

# 和铂医药-B (02142)

证券研究报告  
2025年03月01日

## 稀缺抗体生态浩海扬帆，开启自研合作 BD 三重奏

### 自研合作双驱发展，业绩大幅增长迎来收获期

和铂医药成立于2016年，是一家专注于免疫及肿瘤领域创新药研发及商业化的全球化生物制药企业。2018年到2023年，公司主营收入呈现显著增长趋势，从0.1亿元大幅增长至6.34亿元。依托独特的商业模式，2023年公司净利润已转正，为港股18A企业中少有的盈利企业。公司资金充沛，截至2024年H1在手现金13亿元人民币。

### 依托稀缺的仅重链全人源抗体开发平台，铸就全球领先创新引擎

和铂医药自有的抗体技术平台 Harbour Mice®具有广泛的应用价值及潜力。该平台能够产生经典的双重链双轻链(H2L2)形式及仅重链(HCAb)形式的全人源单克隆抗体。HCAb平台为一种人源抗体平台，能够制造不同形态种类“仅重链”抗体，如 mRNA、纳米抗体、双特异性/多特异性抗体、细胞疗法及 ADC。转基因小鼠平台的研发重要性凸显，多项重磅并购密集落地。2021年赛诺菲以11亿美元预付款+3.5亿美元里程碑收购 Kymab，2021年安进25亿美元收购抗体公司 Teneobio。目前全球三个获认可的全人源仅重链抗体平台，和铂医药的 HCAb 平台为其中唯一对外可及的抗体开发平台，彰显稀缺性及重要性。

### 聚焦自免肿瘤，管线推进高效

和铂医药有超过10种专注于免疫及肿瘤领域的候选药物，处于临床前阶段至临床后期阶段。1) 自免管线中推进最快的包括巴托利单抗(FcRn, HBM9161)及胸腺基质淋巴细胞生成素抗体(TSLP, HBM9378)。2024年7月，巴托利单抗(HBM9161)治疗gMG的BLA获NMPA受理，有望成为针对多种自身免疫性疾病的重磅疗法。HBM9378是TSLP靶点潜在BIC，由和铂医药与科伦博泰联合开发。和铂医药已在中国完成了HBM9378/SKB378针对中重度哮喘治疗的I期临床试验，针对该适应症的II期临床试验也即将开启。2025年和铂医药将HBM9378授权给了新成立的海外公司Windward Bio，总交易额达到9.7亿美元，海外临床也有望快速推进。2) 普鲁苏拜单抗(HBM4003)为一种新一代全人源抗CTLA-4抗体，联用替雷利珠单抗在末线MSS CRC中显示出优良疗效。

### BD 交易屡获全球顶级药企背书，多个创新品种蓄势待发

在BD方面，和铂医药依托独有的Harbour Mice®平台，持续产出高潜力分子，与全球主要制药企业和创新型药物公司建立了广泛且频繁的合作关系，BD数量及金额均处在行业前列。截至2025年2月，公司已与十余家国内外知名药企在ADC、抗体、mRNA、细胞治疗、人工智能等领域进行授权开发，多模态多领域合作延展至各类海内外顶尖合作伙伴。

### 盈利预测

公司是一家处于临床开发阶段的全球创新药公司，对标Teneobio等抗体开发平台，和铂的全人源仅重链平台价值稀缺。我们纳入诺纳生物和和铂医药两款产品HBM9378和HBM9161的全球收入进行DCF估值，预测公司2024-2026年营业总收入为2.60/4.17/5.66亿元人民币(不考虑新增其他分子授权)。WACC和永续增长率分别取11.08%和1.50%，目标市值为85.92亿元人民币，对应股价为11.22元人民币(12.07元港币)，首次覆盖，予以“买入”评级。

**风险提示：**研发风险、商务拓展风险、相关测算存在主观假设

### 投资评级

行业	医疗保健业/药品及生物科技
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	5.2 港元
目标价格	12.07 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	765.48
港股总市值(百万港元)	3,980.47
每股净资产(港元)	1.25
资产负债率(%)	44.10
一年内最高/最低(港元)	5.94/1.01

### 作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
李慧瑶	分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080004	
lihuiyao@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 抗体平台全球新，自研合作双驱发展	4
1.1. 十载沐风栉雨，打造全球抗体创新引擎	4
1.2. 核心管理层科学家出身，产业背景深厚	5
2. 和铂医药打造全球领先的全人源抗体创新引擎	7
2.1. Harbour Mice 抗体平台全面赋能抗体+研发	7
2.2. 全人源仅重链平台价值稀缺	8
3. 聚焦自免肿瘤，管线推进高效步入收获期	10
3.1. 自免：HBM9161 已递交 BLA，HBM 9378 进入 II 期临床	10
3.1.1. HBM9161：治疗重症肌无力实力不俗，已递交 BLA	11
3.1.2. HBM 9378：TSLP 靶点潜在 BIC，NewCo 落地临床快速推进	14
3.2. 肿瘤：与 MNC 达成多项授权合作，普鲁苏拜单抗助力下一代抗 CTLA-4 治疗	18
3.3. 诺纳生物：赋能全球的抗体开发生态	19
4. BD 交易屡获全球顶级药企背书，多个创新品种蓄势待发	20
5. 盈利预测与估值	22
5.1. 盈利预测及关键假设	22
5.2. 估值与投资评级	23
6. 风险提示	24

## 图表目录

图 1：和铂医药发展历程	4
图 2：和铂医药公司业绩（亿元，人民币）	4
图 3：公司收入构成（亿元，人民币）	5
图 4：公司股权结构（截至 2024 年 H1）	6
图 5：Harbour Mice®全人源抗体平台广泛适用于下一代生物药研发	7
图 6：两轻链两重链的全人源抗体（H2L2）	8
图 7：全人源重链抗体（HCAb）	8
图 8：HBICE®平台分子设计具备高灵活性	8
图 9：和铂医药自免管线（截至 2024 年 8 月）	11
图 10：巴托利单抗（HBM9161）作用机制	12
图 11：巴托利单抗（HBM9161）III 期临床结果	12
图 12：TSLP 的信号传导机制	14
图 13：TSLP 的诱导、生成和靶点	15
图 14：TSLP 在过敏性疾病和病毒感染中的作用	15
图 15：Tezspire 预充式注射液	17
图 16：Tezspire 销售额快速增长	17
图 17：和铂医药肿瘤管线（截至 2024 年 8 月）	18
图 18：普鲁苏拜单抗作用机制	19

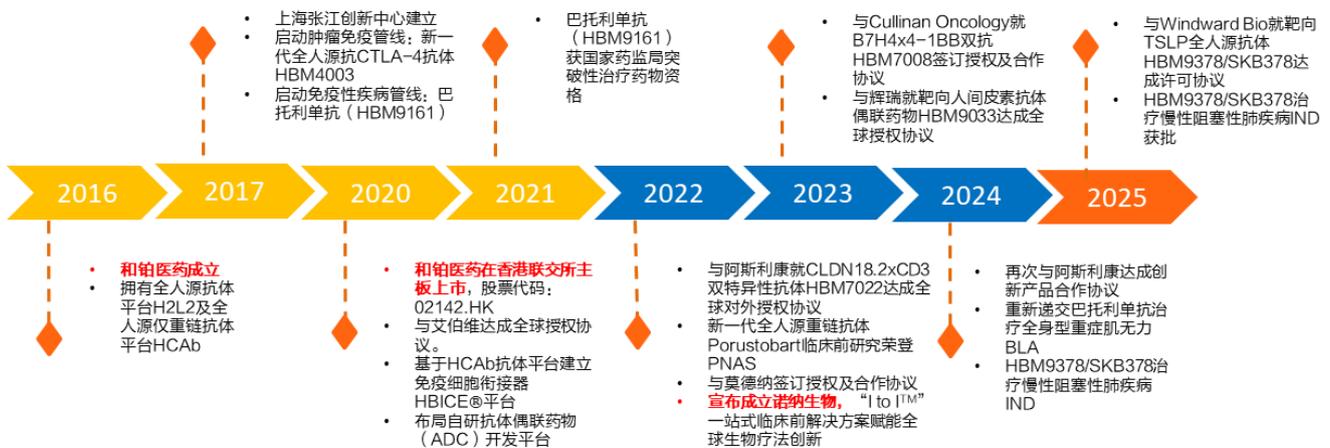
图 19: 普鲁苏拜单抗体内外活性优于伊匹木类似物 .....	19
图 20: HBM4003 + 替雷利珠在末线 MSS CRC 中显示出优良疗效 .....	19
图 21: 诺纳生物向全行业开放创新技术平台 .....	20
图 22: 诺纳生物多重领先技术单元 .....	20
图 23: 和铂医药 BD 合作屡获全球顶级药企背书 .....	21
图 24: 和铂医药与辉瑞授权合作 .....	22
图 25: 和铂医药与阿斯利康授权合作 .....	22
表 1: 和铂医药高管简介 .....	5
表 2: 抗体生产平台技术特征 .....	9
表 3: 主要第二代转基因小鼠平台 .....	9
表 4: 全人源仅重链抗体平台格局 .....	10
表 5: FcRn 药物竞争格局 (截至 2024 年 08 月) .....	13
表 6: TSLP 靶点全球临床进展-哮喘 (截至 2025 年 2 月) .....	16
表 7: TSLP 靶点全球临床进展-其他 (截至 2025 年 2 月) .....	16
表 8: 近年 TSLP 领域 BD 交易汇总 (亿美元) .....	18
表 9: 和铂医药 BD 数量及金额均处在行业前列 .....	20
表 10: 公司盈利预测 (单位:百万元) .....	22
表 11: WACC 计算表 .....	23
表 12: 公司绝对估值 .....	23

## 1. 抗体平台全球新，自研合作双驱发展

### 1.1. 十载沐风栉雨，打造全球抗体创新引擎

和铂医药成立于 2016 年，是一家专注于自免及肿瘤领域创新药研发及商业化的全球化生物制药企业。公司通过自主研发、联合开发及多元化的合作模式快速拓展创新药研发管线。和铂自有的抗体技术平台 Harbour Mice® 可生成双重、双轻链( H2L2 )和仅重链( HCAb )形式的全人源单克隆抗体。基于 HCAb 抗体平台开发的免疫细胞衔接器( HBICE® )能够实现传统药物联合疗法无法达到的抗肿瘤疗效。Harbour Mice®, HBICE® 与单 B 细胞克隆筛选平台共同组成了和铂的下一代创新治疗性抗体研发引擎。

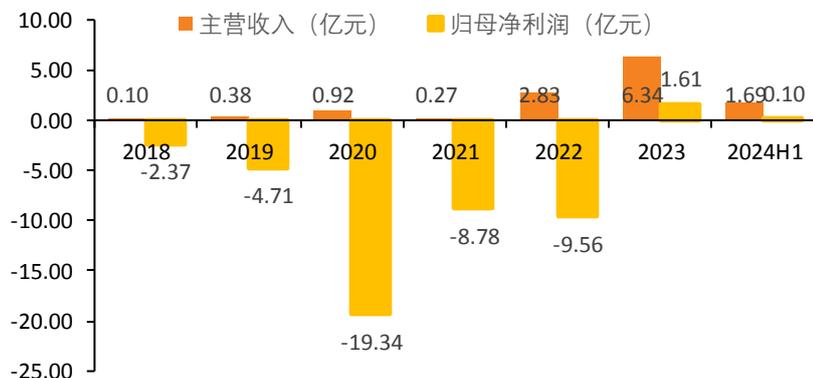
图 1：和铂医药发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司收入快速增长，归母净利润 2023 年已转正，为港股 18A 企业中少有的盈利企业。通过与全球制药公司及领先的生物技术公司持续深度合作，独特业务模式助力业绩加速增长。2018 年到 2023 年，公司主营收入呈现显著增长趋势，从 0.1 亿元（人民币，下同）大幅增长至 6.34 亿元。2018 到 2020 年，公司分别录得净亏损 2.37、4.71、19.34 亿元，主要由于大规模的研发支出和优先股公允价值变动损益影响。从 2021 年开始公司在成本控制 and 运营效率上持续优化，2023 年和铂医药实现了归母净利润的转正，达到 1.61 亿元。根据公司业绩预告，2024 年净利润将介于人民币 730 万元至 2200 万元。

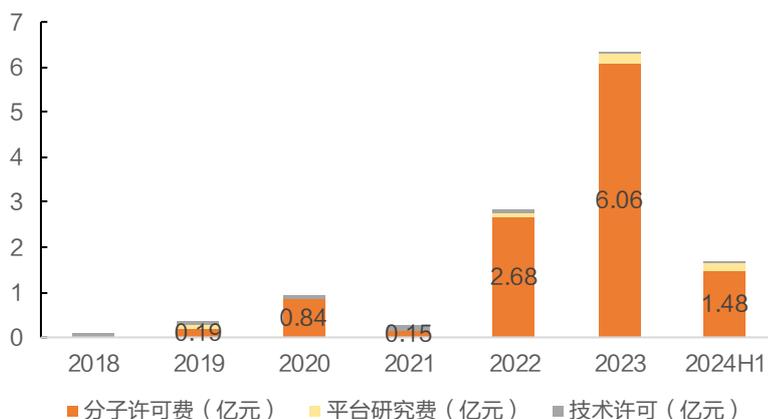
图 2：和铂医药公司业绩（亿元，人民币）



资料来源：公司公告，WIND，天风证券研究所

从收入构成看，公司收入主要包括分子许可费、研究服务费及技术许可费。收入的增长主要来自与 Seagen、Cullinan 及科伦生物等企业的授权合作协议。截至 2023 年，公司已获成功签订总值 6.4 百万美元的研究服务协议，研究服务费为 3.2 百万美元，相较于 2022 年的 0.8 百万美元增长 300.0%。2024 年 H1，公司成功签订总值 4.2 百万美元的研究服务协议，研究服务费为 2.3 百万美元同比增长 167.4%。

图 3：公司收入构成（亿元，人民币）



资料来源：公司公告，WIND，天风证券研究所

## 1.2. 核心管理层科学家出身，产业背景深厚

高管多为科学家出身，深耕产业多年。王劲松博士是和铂医药的主要创始人，担任董事长兼首席执行官。在创立和铂医药之前，王劲松博士曾在赛诺菲任职，担任中国研发中心总裁和亚太区转化医学负责人，曾担任哈佛医学院的主治医师和临床研究员。戎一平博士是和铂医药的首席科学官，拥有约 20 年的生物医学研究和药物发现经验。在 2016 年加入和铂医药之前，他曾任职于赛诺菲、强生和罗氏，并在癌症生物学和药理学领域积累了坚实的专业基础。

表 1：和铂医药高管简介

姓名	职务	简介
王劲松	创始人，董事长，董事会主席，执行董事	王劲松博士，M.D.、Ph.D.，公司执行董事、首席执行官兼董事会主席。王博士是薪酬委员会成员及提名委员会主席。王博士亦为 HBM Holdings BVI 及 HBM Therapeutics 的董事以及和铂医药上海、诺纳生物苏州、和铂医药广州及和铂医药北京的法定代表人及首席执行官。王博士自二零零五年七月至二零零七年五月担任惠氏转化医学副总监。自二零零七年六月至二零一一年十一月担任百时美施贵宝免疫学临床发现总监。自二零一一年十一月至二零一五年十二月，王博士担任赛诺菲中国研发中心负责人。王博士自二零零一年六月至二零零五年六月担任布莱根妇女医院及哈佛医学院的风湿病研究/临床医师。
戎一平	首席科学官	戎一平博士，Ph.D.，为公司的执行董事及首席科学官。戎博士自二零零二年六月至二零零三年六月担任上海生物芯片有限公司助理科学官。其后担任罗氏中国研发中心副研究员，与二零零九年一月至二零一二年九月期间设计并领导了两个肿瘤项目(以抗体模式计算的肿瘤抗原靶点，以多肽或 SMI 计算的蛋白质相互作用靶点)。戎博士于二零一二年九月至二零一四年七月担任强生肿瘤研发转化医学强生上海研发中心的高级科学家及项目负责人。他曾负责肝癌适应症的临床前肿瘤转化医学研究。作为生物学负责人，他还为杨森肿瘤在中国首次成功 I 期临床申请提供了临床前数据包及患者分层生物标志物策略。二零一四年七月，他加入赛诺菲亚太研发中心，担任副总监，领导和管理的早期肿瘤研发项目直至二零一六年五月离职加入公司。戎博士于二零零二年六月获得华东理工大学及中国国家人类基因组中心分子生物学硕士学位，并与二零零八年五月获得美国凯斯西储大学药理学博士学位。同时戎博士是美国癌症研究协会会员。
郑雷	首席商务官	郑博士常驻美国，负责公司的全球商务拓展和资产管理工。他具有优秀的科学背景，曾在哈佛医

学院完成肿瘤转化领域的研究员培训，之后进入生物制药行业。在加入和铂医药之前，郑博士创立并担任 Urica Therapeutics 的首席科学官，该公司是一家临床阶段公司，专注于开发针对难治性痛风的口服疗法。在郑博士的领导下，Urica 完成了该疗法的早期临床开发，该疗法随后被一家获得风险投资机构支持的新公司收购，以推进其关键性开发工作。郑博士还在 Fortress Biotech 和 Agenus 担任过商务拓展相关职位，管理增值投资并参与多项变革性疗法合作的交易谈判，为公司做出了重要贡献。郑博士拥有加利福尼亚大学河滨分校细胞与分子生物学博士学位，以及罗格斯大学金融工商管理硕士学位。

**刘礼乐 高级副总裁** 刘礼乐先生，自二零一八年十月担任高级副总裁兼技术平台负责人。彼亦担任苏州营运的负责人。刘先生于一九八五年八月至一九九二年十二月在中国医学科学院放射医学研究所担任研究员。一九九五年，刘先生加入 Syntron Bioresearch, Inc.，并担任高级研究员、研发部经理以及细胞组织培养实验室及抗体和抗原生产实验室主管。自二零一零年一月至二零一零年五月加入金斯瑞担任抗体部总监，其后成为抗体部营运副总裁。自二零一零年五月至二零一八年十一月于睿智化学担任研究员后任副总裁及生物制剂发现部负责人。于一九八五年五月获得中国白求恩医科大学(现为吉林大学)放射学学士学位。彼自一九九二年以来为中华医学会核医学分会会员。

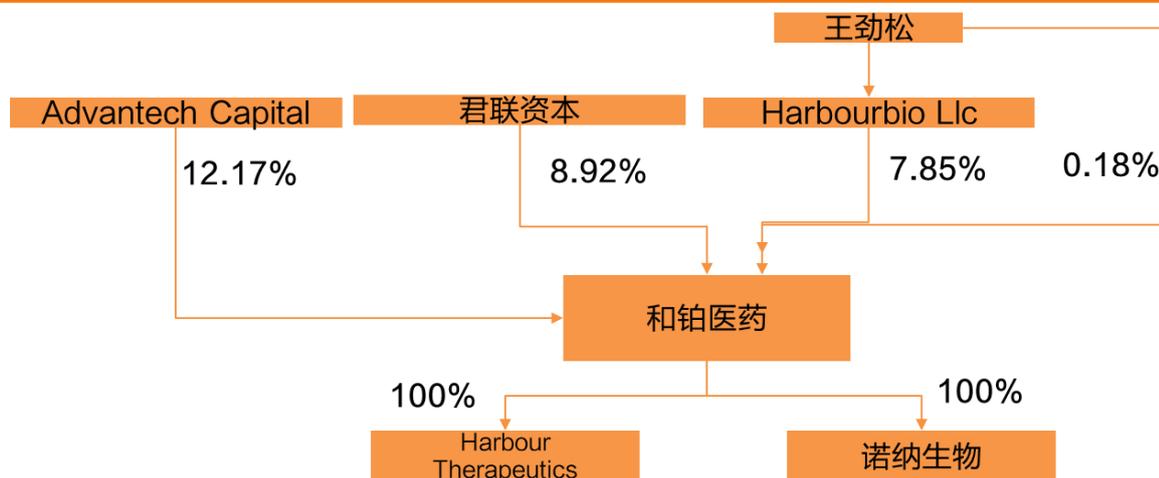
**陶晓路 高级副总裁** 陶晓路博士，Ph.D.任公司高级副总裁及转化开发部负责人。陶博士于二零二零年七月加入公司。在加入公司之前，陶晓路博士在二零一八年至二零二零年期间于基石药业担任副总裁。彼亦于二零一六年至二零一八年于先声药业集团担任执行总监，建立并领导这两家公司的药物代谢和药代动力学(DMPK)和临床药理学部门。彼于中国工作之前，曾于美国 Akros 制药、百时美施贵宝和诺华工作，从事临床药理学和定量药理学领域的工作，担任自高级科学家至总监职位。她成功地支持了多个专案在美国、欧盟和中国的 IND 以及 BLA/NDA 申请。陶博士目前是国际人用药品技术要求协调委员会 (ICH)M12 专家之一，负责制定全球统一的药物相互作用指南。陶博士于天普大学药学院获得博士学位，并于中国药科大学获得学士和硕士学位。

**陈侑晨 副总裁，财务与投资者关系负责人** 陈侑晨 (YC) 先生在和铂医药担任副总裁，负责财务与投资者关系。在和铂医药，YC 负责制定和管理全球财务战略、企业战略、战略投资、资本市场以及投资者关系相关工作。YC 拥有复旦大学学士学位和乔治城大学麦克唐纳商学院 MBA 学位。加入和铂医药之前，他曾在一家临床阶段放射性制药初创公司担任首席财务官。在此之前，YC 任瑞士信贷中国投资银行团队的资深副总裁，为大中华区医疗保健和科技公司提供战略和融资交易方面的财务顾问服务。在回归瑞信之前，他曾担任医渡科技 (2158.HK) 企业融资负责人，并曾于中信资本和毕马威担任过多个职位。

资料来源：公司官网，WIND，天风证券研究所

和铂医药股权结构稳定，主要股东包括 Advantech Capital、君联资本和首席执行官王劲松等。2025 年 1 月公司公告拟不时于公开市场上购回价值不超过 4000 万港元公司股份，显示出对公司未来发展的信心。

图 4：公司股权结构 (截至 2024 年 H1)



资料来源：公司公告，WIND，天风证券研究所

## 2. 和铂医药打造全球领先的全人源抗体创新引擎

### 2.1. Harbour Mice 抗体平台全面赋能抗体+研发

和铂医药自有的抗体技术平台 Harbour Mice®具有广泛的应用价值及潜力。该平台能够产生经典的双重链双轻链(H2L2)形式及仅重链(HCAb)形式的全人源单克隆抗体。H2L2 平台可快速且大规模地制造具有经改良全人源可变区的典型两重两轻免疫球蛋白链抗体(H2L2)，实现内源性亲和力成熟及免疫效应功能。HCAb 平台为一种人源抗体平台，能够制造不同形态种类“仅重链”抗体（如 mRNA、纳米抗体、双特异性/多特异性抗体、细胞疗法及 ADC）并具有良好的开发可行性。凭借从 HCAb 平台所累积的专有技术知识，公司已自主开发 HBICE®平台，专注于生成差异化的基于 HCAb 的免疫细胞衔接器的双特异性抗体（有望可达致联合疗法所未能达到的肿瘤消除作用）。结合公司的单克隆 B 细胞筛选平台，高效抗体发现引擎有效地推动了公司的创新和可持续增长。

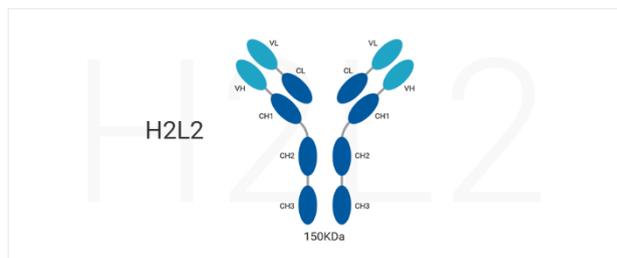
图 5：Harbour Mice®全人源抗体平台广泛适用于下一代生物药研发



资料来源：公司公告，天风证券研究所

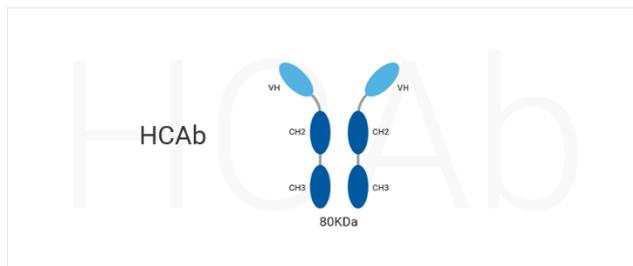
和铂医药的抗体药物研发项目利用 Harbour Mice®转基因小鼠平台以产生全人源治疗性抗体。Harbour Mice®平台可以产生全人源的、亲和力成熟的、具有优良成药性的单克隆抗体以及新型抗体和铂医药的转基因小鼠平台。该平台包括 H2L2 转基因小鼠能够产生常规的包含两轻链两重链的全人源抗体（H2L2）和 HCAb 转基因小鼠可以产生出全新的全人源重链抗体（HCAb）。重链抗体的大小只有常规 IgG 抗体的一半，但是具有和 IgG 抗体类似的药代动力学特性和 Fc 介导的效应功能，而且不需要人源化或其他额外的抗体工程改造。由于不含轻链的这一特点，重链抗体最大限度的解决了轻链错配和异源二聚化的问题，使得这一技术平台能够开发出常规抗体平台难以实现的产品。此外，该平台还可以开发多种分子结构形式的单域抗体、双特异性和多特异性抗体、抗体药物偶联物、CAR-T 或其他 VH 单域衍生产品。

图 6：两轻链两重链的全人源抗体（H2L2）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

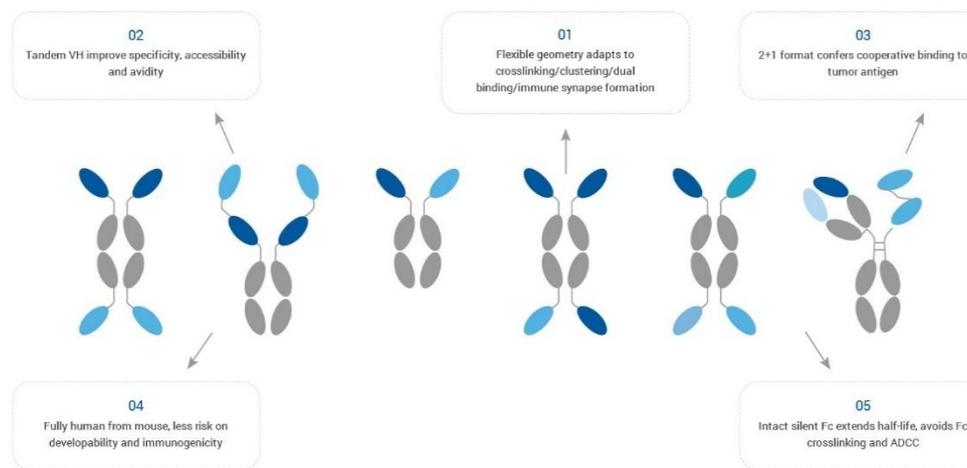
图 7：全人源重链抗体（HCAb）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司建立了具有自主知识产权的 HBICE®（基于 HCAb 的免疫细胞衔接器平台）能快速开发免疫细胞重定向到肿瘤微环境的多特异性抗体分子。HBICE® 分子可以同时特异性地识别肿瘤细胞上的肿瘤相关抗原和免疫细胞（例如 T 细胞或 NK 细胞）上的 CD3 分子或者其他共刺激分子。HBICE® 分子将免疫细胞和肿瘤细胞拉近在一起，从而高效地有选择性地激活肿瘤微环境中的免疫细胞，并防止了外周免疫细胞的非特异性活化。另外，HBICE® 平台拥有非常好的灵活性，可以设计出具有不同结构和结合方式的分子，以实现那些依靠组合疗法无法实现的分子作用机制。

图 8：HBICE® 平台分子设计具备高灵活性



资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 2.2. 全人源仅重链平台价值稀缺

全人源单克隆抗体平台免疫原性低，安全性高。抗体生产主要依赖实验小鼠及其他相关实验动物进行的动物免疫法。鼠源抗体属人类免疫系统的外源蛋白，可引起免疫原性反应，继而影响治疗性抗体的安全性及药代动力学特性。其后多种人源化技术开发，以源自人类的抗体替代鼠源抗体序列的主要部分。嵌合抗体（以人源抗体恒定区替代鼠源恒定区）及人源化抗体（将鼠源 CDR 区移植至同源人类  $\beta$  片层框架）是最知名的人源化鼠源抗体。然而，这两种抗体不能完全消除免疫原性，并可能会在若干情况下严重降低抗原结合亲和力和力。源自转基因小鼠的全人源单克隆抗体为目前减低抗体药物免疫原性风险的最先进技术。

表 2：抗体生产平台技术特征

	鼠源抗体	人鼠嵌合抗体	人源化抗体	全人源抗体
结构图				
通用名称的字尾	-momab	-ximab	-zumab	-mumab
技术平台	杂交瘤技术	恒定域替换	CDR/SDR 技术	噬菌体展示库、转基因动物
首次获批年份	1986 年	1994 年	1997 年	2002 年
代表性药物	莫罗单抗-CD3	利妥昔单抗	派姆单抗	阿达木单抗
人源化百分比	0%	60 至 70%	90 至 95%	100%
免疫原性	高	低于鼠源抗体	低	几乎没有
安全性	低	高于鼠源抗体	中高	高

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

**转基因小鼠技术是重要的产生全人源抗体的平台技术。**转基因小鼠平台可分为两代，第一代转基因小鼠使用人源 Fc 段，故此与鼠源 B 细胞受体相比，其缺乏天然 B 细胞信号传导，因而经常出现对若干抗原或免疫接种反应偏低的情况。Medarex 的 UltiMab 人源抗体开发系统为一个经验证的第一代转基因小鼠技术平台，其生产高亲和力的全人源抗体，以供应用于多个治疗范畴（例如免疫学和肿瘤科），Medarex 于 2009 年以 24 亿美元被百时美施贵宝收购。该经验证的技术平台已生产各种已开发成为非常成功的药物的抗体分子，包括 Opdivo（纳武单抗）、Yervoy（伊匹木单抗）及喜达诺（优特克单抗）。第二代转基因小鼠可对外来抗原产生更强的免疫反应，继而产生更为成熟且具有更高亲和力的抗体，而且与第一代相比，其应用范围更广泛且潜在市场更大。2021 年，赛诺菲以 11 亿美元预付款 +3.5 亿美元里程碑收购 Kymab。和铂医药 H2L2 平台及 HCAb 平台是第二代转基因小鼠。

表 3：主要第二代转基因小鼠平台

平台名称	拥有人	特点	代表性药物
VelocImmune Mouse	再生元	改善 B 细胞中免疫球蛋白的成熟度	保脂通（阿利库单抗）、达必妥（度匹鲁单抗）
OmniAb	Ligand Pharmaceuticals	改善 B 细胞中免疫球蛋白的成熟度；OmniFlic 可生产常见的轻链抗体	GLS-010
Harbour Mice	和铂医药	改善 B 细胞中免疫球蛋白的成熟度；可生产 HCAb	HBM4003
Kymouse	凯零博	改善 B 细胞中免疫球蛋白的成熟度；可生产常见的轻链抗体	KY1044
Trianni Mouse	Trianni	改善 B 细胞中免疫球蛋白的	不适用

AlivaMab Mouse	Ablexis	成熟度 改善 B 细胞中免疫球蛋白的成熟度	不适用
MeMo mouse	Merus	改善 B 细胞中免疫球蛋白的成熟度；可生产常见的轻链抗体	MCLA-128

资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前全球三个获认可的全人源仅重链抗体平台。Teneobio 的 UniRat 平台拥有两种独立的转基因大鼠品系，2021 年被安进 25 亿美元收购。Crescendo Biologics 的 HumaBody 由 Crescendo Mouse 的专有转基因小鼠产生，Crescendo 获授权使用和铂医药技术，仅限于其内部研发用途。

表 4：全人源仅重链抗体平台格局

平台	公司名称	特点	抗体类型	抗体来源	代表性药物	合作方	备注
HCAb	和铂医药	无需进行额外工程或人源化改造 尽量减低轻链错配和异源二聚化的问题	HCAb 及多特异性抗体	转基因小鼠	HBM4003	因履行相关授权协议项下的保密责任而未披露	全球范围独家专利许可
UniRat/UniAb/UniDAbs	Teneobio	结合次世代定序(NGS)及生物资讯学	HCAb 及多特异性抗体	转基因大鼠	TNB-383B	AbbVie、葛兰素史克、Janssen、Poseida、Kite/Gilead 及 Intellia 等	2021 年安进 25 亿美元收购抗体公司 Teneobio，和铂对安进 /Teneobio 提起诉讼案中
HumaBody	Crescendo Biologics	全部三种内源性抗体基因座功能已被抑制的三重基因剔除 (TKO)小鼠	HCAb 及全人源 VH 域	转基因小鼠	CB307	武田、再鼎医药、阿斯泰来及英国癌症研究基金会等	Crescendo 获授权使用和铂医药技术

资料来源：公司公告，安进官网，健识局公众号，天风证券研究所

### 3. 聚焦自免肿瘤，管线推进高效步入收获期

#### 3.1. 自免：HBM9161 已递交 BLA，HBM 9378 进入 II 期临床

和铂医药有超过 10 种专注于肿瘤与免疫性疾病的候选药物处于临床前阶段至临床后期阶段。自免管线中推进最快的包括巴托利单抗(HBM9161)及胸腺基质淋巴细胞生成素抗体 (TSLP, HBM9378)。

图 9：和铂医药自免管线（截至 2024 年 8 月）

项目	靶点	适应症	商业权益	开发进展					合作方
				早期发现	临床前	IND	一期	二期	
<b>靶向FcRn的自身免疫疾病疗法</b>									
Batoclimab HBM9161	FcRn	重症肌无力	大中华区授权 <sup>1</sup>	[Progress Bar]					BLA CSPC
<b>靶向2型炎症信号通路的免疫疾病疗法</b>									
HBM9378	TSLP	哮喘	全球	[Progress Bar] Ph1完成 Ph2进行中					[Logo]
		慢性阻塞性肺病	全球	[Progress Bar]					[Logo]
BsAb Programs	未披露靶点	炎症性疾病	全球	[Progress Bar]					[Logo]
<b>致病性B细胞耗竭类自身免疫疾病疗法</b>									
HBM7020	BCMA×CD3	自身免疫疾病	中国外权益	[Progress Bar] IND筹备中					[Logo]
TCE Program	CD19×CD3	自身免疫疾病	全球	[Progress Bar]					
BsAb Program	未披露靶点	自身免疫疾病	全球	[Progress Bar]					
TsAb Program	未披露靶点	自身免疫疾病	全球	[Progress Bar]					

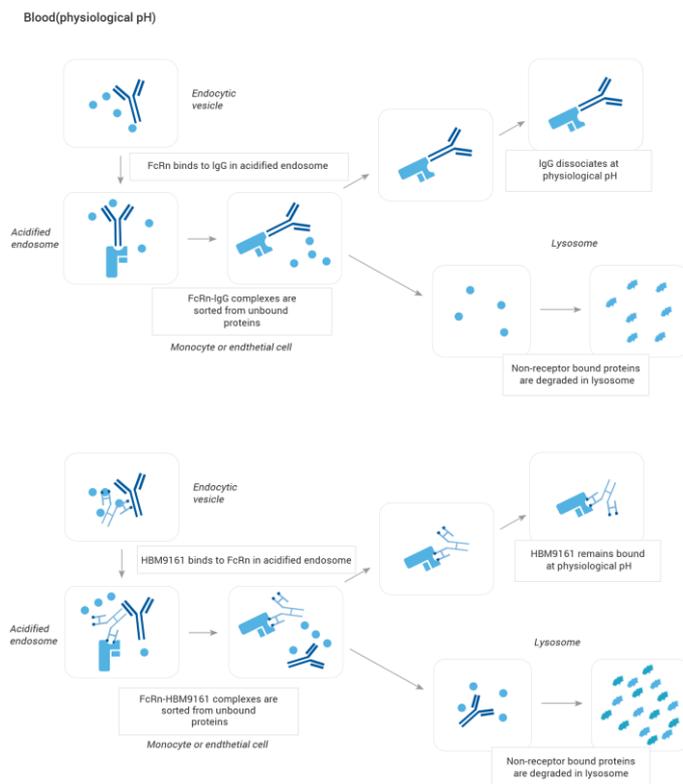
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.1.1. HBM9161：治疗重症肌无力实力不俗，已递交 BLA

巴托利单抗（HBM9161）是一种全人源单克隆抗体，其选择性地结合及抑制新生儿晶片段受体（FcRn）。巴托利单抗是和铂医药从 HanAll Biopharma 引进的全球创新药，拥有在大中华地区（包括中国香港、中国澳门和中国台湾）进行开发、制造和商业化的权利。2022 年 10 月，公司与石药集团恩必普药业达成授权协议，授予恩必普药业独家可再授权许可的技术授权，在大中华区（含中国香港、中国澳门和中国台湾）开发、生产和商业化巴托利单抗。公司于 2023 年 12 月自愿计划计入其他长期安全性数据，并于 2024 年 6 月重新提交巴托利单抗的 BLA。2024 年 7 月，巴托利单抗(HBM9161)治疗 gMG 的 BLA 获 NMPA 受理。

FcRn 在防止 IgG 抗体降解中扮演关键角色。高水平的致病性 IgG 抗体会诱发多类自身免疫性疾病。作为一款新型全人源抗 FcRn 单克隆抗体，巴托利单抗有望成为针对多种自身免疫性疾病的重磅疗法。

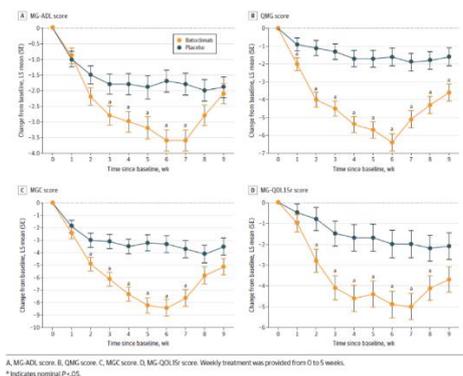
图 10：巴托利单抗（HBM9161）作用机制



资料来源：公司公告，天风证券研究所

巴托利单抗是首个、且唯一一个在中国完成 I、II、III 期完整临床开发的针对 FcRn 靶点的创新药，在治疗重症肌无力具备有效性和安全性优势。巴托利单抗 III 期临床阳性研究结果发表于顶级医学期刊《JAMA Neurology》。这项由中国 27 家研究中心共同参与开展的随机、双盲、安慰剂对照平行研究，共纳入 132 例全身型重症肌无力成人患者，其中 131 例 AChR/MuSK 抗体阳性患者。在治疗开始的第二周，巴托利单抗治疗组患者 MG-ADL 评分改善率曲线就与对照组产生了明显的分离，这提示巴托利单抗治疗能够快速起效，发挥症状改善效果。在第 43 天结束了第一个治疗周期后，巴托利单抗治疗组的 ADL 评分持续改善达 58.2% (39/67)，显著高于对照组 (31.1%，20/64)，提示巴托利单抗治疗能够显著改善患者症状，且具有可持续的治疗效果。在第一个治疗周期中，巴托利单抗治疗组患者达到最轻微症状表现 (MSE，定义为 ADL 评分为 0 或 1) 的比例为 25.4% (17/67)，远高于对照组 4.7% (3/64)。在 MG 定量评分 (QMGs)、MG 复合评分 (MGC)、15 项重症肌无力生活质量评分 (MG-QOL15r) 分析中，巴托利单抗治疗组与对照组也呈现了相似的趋势，这些额外证据进一步提示了巴托利单抗治疗效果的可靠性。

图 11：巴托利单抗（HBM9161）III 期临床结果



资料来源：《JAMA Neurology》，和铂医药公众号，天风证券研究所

**巴托利单抗临床进度靠前。目前全球已有两款 FcRn 单抗获得 FDA 批准上市：**Argenx/再鼎的艾加莫德（efgartigimod）和优时比的 Rozanolixizumab，均已获批 gMG 适应症。Efgartigimod 于 2021 年 12 月获批上市，用于治疗抗乙酰胆碱受体（AChR）抗体阳性的成人全身性重症肌无力（gMG），为全球首款 FcRn 靶向药，其分子设计为 Fc 突变体。Efgartigimod 已经在 gMG、ITP（静脉注射）获得成功，同时也在拓展多个自免适应症。艾加莫德商业化前景良好，2022 年上市第一年销售额便突破了 4 亿美元，2023 年更是达到 11.9 亿美元。优时比公司开发的 Rozanolixizumab 是一种高亲和力的 FcRn 人源化单克隆抗体，已经在全球进展至 3 期临床研究阶段，并在 2023 年 5 月获得 FDA 批准上市。强生 Nipocalimab 治疗全身性重症肌无力(gMG)患者的 III 期 VIVACITY-MG3 研究取得积极结果。国内在研方面，2024 年 7 月再鼎药业从 Argenx 引进的 FcRn 抑制剂 Efgartigimod（商品名：卫伟迦）获 CDE 批准上市，艾加莫德成为国内首个获批治疗 gMG 的皮下注射剂。2024 年 7 月和铂医药已向国家药监局重新递交了 FcRn 抗体巴托利单抗，治疗全身型重症肌无力的上市申请。

表 5：FcRn 药物竞争格局（截至 2024 年 08 月）

药品名称	作用机制	适应症	研发机构	全球阶段	中国阶段
efgartigimod PH20 SC	anti-FcRn 抗体片段；重组 HAase	免疫性血小板减少症、重症肌无力、慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经病	Argenx; Halozyme Therapeutics; 再鼎医药	批准上市	批准上市
罗泽利昔珠单抗	anti-FcRn 单抗	重症肌无力、免疫性血小板减少症、慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经病	UCB	批准上市	申请上市
艾加莫德 α	anti-FcRn 抗体片段	肌肉无力、免疫性血小板减少症、狼疮性肾炎	Argenx; Medison; Halozyme Therapeutics; 再鼎医药; University of Texas Southwestern Medical Center	批准上市	批准上市
巴托利单抗	anti-FcRn 单抗	重症肌无力、甲状腺相关性眼病、免疫性血小板减少症、自身免疫性溶血性贫血	石药集团 HamAll Biopharma; Immunovant; 和铂医药	申请上市	申请上市
nipocalimab	anti-FcRn 单抗	重症肌无力、新生儿溶血性疾病	Momenta Pharmaceuticals (Johnson & Johnson); AnaptysBio	III 期临床	III 期临床
orilanolimab	anti-FcRn 单抗	重症肌无力、温抗体型自身免疫溶血性贫血	Syntimmune (AstraZeneca)	II 期临床	临床前
IMVT-1402	anti-FcRn 单抗	自身免疫性疾病	HamAll Biopharma; Immunovant, Inc.	I 期临床	临床前
STSA-1301	anti-FcRn 单抗	免疫性血小板减少症	舒泰神	I 期临床	I 期临床

Tifalibep (替法利贝普)	anti-FcRn affibody (FcRn 拮抗剂)	自身免疫性疾病	Affibody; Alexion Pharmaceuticals (AstraZeneca)	I 期临床	临床前
-------------------	----------------------------------	---------	--	-------	-----

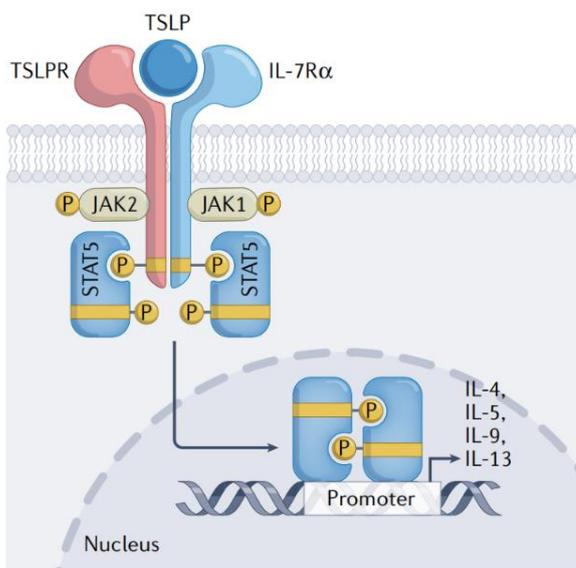
资料来源：药研网公众号，天风证券研究所

### 3.1.2. HBM 9378：TSLP 靶点潜在 BIC，NewCo 落地临床快速推进

HBM9378/SKB378 是由和铂医药与科伦博泰联合开发的一款抗体药物，双方共同享有其在大中华区及部分东南亚、西亚国家的权益。这款全人源单克隆抗体由和铂医药双重链双轻链 (H2L2) Harbour Mice® 平台生成，靶向胸腺基质淋巴细胞生成素 (TSLP)，通过阻断 TSLP 与其受体之间的相互作用来抑制 TSLP 介导的信号通路。HBM9378/SKB378 较长的半衰期优化设计和优秀的理化性质为其带来了显著的给药优势。

胸腺基质淋巴细胞生成素 (TSLP) 是 2 型免疫反应 (抗寄生虫免疫和哮喘等过敏性反应) 的关键介质，并且促进 T 辅助细胞 2 (TH2) 介导的疾病，如哮喘和特应性皮炎等。TSLP 通过一个异源受体 (TSLPR 和 IL-7R $\alpha$ ) 传导信号。这种异源二聚体表达于 DC、肥大细胞、巨噬细胞、嗜碱性粒细胞和 T 细胞以及上皮细胞和神经元。TSLP 通过 JAK1 (通过 IL-7R $\alpha$ ) 和 JAK2 (通过 TSLPR) 激活。JAK1 和 JAK2 主要激活 STAT5A 和 STAT5B，最终促使 IL-4、IL-5、IL-9 和 IL-13 的产生以及促炎症作用。

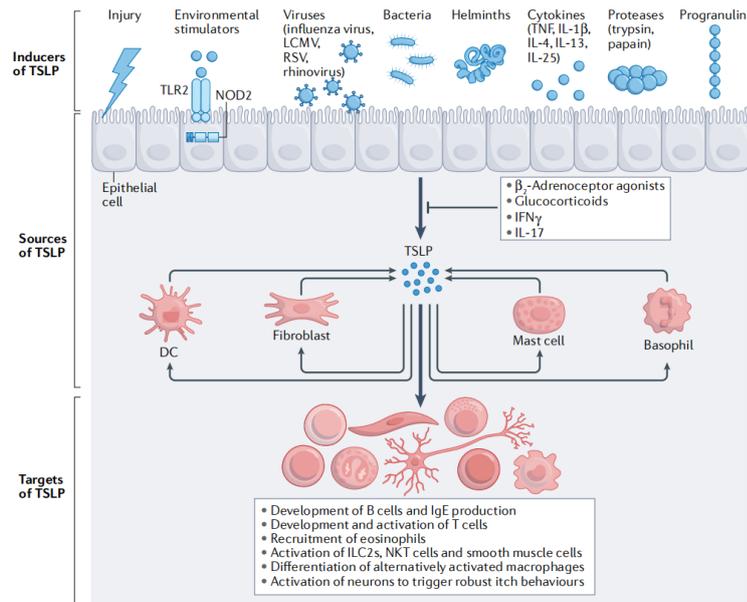
图 12：TSLP 的信号传导机制



资料来源：《Role of thymic stromal lymphopoietin in allergy and beyond》Risa Ebina-Shibuya and Warren J. Leonard, Nat Rev Immunol., 天风证券研究所

TSLP 是一种多效性细胞因子，作用于多种细胞谱系，包括树突状细胞、T 细胞、B 细胞、中性粒细胞、肥大细胞、嗜酸性粒细胞和先天淋巴细胞，影响它们的成熟、存活和募集。它是 2 型免疫反应的关键介质和 T 辅助细胞 2 (TH2) 细胞介导疾病的启动子，包括哮喘和特应性皮炎 (AD)。此外它在癌症和慢性炎症性疾病等中也发挥重要作用。

图 13: TSLP 的诱导、生成和靶点

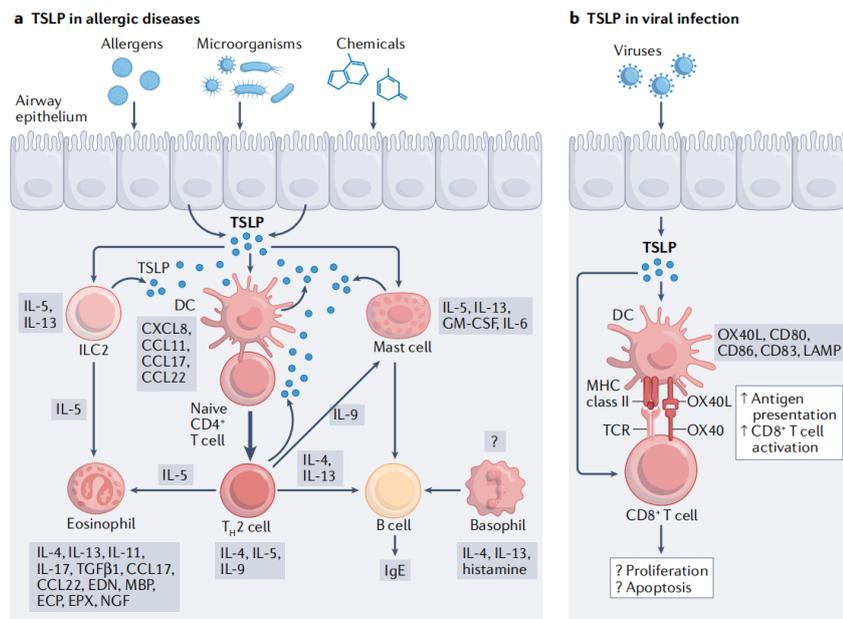


资料来源:《Role of thymic stromal lymphopoietin in allergy and beyond》,Risa Ebina-Shibuya and Warren J. Leonard,Nat

Rev Immunol., 天风证券研究所

TSLP 与其他上皮细胞衍生的细胞因子 IL-25 和 IL-33 一起在过敏性疾病（包括哮喘、AD 和食物过敏）的发展中发挥关键作用。上皮细胞暴露于过敏原、微生物和化学物质会刺激 TSLP 的释放。TSLP 促进和放大 T 辅助细胞 2 (TH2) 型免疫，后者通过适应性和先天性免疫机制增强对抗原或过敏原的免疫反应，导致过敏性疾病的发展和/或进展。病毒感染也会触发上皮细胞产生 TSLP。TSLP 通过激活树突状细胞 (DC) 直接或间接支持细胞毒性 T 细胞的存活。

图 14: TSLP 在过敏性疾病和病毒感染中的作用



资料来源:《Role of thymic stromal lymphopoietin in allergy and beyond》,Risa Ebina-Shibuya and Warren J. Leonard,Nat

Rev Immunol., 天风证券研究所

TSLP 在研管线方面，根据医药魔方 Info 公众号，全球处于临床活跃状态的 TSLP 靶向药物共 20 余款。目前，全球范围仅有一款 TSLP 单抗获批上市，即安进和阿斯利康联合开发的

特泽利尤单抗 (tezepelumab)，用于治疗哮喘。13 款 TSLP 抗体来自中国药企，除率先进入 III 期的正大天晴 TQC2731，还有紧随其后处于 II 期的 CM326 (康诺亚/石药集团)、SHR-1905 (恒瑞医药)、Tavo101 (拓创生物) 和 QX008N (荃信生物)。目前，和铂医药已在中国完成了 HBM9378/SKB378 针对中重度哮喘治疗的 I 期临床试验，针对该适应症的 II 期临床试验也即将开启。

表 6：TSLP 靶点全球临床进展-哮喘 (截至 2025 年 2 月)

药品	靶点	企业	试验状态	分期	适应症	试验开始日期
Tezepelumab	TSLP	阿斯利康制药	已完成	III 期	哮喘	2022-05-17
GSK5784283	TSLP	恒瑞医药/GSK	尚未招募	II 期	哮喘	
MEDI9929	TSLP	安进制药, MedImmune Pharma	已完成	II 期	哮喘	2013-12-13
Lunsekimig	IL13、TSLP	赛诺菲制药	招募中	II 期	哮喘	2024-11-07
AZD8630	TSLP	阿斯利康制药	招募中	II 期	哮喘	2024-08-30
solrikitung	TSLP	DevPro Biopharma	招募中	II 期	哮喘	2024-07-26
SAR443765	IL13、TSLP	赛诺菲制药	招募中	II 期	哮喘	2023-10-16
STSA-1201	TSLP	舒泰神	已完成	I 期	哮喘	2023-08-04
GR2002	TSLP	智翔医药	已完成	I 期	哮喘	2023-06-16
CM326	TSLP	康诺亚	已完成	I 期	哮喘	2023-03-21
SAR443765	IL13、TSLP	赛诺菲制药	已完成	I 期	哮喘	2022-06-08
AZD8630	TSLP	阿斯利康制药	已完成	I 期	哮喘	2021-12-16
SHR-1905	TSLP	Atridia	已完成	I 期	哮喘	2021-07-27
CSJ117	TSLP	诺华制药	已完成	I 期	哮喘	2017-12-18
MEDI9929	TSLP	安进制药, MedImmune Pharma	已完成	I 期	哮喘	2015-09-10
AMG 157	TSLP	安进制药	已完成	I 期	哮喘	2011-10-31
MG-ZG122	TSLP	麦济生物	招募完成	I 期	哮喘	2023-02-09
IBI3002	IL4R、TSLP	信达生物	招募中	I 期	哮喘	
HBM9378	TSLP	和铂医药	招募中	I 期	哮喘	2022-08-26
TQC2731	TSLP	正大天晴	状态未知	I 期	哮喘	

资料来源: Insight, 天风证券研究所

表 7：TSLP 靶点全球临床进展-其他 (截至 2025 年 2 月)

药品	靶点	企业	试验状态	分期	适应症	试验开始日期
Tezepelumab	TSLP	安进制药, 阿斯利康制药	已完成	III 期	慢性鼻窦炎伴鼻息肉病	2021-04-22
CM326	TSLP	康诺亚生物医药科技 (成都) 有限公司	尚未招募	II 期	慢性鼻窦炎伴鼻息肉病	
BSI045B	TSLP	博奥信	已完成	II 期	特应性皮炎	2023-07-31
CSJ117	TSLP	诺华制药	已完成	II 期	慢性阻塞性肺疾病	2021-09-24
TAVO101	TSLP	Tavotek Biotherapeutics	招募完成	II 期	特应性皮炎	2024-03-15
SHR-1905	TSLP	恒瑞医药	招募完成	II 期	慢性鼻窦炎伴鼻息肉病	2023-09-04

Bosakitug	TSLP	正大天晴	招募中	II 期	慢性阻塞性肺疾病	2024-12-31
solrikritug	TSLP	Uniquity Bio	招募中	II 期	嗜酸性粒细胞性食管炎	2024-10-16
Bosakitug	TSLP	正大天晴药业集团 南京顺欣制药有限公司	招募中	II 期	鼻窦炎, 鼻息肉	2024-07-04
BSI045B	TSLP	正大天晴药业集团 股份有限公司	招募中	II 期	慢性鼻窦炎伴鼻息肉	2023-12-08
PF-07275315   PF-07264660	IL4, IL13, TSLP, IL4, IL13, IL33	辉瑞制药	招募中	II 期	特应性皮炎	2023-08-22
CM326	TSLP	康诺亚生物医药科技(成都)有限公司	招募中	II 期	特应性皮炎	2023-02-09
Tezepelumab	TSLP	阿斯利康制药	招募中	II 期	嗜酸性粒细胞型慢性阻塞性肺疾病	2022-10-25
PF-07275315	IL4, IL13, TSLP	辉瑞制药	尚未招募	I 期	特应性皮炎	
CM512	IL13, TSLP	康诺亚生物医药科技(成都)有限公司	尚未招募	I 期	特应性皮炎	
GR2002	TSLP	智翔(上海)医药 科技有限公司	尚未招募	I 期	特应性皮炎	
SHR-1905	TSLP	Syneos Health, Aiolos Bio	已完成	I 期	呼吸系统疾病	2023-12-01
TAVO101	TSLP	Tavotek Biotherapeutics	已完成	I 期	特应性皮炎	2022-05-11
BSI-045B	TSLP	博奥信生物技术 (南京)有限公司	已完成	I 期	特应性皮炎	2021-10-25
CDX-622	SCF, TSLP	Celldex Therapeutics	招募中	I 期	纤维化, 炎症	2024-11-01
HBM9378	TSLP	和铂医药	招募中	I 期	慢性阻塞性肺疾病	

资料来源: Insight, 公司公告, 天风证券研究所

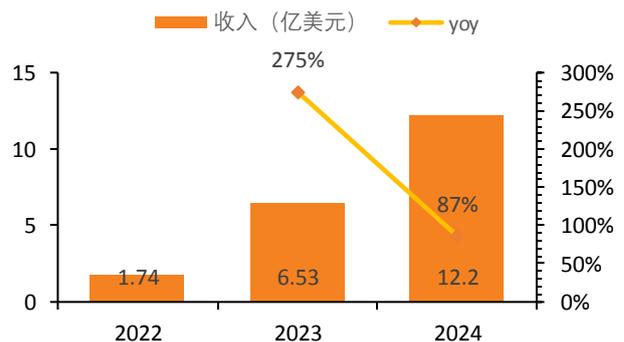
目前全球唯一获批上市的 TSLP 药物快速放量, 市场潜力广阔。TEZSPIRE 于 2021 年 12 月首次获得 FDA 批准用于重度哮喘, 由安进及阿斯利康合作开发。上市三年 TEZSPIRE 营收持续显著增长, 2022 年全球营收仅为 1.74 亿美元, 2023 年增长至 6.53 亿美元, 增速 275%。2024 年 TEZSPIRE 创 12 亿美元营收, 增速 87%。

图 15: Tezpire 预充式注射液



资料来源: 医药魔方公众号, 天风证券研究所

图 16: Tezpire 销售额快速增长



资料来源: Insight, 天风证券研究所

基于广阔市场前景，TSLP 靶点交易火热。从第一款 TSLP 单抗 Tezepelumab (Tezpire) 获批上市至今，该领域已经陆续产生了 7 笔产品授权许可交易，其中有 4 笔集中发生在 2024 年。TSLP 赛道的大额交易中国药企多有参与。2025 年 1 月，和铂医药将 HBM9378 授权给了新成立的海外公司 Windward Bio，总交易额达到 9.7 亿美元，并获得受让方股权。相比于同靶点产品，HBM9378 在免疫原性和生物利用度上均实现了显著提升，并且具有较长的半衰期——在猴与人体内的半衰期是 Tezepelumab 的 2-3 倍。

表 8：近年 TSLP 领域 BD 交易汇总 (亿美元)

交易时间	受让方	转让方	交易项目	交易总金额
2025/1/10	Windward Bio	和铂医药; 科伦博泰	HBM9378 (TSLP 单抗)	9.7
		*		
2024/11/18	Aclaris Therapeutics	博奥信	Bosakitug (TSLP 单抗) BSI-502 (TSLP/IL-4R 双抗)	9.4
2024/7/9	Belenos Biosciences	康诺亚	CM512 (TSLP/IL-13 双抗) CM536 (未披露)	1.85
2024/5/15	Uniquity Bio	默沙东	Solrikitung (TSLP 单抗)	/
2024/1/24	健康元	荃信生物	QX008N (TSLP 单抗)	/
2023/12/14	Teva	Biologic Design	TEV-56308 (TSLP/IL-13 双抗)	/
2023/8/14	Aiolos Bio	恒瑞医药	SHR-1905 (TSLP 单抗)	10.5

资料来源：医药魔方公众号，天风证券研究所

### 3.2. 肿瘤：与 MNC 达成多项授权合作，普鲁苏拜单抗助力下一代抗 CTLA-4 治疗

和铂医药肿瘤管线包含免疫单抗治疗、双特异性免疫细胞衔接器、偶联药物等多条丰富管线。推进自有分子临床之外，公司近年陆续同阿斯利康、辉瑞/Seagen 等国内外大药企开展对外授权合作，多模态/多领域合作延展至各类海内外顶尖合作伙伴。

图 17：和铂医药肿瘤管线 (截至 2024 年 8 月)

项目	靶点	适应症	商业权益	开发进展					合作方	
				早期发现	临床前	IND	一期	二期		三期
下一代肿瘤免疫疗法的单克隆抗体药物	Porustobart HBM4003	CTLA-4 <sup>1</sup>	黑色素瘤 结肠癌 肝细胞癌 神经内分泌癌	全球	联用PD-1 Ph 1b/2					
					Ph3 研究中					
					联用PD-1 Ph 1b/2					
					联用PD-1 Ph 1b/2					
	HBM1020	B7H7/HLA2	实体瘤	全球	联用PD-1 Ph 1b/2					
HBM1022	CCR8	实体瘤	全球	美国 IND 获批						
HBM9014	LIFR	实体瘤	全球						Yinuoke	
双特异性免疫细胞衔接器	HBM7022	CLDN18.2xCD3	实体瘤	全球对外授权						AstraZeneca
	HBM7008	B7H4x4-1BB	实体瘤	全球						
	HBM7020	BCMAxCD3	血液瘤	中国外权益	中国 IND 获批					普鲁生物
	HBM9027	PD-L1xCD40	实体瘤	全球	中美 IND 获批					
	HBM7004	B7H4xCD3	实体瘤	全球						
偶联药物平台	HBM9033	MSLN ADC	实体瘤	全球对外授权						Pfizer
	ADC Program	未披露靶点	实体瘤	全球						
	RDC Program	未披露靶点	实体瘤	全球						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

普鲁苏拜单抗 (HBM4003) 为一种新一代全人源抗 CTLA-4 抗体, 可用于抑制 T 淋巴细胞相关抗原-4(CTLA-4)。HBM4003 是首个通过公司 HCAb 平台自主开发的分子, 在三年内已从候选药物筛选阶段推进至临床阶段。HBM4003 是历史上全球首个进入临床开发阶段的抗 CTLA-4 的全人源仅重链抗体, 相较传统的抗 CTLA-4 抗体具有良好特性。相较于传统的抗 CTLA-4 抗体, HBM4003 具有显著增加的 T 调节性细胞清除机理和优化的药代动力学等独特及良好的特性, 有助提高安全性, 同时通过增强抗体依赖的细胞毒性(ADCC) 策略提升选择性瘤内 Treg 细胞清除潜力。

图 18: 普鲁苏拜单抗作用机制



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 19: 普鲁苏拜单抗体内活性优于伊匹木类似物

Key Parameters	HBM4003-2	Ipilimumab Analogue
Blocking against hB7.1: EC50 (nM)	2.68	5.52
IL2 (pg/ml) @6nM Ab	1272	110
In vitro ADCC activity on Treg	Max killing: 53% EC50: 0.79nM	Max killing: 19% EC50: 7.6nM
In vivo efficacy: TGI	91% (0.1mpk)	33% (0.2mpk)
In vivo efficacy: ILS	185.7% (5.4mpk)	64.3% (10mpk)
TIL Treg depletion	73%	0

资料来源: 公司官网, AACR 2019, 天风证券研究所

HBM4003 开展了针对多种实体肿瘤的合适治疗方案设计的全球开发计划。针对晚期实体瘤的单药治疗以及联合 PD-1 抑制剂治疗黑色素瘤、神经内分泌癌及肝细胞癌试验均取得了有关疗效及安全性的积极数据。2024 年 1 月公司启动联合 PD-1 抑制剂试验治疗晚期结肠直肠癌的患者入组, HBM4003 联用替雷利珠单抗在未线 MSS CRC 中显示出优良疗效。

图 20: HBM4003 + 替雷利珠在未线 MSS CRC 中显示出优良疗效

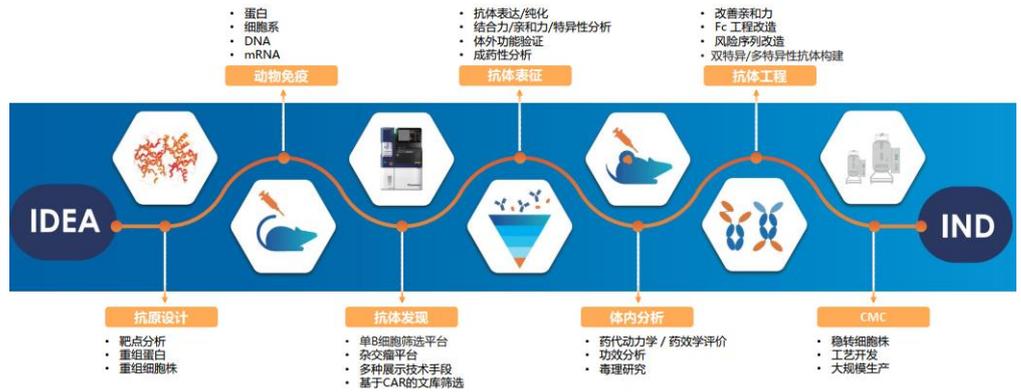
Best Overall Response by RECIST 1.1, N (%)	
Pts with tumor assessments	9 (100%)
ORR (CR + PR)	2 (22.2%) <sup>1</sup>
DCR (CR + PR +SD)	5 (55.6%)

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所, 注 1: 2 例 PR (包括一例尚未确认)

### 3.3. 诺纳生物: 赋能全球的抗体开发生态

凭据公司技术平台的独特领先优势和技术优势, 2022 年成立了诺纳生物, 以便更好地赋能行业创新, 为合作方提供 I to ITM (Idea 到 IND 申报) 全过程的助力。诺纳生物是一家国际化生物技术公司, 拥有一支经验丰富的抗体疗法开发团队, 致力于为全球来自科研院所、生物技术初创企业及大型生物制药公司的合作伙伴提供整体的解决方案。利用 Harbour Mice® 平台的优势, 综合抗体发现服务范围从抗原制备、动物免疫、单 B 细胞筛选, 到先导抗体的生成、工程化改造、可开发性评估和相关药理学评估。

图 21：诺纳生物向全行业开放创新技术平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

诺纳生物已经建立起强大的抗体发现平台、蛋白质工程平台、偶联技术平台、HCAb-CAR 筛选平台和可利用 mRNA 编码靶基因作为抗原以应对高难度靶点的递送技术平台。基于这些技术平台，公司有望向更多的全球范围内的新颖及高难度药物靶点迈进。截至 2024 年 H1 已与众多行业先锋及学术机构建立合作伙伴关系，进一步扩大中国及全球各地的合作网络。

图 22：诺纳生物多重领先技术单元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. BD 交易屡获全球顶级药企背书，多个创新品种蓄势待发

在 BD 方面，和铂医药依托独有的 Harbour Mice® 平台，持续产出高潜力分子，与全球主要制药企业和创新型药物公司建立了广泛且频繁的合作关系，BD 数量及金额均处在行业前列。截至 2025 年 2 月，公司已与十余家国内外知名药企在 ADC、抗体、mRNA、细胞治疗、人工智能等领域进行授权开发，多模态多领域合作延展至各类海内外顶尖合作伙伴，彰显平台价值。

表 9：和铂医药 BD 数量及金额均处在行业前列

序号	时间	合作方	合作内容	首付款 (美元)	里程碑 (美元)	分成比例
1	2022 年 4 月	阿斯利康	7022	2500 万	3.25 亿	
2	2022 年 5 月	韩国 LCB/映恩生物	ADC 产品	未披露	未披露	未披露
3	2022 年	石药集团	巴托利单抗	1.5 亿(RMB)	10 亿(RMB)	

4	2022年11月	Moderna	mRNA 产品	600万	5亿	未披露
5	2022年	华兰生物	1029、7015、7020	未披露	未披露	未披露
6	2022年11月	Dragonfly Therapeutics	HCAb 技术使用权	未披露	未披露	未披露
7	2022年12月	科伦博泰/默沙东	7款 ADC 药物之 2	未披露	未披露	未披露
8	2023年2月	Cullinan	7008	2500万	6亿	高双位数
9	2023年7月	映恩生物/百济神州	ADC 产品	未披露	未披露	未披露
10	2023年12月	辉瑞	9033 项目	5300万	10.5亿	5-15%
11	2024年5月	阿斯利康	临床前单克隆抗体	2900万	5.75亿	未披露
12	2024年12月	Candid Therapeutics	下一代T细胞衔接器	未披露	3.2亿	未披露
13	2025年1月	Windward	9378	4500万	9.7亿	个位数至双位数

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：和铂医药 BD 合作屡获全球顶级药企背书



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司至今已与阿斯利康、辉瑞和艾伯维等多家跨国公司进行多次深度合作。HBM9033 (MSLN ADC) 作为一种针对实体瘤的下一代间皮素 ADC 药物，于 2023 年 12 月以超过 10 亿美元的价格独家授权给辉瑞。和铂医药与阿斯利康两次 BD 合作，布局前瞻。2022 年 4 月，和铂医药以 3.5 亿美元的价格将其针对 CLDN18.2/CD3 的 TCE 双特异性抗体 HBM7022 (AZD5863) 授权给阿斯利康。HBM7022 采用二价高亲和力抗 CLDN18.2 和单价低亲和力抗 CD3 的结构，在保证高杀伤活性的同时，降低了产生细胞因子风暴的风险。阿斯利康全球执行副总裁兼肿瘤研发负责人 Susan Galbraith 博士也表明对和铂医药平台的认可。2024 年 5 月，和铂医药的全资子公司诺纳生物将其临床前单抗项目以超过 6 亿美元的价格授权给阿斯利康，达成第二次合作。

图 24：和铂医药与辉瑞授权合作



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：和铂医药与阿斯利康授权合作



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测及关键假设

1. 公司分子授权业务延续快速增长。2025 年 1 月，和铂医药与科伦博泰就 HBM9378/SKB378 与 Windward Bio 签订全球授权协议，和铂医药和科伦博泰有权获得共计 4500 万美元的首付款和近期里程碑付款，我们预计公司对外授权获得分子许可滚动收入有望持续兑现， 预计 2024-2026 年收入分别为 1.82/2.91/3.78 亿元。
2. 诺纳生物的技术平台服务业务已获得 50 余个业界知名合作伙伴。诺纳生物作为全球领先的仅重联抗体研发创新平台，随着合作项目伙伴及规模持续提升，平台研究费用有望快速增长，我们预计 2024-2026 年收入分别为 0.73/1.20/1.80 亿元。
3. 和铂医药已在中国完成了 HBM9378/SKB378 针对中重度哮喘治疗的 I 期临床试验，针对该适应症的 II 期临床试验也即将开启，作为全球 TSLP 靶点潜在 BIC 分子，市场前景广阔。
4. 巴托利单抗(HBM9161) 治疗 gMG 适应症已于 2024 年 7 月 BLA 获 NMPA 受理。作为一款新型全人源抗 FcRn 单克隆抗体，巴托利单抗有望成为针对多种自身免疫性疾病的重磅疗法，我们预计有望在 2025 年 H2 获批。

表 10：公司盈利预测 (单位:百万元)

单位 (百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	283.17	633.92	259.90	416.96	565.80
yoy	930.8%	123.87%	-59.00%	60.43%	35.70%
毛利	282.26	619.51	257.30	413.63	562.41
毛利率	99.7%	97.7%	99.00%	99.20%	99.40%
分子许可费	268	606	181.80	290.88	378.14
yoy	1687%	126%	-70%	60%	30%
平台研究费	6	22	72.60	119.79	179.69
yoy		267%	230%	65%	50%
技术许可	10	5	5.50	6.05	6.66
yoy	-23%	-50%	10%	10%	10%
产品销售收入				0.24	1.32
yoy					443%
HBM9378 销售额					
yoy					
HBM9161 销售额				0.24	1.32

资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们预测公司 2024-2026 年营业总收入为 2.60/4.17/5.66 亿元人民币 (不考虑新增其他分子授权)。

## 5.2. 估值与投资评级

公司是一家处于临床开发阶段的全球创新药公司, 对标 Tenebio 等抗体开发平台(25 亿美元收购价格), 和铂的全人源仅重链平台价值稀缺。公司致力于开发具备差异化竞争优势的全球创新产品, 我们基于对公司业务的盈利预测, 进行绝对估值。DCF 模型纳入诺纳生物和和铂医药两款产品 HBM9378 和 HBM9161 的全球收入, WACC 和永续增长率分别取 11.08%和 1.50%, 目标市值为 85.92 亿元人民币, 对应股价为 11.22 元人民币(12.07 元港币), 首次覆盖, 予以“买入”评级。

表 11: WACC 计算表

项目	数值
市场收益率	6.00%
β 系数	2.41
股权预期收益率 Ke	12.16%
市场收益率	4.73%
股权占市场价值比例	85.39%
债券占市场价值比例	14.61%
税率	15%
WACC	11.08%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 12: 公司绝对估值

每股权益价值 (人民币)		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	永续增长率								
	9.6%	11.78	12.30	12.88	13.53	14.25	15.07	16.01	17.09
	10.1%	10.97	11.43	11.93	12.49	13.12	13.82	14.61	15.52
	10.6%	10.24	10.64	11.08	11.57	12.11	12.72	13.40	14.17
	11.1%	9.58	9.93	10.32	10.75	11.22	11.75	12.34	13.00
	11.6%	8.98	9.29	9.64	10.02	10.43	10.89	11.40	11.97
	12.1%	8.43	8.71	9.02	9.35	9.72	10.12	10.57	11.06
12.6%	7.93	8.18	8.46	8.75	9.08	9.43	9.82	10.25	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 6. 风险提示

**研发风险：**创新药开发受技术变革影响较大，若公司在研管线相关领域出现突破性进展，或药物治疗领域内推出疗效和安全性更优的产品及疗法，公司在研产品可能面临较大市场压力。

**商务拓展风险：**公司诺纳生物主要为科研院所企业进行抗体开发委托研发，可能存在订单需求波动风险。

**相关测算存在主观假设风险：**由于本报告中假设具有一定主观因素，可能导致测算结果与实际情况产生一定偏离，故而本报告中的测算结果并不完全代表公司实际业务情况。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com