

医药	收盘价 港元 3.50	目标价 港元 6.60个	潜在涨幅 +88.6%	2025年3月24日
----	----------------	-----------------	----------------	------------

德琪医药 (6996 HK)

潜在同类最佳 CLDN 18.2 ADC 和 TCE 平台价值远被低估，上调目标价

⊕ **Claudin 18.2 ADC ATG022 同类最佳潜质显著，峰值有望达 50 亿美元：**公司近期在 ASCO GI 大会上公布了 ATG022 I/II 期数据：在 CLDN18.2 中高表达 (IHC 2+/3+ ≥20%，N=23) /低和极低表达 (IHC 2+/3+ <20%，N=10) 患者中的 ORR 分别达到 39%/87%，DCR 分别达到 30%/50%。考虑到同靶竞品大多仅在 CLDN 18.2 中高表达患者中起效，我们认为 ATG022 能在低/极低表达患者中取得较高响应率实属不易，也体现产品在抗体亲和力及内吞作用上的优势。同时，试验中未观察到全身累积性疾病，如眼毒性、神经毒性、间质性肺炎等，在 2.4mg/kg RP2D 剂量组的 42 位受试者中仅出现一例不良反应导致的停药 (2% vs. 竞品近 10%)，安全性同样好于竞品。目前公司继续在中国内地和澳洲开展 II 期研究，有望近期进入注册研究。管理层预计，ATG022 若获批上市，有望产生 50 亿美元的销售峰值。

第二代 TCE 平台显著降低 CD3 相关毒性，产品即将进入临床阶段：公司的 AnTenGager™ 平台采用空间位阻遮蔽技术，相比一代 TCE 平台的主要优势包括：1) 二价结合疾病抗原使靶向低表达靶点成为可能；2) 自研 CD3 抗体序列拥有快上快下的结合动力学，提升 T 细胞杀伤力，同时降低第一代 TCE 药物对 CD3 的过度激活及 CRS 相关毒性。基于这些优势，AnTenGager 有潜力超越第一代 TCE 在血液瘤以外适应症上的局限。目前 AnTenGager 平台管线包括近 10 款临床前候选药，首款候选药物 ATG201 (针对自免疾病的 CD19/CD3 双抗) 有望于 2H25 提交 IND。

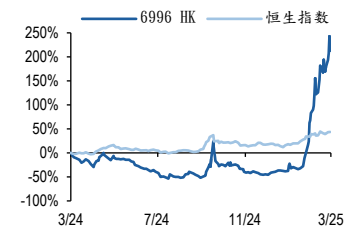
⊕ **塞利尼索销售稳步爬坡，亏损收窄：**2024 年塞利尼索销售额同比增长 37% 至 9,195 万元 (人民币，下同)，其中海外市场增长 95%。管理层预计 2025 年产品销售双位数增速，来自：1) 中国内地 r/r DLBCL 适应症获医保覆盖，2L MM 有望于 2H25 获批；2) 中国内地以外市场准入扩大，已进入 9 个市场、其中 4 个获全民健保支持。在控制研发投入和商业化架构调整的努力下，经营费用下降，净亏损从 5.8 亿元缩窄至 3.2 亿元。

⊕ **上调目标价：**我们基于 2024 年业绩对公司财务预测进行调整，并基于 ATG022 的开发进展、上调长期财务预测，预计公司账上 9 亿元现金足以支持其研发运营至盈亏平衡。我们上调公司目标价至 6.60 港元，维持买入。当前股价明显低估，看好公司创新平台价值持续兑现。2025 年重点催化剂包括 ATG022 的后续数据读出以及 AnTenGager 平台合作机会。

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)	3.84
52周低位 (港元)	0.52
市值 (百万港元)	2,378.08
日均成交量 (百万)	9.42
年初至今变化 (%)	438.46
200天平均价 (港元)	1.11

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)	67	92	123	224	334
同比增长 (%)	-58.0	36.6	34.3	81.2	49.5
净利润 (百万人民币)	(581)	(319)	(289)	(190)	(88)
每股盈利 (人民币)	(0.94)	(0.51)	(0.43)	(0.28)	(0.13)
同比增长 (%)	-3.0	-45.5	-17.3	-34.2	-53.9
前EPS预测值 (人民币)			(0.35)		
调整幅度 (%)			21.5		
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	NA

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。

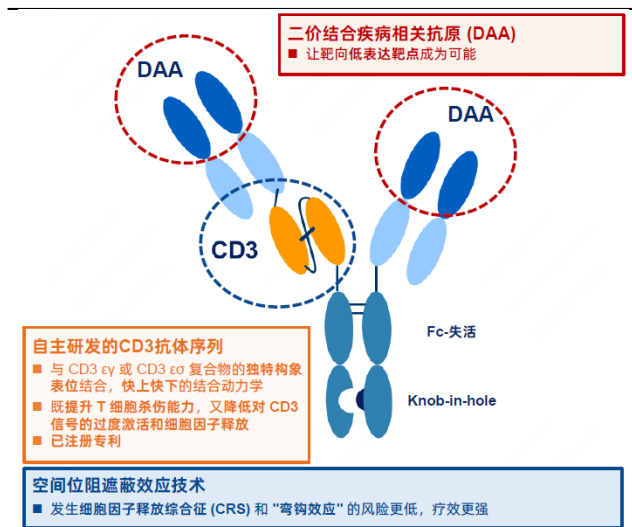
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: ATG-022 源自独特设计的差异化

	ATG-022	其它开发中的 ADC 药物
根据已有数据判定是目标患者群体	表达阳性的所有患者 (包括 CLDN18.2 低表达和极低表达的患者)	CLDN18.2 中度表达至高表达的患者
抗体的结合亲和力	+++	+
内化的速度	+++	+
旁杀伤效应	+++	+
全身系统毒性	无	有
对于伴随诊断的潜在需求	较低	较高
扩展至非 GC/GEJ 肿瘤的潜力	较高	较低

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: AnTenGager T 细胞连接器的特点



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 德琪医药: 财务预测调整

人民币, 百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	123	1,050	-88%	224			334		
毛利润	104	955	-89%	192			290		
毛利率	83.9%	83.9%	-	85.9%			86.9%		
归母净利润 (亏损)	(289)	(236)	NA	(190)			(88)		

资料来源: 交银国际预测

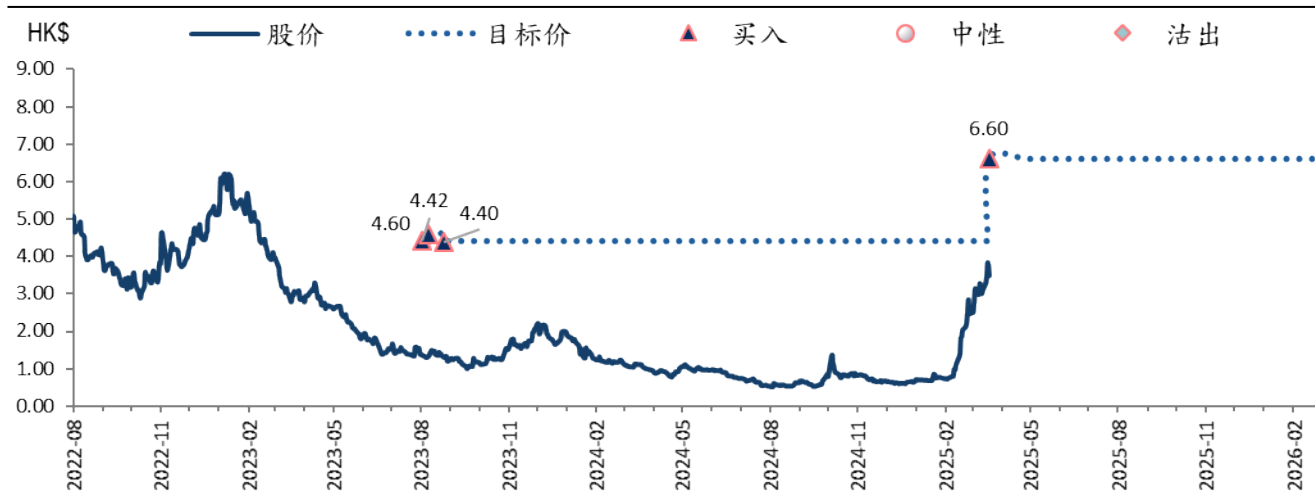
图表 4: 德琪医药：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	123	224	334	511	994	1,262	1,458	1,657	1,857
EBIT	-289	-190	-72	23	309	467	586	707	831
减：税	-	29	11	(3)	(46)	(70)	(88)	(106)	(125)
加：折旧摊销	35	39	42	46	50	54	58	61	65
减：营运资金增加/（减少）	(5)	(15)	(17)	(26)	(72)	(39)	(29)	(29)	(34)
减：资本开支	(93)	(95)	(97)	(99)	(101)	(103)	(105)	(107)	(109)
自由现金流	(352)	(233)	(133)	(60)	140	309	421	526	628
永续增长率	2%								
自由现金流现值	293								
终值现值	2,895								
企业价值	3,188								
净现金	669								
少数股东权益	-								
股权价值（百万人民币）	3,857								
股权价值（百万港元）	4,485								
股份数量（百万）	679								
每股价值（港元）	6.60								

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	1.30
股权成本	14.4%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	30.0%
有效税率	15.0%
WACC	11.4%

资料来源：交银国际预测

图表 5: 德琪医药 (6996 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 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
6996 HK	德琪医药	买入	3.50	6.60	88.6%	2025年03月24日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	37.72	72.00	90.9%	2025年03月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	155.50	208.80	34.3%	2025年03月03日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	24.35	44.00	80.7%	2025年01月07日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	62.65	56.20	-10.3%	2024年12月04日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	67.75	87.00	28.4%	2024年10月02日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	40.60	60.00	47.8%	2024年08月29日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	38.20	66.00	72.8%	2024年08月28日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	19.82	24.00	21.1%	2024年08月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.58	28.75	128.6%	2024年08月12日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	7.40	5.00	-32.4%	2024年11月26日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	42.70	44.00	3.0%	2024年08月21日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	26.35	12.30	-53.3%	2024年08月22日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.40	24.50	70.1%	2024年09月02日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	74.93	93.30	24.5%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	61.07	33.10	-45.8%	2024年07月18日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	20.10	24.00	19.4%	2024年12月02日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	31.58	42.50	34.6%	2024年08月30日	制药
2096 HK	先声药业	买入	7.79	10.00	28.4%	2024年08月23日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.60	4.80	33.4%	2024年07月11日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.55	14.00	85.5%	2024年04月01日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.85	5.80	19.5%	2024年11月18日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	44.85	45.00	0.3%	2024年10月28日	制药
2273 HK	固生堂	买入	38.65	42.00	8.7%	2025年01月27日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.10	3.05	-1.7%	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 3 月 21 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	67	92	123	224	334
主营业务成本	(12)	(17)	(20)	(32)	(44)
毛利	55	75	104	192	290
销售及管理费用	(341)	(180)	(196)	(210)	(221)
研发费用	(406)	(259)	(246)	(221)	(221)
其他经营净收入/费用	111	45	50	50	50
经营利润	(580)	(319)	(288)	(189)	(102)
财务成本净额	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
税前利润	(581)	(319)	(289)	(190)	(103)
税费	0	0	0	0	15
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	(581)	(319)	(289)	(190)	(88)
作每股收益计算的净利润	(581)	(319)	(289)	(190)	(88)

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	496	522	669	506	346
应收账款及票据	10	19	18	32	48
存货	15	13	7	10	14
其他流动资产	721	402	102	102	102
总流动资产	1,242	956	795	651	511
物业、厂房及设备	240	301	372	436	497
无形资产	70	55	41	33	27
其他长期资产	67	33	34	33	33
总长期资产	377	389	446	503	558
总资产	1,619	1,345	1,242	1,154	1,069
应付账款	184	123	124	128	131
其他短期负债	7	24	16	15	15
总流动负债	191	146	140	143	146
其他长期负债	280	348	340	339	339
总长期负债	280	348	340	339	339
总负债	471	494	480	482	485
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	1,147	850	761	671	583
股东权益	1,147	851	762	672	584
总权益	1,147	851	762	672	584

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	(581)	(319)	(289)	(190)	(103)
折旧及摊销	28	31	35	39	42
营运资本变动	11	7	(5)	(15)	(17)
利息调整	(16)	(13)	(7)	(1)	(1)
税费	0	0	0	1	2
其他经营活动现金流	0	0	0	0	0
经营活动现金流	(559)	(294)	(266)	(166)	(76)
资本开支	(90)	(92)	(93)	(95)	(97)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	217	214	307	1	1
投资活动现金流	127	122	214	(94)	(96)
权益净变动	0	200	200	100	0
其他融资活动现金流	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
融资活动现金流	(2)	198	198	98	(2)
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	929	496	522	669	506
年末现金	496	522	669	506	346

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	(0.944)	(0.515)	(0.425)	(0.280)	(0.129)
全面摊薄每股收益	(0.944)	(0.515)	(0.425)	(0.280)	(0.129)
利润率分析(%)					
毛利率	81.7	81.9	83.9	85.9	86.9
EBITDA利润率	(822.1)	(313.2)	(205.8)	(67.8)	(8.9)
EBIT利润率	(863.5)	(347.2)	(234.1)	(85.0)	(21.6)
净利率	(863.5)	(347.2)	(234.1)	(85.0)	(26.2)
盈利能力(%)					
ROA	(35.9)	(23.7)	(23.3)	(16.5)	(8.2)
ROE	(50.7)	(37.5)	(37.9)	(28.3)	(15.0)
ROIC	(50.7)	(37.5)	(37.9)	(28.3)	(15.0)
其他					
流动比率	6.5	6.5	5.7	4.6	3.5
存货周转天数	453.3	120.0	120.0	120.0	120.0
应收账款周转天数	52.5	52.5	52.5	52.5	52.5
应付账款周转天数	114.5	100.0	100.0	100.0	100.0

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有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；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期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期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有拥有于本报告期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、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、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、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、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及北京赛目科技股份有限公司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，而非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。