

科伦博泰生物-B

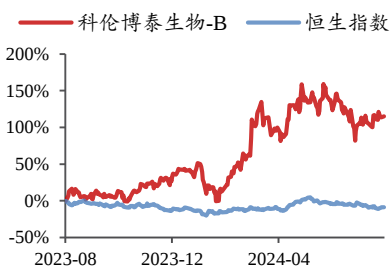
(06990.HK)

2024 年 08 月 13 日

投资评级：买入（首次）

日期	2024/8/12
当前股价(港元)	157.00
一年最高最低(港元)	195.00/62.000
总市值(亿港元)	349.87
流通市值(亿港元)	204.53
总股本(亿股)	2.23
流通港股(亿股)	1.30
近 3 个月换手率(%)	20.19

股价走势图



数据来源：聚源

ADC 领域龙头 Biotech，携手默沙东拓展全球版图

——港股公司首次覆盖报告

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

● 科伦博泰是全球领先的 ADC Biotech，携手默沙东拓展全球版图

四川科伦博泰生物医药股份有限公司是一家专注于创新药物研发、制造及商业化的生物医药公司，是中国首批也是全球为数不多的建立一体化 ADC 研发平台的生物制药公司之一。公司目前有超过 10 款处于临床阶段的产品管线，其管线价值与药物开发能力得到全球战略合作伙伴认可。随着公司未来多款产品的密集获批，我们看好公司的长期发展。我们根据公司有望即将获批的管线计算管线峰值销售额为 249 亿元，公司对应的权益分成为 116 亿元。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-9.27/-5.57/-1.18 亿元。通过 DCF 估值计算，公司远期合理估值约 447 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 默沙东针对 SKB264 已展开 10 项全球 III 期，全力及全面推进产品布局

2022 年全年，公司与跨国巨头默沙东成功达成三笔重大授权合作，授权总金额约 118 亿美元，荣登全球制药行业授权交易合作 2022 年全球排名第一，国际化合作验证研发实力。SKB264 作为公司的核心产品已经针对乳腺癌、非小细胞肺癌、子宫内膜癌、胃癌等多种肿瘤展开布局。其中，三线以上治疗三阴性乳腺癌（TNBC）的 NDA 申请已于 2023 年 12 月获得 CDE 受理，并纳入优先审评审批程序，SKB264 将有望成为中国首个获批上市的国产创新 TROP2-ADC 药物。默沙东作为公司深度合作 MNC，已经针对 SKB264 在全球范围内开展十项临床 III 期，不断扩大 SKB264 治疗适应症。

● 多项潜在催化剂有望逐步兑现，公司逐步迈向管线收获期

SKB264（TROP2 ADC）的 3L 治疗三阴性乳腺癌适应症有望于 2024H2 在国内获批。A166（HER2 ADC）有望于 2024H2 或 2025H1 获批 HER2+乳腺癌适应症。A167（PD-L1 单抗）的鼻咽癌适应症有望于 2024H2 获批。A400（RET 抑制剂）有望于 2024 年递交上市申请。

● **风险提示：**药物临床研发失败、药物安全性风险、核心成员流失、行业竞争格局恶化、国际合作不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	804	1,540	1,061	1,988	3,216
YOY(%)	2380.4	91.6	(31.1)	87.4	61.8
净利润(百万元)	(548)	(522)	(927)	(557)	(118)
YOY(%)	30.8	6.8	(61.5)	40.0	78.9
毛利率(%)	65.6	49.3	58.3	64.4	71.3
净利率(%)	(76.6)	(37.3)	(85.7)	(29.5)	(3.7)
ROE(%)	(9.2)	(24.6)	(34.5)	(28.0)	(5.9)
EPS(摊薄/元)	-0.7	-0.7	-1.1	-0.6	-0.1
P/E(倍)	-31.1	-40.0	-21.9	-36.5	-172.6
P/B(倍)	-5.9	9.8	7.7	9.7	10.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、科伦博泰：携手默沙东深耕 ADC 产品	4
1.1、公司股权结构稳定，管理团队专业背景深厚	4
1.2、公司是 ADC 领域先行者，多平台协同助力新药研发	5
1.3、公司深度布局肿瘤领域，逐步拓展自免管线	7
1.4、与 MNC 达成多项全球合作，BD 授权充实公司现金流	8
1.5、公司商业化团队建设完成，产能建设涵盖全产业链	10
2、SKB264：公司核心产品，全球领先的 Trop-2 ADC 药物	10
2.1、Trop-2 与多种癌症的预后不良密切相关，是极具潜力的泛癌种治疗靶点	10
2.2、通过差异化药物设计，SKB264 实现了安全性和有效性之间的平衡优化	12
2.3、乳腺癌市场空间大，SKB264 有望成为新一代 BIC 药物	15
2.3.1、TNBC 患者亟需有效新药，SKB264 展现 BIC 潜力	15
2.3.2、SKB264 二线治疗 HR+乳腺癌数据优秀，联合免疫疗法一线数据可期	18
2.4、全方位覆盖非小细胞肺癌，有望成为 BIC 疗法	20
2.5、SKB264：积极探索其他实体瘤，早期数据十分优异	22
3、A166：处于 NDA 阶段的差异化 HER2 ADC	23
4、多款 ADC 管线构建公司护城河	25
4.1、A167 有望成为公司首款获批上市产品	25
4.2、A140：西妥昔单抗生物类似药，未来市场潜力较大	26
4.3、A400：新一代 RET 抑制剂，具有克服第一代耐药的潜力	27
5、盈利预测与投资建议	28
5.1、芦康沙妥珠单抗未来市场测算	28
5.2、A166 未来市场测算	29
5.3、A400 未来市场测算	29
5.4、A167 未来市场测算	30
5.5、A140 未来市场测算	30
5.6、盈利预测与估值	30
6、风险提示	32
附：财务预测摘要	33

图表目录

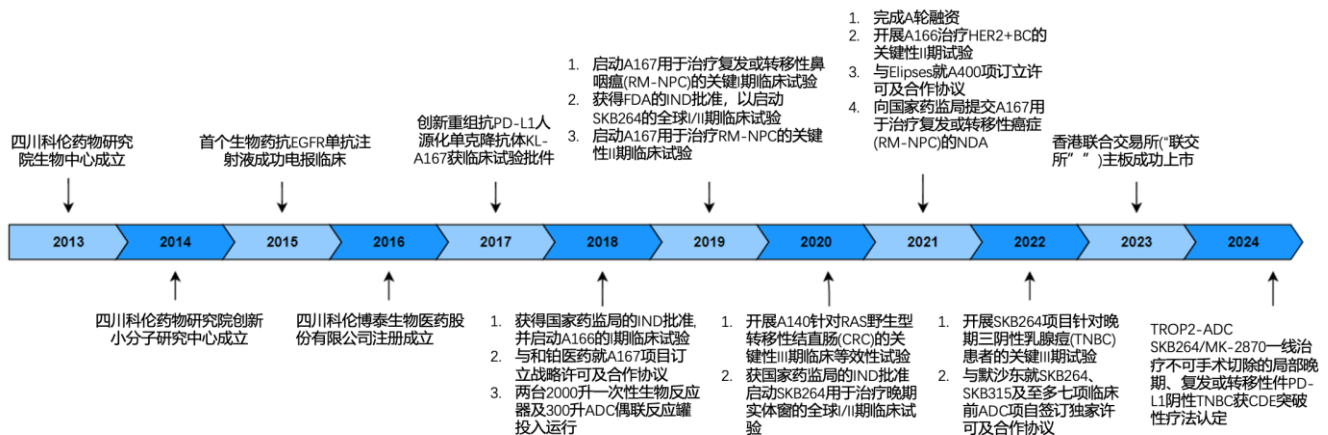
图 1：科伦博泰是一家专注于创新药物研发、制造及商业化的生物医药公司	4
图 2：公司股权架构十分稳定	4
图 3：公司管理团队专业背景深厚，管理经验丰富	5
图 4：OptiDC 是公司经过时间和数千名患者验证的 ADC 开发平台	6
图 5：ADC 药物具备独特的结构和特性	6
图 6：ADC 药物在治疗机理上具备独特优势	7
图 7：公司深度布局肿瘤领域，自免管线逐步丰富	8
图 8：公司主要收入来自对外许可和合作（单位：亿元）	9
图 9：公司 2021-2023 年研发投入逐步增加（单位：亿元）	10
图 10：公司营业亏损逐年缩窄（单位：亿元）	10
图 11：Trop-2 通过多种途径来促进肿瘤细胞的增殖和迁移	11
图 12：SKB264 通过差异化设计，提高了药物安全性	13

图 13: SKB264 通过多种方式靶向肿瘤细胞, 实现高效杀伤肿瘤细胞的作用	13
图 14: SKB264 在肿瘤组织有着更高的有效载荷暴露量	14
图 15: SKB264 对肿瘤细胞的抑制作用明显优于 Trodelvy	14
图 16: 默沙东针对 SKB264 开展多项全球 III 临床	15
图 17: 乳腺癌为全球带来沉重负担	15
图 18: 乳腺癌是我国第四大癌种	15
图 19: 肺癌是全球发病率第一的癌症	20
图 20: 肺癌是我国发病率第一的癌症	20
图 21: 驱动基因阳性 NSCLC 患者可选择对应靶向药物	20
图 22: SKB264 已在全球范围内开展近十项 NSCLC 临床试验	21
图 23: 预计 2022-2030 年中国 HER2 ADC 市场规模快速增长 (单位: 十亿元)	23
图 24: A166 设计靶向 HER2 发挥抗肿瘤活性	24
图 25: A167 (PD-L1 单抗) 鼻咽癌适应症已申报 NDA	25
图 26: A167 治疗鼻咽癌患者的 mPFS 数据	26
图 27: A167 治疗鼻咽癌患者的 mOS 数据	26
图 28: 2021 年西妥昔单抗全球销售超 17 亿美元	26
图 29: 西妥昔单抗国内市场潜力较大 (亿元)	26
图 30: RET 基因突变会过度激活下游通路, 造成肿瘤细胞增殖	27
图 31: 科伦博泰产品管线总销售收入	28
图 32: 芦康沙妥珠单抗全球销售峰值超过 227 亿元	29
图 33: A166 销售峰值超过 10 亿元	29
图 34: A400 销售峰值超过 2.4 亿元	30
图 35: A167 销售峰值超过 5 亿元	30
图 36: A140 销售峰值超过 8 亿元	30
表 1: 公司多项 BD 授权充实现金流	9
表 2: Trop-2 在多种癌症中均有过表达情况	12
表 3: 晚期三阴性乳腺癌患者以化疗为主要治疗手段	16
表 4: 三阴性乳腺癌患者部分标志物阳性依然缺乏靶向药物	16
表 5: 芦康沙妥珠单抗三线治疗三阴性乳腺癌在全球范围内进度较为领先	17
表 6: 芦康沙妥珠单抗治疗三阴性乳腺癌在全球范围内进度较为领先	17
表 7: 芦康沙妥珠单抗临床数据优于已上市 Trop-2 ADC	18
表 8: HR+/HER2-乳腺癌患者二线治疗方式十分有限	19
表 9: SKB264 单药二线治疗数据可比 CDK4/6 抑制剂联合治疗方案	19
表 10: SKB264 单药二线治疗 NSCLC 患者疗效优异	21
表 11: SKB264 联合 PD-L1 单抗数据优于标准疗法及同靶点药物	22
表 12: SKB264 单药后线治疗晚期胃癌及胃食管交界处癌的早期数据积极	22
表 13: 芦康沙妥珠单抗有望成为国内首个获批上市的国产 Trop-2 ADC 药物	23
表 14: A166 末线治疗 HER2 阳性乳腺癌患者疗效优势十分明显	24
表 15: 中国已获批上市和开发进度居前的 HER2 ADC 药物	25
表 16: 公司西妥昔单抗类似药处于中国第一梯队	27
表 17: A400 早期数据积极, 展现克服一代 RET 抑制剂耐药的潜力	28
表 18: FCFF 估值敏感性测试, 公司合理估值约为 447 亿元	31

1、科伦博泰：携手默沙东深耕 ADC 产品

四川科伦博泰生物医药股份有限公司是一家专注于创新药物研发、制造及商业化的生物医药公司。公司自 2016 年成立以来，始终致力于解决中国乃至全球的医疗需求，聚焦于肿瘤学、免疫学及其他治疗领域创新药物的研发。作为抗体药物偶联物（ADC）领先开发者之一，科伦博泰在 ADC 开发方面积累了超过十年的经验，是中国首批也是全球为数不多的建立了一体化 ADC 研发平台 OptiDC 的生物制药公司。包括 OptiDC 平台在内，公司共有三大自主开发的技术平台，以及 30 余款具有临床价值的产线，其中 10 余款处于临床阶段，其管线价值与药物开发能力得到全球战略合作伙伴认可。

图1：科伦博泰是一家专注于创新药物研发、制造及商业化的生物医药公司

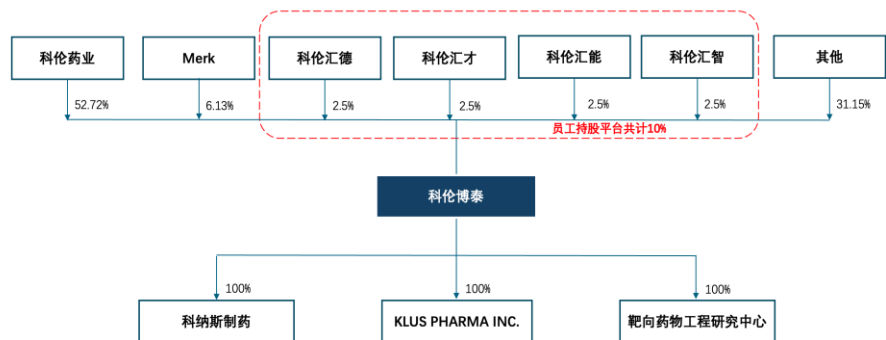


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、公司股权架构稳定，管理团队专业背景深厚

公司股权架构十分稳定。截至公司 2023 年年报，科伦博泰母公司科伦药业实际持有公司 52.72% 的股份，为公司第一大股东，默沙东持股 6.13%。根据公司招股书，公司还包含其他全球及国内顶尖医疗投资人，如 IDG 资本、CMG-SDIC 资本、礼来亚洲基金、高瓴等。公司员工持股平台通过科伦汇才、科伦汇能、科伦汇德和科伦汇智持有科伦博泰 10% 的股份。科伦药业董事长刘革新为科伦博泰实际控制人，持有 68.13% 的股份。

图2：公司股权架构十分稳定



资料来源：Wind、开源证券研究所

公司管理团队专业背景深厚，管理经验丰富。

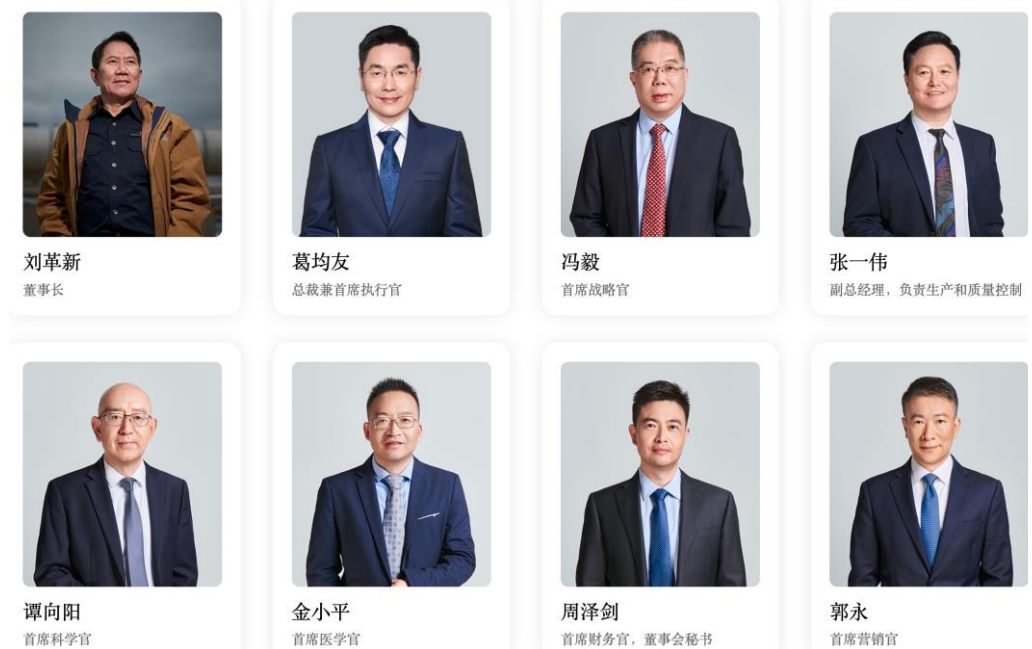
刘革新先生为科伦药业创始人，自科伦药业成立起一直担任科伦药业董事长。2020年11月至2022年10月，担任科伦研究院董事，同时在科伦集团的多家属属公司担任职务，主要负责监督公司的管理和战略发展。刘革新先生曾获得一系列奖项和荣誉，其中包括：（1）2005年5月由中华人民共和国国务院颁发的全国劳动模范称号；（2）2014年12月由中华人民共和国国务院颁发的国家科技进步二等奖。

执行董事葛均友博士担任公司总裁兼首席执行官。葛均友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已有约30年经验，主导30余项创新药物的研究开发及关键技术平台建设和运营管理。已有10余项创新药物进入临床，其中多个临床试验为全球多中心研究。参与了中国新版GMP法规及相关指南和指导原则的修订起草和审核，参与编写药品生产质量管理相关著作5部，已授权发明专利62项，申请新药相关发明专利58项（PCT专利25项）。

冯毅先生担任公司副总经理兼首席战略官。冯毅先生于2020年12月加入科伦集团，担任高级副总裁，主要负责管理集团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。

公司其余高管也均有丰富的行业经验，保障公司长远健康发展。

图3：公司管理团队专业背景深厚，管理经验丰富



资料来源：公司官网

1.2、公司是ADC领域先行者，多平台协同助力新药研发

“OptiDC”平台是公司经过超数千名患者验证的抗体偶联药物（ADC）平台。科伦博泰是ADC的先行者及领先开发商之一，在ADC开发方面积累了超过十年的

经验。根据弗若斯特沙利文的资料，科伦博泰是中国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。公司经过十多年的发展，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。该平台已通过临床前研究和临床试验对超过数千名患者进行测试及验证。截至 2023 年末，已有超过 2000 位患者入组。

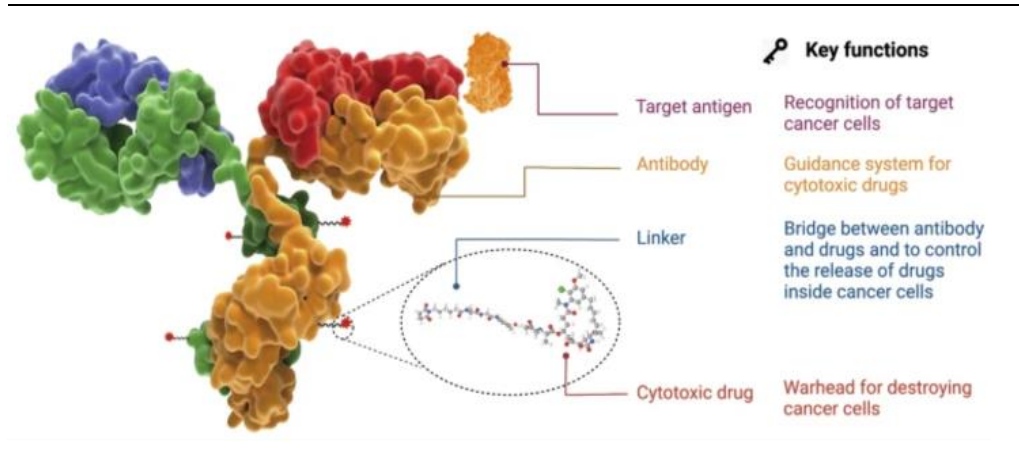
图4: OptiDC 是公司经过时间和数千名患者验证的 ADC 开发平台



资料来源：公司招股书

抗体偶联药物（ADC）——治疗疾病的“生物导弹”。ADC 是由单克隆抗体（mAb）、连接体（Linker）和细胞毒性有效载荷（Payload）组成的靶向生物药剂，利用抗体的靶点选择性将药物精确递送至肿瘤细胞表面。当 ADC 被肿瘤细胞吞噬后，抗体会进入溶酶体进行降解，而小分子细胞毒性药物将被释放到细胞中进而杀伤肿瘤细胞。

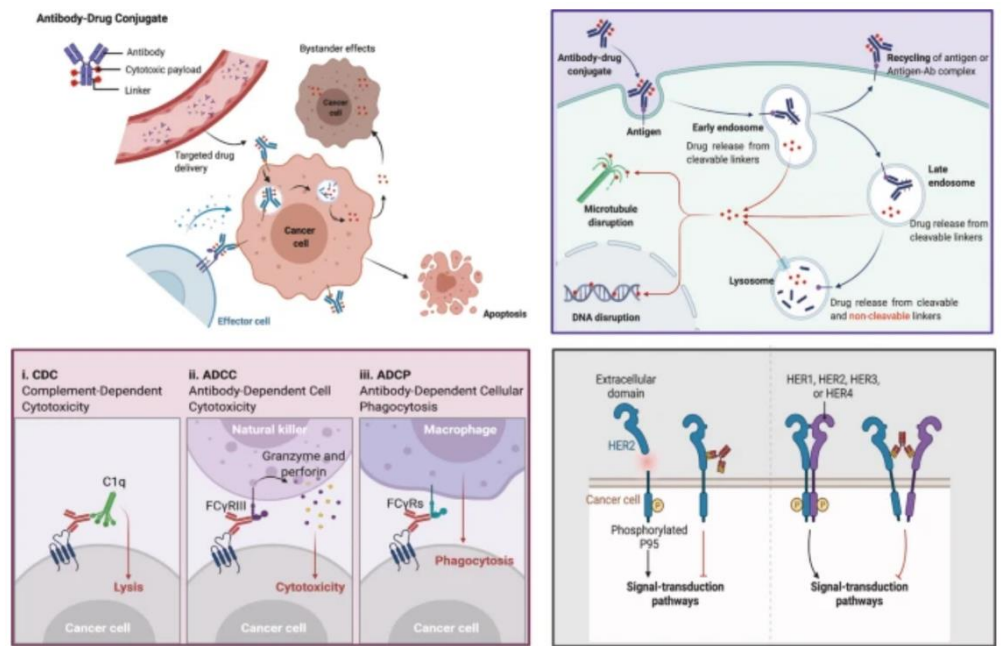
图5: ADC 药物具备独特的结构和特性



资料来源：Nature

ADC 药物相比于传统治疗具备独特优势。一方面，利用抗体的靶向能力，ADC 可以敏感地区分健康组织和病变组织，显著扩大化疗药物治疗窗。另一方面，由于 ADC 可以更精确、更有选择性地靶向癌细胞，治疗中可以将药物剂量增加至传统化疗无法耐受的水平，这样充足的细胞毒素进一步加强了 ADC 药物对肿瘤的疗效。此外，通过修改部分 ADC 成分，可以减少甚至解决靶向药物耐药性或其自身耐药性问题。

图6: ADC 药物在治疗机理上具备独特优势



资料来源: Nature

针对目前难治且存在明确未满足需求的癌种,公司搭建了多项 ADC 管线。基于三大技术平台,公司快速推进 ADC 产品管线,截至 2024 年 7 月,公司已有 5 款 ADC 产品进入临床,并有多项临床及临床前产品已完成对外授权。已经进入临床阶段的 ADC 管线包括 SKB264 (Trop-2 ADC)、A166 (Her-2 ADC)、SKB315 (Claudin18.2 ADC)、SKB410 (Netin-4 ADC) 以及 SKB518。

1.3、公司深度布局肿瘤领域,逐步拓展自免管线

公司在肿瘤领域深度布局,已有九款药物进入临床,其中 5 款处于 NDA 或关键临床阶段。

- (1) **SKB264/MK-2870 (Trop-2 ADC):** SKB264 三线以上治疗三阴性乳腺癌 (TNBC) 的 NDA 申请已于 2023 年 12 月获得 CDE 受理,并纳入优先审评审批程序,SKB264 将有望成为中国首个获批上市的国产创新 TROP2 ADC 药物。自公司与默沙东就 SKB264 达成合作协议后,默沙东已开展十项全球 III 临床试验,逐步扩大 SKB264 治疗领域。
- (2) **A166 (Her-2 ADC):** A166 基于 3L+Her2 阳性乳腺癌的单臂关键 II 期研究已于 2023 年 5 月向 CDE 递交 NDA 申请,有望于 2024 年下半年或 2025 上半年获得附条件上市批准。公司正在中国开展一项针对 2L+晚期 Her2+BC 的注册 III 期试验,该试验于 2023 年 6 月启动。
- (3) **A167 (PD-L1):** A167 三线以上治疗 RM 鼻咽癌的 NDA 申请于 2021 年 11 月提交,预计将于 2024 年下半年或 2025 上半年获得批准。A167 联合化疗一线治疗 RM-NPC 的注册 III 期临床试验也已完成,并于 2024 年 5 月向 CDE 递交了上市申请。早在 2018 年 8 月,公司就将 A167 在大中华区外的开发、制造及商业化权利授权给 Harbour BioMed。
- (4) **A140 (西妥昔单抗生物类似药):** 公司西妥昔单抗生物类似药已于 2023 年 9 月向 CDE 报产,预计将于 2024 年下半年或 2025 上半年获得批准。

- (5) **A400/EP0031 (RET 抑制剂)**: A400 于 2023 年 11 月获得 FDA 用于治疗 RET 融合阳性实体瘤的孤儿药认定,并于 2024 年 3 月获得 FDA 快速通道资格认定,用于治疗 RET 融合阳性 NSCLC。在中国,公司已启动多项对 RET 基因融合或突变的晚期实体瘤的探索性试验,其中治疗 RET+NSCLC 已经进入关键临床。公司已于在 2021 年 3 月向 Ellipses 授出在除大中华区及部分亚洲国家外的所有国家开发、制造以及商业化 A400 的独家权利。

公司非肿瘤管线中已有 4 款新药进入临床,其中 Jak1/2 抑制剂即将进入注册临床试验。

- (1) **A223 (Jak1/2)**: A223 治疗中重度类风湿关节炎患者的 II 期临床试验已于 2023 年 8 月完成。公司于 2022 年 8 月在中国开展了一项针对中国重度斑秃患者的 II 期试验。
- (2) **A277 (KOR)**: A277 或是中国首个用于治疗术后疼痛的 KOR 激动剂之一,目前已经完成的 II 期临床,并显示出潜在的疗效和良好的安全性。公司同时在中国启动了一项治疗尿毒症瘙痒的 II 期临床试验。

图7: 公司深度布局肿瘤领域, 自免管线逐步丰富

		产品	靶点	适应症	临床前	Ia期	Ib/II期	关键II/III期	NDA申请	合作伙伴
ADC	肿瘤	SKB/MK-2870	TROP2	实体瘤						MSD
		A166	HER2	实体瘤						
		SKB315/MK-1200	CLDN18.2	实体瘤						MSD
		SKB410	NECTIN4	实体瘤						MSD
		SKB518	NA	实体瘤						
其他	肿瘤	A167	PD-L1	实体瘤						HARBOUR
		A140	EGFR	实体瘤						
		A400/EP0031	RET	实体瘤						ELLIPSES
		A296	STING	实体瘤						
	非肿瘤	A223	JAK1/2	类风湿						
		A277	KOR	尿毒症瘙痒						
		SKB336	FXI/FXIa	栓塞类疾病						
		SKB378	TSLP	哮喘						HARBOUR

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

1.4、与 MNC 达成多项全球合作, BD 授权充实公司现金流

公司与默沙东就 SKB264、SKB315 和多项临床前 ADC 药物达成有偿独家许可合作。合作协议首付款约 2.5 亿美元, 合计里程碑付款将不超过 115.64 亿美元。截至公司 2023 年年报, 公司已收到针对 SKB264 管线的 3000 万美元首付款及 7500 万美元代付款(因 NSCLC 和 EC 适应症的相关临床试验达成相关临床里程碑)。同时, 公司于 2023 年 3 月收到针对多项临床前管线的 1.75 亿美元首付款。

公司与 Ellipses 就 A400 达成有偿独家许可合作。2021 年 3 月, 公司与 Ellipses

达成许可协议，授予其 A400 的开发、制造以及商业化的独家许可权。截至 2023 年底，公司收到一项里程碑付款。

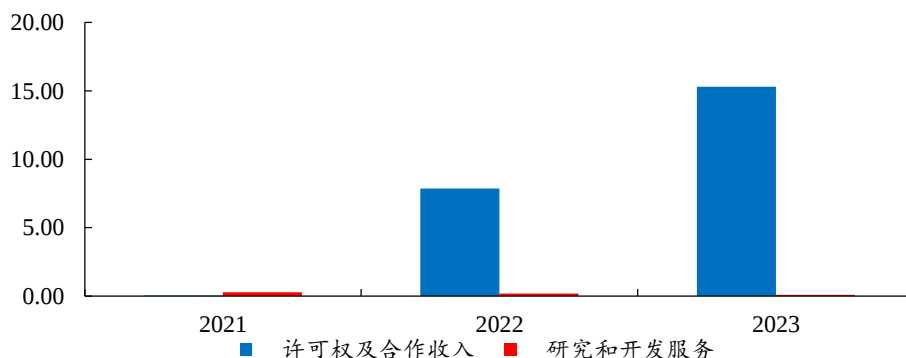
表1：公司多项 BD 授权充实现金流

合作方	合作时间	合作项目/管线	协议内容	首付款	里程碑付款
Merk	2022.5	SKB264	独家许可授权	4700 万美元	≤13.63 亿美元
	2022.7	SKB315	独家许可授权	3500 万美元	≤9.01 亿美元
	2022.12	多项 ADC 资产	独家许可授权	1.75 亿美元	≤93 亿美元
Ellipses	2021.3	A400	独家许可授权	/	/
西南医大附属医院	2023.9	TBM-001	独家许可授权	/	3850 万元

资料来源：公司公告、科伦 E 药公众号、公司年报、开源证券研究所

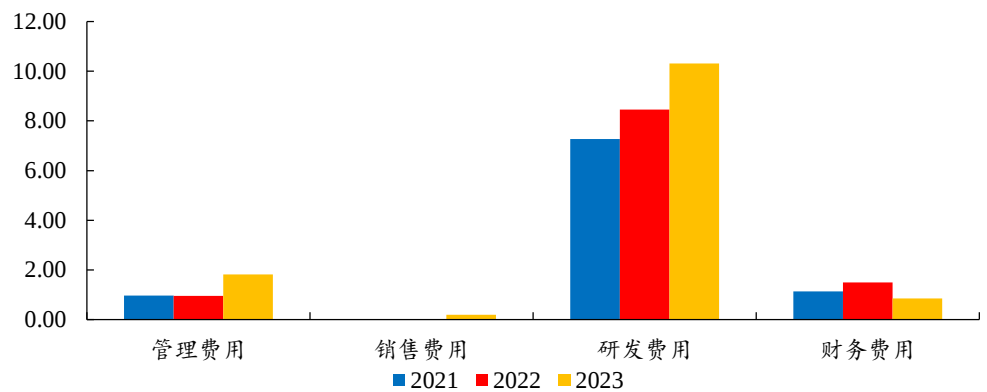
公司目前主要收入来自于对外许可、合作以及提供研发服务，2023 年公司总收入达到了 15.40 亿元。根据 Wind 数据，公司 2021 年、2022 年及 2023 年的总收入分别为 0.32、8.04 及 15.40 亿元，2023 年总收入同比增长 91.6%，该增长主要来自于公司与默沙东所订立的多项临床前 ADC 资产的许可收入。公司 2023 年获得的许可权以及合作收入为 15.32 亿元，占全年收入的 99.5%，公司提供研究和开发服务而获得的收入为 879.4 万元。

图8：公司主要收入来自对外许可和合作（单位：亿元）

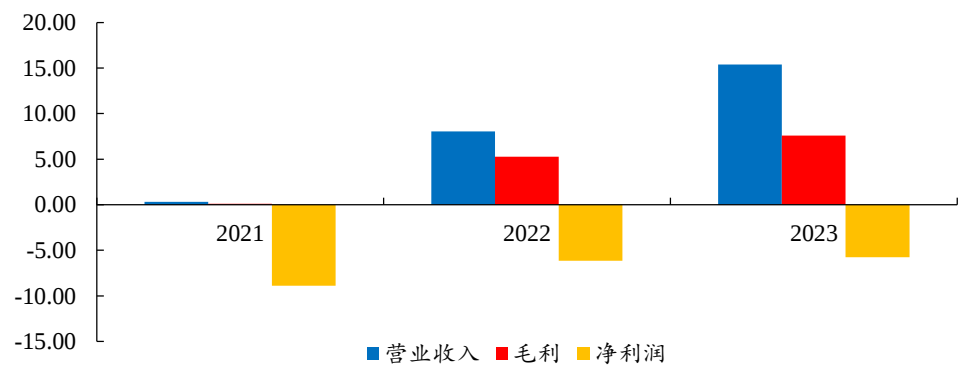


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2021-2023 年研发投入逐步增加，营业亏损逐步缩窄。公司重视管线建设，加紧研发投入，在 2023 年研发开支为 10.31 亿元，同比增加 21.9%。公司在 2023 年年初结清银行与科伦药业的借款，并于 2023 年七月份在港交所上市时将发行予投资者的金融工具转为权益，因此 2023 年财务成本有所下降，为 8430.90 万元。近几年公司营业亏损呈收缩趋势，虽然 2023 年的研发、管理、销售费用均有所增加，但归功于多项 BD 授权收入，公司在 2023 年亏损为 5.74 亿元，相比 2022 年有所减少。

图9：公司 2021-2023 年研发投入逐步增加（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司营业亏损逐年缩窄（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、公司商业化团队建设完成，产能建设涵盖全产业链

公司商业化团队建设完成，核心产品即将商业化。公司充分利用控股股东科伦药业数十年的经验、行业联系和广泛的网络，发展公司的商业化基础设施和市场准入。公司已在内部建立部门架构，包括市场、商务与市场准入、医学事务、销售以及战略及卓越运营等多个部门，并已经组建了一支成熟的商业化团队，为即将商业化的产品做好充分准备。在全球范围内，公司将继续采取灵活的策略，通过在全球范围内创造协同许可及合作机会，在主要国际市场获得商业价值。

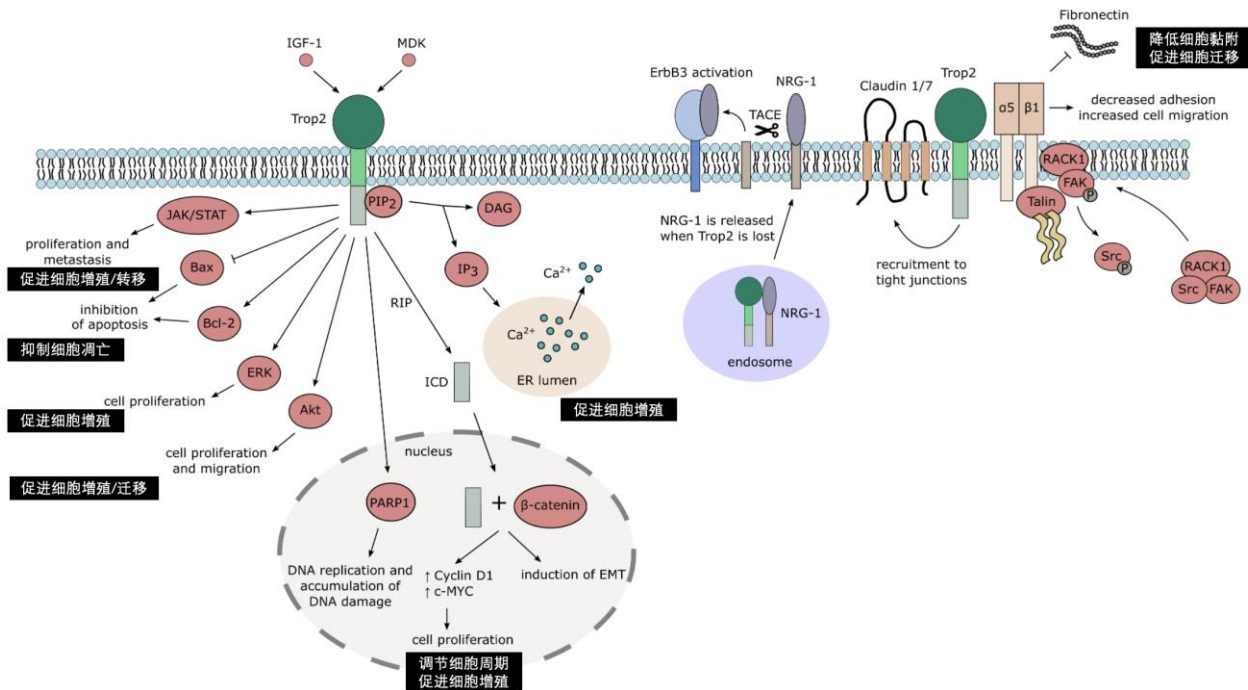
公司产能建设涵盖全产业链，严格把关质量控制。公司产业园位于四川省成都市温江区海峡科技园，已建成产能的占地面积约 31000m²，建设标准符合 NMPA、FDA、EMA 要求，并通过了 NMPA GMP 检查。公司产能涵盖抗体及 ADC 早期临床到商业化原液及制剂生产的全产业链，拥有年生产量为 50000L 以上的抗体原液产业化产能、12000L 以上偶联规模的 ADC 药物原液产能、17000L 以上细胞培养规模的早期临床抗体原液产能，同时建设有与原液产能相匹配的制剂产线。

2、SKB264：公司核心产品，全球领先的 Trop-2 ADC 药物

2.1、Trop-2 与多种癌症的预后不良密切相关，是极具潜力的泛癌种治疗靶点

Trop-2 通过细胞内多种途径来增强肿瘤细胞的增殖和迁移能力，同时会抑制肿瘤细胞的凋亡，与肿瘤细胞的耐药性及预后不良密切相关。Trop-2 (Trophoblast cell-surface antigen2) 即人滋养细胞表面糖蛋白抗原 2，在正常组织中低表达，而在多数肿瘤细胞中表达明显提升。Trop-2 主要通过提高细胞内钙离子浓度、加快细胞周期及降低细胞的粘附能力，来促进肿瘤细胞的增殖、侵袭、转移、扩散等过程；同时，Trop-2 通过调节 Bcl-2 和 Bax 的表达量来抑制肿瘤细胞的凋亡。因此，Trop-2 与肿瘤细胞耐药性及预后不良的发生密切相关。

图11: Trop-2 通过多种途径来促进肿瘤细胞的增殖和迁移



资料来源: Cancer、开源证券研究所

Trop-2 在多种肿瘤中过表达，因此具有泛癌种治疗潜力。根据 Pharmacology & Therapeutics 文章数据，Trop-2 过表达发生于多种肿瘤中，且过表达的患者比例非常高。其中，乳腺癌、非小细胞肺癌、胃癌以及结直肠癌是我国以及全球癌症发病率和死亡率都较高的癌种，Trop2 在此类患者中的过表达率均超过了 60%。

表2: Trop-2 在多种癌症中均有过表达情况

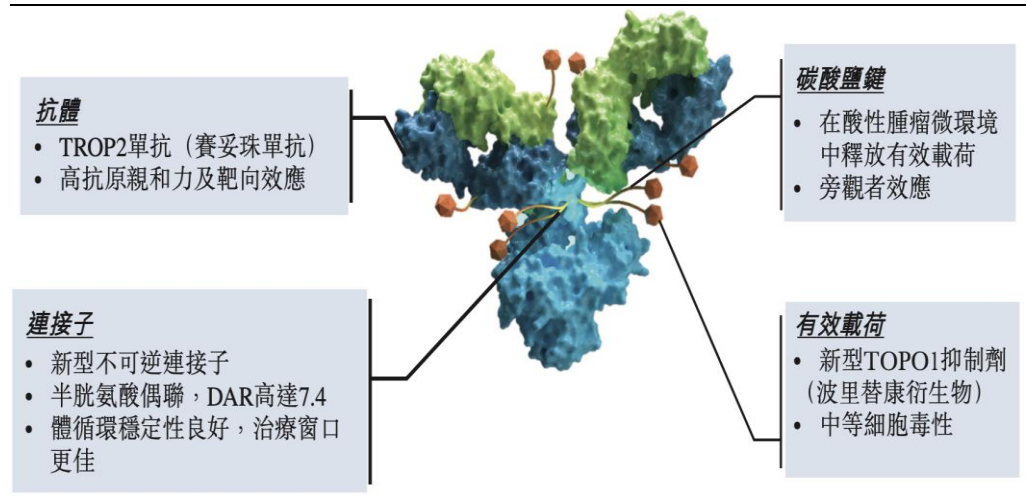
癌种	类型	患者过表达比例
宫颈癌	-	88.70%
甲状腺癌	-	82.50%
乳腺癌	BC	62.40%
	TNBC	78.10%
非小细胞肺癌	AC	64.00%
	SCC	75.00%
前列腺癌	-	71.00%
结肠癌	-	68.40%
胃癌	-	66.30%
口腔鳞癌	-	62.57%
胆囊癌	-	56.00%
胰腺癌	-	55.00%
卵巢癌	-	47.00%
唾液腺癌	-	44.00%

资料来源：Pharmacology & Therapeutics、开源证券研究所

2.2、通过差异化药物设计，SKB264 实现了安全性和有效性之间的平衡优化

SKB264 使用了差异化药物设计，实现了安全性和有效性之间的平衡优化，扩大了药物的治疗窗。截至 2024 年 7 月，吉利德的戈沙妥珠单抗（Trop-2 ADC）是全球唯一获得批准上市的 Trop-2 靶向药物，尽管 Trodelvy（戈沙妥珠单抗）的临床活性良好，但因为在用药过程中伴随重度中性粒细胞减少症和腹泻两种严重不良反应，使其在美国首次上市许可时被要求添加黑框警告。因此，公司选择经临床验证的赛妥珠单抗（Trop-2 单抗）作为 ADC 药物的抗体部分，通过公司专有的药物连接子 Kthiol，连接毒素 KL610023，采用中等毒素、高 DAR 值的设计，在保证药物疗效的同时降低了 SKB264 脱靶和在靶脱瘤毒性，使得其治疗窗口进一步扩大，很好的实现了药物安全性与效力之间的平衡优化。

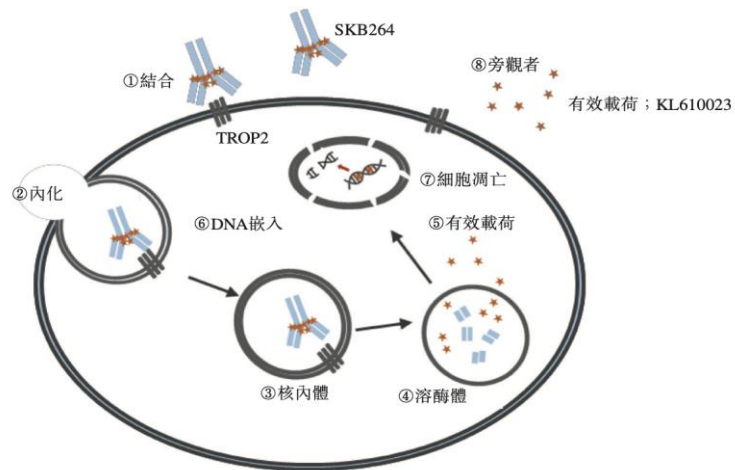
图12: SKB264 通过差异化设计, 提高了药物安全性



资料来源: 公司招股书

SKB264 可以对 Trop-2 高表达肿瘤细胞进行直接杀伤作用, 同时利用药物旁观者效应杀死 Trop-2 低表达的肿瘤细胞。SKB264 通过 Trop-2 单抗将药物定位于 Trop-2 高表达的肿瘤部位, 药物被内化后使肿瘤细胞凋亡; SKB264 同时利用连接子 Kthiol 对肿瘤微酸环境敏感的特性, 将毒素 KL610023 释放到肿瘤细胞外, 毒素通过渗透作用进入旁观者细胞 (无论 Trop-2 表达状态如何)。KL610023 是一种拓扑异构酶 I 抑制剂 (TOPO1), 可以将自身结构插入到细胞 DNA 结构中, 使在 DNA 在复制过程中损伤, 导致细胞凋亡。

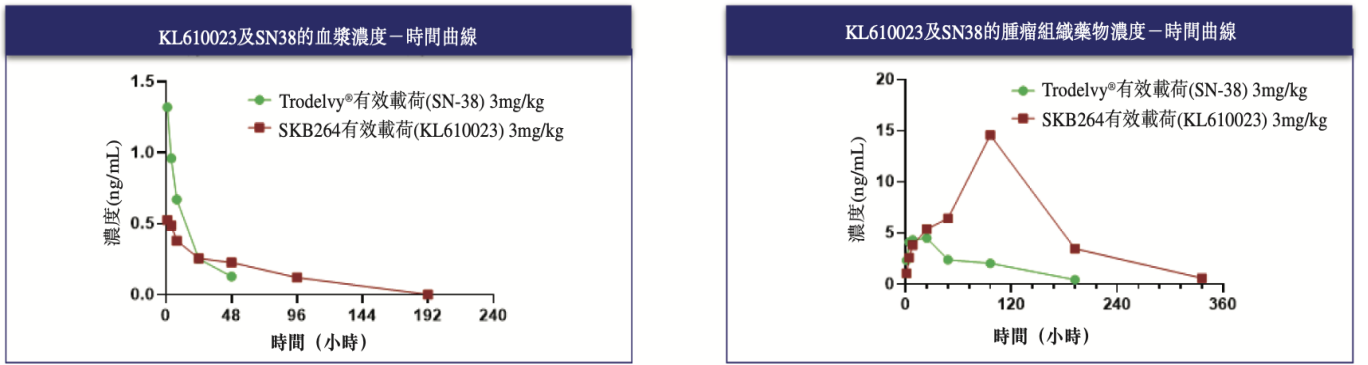
图13: SKB264 通过多种方式靶向肿瘤细胞, 实现高效杀伤肿瘤细胞的作用



资料来源: 公司招股书

在体外实验中, SKB264 比 Trodelvy 可以更有效的在肿瘤部位释放药物。在小鼠模型中, SKB264 在血浆中的有效载荷暴露水平与 Trodelvy 相当, 但在肿瘤组织中的有效载荷暴露约比 Trodelvy 高 4.6 倍, 表明 SKB264 在肿瘤中更有效释放细胞毒性有效载荷。

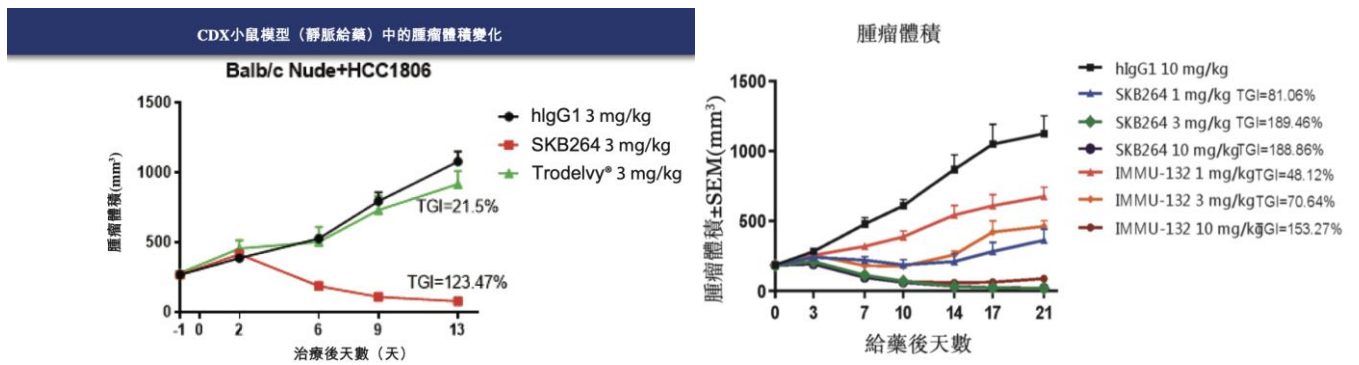
图14: SKB264 在肿瘤组织有着更高的有效载荷暴露量



资料来源: 公司招股书

在 CDX 模型中, SKB264 对肿瘤的抑制作用明显优于 Trodelvy。在临床前 CDX 模型中, 将 SKB264 与 Trodelvy 进行的头对头比较发现, SKB264 达到 123.47%的 TGI (肿瘤体积抑制率), 而 Trodelvy 在相同剂量下仅为 21.5%, 表明 SKB264 可以通过降低给药剂量以最大限度地减少不良反应, 同时保持相当甚至更好的疗效。

图15: SKB264 对肿瘤细胞的抑制作用明显优于 Trodelvy



资料来源: 公司招股书

SKB264 将以单药疗法快速进入市场。目前, SKB264 已经针对乳腺癌、非小细胞肺癌、子宫内膜癌、胃癌、食管癌等多种临床中依旧存在未满足需求的疾病展开临床试验。SKB264 将以单药疗法快速进入市场, 其中三线以上治疗三阴性乳腺癌 (TNBC) 的 NDA 申请已于 2023 年 12 月获得 CDE 受理, 并纳入优先审评审批程序, SKB264 将有望成为中国首个获批上市的国产 TROP2 ADC 药物; SKB264 单药二线治疗 HR 阳性乳腺癌患者于 2023 年 10 月进入中国 III 期注册临床; 单药二线治疗 EGFR TKI 耐药非鳞状非小细胞肺癌患者于 2023 年 5 月进入中国 III 期注册临床, 于 2023 年 10 月进入全球 III 期临床; 单药治疗子宫内膜癌于 2023 年 11 月进入全球 III 期临床; 单药治疗胃癌、食管癌以及胃食管交界处癌于 2024 年 4 月进入全球 III 期临床。

SKB264 联合免疫疗法持续拓展适应症及扩大治疗线, 多项适应症已经进入全球 III 期临床。SKB264 介导肿瘤细胞杀伤可以通过将更多的 T 细胞引入肿瘤部位及增强抗肿瘤免疫, 与 PD-(L)1 抑制剂等免疫疗法形成协同作用。截至目前, SKB264 已联合公司自有免疫药物 A167(PD-L1 单抗)用于多种普遍及难治肿瘤类型的早线治疗, 同时由默沙东主导的 SKB264 联合可瑞达 (PD-1 抑制剂) 的多项 III 期临床也在全球范围内快速开展。其中, 三阴性乳腺癌、2L HR 阳性乳腺癌、1L 非小细胞肺癌、NSCLC 辅助疗法、2/3L EGFR TKI 耐药非鳞状 NSCLC 已经在近期进入全球 III 期临

床。

图16：默沙东针对 SKB264 开展多项全球 III 临床

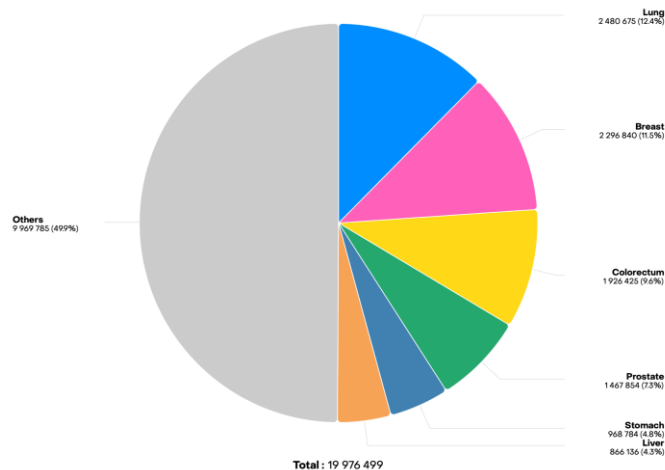
产品	适应症	患者类型	药物方案	CDE突破性认定	临床前/IND筹备	1a期	1b/2期	注册关键临床2/3期	NDA	试验编号
SKB264 (中国临床)	乳腺癌	3L+TNBC	单药	√	中国NDA					NCT05347134
		1L TNBC	单药	√	中国III期					NCT06273964
		1L TNBC	联合A167	√	中国III期					NCT05445908
		2L HR+/HER2-BC	单药	√	中国III期					NCT06081959
		1L HR+/HER2-BC	联合A167	√	中国III期					NCT05445908
	非小细胞肺癌	1L PD-L1 TPS≥1% NSCLC	联合可瑞达		中国III期					NCT06448312
SKB264/ MK-2870 (全球临床)	非小细胞肺癌	1/2L EGFRmt NSCLC	单药		中国III期					NCT05631262
		1/2L NSCLC	联合A167		中国III期					NCT05351788
	非鳞状非小细胞肺癌	2L EGFR TKI耐药 非鳞状NSCLC	单药	√	中国III期					NCT05870319
	乳腺癌	TNBC (辅助治疗)	联合可瑞达		全球III期					NCT06393374
		2/3L HR+/HER2-BC	联合可瑞达		全球III期					NCT06312176
	非小细胞肺癌	NSCLC (辅助治疗)	联合可瑞达		全球III期					NCT06312137
		1L PD-L1 TPS≥50% NSCLC	联合可瑞达		全球III期					NCT06170788
	非鳞状非小细胞肺癌	2/3L EGFRmt NSCLC	单药		全球III期					NCT06074588
	鳞状非小细胞肺癌	2L EGFRmt 非鳞状NSCLC (EGFR TKI)	联合疗法		全球III期					NCT06305754
	子宫内腺癌	转移性鳞状NSCLC(维持/巩固)	联合可瑞达		全球III期					NCT06422143
	胃癌、食管癌等	2L 子宫内腺癌	单药		全球III期					NCT06132958
	实体瘤	3L 胃癌、食管癌、胃食管交界处癌	单药		全球III期					NCT06356311

资料来源：Insight、开源证券研究所

2.3、乳腺癌市场空间大，SKB264 有望成为新一代 BIC 药物

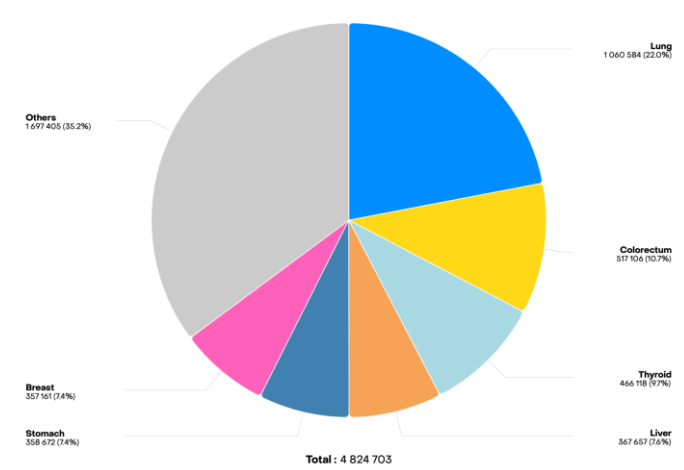
全球乳腺癌患者数量庞大，是全球第一、我国第四大癌种。根据 Global Cancer Observatory 的 2022 年数据，乳腺癌(BC)是全球发病率第二的癌症，2022 年全球约有 229.68 万新发乳腺癌患者，约占全球所有癌症病例的 11.5%；2022 年中国约有 35.72 万新发乳腺癌患者，占中国所有癌症病例的 7.4%。乳腺癌可以根据雌激素受体(ER)、孕激素受体 (PR) 以及人表皮生长因子受体 2 (HER2) 的表达情况，分为腔面 A 型(Luminal A)、腔面 B 型(Luminal B)、三阴性 (TNBC) 和 HER-2 过表达型 (Her2-enriched)。

图17：乳腺癌为全球带来沉重负担



资料来源：GLOBALCAN 2022

图18：乳腺癌是我国第四大癌种



资料来源：GLOBALCAN 2022

2.3.1、TNBC 患者亟需有效新药，SKB264 展现 BIC 潜力

三阴性乳腺癌患者目前以化疗和联合化疗为主要治疗手段，临床缺乏安全有效的靶向药物使患者获益。三阴性乳腺癌 (TNBC) 是指癌组织免疫组织化学检查 ER、PR、Her-2 均为阴性的乳腺癌，此类患者约占所有乳腺癌患者的 20.2%。根据 CSCO 乳腺癌治疗指南 (2023 年版)，TNBC 患者因缺乏 ER、PR、Her-2 阳性标志物，目

前临床缺乏靶向药物，多以化疗或联合化疗治疗为主。根据中国抗癌协会乳腺癌诊治指南和规范（2024 年版），部分 TNBC 患者存在其他阳性标志物，但目前针对此类患者的靶向药物多在临床试验中，尚未获批。因此，三阴性乳腺癌患者目前主要以化疗和联合化疗为治疗手段，但联合化疗的毒性较大且未能证实总生存获益。可见患者亟需安全、有效的靶向药物。

表3：晚期三阴性乳腺癌患者以化疗为主要治疗手段

分层	I 级推荐	II 级推荐	III 级推荐
紫杉类治疗敏感	1. 单药紫杉类	1. 单药治疗	
	白蛋白紫杉醇（IA）	卡培他滨(2A)	
	多西他赛(2A)	长春瑞滨(2A)	奥拉帕利(2A)
	紫杉醇(2A)	吉西他滨(2A)	紫杉醇脂质体(2A)
	2. 联合治疗	依托泊苷(2B)	多柔比星脂质体(2B)
	多西他赛+卡培他滨(IA)	2. 联合治疗	化疗+PD-1 抑制剂(2B)
紫杉类治疗失败	吉西他滨+紫杉醇(IA)	白蛋白紫杉醇+PDI 抑制剂（2A）	
	紫杉醇+顺铂方案(2A)	紫杉类+贝伐珠单抗(2B)	
	1. 单药治疗		
	艾立布林(IA)	1. 单药治疗	
	长春瑞滨(2A)	白蛋白紫杉醇(2A)	奥拉帕利(2A)
	吉西他滨(2A)	戈沙妥珠单抗(2A)	多柔比星脂质体（2B）
	卡培他滨(2A)	依托泊苷(2B)	紫杉醇脂质体(2B)
	2. 联合治疗	2. 联合治疗	化疗+PD-1 抑制剂（2B）
	长春瑞滨+铂类(IA)	卡培他滨+贝伐珠单抗(2B)	
	吉西他滨+顺铂(IA)	白蛋白紫杉醇+其他化疗(2B)	
	优替德隆+卡培他滨(IA)		
	长春瑞滨+卡培他滨(2A)		

资料来源：2023 CSCO 乳腺癌诊疗指南、开源证券研究所

表4：三阴性乳腺癌患者部分标志物阳性依然缺乏靶向药物

标志物阳性	一线	二线
PD-L1 阳性/IM 型 TNBC	化疗+免疫疗法（尚未获批）	/
	化疗+免疫疗法+抗血管生成剂（尚未获批）	
BRCA 1/2 胚系致病性或疑似致病性突变	PARP 抑制剂(奥拉帕利/ talazoparib，其中奥拉帕利已在国内上市，但尚未获批相应适应证)	/
伴有 HER2 低表达(IHC 1+或者 IHC 2+且 ISH 阴性)	化疗	德曲妥珠单抗

资料来源：中国抗癌协会乳腺癌诊治指南与规范（2024 年版）、开源证券研究所

SKB264（芦康沙妥珠单抗）三线治疗 TNBC 的全球进度领先。截至 2024 年 5 月，三线治疗不具有其他阳性标志物的 TNBC 方案中，仅戈沙妥珠单抗(Trop-2 ADC) 全球获批，芦康沙妥珠单抗是国内进度最快的国产药物，并已获得 CDE 授予的突破性疗法认定，且上市申请已于 2023 年 12 月获得 CDE 受理并纳入了优先审评审批程序。

表5：芦康沙妥珠单抗三线治疗三阴性乳腺癌在全球范围内进度较为领先

药物	公司	靶点	药物海外状态	药物中国状态	TNBC 治疗方案/线数	疾病海外状态	疾病中国状态
戈沙妥珠单抗	吉利德制药 云顶新耀	Trop-2 ADC	批准上市 (2020-04)	CDE 批准上市 (2022-06)	单药治疗 2/3L 及末线	FDA 批准上市 (2020-04)	CDE 批准上市 (2022-06)
芦康沙妥珠单抗	科伦博泰 默沙东	Trop-2 ADC	III 期临床 (2023-10)	申报上市 (2023-12)	单药 三线	III 期临床 (2024-05)	申报上市 (2023-12)
伦康依隆妥单抗	百利天恒	EGFR/HER3	-	III 期 (2024-04-24)	单药 二/三/末线	-	III 期 (2024-04-24)

资料来源：Insight、开源证券研究所

SKB264（芦康沙妥珠单抗）联合免疫治疗布局 TNBC 全线治疗。一线治疗方案中，帕博利珠单抗联合化疗已经在全球范围内获批，特瑞普利单抗联合白蛋白紫杉醇于 2023 年 5 月向 CDE 递交 NDA 申请，目前芦康沙妥珠单抗一线治疗进入了临床 III 期，联合公司自有 PD-1 一线治疗进入了临床 II 期；辅助治疗方案中，芦康沙妥珠单抗联合帕博利珠单抗方案已经进入全球 III 期临床，目前仅有帕博利珠单抗联合化疗方案获批。

表6：芦康沙妥珠单抗治疗三阴性乳腺癌在全球范围内进度较为领先

药物	公司	靶点	药物类型	海外状态	中国状态	TNBC 治疗方案/线数	TNBC 海外状态	TNBC 中国状态
帕博利珠单抗	默沙东	PD-1	生物药	批准上市 (2014-09)	CDE 批准上市 (2018-07)	联合化疗 一线	FDA 批准上市 (2020-11)	-
						联合化疗 辅助治疗	FDA 批准上市 (2021-07)	CDE 批准上市 (2022-11)
						联合芦康沙妥单抗 辅助治疗	全球 III 期 (2024-05)	全球 III 期 (2024-05)
戈沙妥珠单抗	吉利德制药 云顶新耀	Trop-2 ADC	生物药	批准上市 (2020-04)	CDE 批准上市 (2022-06)	单药治疗 2/3L 及末线	FDA 批准上市 (2020-04)	CDE 批准上市 (2022-06)
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	生物药	批准上市 (2023-10)	CDE 批准上市 (2018-12)	联合白蛋白紫杉醇 1/2L	-	申报上市 (2023-05)
						单药 三线	-	I/II 期临床 (2024-04)
						单药 三线	-	申报上市 (2023-12)
芦康沙妥珠单抗	科伦博泰 默沙东	Trop-2 ADC	生物药	III 期临床 (2023-10)	申报上市 (2023-12)	联合 PD-L1 一线	-	II 期临床 (2022-07)
						联合帕博利珠单抗 辅助治疗	全球 III 期 (2024-05)	全球 III 期 (2024-05)
阿帕替尼	江苏恒瑞	VEGFR2	化药	申请上市 (2023-05)	申报上市 (2014-10)	联合卡瑞利珠单抗 辅助治疗	-	申报上市 (2024-04)

资料来源：Insight、开源证券研究所

在同靶点药物中，SKB264（芦康沙妥珠单抗）三线治疗 TNBC 的安全性和有效性数据具有明显优势。截至目前，芦康沙妥珠单抗单药治疗 TNBC 的 III 期临床试

验已经达到主要终点，并于 2024 年 ASCO 披露部分数据。根据芦康沙妥珠单抗 I/II 期及 III 临床数据，单药治疗 TNBC 患者后无进展生存期（mPFS）的 III 期结果与早期结果一致，均达到了 5.7 个月；患者总生存期（mOS）的 III 期数据还未成熟，I/II 期临床数据达到了 16.8 个月。而根据戈沙妥珠单抗在中国的注册临床数据，患者单药治疗后的 mOS 只有 14.7 个月。可以看出，芦康沙妥珠单抗单药治疗 TNBC 的疗效数据十分优异，使晚期 TNBC 患者明显获益。同时，芦康沙妥珠单抗治疗过程中的 3 级以上 TEAE 发生率为 57.6%，相较于戈沙妥珠单抗 79% 的发生率有明显降低。

表7：芦康沙妥珠单抗临床数据优于已上市 Trop-2 ADC

药物	公司	靶点	药物类型	临床分期	试验地区	治疗线数	治疗方案	患者人数	ORR	mDOR	mPFS	mOS	3 级以上 TEAE
戈沙妥珠单抗	吉利德制药 云顶新耀	Trop-2 ADC	生物药	注册 II 期	中国	三线及以后	单药	80	40%	11.6m	5.6m	14.7m	79%
				注册 III 期	EMA	三线及以后	单药	258	35%		5.6m	12.1m	
							vs 化疗	vs	vs	-	vs	vs	-
								224	5%		1.7m	6.7m	
				I/II 期	中国	三线及以后	全人群 vs Trop-2 高表达（亚组）	59	42.4% vs 53.1%	11.5m vs 11.1m	5.7m vs 5.8m	16.8m vs NR	57.60%
芦康沙妥珠单抗	科伦博泰 默沙东	Trop-2 ADC	生物药	III 期	中国	三线及以后	单药	130	43.8%		5.7m	vs	
							vs 化疗	vs	vs	-	vs	9.4m	
								133	12.8%		2.3m	HR: 0.53	
							单药（Trop-2 高表达亚组）				5.8m		
							vs 化疗（Trop-2 高表达亚组）	-	-	-	vs	-	-

资料来源：Insight、公司公众号、开源证券研究所

2.3.2、SKB264 二线治疗 HR+乳腺癌数据优秀，联合免疫疗法一线数据可期

HR+/HER2-乳腺癌患者二线治疗方案选择十分有限。激素受体阳性（HR+）乳腺癌是最为常见的乳腺癌亚型，约占所有乳腺癌的 70%。根据 CSCO 乳腺癌诊疗指南，HR 阳性晚期乳腺癌目前主要的治疗手段是内分泌治疗和 CDK4/6 抑制剂等。现阶段，CDK4/6 抑制剂联合内分泌治疗相较单独内分泌治疗显著改善了患者预后，但仍有 25%~35% 的患者对于 CDK4/6 抑制剂没有反应，且几乎所有患者最终均产生耐药，而二线治疗方案选择十分有限，是临床治疗的一大挑战。

表8: HR+/HER2-乳腺癌患者二线治疗方式十分有限

分层	I 级推荐	II 级推荐	III 级推荐
未经内分泌治疗	AI+CDK4/6i (哌帕西利、阿贝西利) (1A)	1. AI+瑞波西利 (1A) 2. 氟维司群+CDK4/6i (2A) 3. AI (2A) 4. 氟维司群 (2A)	TAM (2B)
TAM 治疗失败	AI+CDK4/6i (哌帕西利、阿贝西利) (1A)	1. AI+西达本胺 (1A) 2. AI+瑞波西利 (1A) 3. AI+达尔西利 (1B) 4. AI+依维莫司 (2A)	1. AI (2A) 2. 氟维司群 (2B)
非甾体类 AI 治疗失败	氟维司群+CDK4/6i (1A) (哌帕西利、阿贝西利、达尔西利)	1. 甾体类 AI+西达本胺 (1A) 2. 氟维司群+瑞波西利 (1B) 3. 甾体类 AI+依维莫司 (1B)	1. 氟维司群 (2A) 2. 甾体类 AI (2A) 3. TAM 或托瑞米芬 (2B) 4. 孕激素 (2B)

资料来源: 2023 CSCO 乳腺癌诊疗指南、开源证券研究所

SKB264 单药二线治疗 HR+/HER2-乳腺癌疗效可比 CDK4/6 抑制剂联合疗法, SKB264 联合 A167 一线治疗数据可期。目前 CDK4/6 抑制剂联合内分泌治疗方案中, 哌帕西利联合氟维司群的患者 mPFS 为 9.2 个月 (HR=0.42), 来罗西利联合氟维司群 mPFS 为 11.07m (HR=0.458), 达尔西利联合氟维司群 mPFS 为 15.7 个月 (HR=0.5), 而芦康沙妥单抗单药二线治疗患者的 mPFS 已经达到了 11.1 个月, 可比 CDK4/6 抑制剂联合内分泌治疗方案。在一线治疗方案中, CDK4/6 抑制剂联合内分泌治疗已是标准疗法, SKB264 联合 A167 (PD-L1 单抗) 一线治疗数据可期。

表9: SKB264 单药二线治疗数据可比 CDK4/6 抑制剂联合治疗方案

药物	公司	靶点	药物类型	临床分期	试验地区	治疗线数	治疗方案	平均随访时间	患者人数	ORR	mPFS	3 级以上 TEAE
芦康沙妥单抗	科伦博泰默沙东	Trop-2 ADC	生物药	II 期	中国	二线及以后	单药	8.2m	41	36.80%	11.1 m	48.80%
哌帕西利	辉瑞	CDK4/6 抑制剂	化药	注册 III 期	全球	二线	氟维司群+哌帕西利 vs 氟维司群+安慰剂	5.6m	347 vs 174	10.4% vs 6.3%	9.2m vs 3.8m HR 0.42	SAE vs 14%
来罗西利	G1 Therapeutics 嘉和生物	CDK4/6 抑制剂	化药	注册 III 期	全球	二线	氟维司群+来罗西利 vs 氟维司群+安慰剂	7.36m	137 vs 138	26.9% vs 9.9%	11.07 m vs 5.49m HR 0.458	46.7% vs 0%
达尔西利	恒瑞医药	CDK4/6 抑制剂	化药	注册 III 期	全球	二线	氟维司群+达尔西利 vs 氟维司群+安慰剂	10.7m	241 vs 120	27% vs 20%	15.7 m vs 7.2 m HR 0.5	88.3% vs 13.3%

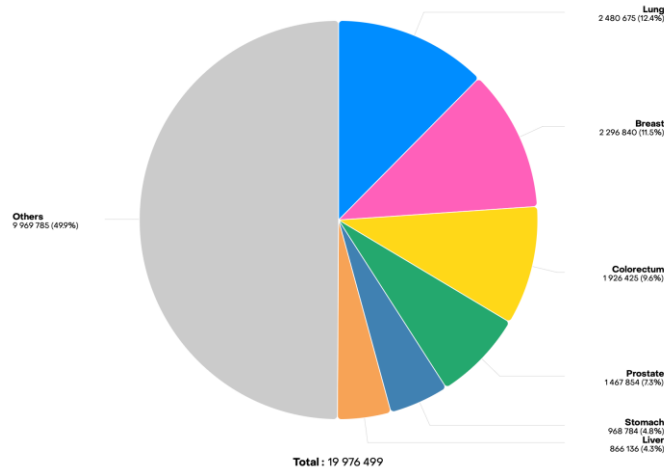
资料来源: Insight、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2.4、全方位覆盖非小细胞肺癌，有望成为 BIC 疗法

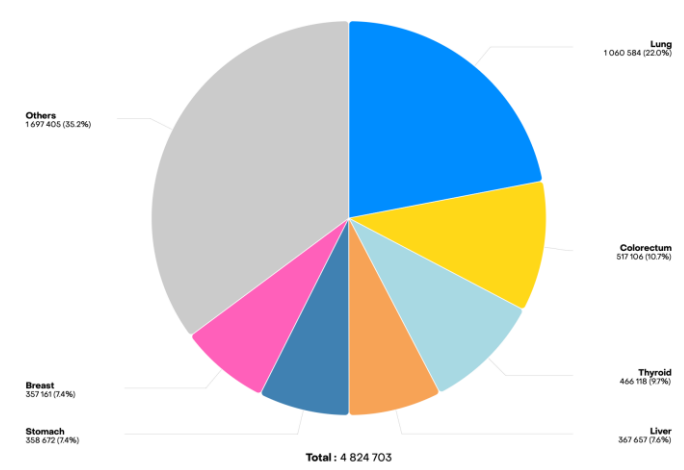
肺癌是全球及我国发病率最高的癌症，2022 年我国有 106.06 万肺癌新发患者。根据国际癌症研究机构(IARC)2022 年的 GLOBOCAN 数据统计，2022 年全球肺癌约 248.07 万新发病例，占有新发癌症病例的 12.4%，2022 年中国约 106.06 万肺癌新发患者，占中国全部新发病例的 22%。非小细胞肺癌 (NSCLC) 是肺癌的一种亚型，约占 80%~85%，包括腺癌、鳞癌等组织学亚型，其余为小细胞肺癌。

图19：肺癌是全球发病率第一的癌症



资料来源：GLOBOCAN 2022

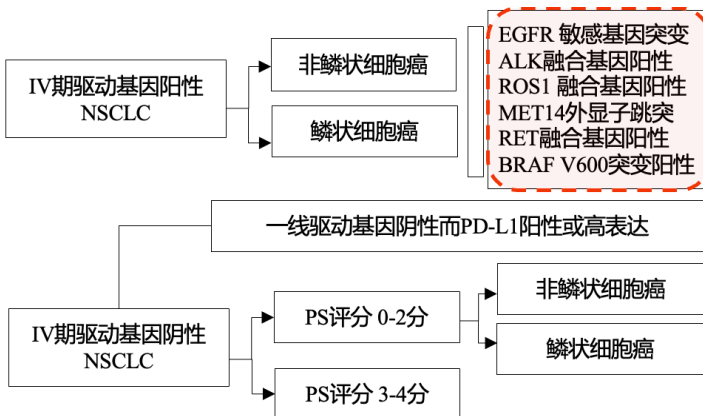
图20：肺癌是我国发病率第一的癌症



资料来源：GLOBOCAN 2022

尽管 NSCLC 患者可选择的治疗方案较多，但对更广泛患者群有效的创新疗法仍存在需求。对于驱动基因突变阳性晚期 NSCLC，一线治疗方案主要为对应靶向来疗法—酪氨酸激酶抑制剂 (TKI)，对应 TKI 无效的患者，通常会考虑铂类双药化疗联合或不联合贝伐珠单抗、单药化疗或 PD-(L)1 抑制剂单药疗法。对于驱动基因突变阴性晚期 NSCLC，一线治疗方案包括联合或不联合贝伐珠单抗的化学免疫疗法、双药化疗(联合或不联合 PD-(L)1 抑制剂)以及联合 PD-(L)1 抑制剂的单药疗法。尽管有可用的治疗方案，但晚期 NSCLC 患者的预后仍然很差。虽然标准疗法中加入 PD-(L)1 抑制剂提高了驱动基因突变阴性晚期 NSCLC 患者的生存率，但许多患者对其无应答。同时，每种 TKI 仅对拥有某一特定驱动基因突变的晚期 NSCLC 患者存在临床相对性，因此对更广泛患者群有效的创新疗法仍存在需求。

图21：驱动基因阳性 NSCLC 患者可选择对应靶向药物



评分 (分)	状态
0	活动能力完全正常，与起病前活动能力无任何差异
1	能自由走动及从事轻体力活动，包括一般家务或办公室工作，但不能从事较重的体力活动
2	能自由走动及生活自理，但已丧失工作能力，日间不少于一半时间可以起床活动
3	生活仅能部分自理，日间50%以上时间卧床或坐轮椅
4	卧床不起，生活不能自理
5	死亡

资料来源：中华医学会肺癌临床诊疗指南(2023 版)、开源证券研究所

SKB264 针对不同类型肺癌患者在全球范围开展了近十项临床试验。SKB264 单药二线治疗 EGFR TKI 耐药非鳞状 NSCLC、联合可瑞达（PD-1 抑制剂）治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 已分别于 2023 年 5 月和 2024 年 4 月 19 日进入中国 III 期注册临床。由默沙东主导的 SKB264 多项 III 期临床也在全球范围内快速开展。其中，单药 2/3L 治疗 EGFRmt 非鳞状 NSCLC（2023 年 10 月）、1L 非小细胞肺癌（2023 年 12 月）、NSCLC 辅助疗法（2024 年 3 月）、2/3L EGFR TKI 耐药非鳞状 NSCLC（2024 年 3 月）、转移性鳞状 NSCLC（2024 年 5 月）已经在近期进入全球 III 期临床。SKB264 有望全方面覆盖全球非小细胞肺癌患者人群，未来市场可期。

图22：SKB264 已在全球范围内开展近十项 NSCLC 临床试验

产品	适应症	患者类型	药物方案	CDE突破性认定	临床前/IND筹备	1a期	1b/2期	注册关键临床2/3期	NDA	试验编号
SKB264 (中国临床)	非小细胞肺癌	1L PD-L1 TPS≥1% NSCLC	联合可瑞达		中国III期					NCT06448312
		1/2L EGFRmt NSCLC	单药		中国III期					NCT05631262
		1/2L NSCLC	联合A167		中国III期					NCT05351788
	非鳞状非小细胞肺癌	2L EGFR TKI耐药 非鳞状NSCLC	单药	√	中国III期					NCT05870319
SKB264/ MK-2870 (全球临床)	非小细胞肺癌	NSCLC (辅助治疗)	联合可瑞达		全球III期					NCT06312137
		1L PD-L1 TPS≥50% NSCLC	联合可瑞达		全球III期					NCT06170788
	非鳞状非小细胞肺癌	2/3L EGFRmt NSCLC	单药		全球III期					NCT06074588
		2L EGFRmt 非鳞状NSCLC (EGFR TKI)	联合疗法		全球III期					NCT06305754
	鳞状非小细胞肺癌	转移性鳞状NSCLC(维持/巩固)	联合可瑞达		全球III期					NCT06422143

资料来源：Insight、开源证券研究所

SKB264 单药二线治疗 NSCLC 患者疗效显著优于同靶点药物。根据 II 期篮子临床试验（NCT04152499）结果，芦康沙妥珠单抗二线单药治疗 NSCLC 患者的疗效数据十分优异，在全人群中 ORR 达到了 43.6%，mPFS 达到了 7.2 个月，患者总生存期达到了 22.6 个月；在 EGFR 突变患者人群中，mPFS 达到了 11.5 个月，显著优于其他亚组。对比同靶点 ADC 药物（德达博妥单抗和戈沙妥珠单抗）单药二线治疗 NSCLC 患者，戈沙妥珠单抗未达到临床终点；德达博妥单抗在全人群患者中的 ORR 仅 26.4%、mPFS 4.4 个月、mOS 12.4 个月。从非头对头数据可见，芦康沙妥珠单抗单药疗效显著优于德达博妥单抗和戈沙妥珠单抗，患者能够明显受益。

表10：SKB264 单药二线治疗 NSCLC 患者疗效优异

组名 (人数)	试验组 (N=43)	试验组 Y1 (N=22)	试验组 Y2 (N=21)	试验组 Y2a (N=9)	试验组 Y2b (N=12)
干预药	芦康沙妥珠单抗	芦康沙妥珠单抗	芦康沙妥珠单抗	芦康沙妥珠单抗	芦康沙妥珠单抗
分组特征	Overall	EGFR mutant	EGFR wild type	EGFR wild type (非鳞状)	EGFR wild type (鳞状)
ORR	43.6%	60.0%	26.3%	22.2%	30.0%
mDoR	9.3m	8.7m	9.6m	-	-
mPFS	7.2m	11.5m	5.3m	5.8m	5.1m
mOS	22.6m	22.7m	14.1m	16.2m	12.8m
OS(12-month)	69.00%	81.00%	57.10%	66.70%	50.00%
OS(18-month)	56.50%	76.20%	35.90%	44.40%	30.00%

资料来源：Insight、开源证券研究所

SKB264 联合 PD-L1 一线治疗 NSCLC 患者显著优于目前标准疗法。对于驱动基因突变阴性晚期 NSCLC，贝伐珠单抗联合化疗是一线标准疗法，贝伐珠单抗联合紫杉醇和卡铂一线治疗 NSCLC 患者的 mPFS 为 6.2 个月，患者的 mOS 达到 12.3 个月。根据公司在 ASCO 2024 会议公布的 SKB264 临床 II 期数据，芦康沙妥珠单抗联合塔戈利单抗（PD-L1 单抗）一线治疗 NSCLC 患者的低剂量组 mPFS 超过了 15.4 个月，比临床标准疗法延长了 9.2 个月，患者明显获益。非头对头对比戈沙妥珠单抗（Trop-2 ADC）联合帕博利珠单抗（PD-1 单抗），芦康沙妥珠单抗高剂量在全人群中的 ORR 数据优于芦康沙妥珠单抗在所有亚组中的 ORR。SKB264 联合 PD-L1 一线

疗法有望成为新一代 BIC 疗法。

表11：SKB264 联合 PD-L1 单抗数据优于标准疗法及同靶点药物

药物	贝伐珠单抗联合化疗		芦康沙妥珠单抗+塔戈利单抗		戈沙妥珠单抗联合帕博利珠单抗			
	贝伐珠单抗+紫杉醇+卡铂	紫杉醇+卡铂	SKB264 Q3W	SKB264 Q2W	鳞状 mNSCLC; PD-L1 TPS ≥ 50%	鳞状 mNSCLC; PD-L1 TPS < 50%	非鳞状 mNSCLC; PD-L1 TPS ≥ 50%	非鳞状 mNSCLC; PD-L1 TPS < 50%
干预药/分组	贝伐珠单抗+紫杉醇+卡铂	紫杉醇+卡铂	SKB264 Q3W	SKB264 Q2W	鳞状 mNSCLC; PD-L1 TPS ≥ 50%	鳞状 mNSCLC; PD-L1 TPS < 50%	非鳞状 mNSCLC; PD-L1 TPS ≥ 50%	非鳞状 mNSCLC; PD-L1 TPS < 50%
人数	N=434	N=444	N=40	N=63	N=11	N=13	N=18	N=19
ORR	-	-	48.6%	77.6%	73%	54%	67%	37%
DCR	-	-	94.6%	100%	82%	85%	89%	74%
mPFS	6.2m	4.5m	15.4m	NR	-	-	-	-
PFS(6-month)	-	-	69.2%	84.6%	-	-	-	-
mOS	12.3m	10.3m	-	-	-	-	-	-

资料来源：Insight、开源证券研究所

2.5、SKB264：积极探索其他实体瘤，早期数据十分优异

SKB264 除了在乳腺癌和非小细胞肺癌领域深度布局，也在子宫内膜癌、胃癌、胃食管交界处、前列腺癌、卵巢上皮癌、尿路上皮癌等多个癌种中积极探索。

SKB264 单药后线治疗晚期胃癌及胃食管交界处癌的早期数据积极。晚期转移性胃癌一线治疗主要以化疗或化疗联合 Her-2/PD-1 单抗治疗为主，进展后二线治疗的 I 级推荐为紫杉醇联合雷莫西尤单抗为主，三线治疗方案十分有限，尤其是 Her-2 阴性患者，临床推荐方案仅阿帕替尼。根据阿帕替尼注册临床数据，其单药三线治疗患者的 mPFS 仅 2.6 个月，mOS 仅 6.5 个月。根据公司在 AACR 2024 年会公布的早期数据，SKB264 单药三线治疗晚期胃癌及胃食管交界处癌患者的 mPFS 延长至 3.7 个月，mOS 延长至 7.6m，患者获益明显。

表12：SKB264 单药后线治疗晚期胃癌及胃食管交界处癌的早期数据积极

组名	干预药	ORR	DCR	ORR(2L)	ORR(3L+)	mDoR	mPFS(3L+)	mOS(3L+)	OS(12months)	≥3 级 TEAE
试验组	芦康沙妥珠单抗	22.0%	80.5%	27.3%	15.8%	7.5m	3.7m	7.6m	32.6%	52.1%

资料来源：Insight、开源证券研究所

SKB264 全球进展领先，有望成为国内首个获批上市的国产 Trop-2 ADC 创新产品。根据 Insight 数据库显示（截至 2024 年 5 月），全球范围内共有 29 款药物进入临床，其中有 5 款进入临床后期，包括戈沙妥珠单抗（获批上市）、德达博妥单抗（申请上市）、芦康沙妥珠单抗（申请上市）、SHR-A1921（临床 III 期）、ESG401（临床 III 期）。公司芦康沙妥珠单抗已于 2023 年 12 月获 CDE 受理上市申请，有望成为国内首个获批上市的国产 Trop-2 ADC 创新产品。由默沙东主导的芦康沙妥珠单抗单药或联用方案已开展 10 项全球 III 期，适应症范围不断扩大，未来市场可期。

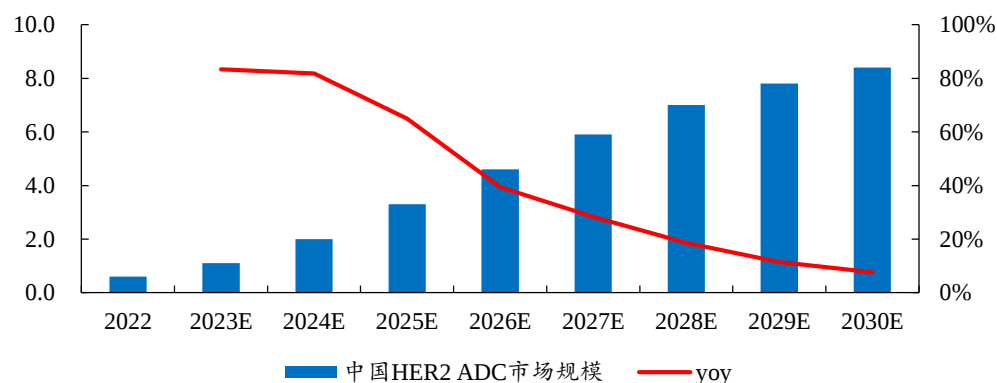
表13: 芦康沙妥珠单抗有望成为国内首个获批上市的国产 Trop-2 ADC 药物

药品成分	研发机构	全球最高状态	全球最高状态时间	中国内地最高状态	中国内地最高状态时间	境外最高状态	境外最高状态时间	美国最高状态	美国最高状态时间
戈沙妥珠单抗	吉利德制药/云顶新耀	批准上市	2020-04-22	批准上市	2022-06-07	批准上市	2020-04-22	批准上市	2020-04-22
德达博妥单抗	阿斯利康制药/第一三共株式会社	申请上市	2024-02-19	申请上市	2024-03-16	申请上市	2024-02-19	申请上市	2024-02-19
芦康沙妥珠单抗	默沙东制药/科伦博泰	申请上市	2023-12-09	申请上市	2023-12-09	临床 III 期	2023-10-10	临床 III 期	2023-10-10
SHR-A1921	恒瑞/盛迪亚	临床 III 期	2024-05-01	临床 III 期	2024-05-01	临床 I 期	2022-10-26	批准临床	-
ESG401	上海诗健生物	临床 III 期	2024-04-25	临床 III 期	2024-04-25	-	-	-	-

资料来源: Insight、开源证券研究所

3、A166: 处于 NDA 阶段的差异化 HER2 ADC

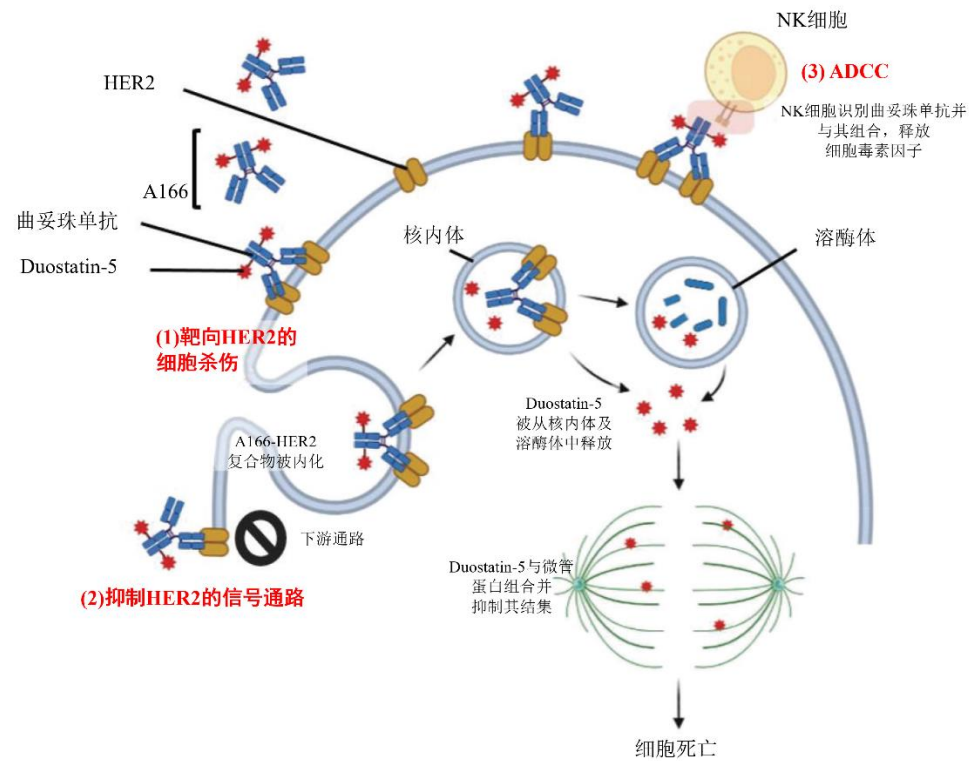
HER2 在多种癌症中过表达, 中国 HER2 ADC 市场规模快速增长。HER2 是一种于多类组织中 (例如乳腺、肺部及胃肠道) 低水平表达的细胞表面受体, 促进细胞生长及生存, 其过度表达被广泛认为是多种癌症的主要成因。根据 Frost & Sullivan 数据统计, 中国 HER2 ADC 市场规模预计将从 2022 年的人民币 6 亿元增至 2030 年的人民币 84 亿元, 复合年增长率为 38.2%。HER2+乳腺癌为乳腺癌 (BC) 的一种主要亚型, 约占所有患者病例总数的 15-30%, 且相较于 HER2 阴性 BC 的恶性程度更高、生长更快、预后更差。根据 Frost & Sullivan 数据统计, 中国 HER2+ BC 的发病率由 2017 年的 80,100 例增长到 2022 年的 86,600 例, 预期于 2030 年达 94,100 例。

图23: 预计 2022-2030 年中国 HER2 ADC 市场规模快速增长 (单位: 十亿元)


数据来源: Frost & Sullivan、公司招股说明书、开源证券研究所

A166 是公司差异化设计的新型 HER2 ADC。A166 具有高度细胞毒性的有效载荷、经临床验证的单抗和位点特异性偶联技术进行配置, 其设计可通过靶向 HER2 的细胞杀伤、抑制 HER2 信号通路、抗体依赖性细胞毒性 (ADCC) 发挥强效抗肿瘤活性潜力。公司利用独特的位点特异性偶联技术来实现一致的低 DAR 值, 这一设计有望通过提高 ADC 的稳定性和降低血液回圈中有效载荷的过早释放, 从而在保持强大的抗肿瘤活性的同时, 进一步确保 A166 的安全性。

图24: A166 设计靶向 HER2 发挥抗肿瘤活性



资料来源: 公司招股书

A166 末线治疗 Her2 阳性乳腺癌患者疗效优势十分明显。根据 A166 目前披露的 I 期中期数据, 博度曲妥珠单抗 (A166) 末线治疗 HER2 阳性乳腺癌患者的 mPFS 超过了 12 个月。维迪西妥单抗末线治疗 Her2 阳性及 Her2 低表达乳腺癌患者的 mPFS 仅为 5.5 个月, 可见 A166 疗效数据十分优异, 显著改善了患者的无进展生存期。

表14: A166 末线治疗 HER2 阳性乳腺癌患者疗效优势十分明显

药品成分	公司	靶点	临床试验	患者	试验组	患者人数	ORR	mPFS
博度曲妥珠单抗 (A166)	科伦博泰	Her2 ADC	I 期	HER2 阳性	试验组 1	23	73.91%	12.30m
					试验组 2	35	68.57%	9.4m
维迪西妥单抗	容昌生物	Her2 ADC	-	HER2 阳性/低表达	试验组 1	/	32.9%	5.5m
					试验组 2	/	39.6%	5.7m

资料来源: Insight、开源证券研究所

多家企业布局 HER2 ADC 药物, A166 位于国内领先地位。目前中国仅有两款在乳腺癌中获批上市的 HER2 ADC, 分别为基因泰克的赫赛莱和第一三共的德曲妥珠单抗。同时, 国内多款针对 BC 的 HER2 ADC 候选药物处于 III 期, A166 三线治疗 Her2+乳腺癌适应症已递交 NDA, 在国内处于领先地位。

表15：中国已获批上市和开发进度居前的 HER2 ADC 药物

药品	企业	适应症	进展	首次发布日期/ 获批日期
赫赛莱 (恩美曲妥珠单抗)	基因泰克/罗氏	HER2+乳腺癌	已上市	2020.01
DS-8201 (德曲妥珠单抗)	第一三共/阿斯利康	HER2+乳腺癌	已上市	2023.02
		HER2 低表达乳腺癌	已上市	2023.07
A166 (博度曲妥珠单抗)	科伦博泰	晚期 HER2+乳腺癌	NDA 申报	2023.05
RC-48 (维迪西妥单抗)	荣昌生物	HER2+乳腺癌	III 期（完成）	2018.05
		HER2 低表达乳腺癌	III 期	2020.05
瑞康曲妥珠单抗	江苏恒瑞	HER2+乳腺癌	III 期	2022.06
		HER2 低表达乳腺癌	III 期	2023.04
FS-1502	复星医药	HER2+乳腺癌	III 期	2023.02
DP303C	石药集团	晚期 HER2+乳腺癌	III 期	2023.06
BNT323	映恩生物	HER2 低表达乳腺癌, HER2 阳性乳腺癌	III 期	2023.08
JSKN003	康宁杰瑞	HER2 低表达乳腺癌	III 期	2023.10
BL-M07D1	百利天恒	HER2+乳腺癌	III 期	2024.03

资料来源：Insight、开源证券研究所

4、多款 ADC 管线构建公司护城河

4.1、A167 有望成为公司首款获批上市产品

A167 是公司自主研发的 PD-L1 单抗，联用 SKB264 在多适应症开展临床。A167 是公司开发的靶向 PD-L1 的肿瘤免疫抗体候选药物，其能够与 PD-L1 特异性结合，有效阻断 PD-1 与 PD-L1 的结合。PD-1/PD-L1 信号通路在调节免疫耐受、微生物感染及肿瘤免疫逃逸中发挥重要作用。阻断 PD-1/PD-L1 信号通路可使被抑制的 T 细胞激活，促进肿瘤抗原特异性 T 细胞的增殖，发挥杀伤肿瘤细胞的作用，进而抑制局部肿瘤生长。公司于 2021 年 11 月递交了基于一项鼻咽癌关键 II 期研究的附条件申请的 NDA 申请，有望将于 2024 年下半年获批上市。其一线治疗鼻咽癌的注册 III 期研究已经完成，并于 2024 年 5 月向 CDE 递交了 NDA 申请。

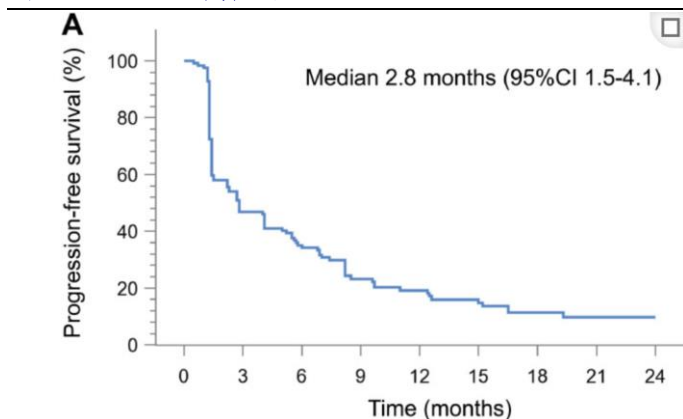
图25：A167（PD-L1 单抗）鼻咽癌适应症已申报 NDA

项目名称	靶点	适应症	临床前	剂量递增	剂量扩展	注册临床研究	NDA /BLA 申报	NDA /BLA 获批	商业权利/ 合作方
				Ia期	Ib/II期	关键II期/III期			
塔戈利单抗注射液 (A167)	PD-L1	3L+ 鼻咽癌 II期							中国/ 和铂医药 (大中华除外)
		1L 鼻咽癌 III期	与化疗联用						

资料来源：公司官网

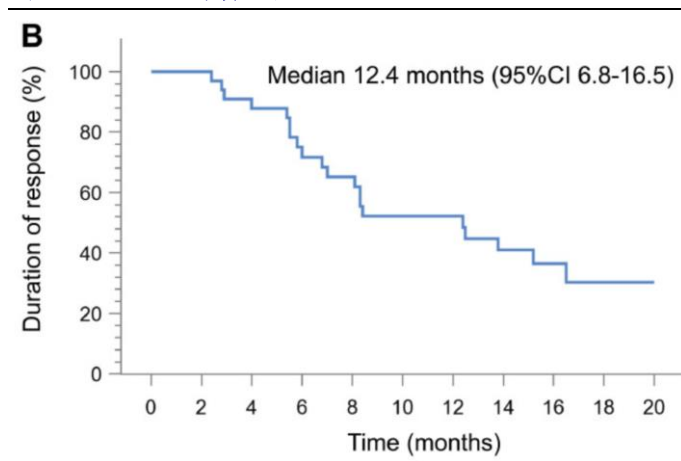
A167 二线及以上治疗 R/M 鼻咽癌的关键 II 临床数据积极。根据 II 期临床数据（NCT03848286），在接受过至少一次疗效评价的 132 例患者中，A167 的 ORR 为 26.5%，中位 PFS、DOR 及 OS 分别为 2.8 个月、12.4 个月及 16.2 个月，有 23 例(15%)患者出现 3 级或以上的 TRAE，安全性问题可控。

图26: A167 治疗鼻咽癌患者的 mPFS 数据



资料来源: Lancet

图27: A167 治疗鼻咽癌患者的 mOS 数据

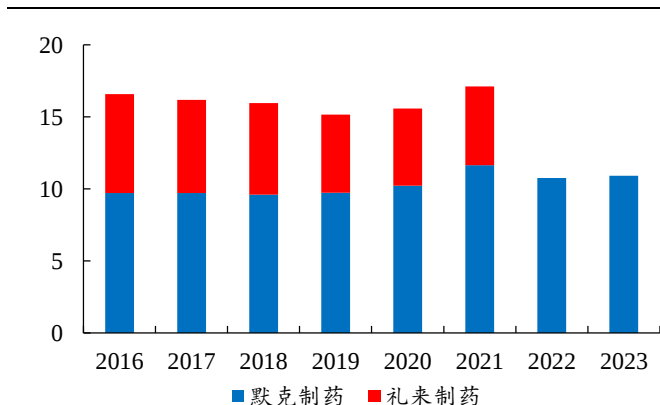


资料来源: Lancet

4.2、A140: 西妥昔单抗生物类似药, 未来市场潜力较大

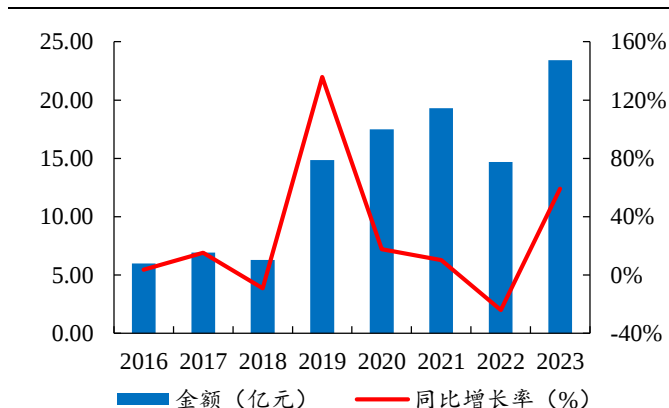
西妥昔单抗生物类似药未来市场潜力较大。A140 是一款公司自研的西妥昔单抗生物类似药, 其原研产品由默克和礼来负责全球商业化销售。根据默克和礼来年报数据, 西妥昔单抗原研药在 2021 年的全球销售额已经超过了 17 亿美元。目前, 西妥昔单抗已在国内获批结直肠癌和头颈部鳞状细胞癌适应症, 并已进入医保目录。根据 PDB 数据, 西妥昔单抗 2023 年在中国年销售额已经达到了 23 亿元。西妥昔单抗生物类似药未来市场潜力较大。

图28: 2021 年西妥昔单抗全球销售超 17 亿美元



数据来源: Insight、开源证券研究所

图29: 西妥昔单抗国内市场潜力较大 (亿元)



数据来源: PDB、开源证券研究所

公司西妥昔单抗生物类似药处于国产第一梯队。根据 Insight 数据库, 截至 2024 年 7 月, 国内只有上海张江的西妥昔单抗改良新药获批上市。除一款获批外, 另有 5 款西妥昔单抗生物类似药进入临床阶段, 其中公司产品已经申报上市。公司生物类似药进度居前, 且背靠科伦药业母公司, 获批上市后有望快速抢占市场份额, 未来销量可期。

表16：公司西妥昔单抗类似药处于中国第一梯队

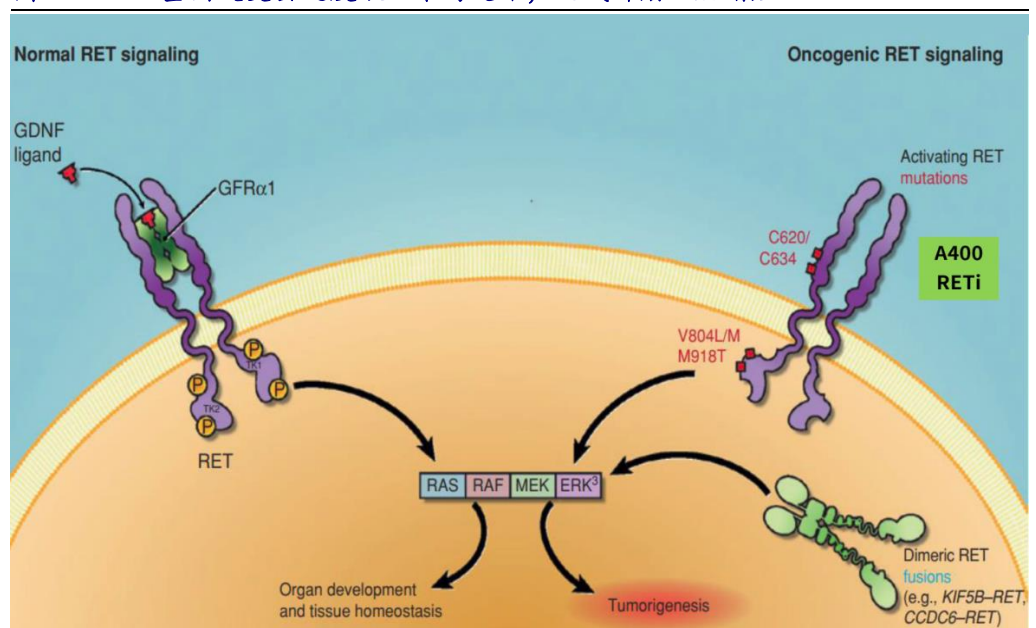
药品成分	药物类型	研发机构	中国内地最高状态	中国内地最高状态时间	中国内地适应症在研状态
西妥昔单抗-CMAB009	改良新药	上海张江/迈博药业	获批上市	2024-06-18	获批上市：结直肠癌 临床 I 期：肿瘤
西妥昔单抗-A140	生物类似药	科伦博泰	申请上市	2023-09-09	申请上市：结直肠癌, 头颈部鳞状细胞癌
西妥昔单抗-CPGJ 602	生物类似药	三生制药	临床 II 期	2020-07-10	临床 II 期：结直肠癌
西妥昔单抗-LR004	生物类似药	兴盟生物/龙瑞药	临床 I/II 期	2019-10-10	临床 I/II 期：结直肠癌 临床 I 期：实体瘤
西妥昔单抗-HLX05	生物类似药	复星医药/景泽生物	临床 I 期	2017-07-25	临床 I 期：结直肠癌, 头颈部鳞状细胞癌
西妥昔单抗-CDP1	生物类似药	桂林三金药业	临床 I 期	2017-05-01	临床 I 期：结直肠癌, 头颈部鳞状细胞癌, 实体瘤等

资料来源：Insight、开源证券研究所

4.3、A400：新一代 RET 抑制剂，具有克服第一代耐药潜力

RET 基因突变后会下游通路过度激活，其靶向疗法已成为治疗 RET+癌症颇有前景的疗法。RET 基因是原癌基因，一种出现突变或重排等变异时促进癌症形成的基因。在正常情况下，它能编码 RET 跨膜受体酪氨酸激酶，这是一种跨细胞膜存在的酶联受体，在器官发育中具有重要作用。然而，RET 基因发生基因突变及融合时，会导致突变的 RET 蛋白在不结合配体的情况下被激活。突变的 RET 导致下游信号通路过度激活，造成细胞生长及肿瘤形成失控。鉴于变异的 RET 在癌症形成中的关键作用，RET 靶向疗法已成为治疗 RET+癌症颇有前景的疗法。

图30：RET 基因突变会过度激活下游通路，造成肿瘤细胞增殖



资料来源：公司官网

A400/EP0031 是公司自主研发的新一代选择性 RET 小分子激酶抑制剂(SRI)。公司通过对第一代选择性 RET 抑制剂普拉替尼及塞尔帕替尼的关键化学组及临床表现进行全面分析后，开发了新一代选择性 RET 小分子激酶抑制剂，具有克服第一代 SRI 耐药的潜力，潜在地解决选择性 RET 抑制剂耐药性问题，同时保持目标选择性、功效和安全性，同时降低制造成本和技术难度。

A400 已在多种肿瘤领域开展临床，已在非小细胞肺癌早期数据中展现克服一代 RET 抑制剂耐药的潜力。根据 I/II 期试验初步临床数据，A400 在晚期 RET+ 实体瘤患者中表现出良好的疗效，尤其对一线及二线以上晚期 RET+ NSCLC，其 RP2D (90mg) 的 ORR 分别为 74% 及 66.7%。根据公开的非头对头数据，A400 在接受一线治疗及二线以上(从未用过选择性 RET 抑制剂)治疗的晚期 RET+NSCLC 患者中表现出初步 ORR 疗效，与用第一代选择性 RET 抑制剂普拉替尼及塞尔帕替尼的疗效相当或更胜一筹。

表17: A400 早期数据积极，展现克服一代 RET 抑制剂耐药的潜力

药物名称	A400 (90mg QD)				普拉替尼 (400mg QD)		塞尔帕替尼 (160mg BID)	
患者分组	1L	2L+			1L	2L+	1L	2L+
	/	从未使用过 SRI	使用 SRI	整体	/	从未使用过 SRI	/	从未使用过 SRI
患者人数	19	15	6	21	27	87	39	105
ORR	74%	80%	33%	66.70%	70%	57%	85%	64%
DCR	100%	93%	83%	90.50%	85%	91%	95%	93%

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

随着公司核心产品的多种适应症的获批上市，以及后续管线的持续推进，我们看好公司的长期发展。根据有望即将获批的管线计算管线峰值销售额超过 249 亿元，公司对应的权益分成约为 116 亿元。

图31: 科伦博泰产品管线总销售收入

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
管线总销售额 (全球)	亿元	2.11	15.38	26.16	58.59	113.94	175.53	209.70	231.16	249.27	244.64	245.40	243.73
管线总销售分成 (全球)	亿元	2.11	15.38	26.16	47.51	71.49	98.67	105.99	112.33	116.26	116.98	118.61	117.16
SKB264总销售额	亿元	0.20	0.91	9.54	35.04	88.03	148.48	185.45	207.81	228.55	224.60	225.59	227.30
SKB264公司销售收入	亿元	0.20	0.91	9.54	23.96	45.57	71.61	81.75	88.98	95.55	96.95	98.80	100.73
A166销售额	亿元		6.7	5.3	9.6	10.0	10.9	9.2	8.2	6.6	5.8	5.3	5.4
A400总销售额	亿元		0.4	1.2	1.2	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.3	2.2
A167总销售额	亿元		3.4	4.7	5.3	4.8	4.8	4.3	4.3	3.9	3.9	3.9	0.3
A410销售额	亿元	1.9	3.9	5.5	7.5	8.7	8.9	8.3	8.5	7.9	8.1	8.3	8.6

数据来源：开源证券研究所

5.1、芦康沙妥珠单抗未来市场测算

预计芦康沙妥珠单抗全球销售峰值将超过 227 亿元，公司销售收入将超过 100 亿元。

关键假设：

- (1) 获批时间：根据公司 2023 年年报，芦康沙妥珠单抗 3L 治疗三阴性乳腺癌有望于 2024 年在国内获批上市；芦康沙妥珠单抗辅助治疗三阴性乳腺癌的全

球 III 期临床已于 2024 年 5 月开展，故假设治疗乳腺癌于 2027 年在美国获批上市。芦康沙妥珠单抗一线治疗 NSCLC 的全球 III 期临床已于 2023 年 12 月开展，故假设于 2026 年在国内获批，于 2027 年在美国获批。

图32：芦康沙妥珠单抗全球销售峰值超过 227 亿元

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
SKB264总销售额	亿元	0.20	0.91	9.54	35.04	88.03	148.48	185.45	207.81	228.55	224.60	225.59	227.30
SKB264公司销售收入	亿元	0.20	0.91	9.54	23.96	45.57	71.61	81.75	88.98	95.55	96.95	98.80	100.73
中国													
乳腺癌	亿元	0.20	0.91	1.09	4.16	12.73	22.04	25.59	27.53	28.40	29.54	30.72	31.95
3L+TNBC销售收入（中国）	亿元	0.20	0.91	1.09	1.97	2.16	1.75	1.08	0.67	0.47	0.49	0.50	0.52
1L TNBC销售收入（中国）	亿元				1.88	9.51	18.27	21.81	23.46	24.40	25.37	26.39	27.44
2L HR+HER2-乳腺癌销售收入（中国）	亿元				0.32	1.06	2.03	2.71	3.40	3.53	3.68	3.82	3.98
NSCLC	亿元			8.46	18.38	27.33	37.00	38.82	40.79	43.84	44.45	44.96	45.41
EGFR耐药NSCLC销售额（中国）	亿元			5.43	8.38	12.87	17.34	18.50	18.69	18.88	19.07	19.21	19.34
1L EGFR野生型NSCLC公司销售收入（中国）	亿元			3.03	7.96	8.99	12.11	12.06	13.71	15.39	15.54	15.66	15.76
辅助治疗NSCLC公司销售收入（中国）	亿元			2.05	5.47	7.54	8.26	8.40	9.58	9.83	10.08	10.32	
胃癌	亿元				0.18	0.72	3.64	5.24	6.71	7.67	7.90	8.13	8.37
2L 胃癌的销售收入（中国）	亿元				0.18	0.72	3.64	5.24	6.71	7.67	7.90	8.13	8.37
美国													
乳腺癌	亿元				0.17	1.03	2.13	3.47	4.35	4.64	4.74	4.62	4.57
辅助治疗TNBC总销售额（美国）	亿元				1.7	8.8	15.3	21.7	22.3	22.9	23.5	24.1	24.8
辅助治疗TNBC公司总销售分成（美国）	亿元				0.17	0.88	1.53	2.17	2.23	2.29	2.35	2.41	2.48
2L HR+HER2-乳腺癌总销售额（美国）	亿元					1.5	6.0	13.0	21.2	23.5	23.9	22.0	20.9
2L HR+HER2-乳腺癌公司的销售分成（美国）	亿元					0.15	0.60	1.30	2.12	2.35	2.39	2.20	2.09
NSCLC	亿元				1.08	3.76	6.79	8.51	9.42	10.76	10.06	10.11	10.15
EGFR耐药NSCLC销售额（美国）	亿元				6.27	17.00	25.30	31.13	28.72	28.85	28.99	29.12	29.25
EGFR耐药NSCLC公司销售收入（美国）	亿元				0.63	1.70	2.53	3.11	2.87	2.89	2.90	2.91	2.93
1L EGFR野生型NSCLC销售额（美国）	亿元				4.51	10.87	19.11	27.43	35.83	41.53	41.72	41.91	42.10
1L EGFR野生型NSCLC公司销售收入（美国）	亿元				0.45	1.09	1.91	2.74	3.58	4.15	4.17	4.19	4.21
辅助治疗EGFR野生型NSCLC销售额（美国）	亿元					9.74	23.48	26.53	29.62	37.19	29.89	30.03	30.16
辅助治疗EGFR野生型NSCLC公司销售收入（美国）	亿元					0.97	2.35	2.65	2.96	3.72	2.99	3.00	3.02
胃癌	亿元				0.00	0.00	0.02	0.12	0.19	0.23	0.27	0.27	0.27
3L 胃癌公司销售收入（美国）	亿元					0.05	0.25	1.23	1.85	2.34	2.65	2.70	2.73
3L 胃癌公司销售收入（美国）	亿元					0.00	0.02	0.12	0.19	0.23	0.27	0.27	0.27

数据来源：公司招股书、公司年报、CSCO 乳腺癌治疗指南（2023 年版）、中华医学会肺癌临床诊疗指南（2023 版）、各药品说明书、Insight、开源证券研究所

5.2、A166 未来市场测算

预计 A166 国内销售峰值将超过 10 亿元。

关键假设：

- (1) 获批时间：根据公司 2023 年年报，A166 治疗乳腺癌有望于 2024 年上半年或 2025 年下半年在国内获批 HER2+乳腺癌适应症。我们假设 A166 于 2025 年产生实际销售额。

图33：A166 销售峰值超过 10 亿元

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
HER2+乳腺癌3L治疗	单位												
中国乳腺癌新发病人数	人		367817.2	375100	382539	390126	397863	405753	413800	422007	430376	438911	447616
年平均增长率（YOY）	%			1.98%	1.98%	1.98%	1.98%	1.98%	1.98%	1.98%	1.98%	1.98%	1.98%
年治疗费用	万元			40.83	14.29	14.29	12.86	12.86	11.57	11.57	10.42	10.42	9.38
上市成功率	%			90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
风险调整后HER2+乳腺癌3L治疗销售额（亿元）				6.7	4.8	8.0	7.4	7.5	5.9	5.0	3.7	2.8	2.6
风险调整后HER2+乳腺癌2L治疗销售额	亿元			0.0	0.5	1.6	2.7	3.4	3.3	3.2	2.9	3.0	2.7
A166销售额	亿元			6.7	5.3	9.6	10.0	10.9	9.2	8.2	6.6	5.8	5.4

数据来源：公司年报、中华医学会肺癌临床诊疗指南（2023 版）、各药品说明书、Insight、开源证券研究所

5.3、A400 未来市场测算

预计 A400 国内销售峰值将超过 2.4 亿元。

关键假设：

- (1) 获批时间：根据公司 2023 年年报，公司计划于 2024 年向 CDE 递交 A400 的上市申请。故 A400 有望于 2025 年在国内获批上市。

图34：A400 销售峰值超过 2.4 亿元

		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
RET+NSCLC (1L)														
中国非小细胞肺癌发病人数	万人	86.37	89.15	92.02	94.61	97.27	100.02	102.83	105.73	106.73	107.73	108.73	109.43	110.03
中国非小细胞肺癌的诊疗人数	万人	79.52	82.41	85.40	88.16	91.00	93.94	96.98	100.11	101.46	102.82	104.19	105.28	106.28
接受姑息治疗的患者人数	万人	65.7	67.9	70.1	72.1	74.2	76.3	78.6	80.8	81.7	82.5	83.4	84.0	84.5
年治疗费用	万元			72.80	72.80	25.48	25.48	24.21	24.21	23.00	23.00	21.85	21.85	20.75
上市成功率	%			90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
RET+NSCLC (1L) 销售额	亿元			0.28	0.93	0.97	2.00	2.08	2.15	2.06	2.08	2.00	2.01	1.92
RET+NSCLC (2L+)														
年治疗费用	万元			72.80	72.80	25.48	25.48	24.21	24.21	23.00	23.00	21.85	21.85	20.75
上市成功率	%			90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
RET+NSCLC (2L+) 销售额	亿元			0.10	0.28	0.23	0.39	0.32	0.26	0.25	0.26	0.25	0.25	0.24
A400总销售额	亿元			0.4	1.2	1.2	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.3	2.2

数据来源：公司年报、中华医学会肺癌临床诊疗指南(2023 版)、Insight、开源证券研究所

5.4、A167 未来市场测算

预计 A167 国内销售峰值将超过 5 亿元。

关键假设：

- (1) 获批时间：根据公司 2023 年年报，A167 一线治疗鼻咽癌有望于 2024 年下半年在国内获批上市。故我们假设 A167 于 2025 年产生销售额。

图35：A167 销售峰值超过 5 亿元

		2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
RM-NPC (3L+治疗)													
中国鼻咽癌新发病人数	人		60600	60600	60600	60600	60600	60600	60600	60600	60600	60600	60600
价格 (元) /支 (200mg)	元		2576	2318	2318	2087	2087	1878	1878	1690	1690	1690	1690
年治疗费用	万元		6.96	6.26	6.26	5.63	5.63	5.07	5.07	4.56	4.56	4.56	4.56
RM-NPC鼻咽癌3L治疗销售额 (亿元)	亿元		0.09	0.19	0.31	0.35	0.35	0.31	0.31	0.28	0.28	0.28	0.28
RM-NPC (1L治疗)													
RM-NPC鼻咽癌1L治疗销售额	亿元		3.31	4.47	4.97	4.47	4.47	4.03	4.03	3.62	3.62	3.62	0.00
A167总销售额	亿元		3.4	4.7	5.3	4.8	4.8	4.3	4.3	3.9	3.9	3.9	0.3

数据来源：公司年报、鼻咽癌诊疗指南、医药魔方、Insight、开源证券研究所

5.5、A140 未来市场测算

预计 A140 国内销售峰值将超过 8 亿元。

关键假设：

- (1) 获批时间：A140 已于 2023 年 8 月递交上市申请，故有望于 2024 年在国内获批上市。

图36：A140 销售峰值超过 8 亿元

		2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
RAS野生型mCRC													
国内RAS野生型mCRC患者数	人	214224	220338	226626	233094	239746	246589	253626	260865	268310	275968	283844	291945
治疗率	%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
接受生物靶向治疗的比例	%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
A140市场份额	%	1%	2%	3%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
接受A140治疗的患者数 (人)	人	1542	3173	4895	6713	8631	8877	9131	9391	9659	9935	10218	10510
年平均治疗费用 (元)	元	137800	137800	124020	124020	111618	111618	100456	100456	90411	90411	90411	90411
降价幅度	%	0%	0%	10%	0%	10%	0%	10%	0%	10%	0%	0%	0%
上市成功率	%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
A410销售额	亿元	1.9	3.9	5.5	7.5	8.7	8.9	8.3	8.5	7.9	8.1	8.3	8.6
销售额yoy			106%	39%	37%	16%	3%	-7%	3%	-7%	3%	3%	3%

数据来源：公司招股书、2023CSCO 结直肠癌诊疗指南、Insight、开源证券研究所

5.6、盈利预测与估值

科伦博泰目前处于研发阶段，尚无销售收入，考虑到公司多款产品即将上市，未来业绩增长空间较大，因此我们采用 DCF 估值方法。我们通过 Wind WACC 计算

器计算 WACC，并做出如下 DCF 假设。无风险收益率取十年期国债收益率 2.23%，通过 Wind Beta 计算器得到经调整后 Beta 为 1.18，市场收益率假设为 5 年沪深 300 指数平均收益 5.01%，计算得到股权成本 Ke 为 5.51%，加权平均资本成本 WACC 为 5.51%。根据 FCFF 估值敏感性测试，公司远期合理估值约 447 亿元。

表18: FCFF 估值敏感性测试，公司合理估值约为 447 亿元

单位：亿元		wacc								
		3.51%	4.01%	4.51%	5.01%	5.51%	6.01%	6.51%	7.01%	7.51%
永续增长率	1.00%	719.24	583.45	486.69	414.36	358.33	313.70	277.37	247.26	221.93
	1.50%	883.88	688.72	558.79	466.21	396.99	343.35	300.64	265.85	237.02
	2.00%	1157.55	846.37	659.62	535.28	446.66	380.41	329.06	288.16	254.85
	2.50%	1702.18	1108.43	810.61	631.87	512.84	428.01	364.58	315.41	276.24
	3.00%	3314.72	1629.95	1061.60	776.51	605.39	491.44	410.21	349.46	302.37

数据来源：开源证券研究所

公司目前有超过 10 款处于临床阶段的产品管线，其管线价值与药物开发能力得到全球战略合作伙伴认可。随着公司未来多款产品的密集获批，我们看好公司的长期发展。我们根据公司有望即将获批的管线计算管线峰值销售额为 249 亿元，公司对应的权益分成为 116 亿元。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 -9.27/-5.57/-1.18 亿元。通过 DCF 估值计算，公司远期合理估值约 447 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

6、风险提示

药物临床研究失败：创新药研发具有较大不确定性，II 期临床、III 期临床以及 NDA 申报阶段都有失败的风险；

药物安全性风险：药物本身可能存在潜在不良反应，部分安全性问题无法通过临床试验观测到，可能会在药品上市多年后才出现；

核心成员流失：创新药研发是一类高风险、高投入的项目，比较依赖核心研发管理团队的能力，存在核心成员流失的风险。

行业竞争格局恶化：肺癌、乳腺癌等适应症已有多款创新药获批上市，在研管线数量众多，未来可能会出现疗效与安全性更好的竞品。

国际合作不及预期：公司有多款临床及临床前药物与国际公司合作，未来可能面临合作方退货、中止合作等风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	332	2807	5320	5097	6502
现金	93	2488	2961	3332	3120
应收账款	160	216	1227	992	1926
存货	53	63	404	279	428
其他流动资产	26	40	728	493	1029
非流动资产	661	702	883	985	1073
固定资产及在建工程	530	608	775	859	948
无形资产及其他长期资产	130	94	108	126	125
资产总计	993	3510	6203	6082	7575
流动负债	4167	1110	3482	3928	5520
短期借款	2891	0	0	502	502
应付账款	327	404	2586	1781	2734
其他流动负债	946	702	866	1623	2239
非流动负债	52	70	70	70	70
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	52	70	70	70	70
负债合计	4219	1180	3552	3998	5590
股本	107	219	227	227	227
储备	(3334)	2105	2399	1862	1764
归母所有者权益	(3226)	2329	2632	2095	1997
少数股东权益	0	0	18	(11)	(12)
负债和股东权益总计	993	3510	6203	6082	7575

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-271	60	-540	0	-88
税前利润	-616	-574	-927	-557	-118
折旧和摊销	67	75	37	44	49
营运资本变动	35	276	332	538	-26
其他	243	283	18	-26	7
投资活动现金流	-32	-1025	-538	-573	-705
资本开支	-39	-82	-219	-147	-137
其他	7	-943	-319	-426	-569
融资活动现金流	313	2382	1211	498	-8
股权融资	0	2853	1211	0	0
银行借款	316	-461	0	502	0
其他	-3	-10	0	0	0
汇率变动对现金的影响	1	19	19	19	19
现金净增加额	11	1436	152	-55	-781
期末现金总额	93	1529	1681	1626	845

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	804	1,540	1,061	1,988	3,216
营业成本	277	781	442	708	923
营业费用	0	20	149	437	740
管理费用	95	182	218	251	276
其他收入/费用	846	1,031	1,186	1,304	1,435
营业利润	(414)	(474)	(934)	(712)	(157)
净财务收入/费用	147	39	(24)	(23)	(18)
其他利润	0	0	0	0	0
除税前利润	(567)	(468)	(909)	(689)	(139)
所得税	49	106	0	(103)	(21)
少数股东损益	0	0	18	(29)	(0)
归母净利润	(548)	(522)	(927)	(557)	(118)
EBITDA	(353)	(353)	(897)	(668)	(109)
扣非后净利润	(374)	(522)	(927)	(557)	(118)
EPS(元)	(0.71)	(0.66)	(1.06)	(0.64)	(0.13)

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2380.4	91.6	(31.1)	87.4	61.8
营业利润(%)	(49.0)	14.5	96.9	(23.7)	(77.9)
归属于母公司净利润(%)	30.8	6.8	(61.5)	40.0	78.9
获利能力					
毛利率(%)	65.6	49.3	58.3	64.4	71.3
净利率(%)	(76.6)	(37.3)	(85.7)	(29.5)	(3.7)
ROE(%)	(9.2)	(24.6)	(34.5)	(28.0)	(5.9)
ROIC(%)	(8.5)	(22.6)	(35.2)	(23.4)	(5.4)
偿债能力					
资产负债率(%)	424.8	33.6	57.3	65.7	73.8
净负债比率(%)	(86.7)	(65.6)	(63.4)	(54.0)	(17.3)
流动比率	0.1	2.5	1.5	1.3	1.2
速动比率	0.1	2.4	1.2	1.1	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.2	0.3	0.5
应收账款周转率	4.0	2.5	1.1	1.4	3.0
应付账款周转率	0.8	2.1	0.3	0.3	0.4
存货周转率	5.4	13.5	1.9	2.1	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.7	-0.7	-1.1	-0.6	-0.1
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.3	0.1	-0.6	0.0	-0.1
每股净资产(最新摊薄)	-3.7	2.7	3.0	2.4	2.3
估值比率					
P/E	-31.1	-40.0	-21.9	-36.5	-172.6
P/B	-5.9	9.8	7.7	9.7	10.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn