 TROP2 表达不均匀的问题，具体过程包括：赛妥珠单抗将 ADC 分子选择性地引导至 TROP2 表达的肿瘤细胞，可酸裂解的连接子利用细胞内容酶体及细胞外肿瘤微环境中的酸性 pH 值，在细胞内 (被肿瘤细胞内化后) 及细胞外释放 KL610023 到肿瘤微环境。KL610023 的高膜渗透性使其也能渗透到未结合的旁观者细胞中，无论其 TROP2 表达状态如何。在细胞内，KL610023 将自身嵌入 DNA 结构中，并抑制 TOPO1 (一种对 DNA 复制至关重要的酶)，从而导致复制过程中的 DNA 损伤、肿瘤细胞凋亡。

图表 10：全球 TROP2 ADC 市场规模预测



资料来源：Frost & Sullivan，交银国际 E = Frost & Sullivan 预测

图表 11：芦康沙妥珠单抗作用机制



资料来源：公司资料，交银国际

竞争格局温和，芦康沙妥珠有弯道超车机会

全球目前有 3 款 TROP2 ADC 获批上市，除芦康沙妥珠外，还有吉利德的戈沙妥珠单抗 (Trodelvy®) 和阿斯利康/第一三共的 Dato-DXd (Datroway®)。三者获批适应症包括后线 TNBC 和/或 HR+/HER2- BC。以首个获批的 Trodelvy 为例，目前在美国获批 TNBC 和 HR+/HER2- BC 两项适应症，还曾在 2021 年 4 月附条件获批经化疗和 PD-(L)1 治疗的 UC，但由于 III 期 TROPiCS-04 研究未能达到主要终点，吉利德于 2024 年撤回了该适应症。2023 年，在上市三年后，销售首次突破 10 亿美元大关、达到 10.63 亿美元，2024 年继续增长 24%至 13.15 亿美元。2025 年 3 月，芦康沙妥珠在中国内地获批用于 EGFR 突变 NSCLC 的治疗，成为全球首个在肺癌适应症获批上市的 TROP ADC。

图表 12：全球已获批上市的 TROP2 ADC

商品名	通用名	公司	获批地点	获批适应症	首次获批时间	年治疗费用	2024 年销售额
拓达维®/ Trodelvy®	戈沙妥珠单抗	吉利德	美国	≥2L TNBC，≥4L HR+/HER2- BC	2020 年 4 月	36.5 万美元	13.15 亿美元
			中国内地	≥2L TNBC	2022 年 6 月	116.5 万元人民币	
佳泰莱®	芦康沙妥珠单抗	科伦博泰	中国内地	≥2L TNBC	2024 年 11 月	48.9 万元人民币	NA
			中国内地	EGFR TKI 和含铂化疗治疗后进展的 EGFR+ NSCLC	2025 年 3 月		
Datroway®	德达博妥单抗/ Dato-DXd	阿斯利康/ 第一三共	美国	内分泌/化疗耐药的 HR+/HER2- BC	2025 年 1 月	42.5 万美元	NA

资料来源：公司资料，吉利德，阿斯利康，FDA，NMPA，交银国际

芦康沙妥珠是全球第二款获批的 TROP2 ADC，大中华区以外权益已授权给默沙东。截至目前，默沙东已开展多项针对芦康沙妥珠的临床研究，包括针对 NSCLC、子宫内膜癌、胃腺癌、宫颈癌、卵巢癌等适应症的国际多中心 III 期研究，有望借助差异化的适应症布局、弯道超越 Trodelvy 和 Datroway。

图表 13：默沙东对芦康沙妥珠（MK-2870）的开发计划

适应症	阶段	临床研究	地区
≥2L HR+/HER2- BC	III 期	TroFuse-010, NCT06312176	全球多中心
经新辅助治疗且术后未达到病理完全缓解的 TNBC	III 期	TroFuse-012, NCT06393374	全球多中心
2L 宫颈癌	III 期	TroFuse-020, NCT06459180	全球多中心
≥4L 子宫内膜癌	III 期	TroFuse-005, NCT06132958	全球多中心
≥3L 胃/食管腺癌	III 期	TroFuse-015, NCT06356311	全球多中心
经治驱动基因阳性 nsq-NSCLC（单药）	III 期	TroFuse-004, NCT06074588	全球多中心
经治 EGFR+ nsq-NSCLC（联合化疗）	III 期	TroFuse-009, NCT06305754	全球多中心
1L PD-L1 TPS≥50% NSCLC（联合 K 药）	III 期	TroFuse-007, NCT06170788	全球多中心
未取得病理 CR 的可切除 NSCLC（联合 K 药）	III 期	TroFuse-019, NCT06312137	全球多中心
1L K 药+化疗诱导治疗后的 sq-NSCLC 维持治疗（联合 K 药）	III 期	TroFuse-023, NCT06422143	全球多中心
1L TNBC（联合 K 药）	III 期	TroFuse-011, NCT06841354	全球多中心
3L 铂敏感卵巢癌（±贝伐珠）	III 期	TroFuse-022, NCT06356311	全球多中心
高危、早期 TNBC 或 HR+/HER2- BC 的新辅助治疗（联合 K 药）	III 期	TroFuse-032, NCT06966700	全球多中心
1L pMMR 子宫内膜癌的维持治疗（联合 K 药）	III 期	TroFuse-033, NCT06952504	全球多中心
经治胆管癌、经治结直肠癌、经治胰腺癌	II 期	NCT06428409	全球多中心
早期 NSCLC（联合 K 药）	II 期	KEYMAKER-U01, NCT06788912	NA

资料来源：公司资料，默沙东，交银国际

芦康沙妥珠差异化分子设计有望提升疗效-安全性特征

在分子设计上，芦康沙妥珠与 Trodelvy 和 Datroway 相比有明显的差异化优势：1) 与 **Trodelvy** 相比：芦康沙妥珠的不可逆连接子-抗体偶联及差异化的有效载荷结构，有望显著改善血浆稳定性、提高半衰期，KL610023 的化学结构也有助于在循环中增强药物分子稳定性；2) 与 **Datroway** 相比：芦康沙妥珠抗体亲和力更高、且采用亲水性更强的 CL2A 连接子，即使有更高的 DAR 值，仍有较好的 ADC 亲水性，同时与 KL610023 相关的 ILD 毒性风险极小。一旦到达肿瘤部位，连接子中的碳酸盐裂解部分便可以令有效载荷快速释放以发挥杀伤作用。这种创新设计增强芦康沙妥珠的靶向能力，同时减少其脱靶及在靶脱瘤毒性，因此有潜质实现更广泛的治疗窗口。

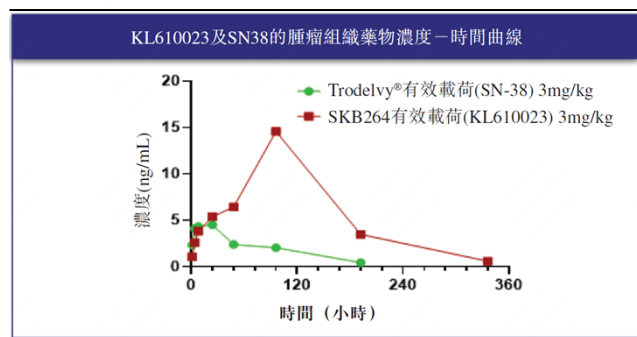
图表 14：芦康沙妥珠与同靶点竞品在分子设计上有差异化优势

	芦康沙妥珠	Trodelvy	Datroway
抗体	赛妥珠单抗	赛妥珠单抗	Datopotamab
抗体亲和力/KD	0.31 nM	0.29 nM	0.74 nM
连接子	含 2-甲磺酰基嘧啶的 CL2A 连接子	含马来酰亚胺的 CL2A 连接子	GGFG 连接子
有效载荷	KL610023，一种贝洛替康衍生物	SN-38，一种伊立替康的水溶性代谢物	Deruxtecan，一种 Exatecan 衍生物
载荷 IC ₅₀	0.7 μmol/L	2.78 μmol/L	0.31 μmol/L
偶联方式	含 2-甲磺酰基嘧啶的 CL2A	含马来酰亚胺的 CL2A	GGFG/贝诺利隆
偶联是否可逆	不可逆的位点特异性甲磺酰基嘧啶-硫醇偶联	可逆的位点特异性马来酰亚胺-硫醇偶联	可逆的位点选择性马来酰亚胺-硫醇偶联
血浆稳定性	144h 释放 70%	48h 释放 100%	3 周释放 1.4-5.5%
裂解方式	pH 依赖/酶切	pH 依赖/酶切	酶切
半衰期	36 h	11.4 h	110.4 h
整体 DAR 值	7.4	7.6	4
与芦康沙妥珠的区别	/	由于不可逆的连接子 mAb 偶联及差异化的有效载荷结构，芦康沙妥珠的血浆稳定性得到改善	由于 CL2A 连接子的亲水性更强，即使 DAR 值较高，芦康沙妥珠仍具有良好的 ADC 亲水性；芦康沙妥珠与 KL610023 相关的 ILD 毒性风险极小

资料来源：Frost & Sullivan，Biotech 前瞻，交银国际

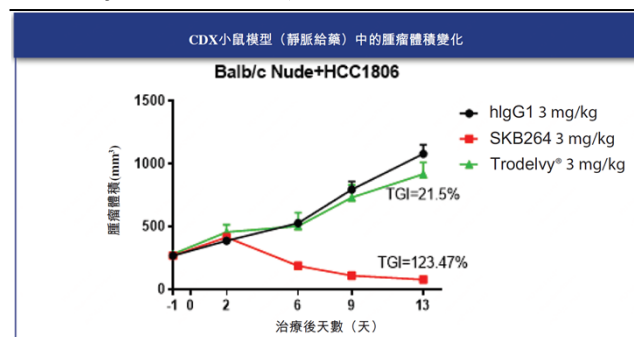
在临床前小鼠 TNBC 模型中，与相同剂量（3mg/kg）的 Trodelvy 相比，芦康沙妥珠在血浆中的有效载荷暴露水平相当，但在肿瘤组织中的有效载荷暴露约高 4.6 倍，表明芦康沙妥珠在肿瘤组织中能更有效释放细胞毒性有效载荷，这表明芦康沙妥珠可能具有更高的抗肿瘤效力。在使用小鼠 TNBC 模型与经 Trodelvy 治疗 13 天后进行的头对头研究中，芦康沙妥珠达到 123.47% 的肿瘤生长抑制（TGI），而 Trodelvy 在相同剂量下仅有 21.5%；前者在肿瘤内的暴露量较大导致 TGI 更高，说明其在癌症治疗中有潜质实现更大效果。

图表 15：芦康沙妥珠与 Trodelvy 的有效载荷在血浆中的暴露水平相当



资料来源：公司资料，交银国际

图表 16：在小鼠 TNBC 模型中，芦康沙妥珠比 Trodelvy 能更有效地抑制肿瘤生长



资料来源：公司资料，交银国际

核心适应症临床数据竞争优势明显

截至目前，全球已上市的 TROP2 ADC 主要获批用于 TNBC 和 HR+/HER2- BC 的治疗。在这两个适应症上，芦康沙妥珠均在临床研究中取得了优于同机制竞品的疗效和安全性数据（非头对头比较）：

⊕ TNBC

是乳腺癌的一种侵袭性亚型，约占总病例数的 15% 左右，患者五年生存率仅 12%。根据沙利文预测，全球/中国内地的 TNBC 发病数将从 2022 年的 35.2 万/5.12 万例增长至 2030 年的 40.8 万/5.56 万例。

TNBC 目前的治疗手段主要包括化疗、PD-1、PARP 抑制剂、Trodelvy 等。考虑到 TROP2 在约 88% 的 TNBC 患者中过度表达，远高于 PD-L1 表达（20%）和 BRCA1/2 突变（10-20%），因此 TROP2 ADC 有机会满足更广大患者群体的治疗需求。

在 III 期 SKB264-III-03 研究中，芦康沙妥珠治疗组相较对照组，疾病进展风险降低 69%（PFS HR = 0.31），明显优于 Trodelvy 在 III 期 ASCENT 研究中取得的 0.41 PFS HR。中位 PFS 也在数值上优于 Trodelvy 和 Datroway 取得的结果。

图表 17：三款已上市 TROP2 ADC 在后线 TNBC 上的临床数据对比

后线 TNBC			
	芦康沙妥珠	Trodelyv	Datroway
临床研究	SKB264-III-03 (NCT05347134)	ASCENT (NCT02574455)	TROPION-PanTumor01 (NCT03401385)
分期	III 期	III 期	I 期
适应症	≥3L TNBC	≥3L TNBC	经治/无标准治疗 TNBC
治疗方案	单药 vs. 研究者选择方案	单药 vs. 研究者选择方案	单药
入组人数	263 (130 vs. 133)	529 (267 vs. 262)	44
给药剂量	5mg/kg Q2W	10mg/kg 每 21 天周期的第 1 和第 8 天	42 例 6mg/kg Q3W, 2 例 8mg/kg Q3W
主要终点	BIRC PFS	无脑转移人群中的 PFS	安全性
次要终点	研究者 PFS、OS、ORR、DCR、DOR、TTR 等	ITT 人群中的 PFS, 无脑转移/ITT 人群中的 OS、TTR, 无脑转移人群中的 ORR、DOR 等	疗效、PK
患者基线	87%存在内脏转移, 26%曾接受 PD-(L)1 治疗, 48%曾在晚期阶段接受≥3 线化疗	中位既往治疗线数=4, 88%受试者无脑转移, 30%受试者曾接受免疫检查点抑制剂, 69%/31%受试者曾接受 2-3 线/3 线以上化疗	32%受试者曾接受以 topo I 抑制剂为载体的 ADC 治疗, 52%曾在晚期/转移期阶段接受≥3L 疗法、中位既往治疗线数=3, 11%曾有脑转移
疗效数据	BIRC mPFS 5.7m vs. 2.3m, HR 0.31, P<0.00001; 6m PFS 率 43.4% vs. 11.1%; OS HR 0.53 (P=0.0005); BICR ORR 43.8% vs. 12.8%	无脑转移人群: mPFS 5.6m vs. 1.7m, HR 0.41, P<0.001; mOS 12.1m vs. 6.7m, HR 0.48, P<0.001; ORR 35% vs. 5% ITT 人群: mPFS 4.8m vs. 1.7m, HR 0.41; mOS 11.8m vs. 6.9m, HR 0.51; ORR 31% vs. 4%	mPFS 4.4m, mOS 13.5m, ORR 31.8%
安全性数据	最常见≥3 级 TRAE: 中性粒细胞计数减少 32.3% vs. 47.0%, 贫血 27.7% vs. 6.1%, 白细胞计数减少 25.4% vs. 36.4%	≥3 级 AE 率 73% vs. 65%, 最常见≥3 级 AE: 中性粒细胞计数减少 52% vs. 34%, 贫血 9% vs. 6%, 腹泻 12% vs. 1%, 白细胞计数减少 11% vs. 6%	≥3 级 TRAE 率 25.0%, SAE 率 20.5%

资料来源: ASCO, ClinicalTrials.gov, 交银国际

⊕ HR+/HER2- BC

是最普遍的 BC 亚型, 约占所有 BC 病例的 55%, 若考虑 HER2 低表达人群, 则这一比例将达到 70%, 患者五年生存率约为 30%。内分泌疗法是晚期 HR+/HER2-BC 的主要治疗手段, 但 40-50%的患者对其有耐药性, 对于这些患者, 目前可用的有效治疗选择有限, 存在较大的未满足临床需求。鉴于 TROP2 常在 HR+/HER2- BC 中过度表达, TROP2 ADC 有机会解决这一需求。

芦康沙妥珠目前处于两项针对该适应症的 III 期研究中, 分别是在中国内地进行的 SKB264-III-10 研究 (单药, ≥2L) 和由默沙东主导的全球多中心 MK-2870-010 研究 (单药/联合 K 药, ≥2L)。

在 I/II 期研究中, 芦康沙妥珠取得优异的初步疗效, 包括 37%的 ORR 和 11.1 个月的中位 PFS, 数值上优于 Trodelvy 和 Datroway。

图表 18：三款已上市 TROP2 ADC 在后线 HR+/HER2- BC 上的临床数据对比

	后线 HR+/HER2- BC		
	芦康沙妥珠	Trodelvy	Datroway
临床研究分期	KL264-01 (NCT04152499) I/II 期	TROPICS-02 (NCT03901339) III 期	TROPION-Breast01 (NCT05104866) III 期
适应症	接受内分泌治疗和至少一次化疗后进展的 HR+/HER2- BC	经 2-4L 化疗的 HR+/HER2- BC	经 1-2L 化疗的 HR+/HER2- BC
治疗方案	单药	单药 vs. 研究者选择方案	单药 vs. 研究者选择方案
入组人数	41	543 (272 vs. 271)	732 (365 vs. 367)
给药剂量	5mg/kg Q2W	10mg/kg 每 21 天周期的第 1 和第 8 天	6mg/kg Q3W
主要终点	II 期部分：ORR	PFS	BIRC PFS、OS
次要终点	II 期部分：DOR、PFS、OS、安全性等	OS、ORR、DOR、CBR 等	ORR、DOR、研究者 PFS、DCR 等
患者基线	38 名可评估受试者中，47%有原发性内分泌疗法耐药，79%接受过≥2L 化疗，66%接受过 CDK4/6	86%曾接受过内分泌疗法，99%曾接受过 CDK 4/6，中位既往化疗线数=3	62%曾接受过一次化疗、38%接受过两次，83%曾接受过 CDK 4/6，中位既往治疗线数=3
疗效数据	ORR 36.8%，mDOR 7.4m，mPFS 11.1m，6m PFS 率 61.2%	mPFS 5.5m vs. 4.0m，HR 0.66，P=0.0003； mOS 13.9m vs. 12.3m，HR 0.84，P=0.143； ORR 21% vs. 24%，mDOR 7.4m vs. 5.6m	BIRC mPFS 6.9m vs. 4.9m，HR 0.63，P<0.0001；OS 未达到统计学显著；ORR 36.4% vs. 22.9%；mDOR 6.7m vs. 5.7m
安全性数据	≥3 级 TRAE 率 48.8%，无神经病变或药物相关 ILD	≥3 级 TRAE：中性粒细胞计数减少 51% vs. 38%、白细胞计数减少 9% vs. 5%、贫血 6% vs. 3%、疲劳 6% vs. 3%	≥3 级 TRAE 率 20.8% vs. 44.7%，TRSAE 率 5.8% vs. 9.1%，治疗相关 ILD 发生率 1.4% (均为 1-2 级)

资料来源：ASCO，JCO，ClinicalTrials.gov，阿斯利康，交银国际

除两项乳腺癌适应症外，公司及合作伙伴还在多项重要适应症上有明显差异化的布局，主要体现在：

- 在 NSCLC 上，默沙东的 K 药（全球销售额最高的 PD-1 单抗产品，已获批多项 NSCLC 适应症）提供了优质的 PD-1 + ADC 联用机会。在 II 期 OptiTROP-Lung01 研究中，芦康沙妥珠 + PD-L1 单抗 A167 在 PD-L1 高表达 (TPS ≥ 50%) 的 NSCLC 中取得 87% 的 ORR 和 91% 的 6 个月 PFS 率，远高于 K 药单药的 45%/62% (KEYNOTE-024 研究结果)。根据 ClinicalTrials.gov，双方已合计开展四项芦康沙妥珠 + K 药治疗 NSCLC 的 III 期研究，包括 PD-L1 阳性 NSCLC、PD-L1 阴性 NSCLC、II-IIIB 期可切除 NSCLC 等。
- 在宫颈癌、子宫内膜癌、胃/食管腺癌等存在较大治疗缺口的适应症上，合作伙伴默沙东已启动 III 期全球多中心研究，而 Trodelvy 和 Datroway 在这些适应症上，或尚未启动 III 期、或 III 期进展慢于芦康沙妥珠。在后续适应症布局上，芦康沙妥珠已占得一定先机。

优异安全性数据有望扩大临床应用机会：在各自的获批剂量下，芦康沙妥珠的大部分 AE 发生率低于 Trodelvy。例如，FDA 对 Trodelvy 施加黑框警告，治疗过程中可能出现中性粒细胞计数减少和腹泻两种严重不良反应风险。而在临床试验中，芦康沙妥珠导致的上述两种不良反应的发生率明显更低。相比 Datroway，芦康沙妥珠导致间质性肺病的风险也明显更低（阿斯利康/第一三共的另一款 ADC Enhertu 因间质性肺病风险遭 FDA 黑框警告）。更优异的安全性有望带来更宽阔的治疗窗口，给予医患更多剂量选择空间，并提升产品相对于同靶点竞品的整体竞争力。

图表 19：芦康沙妥珠、Trodely 及 Datroway 的常见不良药物反应发生率

AE 类别	芦康沙妥珠 5mg/kg (N=188)		Trodely 10mg/kg (N=258)		Datroway 6mg/kg (N=360)	
	所有级别	≥3 级	所有级别	≥3 级	所有级别	≥3 级
血液相关 AE						
中性粒细胞计数减少	54%	26%	78%	49%	30%	1.6%
贫血	72%	23%	94%	9%	35%	2.8%
血小板计数减少	32%	8%	23%	1.2%	NA	NA
白细胞计数减少	59%	17%	86%	41%	41%	1.1%
淋巴细胞计数减少	18%	4%	88%	31%	36%	9%
肺部相关 AE						
间质性肺病	0%	0%	NA	NA	4.2%	0.8%
消化道相关 AE						
腹泻	4%	0%	59%	11%	11%	0.6%
口腔炎	44%	9%	17%	2%	59%	7%
恶心	31%	1%	57%	3%	56%	1.4%
呕吐	27%	0.5%	33%	2%	24%	1.1%
便秘	5%	0%	37%	0.4%	34%	0.3%
腹痛	2%	0%	30%	3%	11%	0.6%
其他 AE						
皮疹	35%	4%	12%	0.4%	17%	2.3%
脱发	32%	0%	47%	0%	22%	0%
食欲下降	18%	1%	28%	2%	16%	0.9%

资料来源：公司招股书，Datroway 产品说明书，Trodely 产品说明书，交银国际

后续管线蓄势待发，I/O + ADC 矩阵逐步成型

核心观点：在核心产品芦康沙妥珠之后，公司布局了更多拥有差异化靶点/分子设计的 ADC 候选药物，其中 HER2 ADC 博度曲妥珠已在 III 期研究中头对头战胜、相比优赫得亦有安全性优势，再一次验证 OptiDC 平台在 ADC 开发和设计上的优势、以及公司临床开发的执行力。公司在 ADC 之外布局了多款抗体/小分子创新药物，涵盖肿瘤、自免、血液等多重疾病领域，其中肿瘤管线中的 PD-L1 单抗和 STING 激动剂与 ADC 组成 I/O + ADC 联合疗法，这种差异化联用策略有望进一步巩固公司在 ADC 赛道的竞争优势。

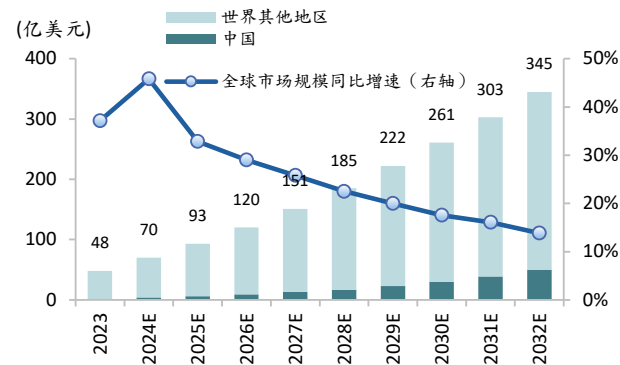
HER2 ADC 博度曲妥珠单抗即将获批上市，有望提供安全性更优的治疗选择

博度曲妥珠是一款公司内部开发、有潜力治疗 HER2+ 实体瘤的差异化 HER2 ADC，目前处于 NDA 审评阶段，用于 HER2+ BC 的治疗（≥3L 适应症于 2023 年 5 月获受理、≥2L 适应症于 2025 年 1 月获受理）。我们预计，博度曲妥珠有潜力成为首批获批治疗晚期 HER2+ BC 的国产 ADC 之一。HER2 是一种细胞表皮受体，在各种正常组织中的表达低，但其过度表达和异常激活将促进细胞异常生长和存活，进而导致 BC、GC 等各种癌症的发展。

据各种文献统计，在乳腺癌、卵巢癌、胃癌、食管癌、NSCLC 等患者群体较大的癌种中，HER2+（IHC 3+或 IHC 2+/ISH-）的病例占比分别达到 15-30%、20-30%、9-38%、7-22%、7-23%。因此，HER2 靶向疗法的市场潜力十分可观。全球范围内已有多款 HER2 靶向药物获批上市，但仍有大量患者无应答、出现治疗耐药性或出现严重副作用。这些限制凸显了对可延长复发/难治患者生存期的新型疗法（包括 HER2 ADC）的需求。沙利文预测，到 2032 年，全球 HER2 ADC 市场规模有望达到 345 亿美元，其中中国内地市场达到 50 亿美元。

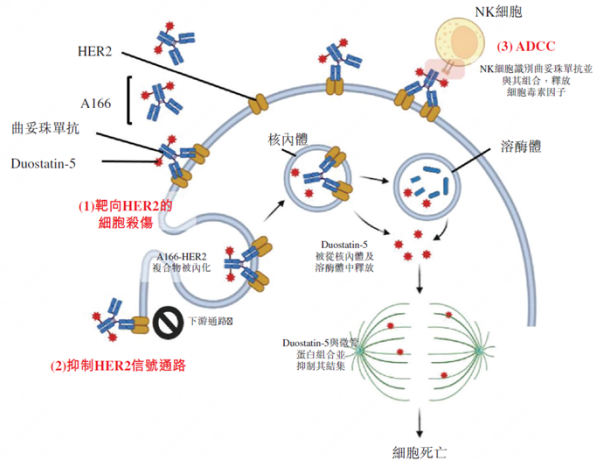
从分子设计上，博度曲妥珠可通过靶向 HER2 的细胞杀伤、抑制 HER2 信号渠道、抗体依赖性细胞毒性（ADCC）发挥强效抗肿瘤活性潜质。药物分子中的曲妥珠单抗部分与 HER2 受体结合后内化和转运，释放 duostatin-5，然后与微管蛋白（一种保持细胞结构所需的主要蛋白质）组合并抑制其结集，从而干预细胞分裂周期，促进细胞凋亡，杀死肿瘤细胞。此外，曲妥珠单抗可触发 ADCC 效应（一种免疫介导的攻击），其 Fc 端可被 NK 细胞识别并与其结合，后者可释放细胞毒性因子杀死肿瘤细胞。

图表 20：全球 HER2 ADC 市场规模预测



资料来源：Frost & Sullivan，交银国际 E = Frost & Sullivan 预测

图表 21：博度曲妥珠单抗作用机制



资料来源：公司资料，交银国际

目前，中国内地已有三款HER2 ADC（赫赛莱®、爱地希®及优赫得®）获批上市，其中赫赛莱和优赫得已获批用于≥2L HER2+ BC 的治疗，而公司的博度曲妥珠是唯一一款在该适应症上进入上市审评阶段的国产 HER2 ADC，整体竞争格局较为温和。BC 患者群体大、治疗周期长（药物使用时间长）、HER2 阳性比例较高，若产品成功获批，将成功进入 HER2 ADC 市场中空间最可观的细分领域之一。

图表 22：中国内地已获批上市的 HER2 ADC

商品名	通用名	公司	获批适应症	首次获批时间	是否纳入医保	年治疗费用* (医保报销前，2024 年全球人民币)	2024 年全球销售额
赫赛莱®/ Kadcyla®	恩美曲妥珠单抗	罗氏	早期 HER2+ BC 辅助治疗、≥2L 晚期/转移 HER2+ BC	2020 年 1 月	是	15.1 万元	22.7 亿美元
优赫得®/ Enhertu®	德曲妥珠单抗	阿斯利康/第一三共	≥2L HER2+ BC、≥2L HER2 低表达 BC、≥2L HER2 突变 NSCLC、≥3L HER2+ GC/GJA	2023 年 2 月	是	24.1 万元	37.5 亿美元
爱地希®	维迪西妥单抗	荣昌生物	≥3L HER2 过表达 GC/GJA (IHC 2+/3+)、≥2L HER2 过表达 UC	2021 年 6 月	是	19.8-29.6 万元	NA

资料来源：各产品说明书，国家医保局，交银国际

⊕ 分子设计差异化显著，头对头研究数据确立竞争优势

从分子设计上看，博度曲妥珠相比主要竞品的差异化之处在于：1）通过较低的 DAR 值、稳定的位点特异性偶联和高细胞毒性的有效载荷 Duo-5，产品有望在保证疗效的前提下，提升血浆稳定性和安全性；2）位点特异性偶联保证 ADC 同质性，生产过程中的制剂均一性也相应提升。

图表 23：博度曲妥珠与同靶点竞品在分子设计上差异化优势

	博度曲妥珠	赫赛莱	爱地希	优赫得
抗体	曲妥珠单抗	曲妥珠单抗	维迪西妥单抗	曲妥珠单抗
连接子	Val-Cit 连接子	MCC 连接子	Val-Cit 连接子	GGFG 连接子
有效载荷	Duo-5，一种 MMAF 衍生物及高细胞毒性微管蛋白抑制剂	DM1，一种美登素衍生物及高细胞毒性微管蛋白抑制剂	MMAE，一种高细胞毒性微管蛋白抑制剂	Deruxtecan，一种 exatecan 衍生物及中等毒性 TOP2α 抑制剂
偶联	稳定的位点特异性赖氨酸偶联	随机的赖氨酸偶联	可逆的非位点特异性半胱氨酸偶联	可逆的位点特异性半胱氨酸偶联
DAR	2	3.5	4	8
与博度曲妥珠的区别	/	博度曲妥珠因位点特异性偶联而具有更高的 ADC 同质性；博度曲妥珠的旁观者效应归因于酶可裂解连接子与细胞膜可渗透的有效载荷	博度曲妥珠因位点特异性偶联而具有更高的 ADC 同质性；由于稳定的连接子 mAb 偶联，博度曲妥珠的血浆稳定性得到改善	博度曲妥珠与 Duo-5 相关的 ILD 毒性风险极小；由于稳定的连接子 mAb 偶联，博度曲妥珠的血浆稳定性得到改善

资料来源：Frost & Sullivan，交银国际

在 I 期剂量扩展研究中，博度曲妥珠在 4.8mg/kg Q3W 的 RP2D 剂量下在后线 HER2+ BC 患者中取得 73.9% 的 ORR、12.3 个月的中位 PFS，明显高于赫赛莱、爱地希，并于优赫得大致相当。同时，博度曲妥珠表现出优于竞品的安全性特征（尤其是优赫得和爱地希）、AE 发生率更低，包括 ILD（优赫得的主要不良事件，遭 FDA 黑框警告）。这些数据对产品分子设计上的差异化优势形成佐证，有望在 HER2 ADC 赛道内提供疗效/安全性更加平衡的新治疗选择。

图表 24：博度曲妥珠与同靶点竞品在 HER2+ BC 和 HER2+ GC 上的 ORR 对比

适应症	博度曲妥珠 (4.8mg/kg Q3W)	赫赛莱	优赫得	爱地希
HER2+ BC ¹	73.9%	43.6%	78.5%	58.5%
HER2+ GC ²	31.3%	NA	40.5%	24.4%

资料来源：1）赫赛莱®：Dieras V, et al. Lancet Oncol 2017；Enhertu®：Hurvitz SA, et al. The Lancet 2020；爱地希®：于 2024 年 12 月刊发的 SABCS24-PS8-06，为≥2L HER2+ BC 伴肝转移结果；2）优赫得和爱地希的产品说明书；公司资料，交银国际

图表 25：博度曲妥珠与同靶点竞品在临床研究中的主要不良事件发生率对比

AE 发生率(%)		博度曲妥珠 (4.8 及 6.0mg/kg Q3W, N=77)	赫赛莱 (3.6mg/kg Q3W, N=490)	优赫得 (5.4mg/kg Q3W, N=234)	爱地希 (2.5mg/kg Q2W, N=350)
贫血	总计	23.4	14.3	31	22.6
	≥3 级	3.9	4.1	7	2.6
血小板计数减少	总计	3.9	83	37	16.0
	≥3 级	0	17	3.4	1.1
中性粒细胞减少	总计	9.1	39	62	50.6
	≥3 级	1.3	3	16	16.9
白细胞计数减少	总计	20.8	NA	70	55.4
	≥3 级	4.2	NA	7	10.9
恶心	总计	9.1	39.8	79	31.1
	≥3 级	0	0.8	7	0.3
呕吐	总计	5.2	19.2	47	18.3
	≥3 级	0	0.8	3.8	0.6
腹泻	总计	9.1	24.1	29	11.4
	≥3 级	0	1.6	1.7	0.3
AST 升高	总计	18.2	98	41	49.7
	≥3 级	0	<8	0.9	16
ALT 升高	总计	18.2	82	38	42.9
	≥3 级	0	<6	0.4	1.7
外周感觉神经病变	总计	54.5	21.2	NA	5.1
	≥3 级	6.5	2.2	NA	1.1
角膜疾病	总计	94.8	3.9	NA	NA
	≥3 级	36.4	0	NA	NA
干眼	总计	40.3	3.9	11.1	NA
	≥3 级	15.6	0	0.4	NA
视力模糊	总计	85.7	4.5	NA	NA
	≥3 级	24.7	0	NA	NA
ILD	总计	2.6	NA	9.0	NA
	≥3 级	0	NA	2.6	NA

资料来源：公司资料，各产品说明书，交银国际

早期 ADC 项目丰富，有望靠差异化分子设计在竞争中取胜

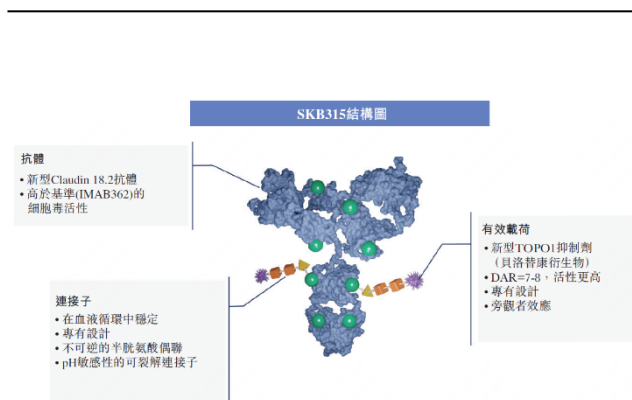
除芦康沙妥珠和博度曲妥珠外，公司还有 8 款处于 I 期临床/临床前阶段的 ADC 候选分子，其中两款已披露靶点——Claudin 18.2 ADC SKB315 和 Nectin-4 ADC SKB410。上述两个靶点的竞争格局均呈现逐步拥挤态势，但公司产品在抗体选择和有效载荷/连接子设计上存在明显差异化，有助于获得更好的安全性和治疗窗口。

⊕ SKB315

一款针对晚期实体瘤治疗的新型 Claudin 18.2 ADC。Claudin 18.2 是一种细胞连接蛋白，在胃癌、胰腺癌等难治且治疗手段肿瘤中存在过度表达，因此应用前景可观。当前 Claudin 18.2 ADC 竞争格局较激烈，至少有 20 款候选药物处于临床开发阶段。SKB315 目前处于中国内地 I 期临床研究中，核心竞争优势在于：

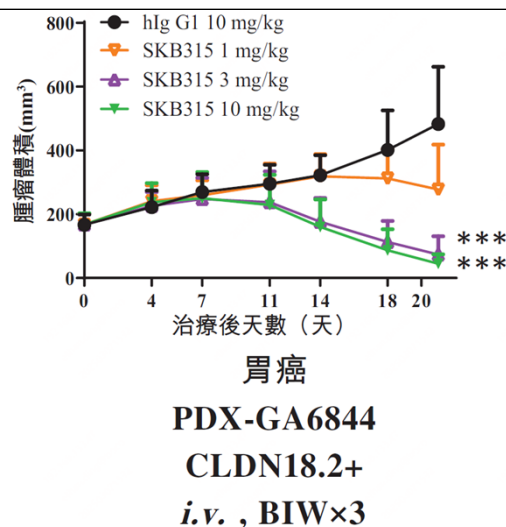
- * **差异化的有效载荷/连接子设计**：SKB315 采用一种新型、中度细胞毒性拓扑异构酶 I (TOPO1) 抑制剂作为有效载荷，以高 DAR 值与抗体偶联。差异化的有效载荷/连接子设计对正常胃部组织的潜在危害较小，SKB315 在小鼠及食蟹猴模型中表现出良好的安全性特征及广泛的治疗窗口，器官毒性有限且可逆，表明在人体中或也有良好的安全性特征。
- * **对各种 Claudin 18.2 表达水平肿瘤的治疗潜力**：除差异化有效载荷/连接子设计外，SKB315 的抗体部分还采用内部开发的 Claudin 18.2 抗体，在头对头的体外研究中，与佐妥昔单抗（全球首创 Claudin 18.2 单抗）相比，SKB315 在多个癌症细胞系中表现出相当或更高的 Claudin 18.2 特异性、亲和力和增殖抑制作用。这些特征表明，SKB315 在治疗各种 Claudin 18.2 表达水平的肿瘤上均具有一定潜力。

图表 26：SKB315 差异化分子设计



资料来源：公司资料，交银国际

图表 27：SKB315 在 Claudin 18.2 低表达模型中依旧表现出优异的抗肿瘤活性



资料来源：公司资料，交银国际

⊕ SKB410/MK-3120

是一款有潜力治疗多种晚期实体瘤的 Nectin-4 ADC。根据 Insight 数据库的统计，包括 SKB410 在内，全球共有 10 款 Nectin-4 ADC 处于临床研究阶段。SKB410 采用差异化的有效载荷/连接子策略，包括：1) 配备了中等毒性的有效载荷，可降低毒副作用；2) 使用了具有平衡稳定性的亲水连接子，旨在优化药代动力学 (PK) 特性并在肿瘤部位加速有效载荷释放，以期提升疗效。目前，公司正与默沙东合作开发该产品。

非 ADC 管线涵盖多种疾病领域，肿瘤候选药物有望与 ADC 形成协同

⊕ 科泰莱® (塔戈利单抗)

是全球首个获批上市用于治疗鼻咽癌的 PD-L1 单抗。2024 年 12 月，科泰莱在中国内地获批上市，用于治疗三线及以上复发或转移性鼻咽癌，2025 年 1 月又进一步获批用于鼻咽癌的一线治疗（联合化疗）。

尽管中国 PD-(L)1 市场竞争激烈，但公司在科泰莱的后续开发更多侧重探索与其 ADC 资产联用的潜力，目前正在进行三项临床研究，包括：1) 联合芦康沙妥珠（联合或不联合含铂类化疗）作为 EGFR 野生型 NSCLC 一线治疗的 II 期研究；2) 联合芦康沙妥珠作为 TNBC 一线治疗的 II 期研究；3) 联合芦康沙妥珠作为 HR+/HER2- BC 一线治疗的 II 期研究。

我们认为，PD-(L)1 作为已获临床验证的肿瘤免疫疗法，将助力公司在 I/O + ADC 这一潜力赛道中占得先机，后续可持续关注相关联合疗法的数据读出和研发计划。

⊕ 达泰莱® (西妥昔单抗生物类似物)

于 2025 年 2 月在中国内地获批，用于治疗 RAS 基因野生型的转移性结直肠癌（联合 FOLFOX 或 FOLFIRI 方案）。西妥昔原研中国内地年销售体量在 20 亿元人民币以上（2022 年），竞争格局较好，包括达泰莱在内仅有两款生物类似物获批上市。我们预计该产品有望持续产生现金流，支持公司后续管线研发。

⊕ A400/EP0031

是二代 RET 选择性抑制剂，具有克服第一代产品耐药性的潜力。根据 I/II 期实验的结果，A400 在 RET+ NSCLC 患者中表现出：1) 与同类药物相当的疗效、以及对一代 RET 耐药患者的治疗潜力（**耐药患者中的 ORR 和 DCR 分别达到 33% 和 78%**）；2) 与已获批产品有差异化的安全性特征，血液安全性良好。2021 年 3 月，公司将 A400 在大中华及部分亚洲国家之外的权益授出给英国生物科技公司 Ellipses Pharma，后者专注于小分子靶向药物的研发。在中国内地，公司已完成药审中心临床咨询，并取得启动关键实验的批准，目前正在推进患者入组。在美国，A400 已相继获得 FDA 的 IND 批准、孤儿药认定和快速通道认证。

⊕ A296 (KL340399 注射液)

是公司自主研发的非环二核苷酸 (non-CDN) 类小分子化合物，是具有全新结构、体内外药效活性显著、结构稳定、且可兼顾瘤内及系统给药的 STING 激动剂，作为新一代免疫疗法，在多种肿瘤中有治疗潜力、进一步巩固公司 I/O + ADC 布局。公司正开展两项评估 A296 治疗实体瘤 I 期临床研究，其中静脉注射研究于 2022 年 4 月启动、瘤内注射研究于 2022 年 7 月启动。

⊕ SKB378 (HBM9378)

是靶向 TSLP 的全人源单抗，靶向 TSLP 的疗法对大约 30-40% 的非嗜酸性表型重度哮喘患者均显示较好疗效。公司已在中国内地完成健康受试者的 I 期临床试验，并正与和铂医药 (2142 HK, 未评级) 在大中华地区及部分亚洲地区联合开发、将大中华地区及部分东南亚和西亚国家之外的权益授权给瑞士生物科技公司 Windward Bio。

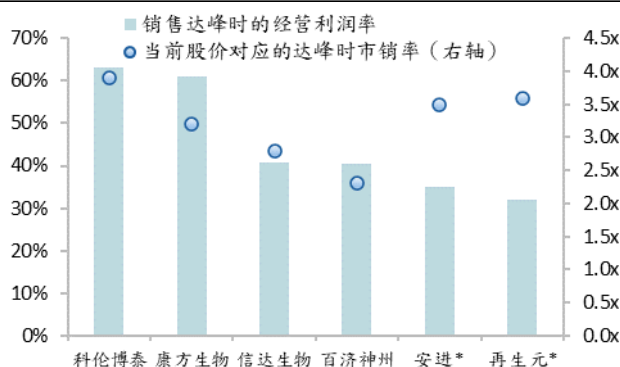
⊕ SKB336

是一款创新 FXI/FXIa 单抗，作为抗凝药物，可用于预防和治疗血栓栓塞性疾病，并已从国家药监局获得该适应症的 IND 申请。公司已在中国内地完成健康受试者的 I 期临床试验。

盈利预测与估值

我们采用 DCF 模型进行估值，得出公司股权价值 909 亿港元（或 117 亿美元），对应每股 400 港元的目标价和 5.0 倍收入达峰时的市销率，其中芦康沙妥珠是驱动我们目标估值的最重要单品，我们预计其内地峰值销售将超过 40 亿元人民币，对达峰时收入的贡献达到 50% 以上（包括海外获批上市后的销售提成）。对标其他同类港股生物科技公司的当前估值水平（如百济神州 2.3 倍达峰时市销率、信达生物 2.8 倍、康方生物 3.2 倍）、以及美股龙头生物科技公司（如安进 3.5 倍达峰时市销率、再生元 3.6 倍），我们给予公司的销售达峰时市销率略高，主因我们对公司的收入预测中合作收入占比较高，而合作收入的利润率（接近 100%）往往显著高于产品销售收入。

图表 28：中美头部生物科技公司收入达峰时经营利润率及市销率对比



资料来源：Visible Alpha，交银国际预测 *基于 Visible Alpha 卖方一致预测、使用经调整经营利润率，其余为基于交银国际预测

近三年盈利预测及核心产品经 POS 调整后的销售峰值

- ④ **收入**：我们预计 2025/26/27 年收入分别达到 20.4 亿/30.0 亿/43.0 亿元人民币，主要由芦康沙妥珠、博度曲妥珠、PD-L1 等创新药的持续销售放量驱动。此外，2024 年，公司录得 18.6 亿元人民币合作收入，主要来自与默沙东、Ellipse Pharma 等公司达成的多项合作相关的里程碑收入；随着管线持续在临床研究中推进、达到新里程碑，同时公司继续向合作伙伴提供研发服务，我们预计公司将继续在 2025-27 年录得该类收入。我们的预测略低于卖方一致预测，反映我们对芦康沙妥珠销售放量节奏更谨慎的预期。我们预计，到 2027 年，芦康沙妥珠的年销售额将超过 20 亿元人民币，A400（RET）等已经/即将进入关键临床阶段的候选药物届时也有望获批上市。
- ④ **毛利率**：我们预计，受益于生产技术成熟和规模经济效益，2025-27 年间产品上市后的销售毛利率将逐步提升，稳态下将维持在近 90%，而合作收入（里程碑收款、销售提成）的毛利率将接近 100%。
- ④ **营业费用**：长期来看，研发和销售费用率将随着经营杠杆的放大而逐年降低，但考虑到公司将在较长时间内投入较多资源用于创新药的研发和商业化，我们预计费用绝对数额将持续增长。我们预计，2025-27 年研发费用

将稳步增长至 13 亿元人民币左右，而随着产品上市后的商业化基础设施搭建，销售费用将快速增长至 11 亿元人民币。

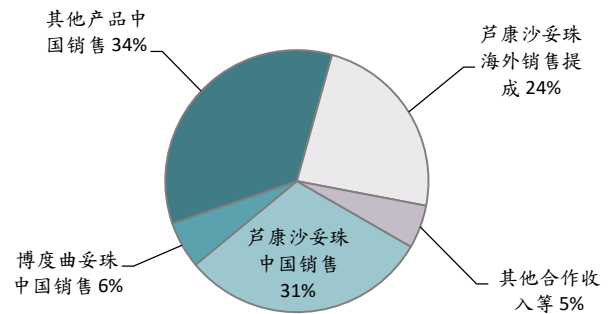
- ④ **净亏损及现金消耗：**我们预计，由于一次性合作收入的减少，2025 年净亏损将扩大至 5.1 亿元人民币，但 2026 年起有望实现经营层面盈亏平衡及经营性现金净流入。截至 2024 年末，公司账上现金约 21 亿元人民币，我们预计足以支撑公司至盈亏平衡而无需额外外部融资。
- ④ **主要品种销售峰值：**在公司已上市/即将上市品种中，我们预计芦康沙妥珠峰值的中国内地销售额有望达到约 51 亿元人民币，其余品种的合计峰值销售额将达到近 70 亿元人民币，主要来自 A400（RET）、博度曲妥珠等品种；芦康沙妥珠海外销售峰值则将超过 40 亿美元。我们对于芦康沙妥珠的峰值销售预期与卖方一致预期相近。

图表 29：科伦博泰收入拆分及预测

(亿元人民币)	2025E	2026E	2027E
芦康沙妥珠	7.9	13.8	20.9
博度曲妥珠	0.0	1.0	1.9
其他产品中国销售	2.0	5.0	10.0
产品中国销售收入合计	9.9	19.7	32.8
合作及其他收入	10.5	10.3	10.2
总收入	20.4	30.0	43.0

资料来源：交银国际预测

图表 30：科伦博泰收入拆分，2035 年



资料来源：交银国际预测

DCF 估值及核心假设

我们在 DCF 模型中给予 9.4% 的 WACC 假设和 3% 的永续增长率假设，WACC 与我们覆盖的其他商业化阶段生物科技/生物医药公司相当，而永续增长率略高，考虑到公司三大技术平台持续产出创新 ADC 分子、新型联用疗法的确定性较强，叠加芦康沙妥珠等默沙东合作品种逐步在海外市场上市，长期收入高增长确定性强。基于此，我们得到公司目标价 400 港元，对应 5.0 倍收入达峰时的市销率，及未来 12 个月 25% 的潜在股价升幅。首次覆盖，给予买入评级。

图表 31：科伦博泰- DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	2,038	3,004	4,300	5,873	7,299	8,903	10,537	12,051	13,646	15,303	16,686
EBIT	-564	17	674	1,772	2,863	4,203	5,606	6,856	8,134	9,478	10,520
EBIT * (1-t)	-375	232	809	1,741	2,665	3,800	4,987	6,043	7,119	8,251	9,124
加：折旧摊销	57	62	65	70	74	79	84	89	94	99	104
减：营运资金增加/ (减少)	(17)	(30)	(68)	(43)	(42)	(35)	(12)	(11)	(27)	(25)	(54)
减：资本开支	(83)	(102)	(116)	(129)	(138)	(142)	(147)	(156)	(163)	(168)	(183)
自由现金流	-418	162	690	1,639	2,559	3,702	4,912	5,964	7,023	8,158	8,991
永续增长率	3%										
自由现金流现值	22,481										
终值现值	59,031										
企业价值	81,512										
净现金	1,132										
少数股东权益	0										
股权价值	82,644										
股权价值 (百万港元)	90,908										
股份数量 (百万)	227										
每股价值 (港元)	400.0										

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	0.9
股权成本	10.3%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	15.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.4%

资料来源：交银国际预测

投资风险

管线研发风险：公司目前有 3 款产品在中国内地获批上市，但根据我们的预测，公司估值提升的主要驱动力更多来自芦康沙妥珠的海外销售以及后续 ADC 管线的价值实现/获批上市。尽管早期研究已初步验证这些品种的安全性和有效性，但后续研究仍面临疗效或安全性不佳的风险。不达预期的临床数据可能会影响产品开发及最终上市节奏。

商业化风险：公司产品上市后主要由自建商业化能力或授权合作伙伴的方式在全球市场进行销售。如果公司商业化团队建设进度或合作伙伴在海外市场进度不及预期，公司产品销售将受到负面影响。

中国市场风险：公司产品在中国内地市场上的销售成绩较大程度上取决于医保覆盖及定价情况。如果医保控费力度进一步加剧、导致产品未能纳入医保目录或医保定价低于预期，则产品销售收入和利润率将有所承压。

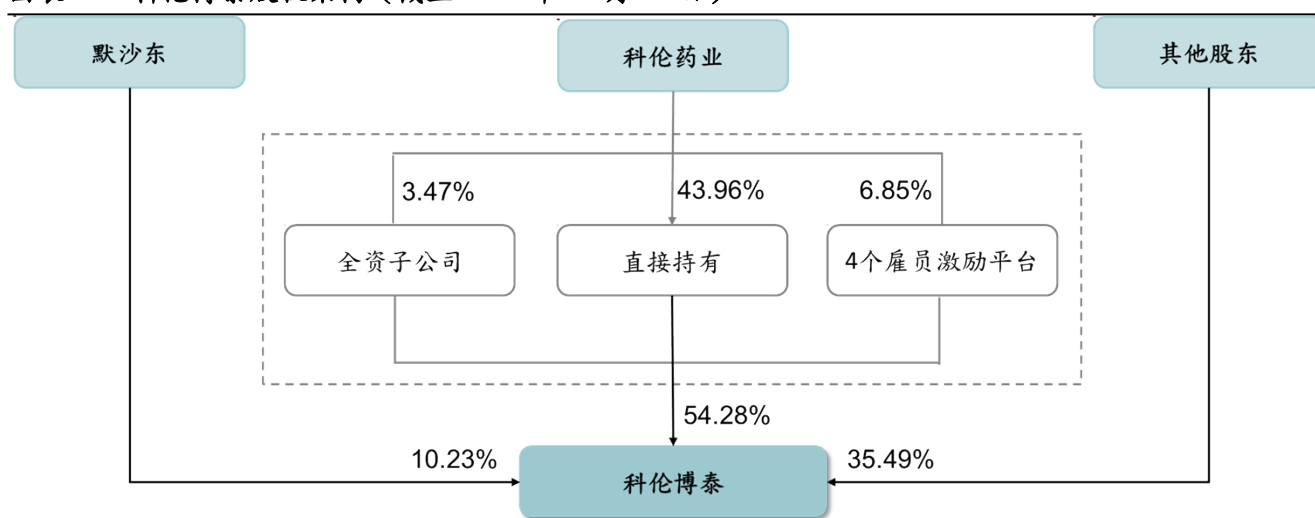
外部环境风险：虽然公司的对外授权许可交易暂未直接受到关税政策影响，但长期来看，地缘格局变化或将给产品的海外开发和后续 BD 出海交易带来一些不确定性。此外，由于各国监管要求和定价环境差异较大，在不同地区上市时可能面临不同的监管要求，全球开发复杂度较大。

附录

④ 公司股权集中

截至 2024 年 12 月 31 日，科伦博泰的控股股东为科伦药业（002422 CH/买入），其通过直接及间接方式合计持有科伦博泰约 54.28% 的股权（其中直接持股 43.96%，通过科伦药业全资附属公司科伦国际及四个雇员激励平台共持股 10.32%）。第二大股东为默沙东，持股比例为 10.23%。总体股权架构呈现高度集中的特点，科伦药业通过直接控股和员工激励平台形成了稳固的控制权。

图表 32：科伦博泰股权架构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司资料，交银国际

④ 公司管理团队拥有深厚行业积淀及高效执行能力

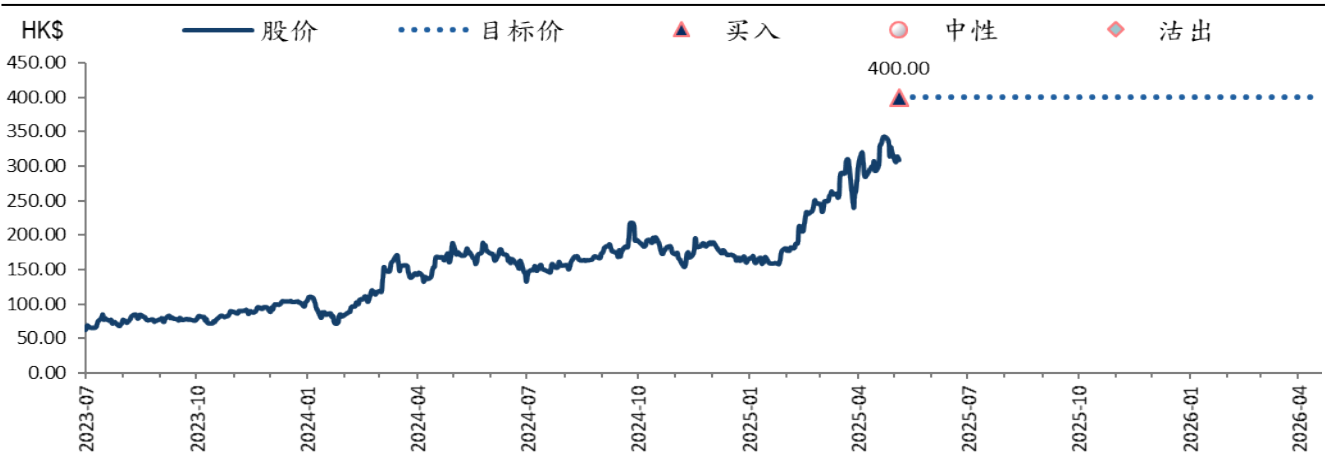
公司董事长刘革新为科伦药业创始人，在医药领域有超过 30 年的从业经验，首席执行官葛均友博士曾主导 30 余项创新药研发及全球多中心临床，首席战略官冯毅融合药监审评经验与临床开发资源，形成“研发-政策-商业化”全链条管理能力。团队骨干多来自辉瑞、礼来、阿斯利康等跨国药企及国内头部 Biotech，如首席科学官谭向阳（前辉瑞/Biogen 高管）、生产负责人张一伟（前礼来资深专家）、首席医学官金小平（阿斯利康/康方生物背景），覆盖从研发、生产到上市的全周期运营。

图表 33：科伦博泰管理团队介绍

姓名	职位	年龄	个人经历
刘革新	董事长兼非执行董事	74	刘革新先生为科伦药业创始人，自科伦药业成立起一直担任科伦药业董事长。2020 年 11 月至 2022 年 10 月，担任科伦研究院董事。此外，刘先生目前还在科伦集团的多家附属公司担任职务，包括：1) 担任四川科伦实业集团有限公司董事长；2) 成都青山利康药业有限公司董事长；3) 深圳证券交易所上市公司伊犁川宁生物技术股份有限公司董事长；及 4) 担任成都华西临床研究中心有限公司董事。
葛均友	执行董事、总裁兼首席执行官	53	葛均友博士自 2007 年起加入科伦药业，担任副总经理。葛博士亦同时担任其他多项职务，包括 1) 生物靶向药物国家工程研究中心主任；2) 科伦药业董事；3) 位于美国的 KLUS PHARMA 董事及首席执行官；4) 科伦博泰（香港）有限公司董事；5) 四川科纳斯执行董事。葛博士在国内外医药工业界从事创新药物的研发、生产和质量控制以及企业管理工作已有 30 年的经验，曾就职于上海延安制药厂、Boehringer-Ingelheim、浙江海正药业、Ratiopharm GmbH 等公司。
冯毅	副总经理兼首席战略官	61	冯毅先生于 2020 年 12 月加入公司，担任高级副总裁，主要负责管理公司研发及临床开发的战略规划。冯先生曾担任国家药品监督管理局药品审评中心主任助理。2014 年 2 月至 2015 年 12 月，担任美国科文顿·柏灵律师事务所中国代表处担任资深顾问，主要负责药物合规。2016 年 1 月至 2018 年 8 月，担任方思医药有限公司（现称昆翎医药）大中华区总裁，主要负责领导和管理该公司。2018 年 11 月至 2020 年 11 月，担任科伦研究院资深副院长及首席战略官。
张一伟	副总经理	70	张一伟博士主要负责管理集团的生产、质量分析及控制。1990 年 10 月至 1991 年 8 月，张博士为英国利兹大学理论和应用生物学系访问学者。1995 年 8 月至 2007 年 5 月，在美国阿尔伯特·爱因斯坦医学院病理系先后担任博士后研究员、副研究员。2007 年 6 月至 2008 年 10 月，就职于生物制药的公司 ImClone Systems Inc. 担任质量控制科学家，主要负责生物大分子药物的质量控制。2008 年 11 月至 2017 年 12 月，在纽约证券交易所上市的制药公司礼来公司担任资深科学家，主要负责生物大分子药物的质量控制及技术研发。
谭向阳	副总经理兼大分子首席科学官	63	谭向阳博士于 2021 年 7 月获委任为公司副总经理兼首席科学官，主要负责管理本集团的临床前研究及业务发展。自 1998 年 1 月至 2008 年 1 月，担任 Wyeth, LLC 的主任科学家。自 2008 年 1 月至 2009 年 1 月，担任 Pfizer Inc. 的资深主任科学家。自 2009 年 2 月至 2015 年 11 月，担任 Biogen Inc. 的主任科学家。自 2016 年 1 月至 2017 年 7 月，担任 Abpro Corporation 的部门主管。于 2017 年 7 月至 2019 年 5 月，担任联交所上市的和铂医药（上海）有限责任公司副总裁。于 2019 年 8 月至 2021 年 2 月，任职于福贝生物科技（苏州）公司，担任研发部副总裁。于 2021 年 3 月至 2021 年 7 月，担任映恩生物制药（苏州）有限公司高级副总裁，主要负责临床前创新药物开发。
俞文胜	副总经理兼小分子首席科学官	58	俞文胜博士于 2024 年 8 月加入公司，并于 2024 年 12 月获委任为公司副总经理兼小分子首席科学官，主要负责公司小分子研发中心的研发与管理。1992 年 2 月至 1997 年 7 月，俞博士于中科院成都生物研究所从事研究工作，后进入制药工业界从事创新药研发及管理工作，2001 年 8 月至 2021 年 4 月于美国默克公司先后担任高级科学家、副主任科学家、主任科学家（总监级）及药化亚洲部总监，2021 年 5 月至 2024 年 6 月于上海翰森生物医药科技有限公司担任副总经理兼化学 VP。
金小平	副总经理兼首席医学官	49	金小平博士拥有 18 年中美工业界临床开发及药物研发管理经验，自 2017 年回国加入康方生物，担任高级副总裁和临床开发部负责人，负责所有产品管线临床研究及开发策略，搭建了新药临床团队，并成功领导完成多个新药（PD-L1 英飞凡单抗，PD-1 派安普利单抗，PD-1/CTLA-4 卡度尼利双抗）注册上市申请。先后在国际知名制药企业美国第一三共、美国阿斯利康等从事上市前药物临床开发工作。
周泽剑	首席财务官、董事会秘书	43	周泽剑先生自 2017 年 11 月至 2022 年 7 月担任 IDG Capital 董事总经理，主要负责投资事务。2014 年 4 月至 2017 年 11 月，担任高盛（中国）证券有限责任公司执行董事。在此之前，他曾先后任职于上海证券交易所及联交所上市的公司中国国际金融股份有限公司以及第一创业摩根大通证券有限责任公司。
丁南超	副总经理兼首席营销官	39	丁南超先生于 2024 年 11 月加入公司，并于 2024 年 12 月获委任为公司副总经理兼首席营销官，主要负责公司的销售、市场推广、医学事务和商业运营的管理。丁先生于 2008 年 7 月至 2024 年 11 月就职于科伦药业，先后任科伦药业营销管理部区域销售助理、经理、副总监，新药销售部销售总监，并自 2020 年起任科伦药业副总经理，分管新药营销板块，健康战略发展研究部、商务拓展部等。
陈巍	副总经理	50	陈巍先生于 2023 年 6 月加入公司，并于 2024 年 12 月获委任为公司副总经理，主要负责商务及市场准入工作。2006 年 3 月至 2011 年 5 月，服务于赛诺菲安万特制药有限公司担任西区高级大区业务经理，2011 年 6 月至 2020 年 5 月服务于拜耳医药保健有限公司担任渠道与终端准入西区高级总监，2020 年 6 月至 2023 年 5 月服务于上海君实生物医药科技股份有限公司担任副总经理。

资料来源：公司资料，交银国际

图表 34：科伦博泰生物 (6990 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 35：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
LEGN US	传奇生物	买入	27.69	65.00	134.7%	2025 年 05 月 14 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	321.20	400.00	24.5%	2025 年 05 月 16 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	83.50	115.00	37.7%	2025 年 04 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	40.30	35.20	-12.6%	2025 年 03 月 28 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	44.50	65.00	46.1%	2025 年 03 月 27 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	40.85	57.00	39.5%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.42	6.60	93.0%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	137.10	208.80	52.3%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	21.20	44.00	107.5%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	51.00	60.00	17.6%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	10.20	28.75	181.9%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	6.70	5.00	-25.3%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	38.15	51.00	33.7%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	23.55	25.00	6.2%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.80	18.00	21.6%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	67.96	93.30	37.3%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	45.81	33.10	-27.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	8.72	11.20	28.4%	2025 年 03 月 25 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	23.45	24.60	4.9%	2025 年 03 月 24 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	35.02	42.50	21.4%	2024 年 08 月 30 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	4.05	4.80	18.6%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.62	14.00	83.8%	2024 年 04 月 01 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	53.85	51.00	-5.3%	2025 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	5.89	5.80	-1.6%	2024 年 11 月 18 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	2.76	3.75	36.0%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	32.85	42.00	27.9%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 5 月 16 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1,540	1,933	2,038	3,004	4,300
主营业务成本	(781)	(659)	(726)	(797)	(936)
毛利	759	1,274	1,312	2,207	3,364
销售及管理费用	(201)	(346)	(634)	(922)	(1,397)
研发费用	(1,031)	(1,206)	(1,242)	(1,267)	(1,293)
经营利润	(473)	(279)	(564)	17	674
财务成本净额	(45)	20	52	20	22
其他非经营净收入/费用	50	116	0	0	0
税前利润	(468)	(143)	(512)	38	696
税费	(106)	(124)	0	(6)	(104)
非控股权益	52	0	0	0	0
净利润	(522)	(267)	(512)	32	592
作每股收益计算的净利润	(522)	(267)	(512)	32	592

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,529	1,337	971	1,125	1,837
应收账款及票据	215	304	340	432	495
存货	63	111	122	134	154
其他流动资产	1,001	1,742	1,731	1,731	1,731
总流动资产	2,807	3,493	3,163	3,422	4,216
物业、厂房及设备	608	595	637	687	746
无形资产	1	3	9	10	11
其他长期资产	93	178	167	157	147
总长期资产	702	775	813	853	904
总资产	3,510	4,268	3,975	4,275	5,119
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	523	447	477	524	538
其他短期负债	587	363	363	363	363
总流动负债	1,110	810	840	887	901
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	70	150	150	150	150
总长期负债	70	150	150	150	150
总负债	1,180	959	990	1,037	1,051
股本	219	227	227	227	227
储备及其他资本项目	2,110	3,081	2,758	3,011	3,841
股东权益	2,329	3,309	2,986	3,238	4,069
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	2,329	3,309	2,986	3,238	4,069

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(468)	(143)	(512)	38	696
折旧及摊销	49	52	57	62	65
营运资本变动	540	(405)	(17)	(58)	(68)
税费	0	0	0	(6)	(104)
其他经营活动现金流	110	65	137	200	217
经营活动现金流	232	(430)	(334)	236	806
资本开支	(82)	(81)	(83)	(102)	(116)
投资活动	(943)	(741)	0	0	0
其他投资活动现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(1,025)	(822)	(83)	(102)	(116)
负债净变动	(461)	(55)	0	0	0
其他融资活动现金流	2,843	1,092	52	20	22
融资活动现金流	2,382	1,037	52	20	22
汇率收益/损失	19	22	0	0	0
年初现金	93	1,529	1,337	971	1,125
年末现金	1,529	1,337	971	1,125	1,837

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(2.844)	(1.204)	(2.312)	0.145	2.670
全面摊薄每股收益	(2.844)	(1.204)	(2.312)	0.145	2.670
每股账面值	10.627	14.558	13.137	14.248	17.902
利润率分析(%)					
毛利率	49.3	65.9	64.4	73.5	78.2
净利率	(33.9)	(13.8)	(25.1)	1.1	13.8
盈利能力(%)					
ROA	(14.9)	(6.3)	(12.9)	0.8	11.6
ROE	(22.4)	(8.1)	(17.2)	1.0	14.5
ROIC	(22.4)	(8.1)	(17.2)	1.0	14.5
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.5	4.3	3.8	3.9	4.7
存货周转天数	29.4	61.2	61.2	61.2	60.0
应收账款周转天数	50.9	57.4	60.8	52.5	42.0
应付账款周转天数	244.6	247.3	240.0	240.0	210.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司及Mirxes Holding Company Limited有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇

(852) 3768 2850

xuan.xiong

邓志恒

(852) 3768 2795

alvin.tang

邵将星

(852) 3768 2962

jensens.shaw

罗圆

(852) 3768 2783

Jackie.Luo

刘方舟

(852) 3768 2782

Noah.Liu

张家尔

(852) 3710 3206

William.Zhang