

核心产品快速推进，FIC 管线 迈向全球

核心观点

映恩生物是国内专注于 ADC 领域龙头 Biotech。依托四大自主开发的核心 ADC 技术平台，构建了具有高度差异化的新一代产品管线。目前拥有 12 款自主研发的 ADC 候选药物，其中 7 款已进入临床阶段，广泛布局于多个高潜力适应症。公司进度最快的 DB-1303 差异化布局 HER2+EC，有望于 25 年递交海外上市申请。全球进度领先的 DB-1311 去年底 ESMO Asia 公布出色早期数据，25 年中选 ASCO 口头报告，部分适应症有望推进至关键临床。同时，公司已与多家国际领先药企建立战略合作，累计交易金额超过 60 亿美元，全球化布局加速推进。随着后续诸多产品临床推进，映恩生物在 ADC 领域研发能力将会进一步得到认可。

摘要

映恩生物是国内全面布局 ADC 技术平台的领先 Biotech。2019 年成立至今，公司凭借深厚的理解迅速搭建了四大核心 ADC 技术平台，构建了具有高度差异化的新一代产品管线，展现出强劲的研发实力与临床转化能力。映恩生物拥有 12 款自主研发的 ADC 候选药物，其中 7 款已进入临床阶段，涵盖 2 款双特异性 ADC 和多项处于临床前阶段的管线，广泛布局于多个高潜力适应症。核心平台 DITAC 管线进展最快，截至目前已有 5 项临床资产分别获得美国 FDA 与中国药监局 IND 批准，并在全球 17 个国家的 230 余家临床中心开展 7 项 MRCT，累计入组患者超过 2000 人。同时，映恩生物已与多家国际领先药企建立战略合作，累计交易金额超过 60 亿美元，全球化布局加速推进。

全球 BD 交易持续推进，ADC 市场快速扩大。2019 年 Enhertu 的获批标志着下一代 ADC 的到来，2020-2024 年期间全球范围内有 9 个 ADC 药物获批，ADC 药物进入快速发展阶段。2024 年全球 ADC 销售额近 130 亿美元，ADC 市场快速扩大。ADC 领域交易数量近年来呈现快速增长趋势，自 2019 年以来国内对外授权快速增长，2023 年，国内 ADC 对外授权交易金额达到历史最高值，达 234.2 亿美元。2024 年交易总额有所降低，但交易数量依然维持高位。2025 年 1 月，苏州市企业启光德健与美国百澳黑文制药公司、韩国爱迈百奥生物技术公司达成重大商务合作签约，总金额超 130 亿美元，再次刷新国内生物制药领域出海授权记录。

DB-1311 临床快速推进，DB-1303 适应症差异化布局。B7-H3 是肿瘤免疫逃逸机制中的重要靶点，治疗潜力广泛，目前尚无 B7-H3 ADC 获批上市。公司 DB-1311 由 TOPI 抑制剂 P1021、

映恩生物-B (9606. HK)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070020

发布日期：2025 年 05 月 08 日

当前股价：214.40 港元

目标价格 6 个月：253.41 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
/	/	/
12 月最高/最低价 (港元)		225.00/187.20
总股本 (万股)		8,543.65
流通 H 股 (万股)		8,543.65
总市值 (亿港元)		0.00
流通市值 (亿港元)		0.00
近 3 月日均成交量 (万)		205.18
主要股东		
LAV Fund VI, L.P.		13.19%

股价表现



相关研究报告

稳定的可裂解连接子、Fc 端沉默的抗 B7-H3 IgG1 单抗组成。临床前结果显示该药物可以高选择性靶向肿瘤细胞中高度表达的 4Ig B7-H3 亚型，亲和力超过对正常组织中 2Ig B7-H3 亚型的 1000 倍，有效提高肿瘤特异性，在 B7-H3 高/中表达的肿瘤模型中表现出更强的体内外抗肿瘤活性。24 年 ESMO Asia 上读出针对 ES-SCLC、mCRPC 等多种实体瘤早期临床探索数据，展示出优异的疗效和可控的安全性，研发进度位列全球第一梯队，有望在 25 年进入关键临床。DB-1303 为公司进展最快的靶向 HER2 ADC，分子设计对标 DS-8201，早期数据展现出出色的疗效及安全性，差异化布局 EC 及 HER2 低表达乳腺癌，25 年有望在美国递交 HER2 表达 EC 上市申请。

研发平台极具潜力，多种产品稳步推进。公司凭借对 ADC 领域的深刻认识和独到见解，搭建了四大核心平台：DITAC、DIBAC、DIMAC 和 DUPAC，布局 12 款自主研发 ADC 产品。其中进度较快的 DB-1311 以及 DB-1303 均来自公司 DITAC 平台，来自同一平台产品还有靶向 HER3、TROP-2 以及 B7H4 的 ADC 均已处于临床阶段，在研管线全球推进迅速。DIBAC 是公司创新的双特异性 ADC 平台，目前公司的全球首创 B7H3/PD-L1 ADC 已经进入全球临床 I 期，HER3/EGFR ADC DB-1418 也有望于 25 年递交 IND。致力于新型 MOA 载荷平台的首个 ADC DB-1316 有望于 26 年递交 IND。免疫调节平台 DIMAC 首个靶向 BDCA2 的 ADC DB-2304 目前已进入全球 I 期，有望于 26 年初步完成。

展望 25 年催化丰富：预计公司核心产品 DB-1311 25 年 ASCO 口头报告有望更新更多 CRPC 相关数据，同时在 25 年启动多项全球关键研究；DB-1303 预计 25 年有望向美国 FDA 递交子宫内膜癌全球上市申请，向 CDE 递交 HER2+乳腺癌后线适应症中国上市申请，同时进行相关数据的发布；DB-1310 同样获得 ASCO 口头报告，预计将发布包括联用奥希替尼治疗 EGFRm NSCLC 在内的多个概念验证数据；DB1305 预计在 25H1 发布卵巢癌相关数据并于 25 年启动全球关键性临床实验；HER3xEGFR BsADC DB-1418 预计将于 25 年进入临床。

盈利预测与投资建议：我们预计映恩生物 2025-2027 年营收分别为 7.5/7.7/9.2 亿元，归母净利润分别为 -4.1/-5.0/-6.5 亿元。公司四大研发平台积极布局各类药物，DITAC 平台产品进度领先，多次完成对外授权，DIMAC 及 DIBAC 平台产品陆续进入临床，有望跑出全球 FIC 类产品。采用 DCF 估值法对公司进行估值。我们认为公司当前对应合理市值 216.50 亿港元，对应合理目标价为 253.41 港元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业政策风险，研发不及预期风险，审批不及预期风险，销售不及预期风险等。

目录

一、ADC 技术平台行业领先，在研管线迅速推进.....	1
1.1 “技术创新+平台协同”建立 ADC 领域领先优势.....	1
1.2 持续拓展全球战略，多项产品实现授权.....	3
1.3 股权结构多元化，管理层经验丰富.....	4
二、ADC：全球 BD 交易持续火热，市场规模迅速扩大.....	6
2.1 技术平台迭代升级，展现“精准化疗”潜力.....	6
2.2 Enhertu 成为 ADC “药王”，ADC 市场快速增长.....	8
2.3 全球 ADC 交易火热，国内 ADC 授权阶段前移.....	9
三、DB-1311 临床快速推进，DB-1303 适应症差异化布局.....	11
3.1 B7H3 ADC 进度领先，具有全球市场潜力.....	11
3.1.1 差异化设计优势明显，临床实验快速推进.....	11
3.1.2 SCLC 治疗手段有限，早期数据展现良好疗效.....	14
3.1.3 CRPC 早期数据展现出色抗肿瘤活性.....	16
3.2 DB-1303：临床前模型数据出色，差异化布局进展顺利.....	17
四、研发平台极具潜力，多种产品稳步推进.....	18
4.1 DB-1310：进度领先的 HER3 ADC.....	19
4.2 DB-1305：新一代 TROP2 ADC，探索联用双抗潜力.....	20
4.3 DB-1419：潜在全球同类首创 B7H3 x PD-L1 Bs ADC.....	21
4.4 DB-2304：潜在同类首款自免 ADC.....	22
五、盈利预测与估值.....	23
5.1 销售收入预测.....	23
5.1.1 DB-1303 销售预测.....	23
5.1.2 DB-1311 销售预测.....	24
5.1.3 销售预测汇总.....	25
5.2 盈利预测.....	26
5.3 公司估值.....	27
六、投资评价和建议.....	28
风险分析.....	29
报表预测.....	30

图目录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 映恩 ADC 技术平台示意.....	2
图 3: 公司主要 ADC 管线.....	3
图 4: 公司股权结构.....	4
图 5: ADC 药物作用机制	6
图 6: ADC 药物三次技术迭代的特征及代表药物	7
图 7: 全球 ADC 药物市场规模(亿美元).....	8
图 8: 全球 ADC 药物销售数据(亿美元).....	8
图 9: 全球 ADC 市场规模（十亿美元）	9
图 10: 中国 ADC 市场规模（十亿美元）	9
图 11: 2019 年至今对外授权交易数量与金额.....	9
图 12: B7-H3 通过免疫依赖和非免疫途径对肿瘤进展的影响	12
图 13: DB-1311 分子设计	13
图 14: SCLC 中国诊疗指南	15
图 15: DB-1419 分子设计及临床前疗效.....	22
图 16: DB-2304 分子设计及作用机制	23

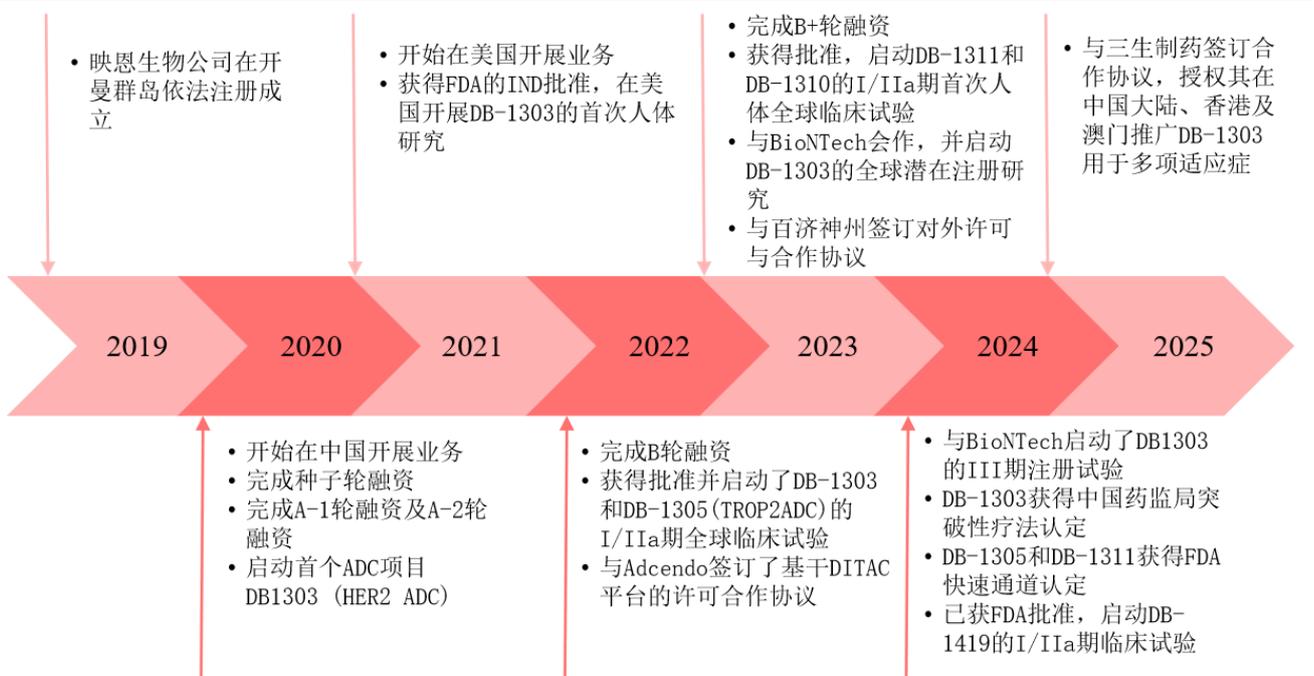
表目录

表 1: 公司 BD 情况汇总.....	3
表 2: 公司核心管理层.....	5
表 3: 全球上市 ADC 药物.....	7
表 4: 近年来中国 ADC Licence out 交易情况（总额超过 10 亿美元/不完全统计）.....	10
表 5: B7-H3 在不同癌症中的表达率	12
表 6: 临床阶段 B7H3 管线汇总.....	13
表 7: B7-H3 ADC 治疗 SCLC 数据比较	15
表 8: B7-H3 ADC 治疗 CRPC 数据比较	16
表 9: DB-1303 临床开发计划.....	17
表 10: HER2 ADC 治疗 EC 数据比较.....	18
表 11: 映恩其余关键产品简介.....	18
表 12: HER3 ADC 治疗 NSCLC 数据比较	19
表 13: TROP2 ADC 治疗 NSCLC 数据比较	21
表 14: DB-1303 销售额预测（百万元）	24
表 15: DB-1311 销售额预测（百万元）	25
表 16: 映恩生物收入预测汇总（百万元）	26
表 17: 映恩生物利润表预测（百万元）	26
表 18: DCF 模型关键假设.....	27
表 19: 映恩生物 DCF 估值表（百万人民币）	27
表 20: DCF 敏感性分析.....	28

一、ADC 技术平台行业领先，在研管线迅速推进

映恩生物成立于 2019 年，是一家全球领先的抗体偶联药物（ADC）研发企业，专注于癌症及自身免疫性疾病的创新治疗。公司依托四大自主开发的核心 ADC 技术平台，构建了具有高度差异化的新一代产品管线，展现出强劲的研发实力与临床转化能力。映恩生物拥有 12 款自主研发的 ADC 候选药物，其中 7 款已进入临床阶段，涵盖 2 款双特异性 ADC 和多项处于临床前阶段的管线，广泛布局于多个高潜力适应症。其核心平台 DITAC，以拓扑异构酶抑制剂为载荷，凭借优异的系统稳定性与治疗窗口，展现出卓越的疗效与安全性潜力。截至目前，公司已有 5 项临床资产分别获得美国 FDA 与中国药监局 IND 批准，并在全球 17 个国家的 230 余家临床中心开展 7 项多区域临床试验（MRCT），累计入组患者超过 2000 人。同时，映恩生物已与多家国际领先药企建立战略合作，累计交易金额超过 60 亿美元，全球化布局加速推进。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，中信建投证券

1.1 “技术创新+平台协同”建立 ADC 领域领先优势

四大领先 ADC 技术平台协同创新，覆盖肿瘤、自身免疫性疾病等多个领域。映恩生物已经建立了四大专注于 ADC 技术的核心平台：DITAC、DIBAC、DIMAC 和 DUPAC，构成其创新药物研发的技术基石。各平台聚焦不同类型的 ADC 药物开发，涵盖从早期发现到临床前与临床研究的全流程，满足特定疾病领域日益增长的医疗需求。四大平台相互协作，实现技术整合与资源共享，加速管线推进，持续拓展 ADC 治疗的边界。通过融合创新技术、精准的数据支持及灵活的分子设计能力，映恩生物不断优化药物的疗效与安全性，提升整体开发效率与临床转化潜力。

图 2: 映恩 ADC 技术平台示意



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

DITAC 平台是映恩生物的核心技术支柱, 持续推动新一代 ADC 疗法的研发与临床转化。该平台基于拓扑异构酶抑制剂 P1003 及 P1021 构建, 通过优化毒素结构与连接子设计, 有效拓宽治疗窗口, 提升疗效与安全性。目前, DITAC 已在美国、中国、欧洲和澳大利亚等主要市场超过 2000 名患者中完成全球临床验证, 展现出广泛的应用潜力。平台具备三大核心优势: 系统稳定性强、肿瘤靶向性高、毒素载荷清除快, 成为公司 ADC 药物开发的重要技术引擎。

DIBAC 平台代表新一代双特异性 ADC 技术, 具备更强肿瘤靶向性与协同抗癌能力。作为全球少数具备双特异性抗体偶联能力的 ADC 平台之一, DIBAC 通过整合两种不同的靶点结合结构, 相较传统单特异性 ADC 有望实现更优的治疗效果。该平台的核心创新在于显著提升对肿瘤的认识精准度, 并通过靶点协同作用增强抗肿瘤活性。

DIMAC 平台代表了 ADC 技术在自身免疫性疾病治疗领域的重要突破。该平台结合专有的免疫调节有效载荷, 填补了当前治疗手段的空白。通过实现低系统性暴露、高疗效与良好安全性三者的平衡, DIMAC 平台有望为慢性自身免疫疾病提供了更精准且可持续的治疗方案。在临床前研究中, 该平台展现出显著的抗炎活性, 并凭借更长的药物作用时间与更高的分子稳定性, 带来更持久、更可控的治疗选择。

DUPAC 平台以创新作用机制打破传统 ADC 局限, 针对耐药性和难治性肿瘤展现出广泛应用潜力。该平台专注于新型非传统细胞毒机制的有效载荷开发, 通过结构优化实现更强的抗肿瘤活性。在临床前研究中, DUPAC 不仅展现出直接杀伤肿瘤细胞的能力, 还具备显著的旁观者效应, 适用于多种异质性强、治疗难度高的肿瘤类型。

多技术平台协同驱动, ADC 管线布局全面。四大平台间的协同效应显著提升了产品研发效率, 加速了管线推进, 也使公司在跨国药企合作与全球市场中赢得广泛认可。目前, 公司已构建由 12 款自主研发 ADC 候选药物组成的管线, 其中 7 款处于临床阶段, 覆盖多种肿瘤及免疫相关适应症, 并在多个项目上实现关键临床进展。通过梯度化、系统化的开发策略, 映恩生物不断推动技术迭代与产品升级, 持续巩固其在 ADC 领域的领先地位。以下为公司核心产品的研发进展:

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 3：公司主要 ADC 管线

项目	靶点	适应症	单药/联合用药	临床前/IND	I 期	IIa 期/II 期	III 期	NCT 代号	预期试验完成年份	商业化权利	合作伙伴
DITAC-领先的双特异性 ADC 平台											
★ DB-1303/BNT323	HER2	HER2 表达 EC (2L+)	单药	全球 (单臂潜在注册研究)				NCT05150691	2027 年		
		HER2+ 表达 BC (未接受化疗)	单药	全球 (计划中的 II 期确证性临床试验)				NCT06340568	2029 年		
		HER2+ BC (2L+)	单药	全球				NCT06018337	2028 年		
		HER2+ BC (1L)	联合帕妥珠单抗	中国				NCT06265428	2026 年	中国内地、香港、澳门	BIONTECH
		实体瘤 (OC/CR/食管癌等)	单药	全球				NCT05150691	2027 年		
★ DB-1311/BNT324	B7-H3	SCLC (2L+)	单药	全球							
		CRPC (未线)	单药	全球							
		ESCC (2L+)	单药	全球				NCT05914116	2026 年	中国内地、香港、澳门 (美国: 共同开发及共同商业化的选择权)	BIONTECH
		NSCLC (2L+)	单药	全球							
★ DB-1310	HER3	实体瘤 (HNSC、HCC、CC、黑色素瘤等)	单药	全球							
		BGRbB NSCLC (TKI 耐药)	联合奥希替尼	全球							
		KRASb NSCLC (2L+)	联合曲妥珠单抗	全球				NCT05785741	2026 年	全球	
★ DB-1305/BNT325	TROP2	HER2+ BC (Erbertu 耐药)	联合曲妥珠单抗	全球							
		OC (2L+)	单药	全球							
★ DB-1312/BG-C9074	B7-H4	NSCLC (2L+)	单药	全球							
		NSCLC/OC/CC/TNBC (多线治疗)	联合 PD-L1 × VEGF bsAb	全球				NCT05438329	2025 年	中国内地、香港、澳门	BIONTECH
		实体瘤 (CC、TNBC 等)	单药	全球							
DB-1314	未公开	实体瘤	单药/联合替雷利珠单抗	全球							
DB-1317	未公开	实体瘤	单药								
DB-1324	未公开	实体瘤	单药							中国内地、香港、澳门	GSK
DITAC-领先的双特异性 ADC 平台											
★ DB-1419	BT-H3 × PD-L1	实体瘤	单药	全球				NCT06554795	2027 年	全球	
DB-1418/AY20-1418	HER3 × EGFR	实体瘤	单药								
DB-1421	未公开	实体瘤	单药								
DITAC-独特的新型 MOA 有效载荷 ADC 平台											
DB-1316	未公开	实体瘤	单药								
DITAC-领先的新一代 ADC 平台											
★ DB-2304	BTKA2	SLE/CLE	单药	全球				NCT06625671	2026 年	全球	

★ 核心产品 ☆ 关键产品 FDA 突破性疗法认定 中国药监局突破性疗法认定 FDA 快速通道认定 FDA 孤儿药认定

数据来源：公司公告，中信建投证券

1.2 持续拓展全球战略，多项产品实现授权

映恩生物自成立以来，凭借领先的 ADC 技术平台和丰富的产品管线，持续推进全球战略合作，加速国际化布局。公司先后与多家国际知名药企达成重要合作协议，推动其 ADC 药物的开发与商业化。2022 年 12 月，映恩生物与 Adcendo 达成合作，依托其自主研发的 DITAC 平台共同开发多个临床前阶段的 ADC 项目，合作总金额不低于 4.14 亿美元；2023 年 3 月，公司与 BioNTech 就两款核心产品 DB-1303 (HER2 ADC) 与 DB-1311 (B7-H3 ADC) 达成合作协议，合作总金额达 17.57 亿美元。随后在 2023 年 8 月，双方进一步合作，签署了关于 DB-1305/BNT325 的授权协议，协议金额达 8.26 亿美元。此外，2023 年 7 月，映恩生物与百济神州就 DB-1312 (B7-H4 ADC) 达成全球范围的开发与商业化合作协议，协议总金额高达 12.87 亿美元。2024 年 12 月，映恩生物与 GSK 达成关于创新 ADC 分子 DB-1324 的全球开发与商业化合作协议。2025 年 1 月，映恩生物与 Avenzo 就 DB-1418 的全球开发与生产达成合作及许可协议。

表 1：公司 BD 情况汇总

时间	药物名称	合作企业	开发阶段	靶点	权益地区	合作金额
2022.12.23	DITAC 平台	Adcendo	临床前	uPARAP	大中华区	已支付里程碑款项：330 万美元
	(ADCE-003,					合作总金额不小于 4.14 亿美元
	ADCE-010,					
	ADCE-011)					
2023.03.16	DB-1303/BNT323	BioNTech SE	II 期	HER2	全球/除中国内地、香港、澳门以外地区	已发生里程碑款项：2100 万美元 合作总金额：8.575 亿美元
2023.03.31	DB-1311/BNT324	BioNTech SE	II 期	B7-H3	全球/除中国内地、香港、澳门以外地区	已支付里程碑款项：2400 万美元 合作总金额：9.01 亿美元
2023.08.04	DB-1305/BNT325	BioNTech SE	II 期	TROP2	全球/除中国内地、香	合作总金额：8.26 亿美元

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

港、澳门以外地区

2023.07.09	DB-1312	百济神州	I 期	B7-H4	全球	首付款: 1500 万美元 合作总金额: 12.87 亿美元 一次性付款 (行使选择权): 2500 万美元
2024.12.04	DB-1324	葛兰素史克	临床前		中国台湾, 美国, 欧洲, 韩国, 日本, 其他	首付款: 3000 万美元, 里程碑付款: 9.75 亿美元
2025.01.08	DB-1418	Avenzo Therapeutics	临床前	HER3, EGFR	美国, 欧洲, 韩国, 日本, 其他	首付款: 5000 万美元, 里程碑付款: 11.5 亿美元

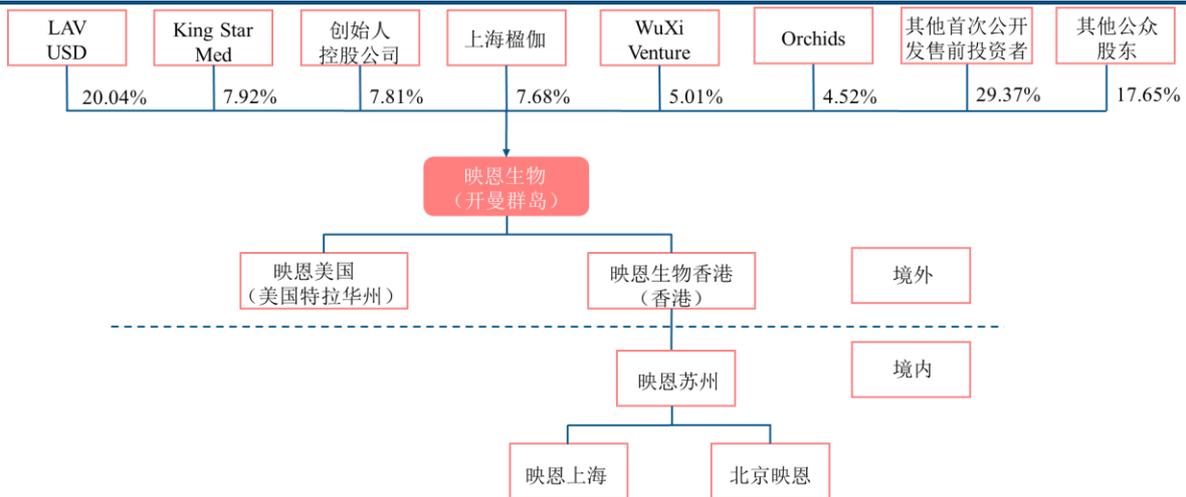
资料来源: 公司公告, 中信建投证券

1.3 股权结构多元化, 管理层经验丰富

映恩生物股权结构较为多元化。礼来亚洲旗下 LAV USD 为最大股东, 持股比例达 20.04%。King Star Med、创始人控股公司、上海楹伽、WuXi Venture 和 Orchids 分别持有 7.92%、7.81%、7.68%、5.01% 和 4.52% 的公司股份, 其余早期投资方合计持有 29.37% 的股份, 公众持股 17.65%。

实行上市前股权激励计划绑定核心员工。公司积极推进首次 IPO 前股权激励计划, 目前已向包括董事长、核心高管、外部顾问以及公司员工共 139 人完成总计 2229 万股购股权的授出, 约占公司上市后总股本的 26.8%。截止公司上市, 目前还未行使相关购股权。

图 4: 公司股权结构



数据来源: 公司招股说明书, 中信建投证券

领导层团队经验丰富, 为公司长期发展保驾护航。公司领导团队成员曾在跨国制药公司、监管机构、顶级医院和知名金融机构担任重要的管理职务。高级管理层成员平均拥有超过 20 年的行业经验, 在领导创新药物的研发、制造及商业化方面有着丰富经验。

表 2: 公司核心管理层

姓名	任职	背景
朱忠远	创始人兼首席执行官	男，54 岁，具有超过 20 年的风险投资和生物技术行业领导经验，曾在 6 Dimensions Capital 和 Wuxi Ventures 担任合伙人。成功投资并孵化了多家行业领先的生物技术企业，包括基石药业、甘李制药、华大基因及荣昌生物等。博士学位来自马萨诸塞大学医学中心，且持有加州大学伯克利分校 MBA 学位，拥有深厚的科研和商业管理背景。
邱杨	首席科学官兼美国总经理	女，52 岁，拥有超过 20 年的跨国药物发现与开发经验，成功推动 15 个以上药物候选进入临床，其中包括 FDA 突破性治疗药物 Patritumab Deruxtecan (HER3-DXd)。曾任第一三共转化医学高级总监，强生转化与生物标志物研究总监，葛兰素史克中国分子发现研究总监。拥有德克萨斯大学奥斯汀分校分子生物学博士学位，并在劳伦斯伯克利国家实验室进行博士后研究。2021 年 7 月加入公司担任转化医学高级副总裁，并于 2022 年 3 月晋升为首席科学官。
牟骅	全球首席医学官	男，61 岁，1995 年 12 月获得美国加利福尼亚大学伯克利分校流行病学博士学位，在药物研究、转化医学和临床开发方面拥有数十年的全球经验。于多家跨国公司、生物制药企业及投资公司担任领导职务，包括 Biogen 医学研究主任、Genentech 医学总监、和记黄埔医药临床研究及监管事务高级副总裁、首席医学官及执行副总裁、药明康德产品及业务开发高级副总裁、先声药业首席医学官等。2025 年 4 月加入公司。
顾薇	首席医学官	女，53 岁，拥有 20 年全球及中国临床试验管理经验，12 年肿瘤领域背景，管理或监管超过 200 项研究。曾任拜耳、阿斯利康、百时美施贵宝等公司临床研究负责人，并在海赫和 NVT 控股公司组建并领导 200 人以上的临床开发团队。经验涵盖心血管、COPD、糖尿病和肿瘤等领域，参与多个药物的成功注册。具备 8 年三级医院和新加坡的临床经验。
王昕	战略及业务发展高级副总裁	男，53 岁，在华尔街从事医疗健康研究和银行业务 20 年，曾是 J.P. 摩根和瑞银制药股研究团队的成员。曾在瑞穗银行工作近 15 年，为亚洲制药和医疗公司提供战略和跨境交易咨询。此前在 Schering-Plough 担任研究科学家。毕业于纽约大学斯特恩商学院，获得四项荣誉奖，拥有不列颠哥伦比亚大学生物化学硕士学位和南开大学微生物学学士学位。首次加入集团时担任战略及业务发展高级副总裁，并于 2025 年 3 月进一步晋升为首席商务官。
花海清	高级副总裁兼药物发现负责人	男，44 岁，在跨国和国内制药公司拥有丰富的药物发现与开发经验，作为多个创新肽类、抗体和 ADC 分子的主要发明人，参与了生物药物的 IND/NDA 审批。曾任汉森制药生物制药部门负责人，领导肽类、抗体和 ADC 项目的开发与注册。此前在礼来担任首席研究员，负责药物筛选和抗体发现。在哥伦比亚大学医学中心从事干细胞与基因治疗的博士后研究，拥有瑞士苏黎世大学神经退行性疾病博士学位，并毕业于清华大学。2021 年 7 月首次加入集团，担任药物发现副总裁兼负责人，并于 2024 年 3 月晋升为高级副总裁兼药物发现负责人。
张韶壬	执行董事兼财务副总裁	男，39 岁，拥有超过 15 年的财务管理、战略投资和融资经验。曾任多家高科技初创公司副总裁，组建财务团队并成功领导融资和并购交易。曾在普华永道担任高级经理，管理高科技、零售和汽车行业，主导 3 宗 IPO。拥有中国欧洲国际工商学院的财务 MBA 学位。自 2021 年 4 月 23 日起担任董事，并于 2024 年 8 月 12 日调任为执行董事。其主要负责本集团整体财务战略、公司金融及资本管理。
司文	执行董事兼人力资源执行总监	女，45 岁，拥有 20 多年人力资源经验，覆盖药理学、化学、医疗保健等领域。历任百胜餐饮、箭牌糖果、诺华、帝肯、陶氏化学等公司人力资源职务，曾任复星医药人力资源高级总监。持西南科技大学经济学学士学位及香港大学管理心理学研究生文凭。2020 年 10 月首次加入公司，担任人力资源总监。自 2021 年 4 月 23 日起担任董事，并于 2024 年 8 月 12 日调任为执行董事。主要负责集团人力资源事务管理。

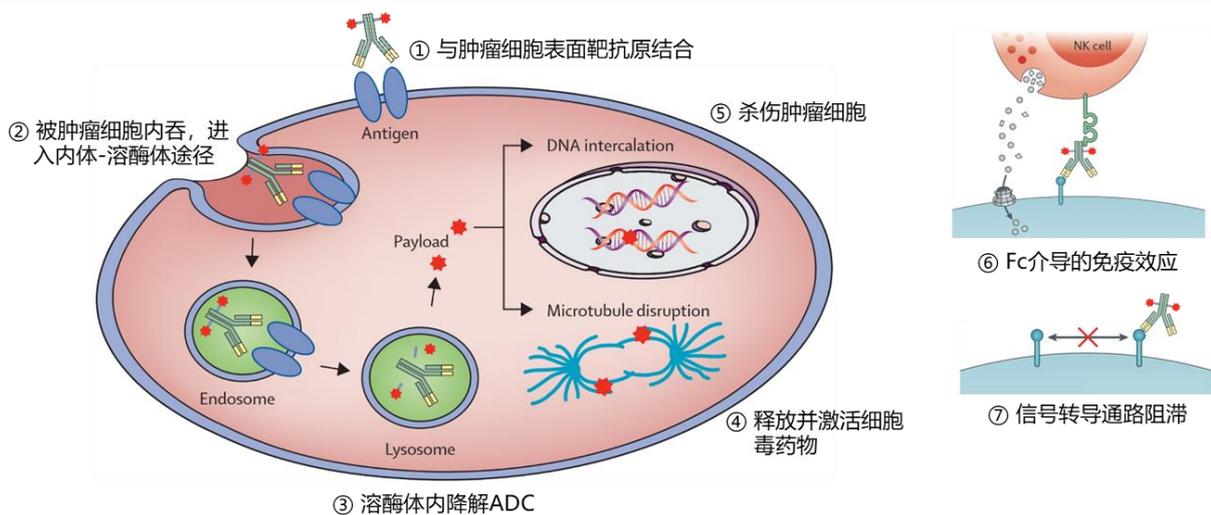
资料来源：公司公告，中信建投证券

二、ADC：全球 BD 交易持续火热，市场规模迅速扩大

2.1 技术平台迭代升级，展现“精准化疗”潜力

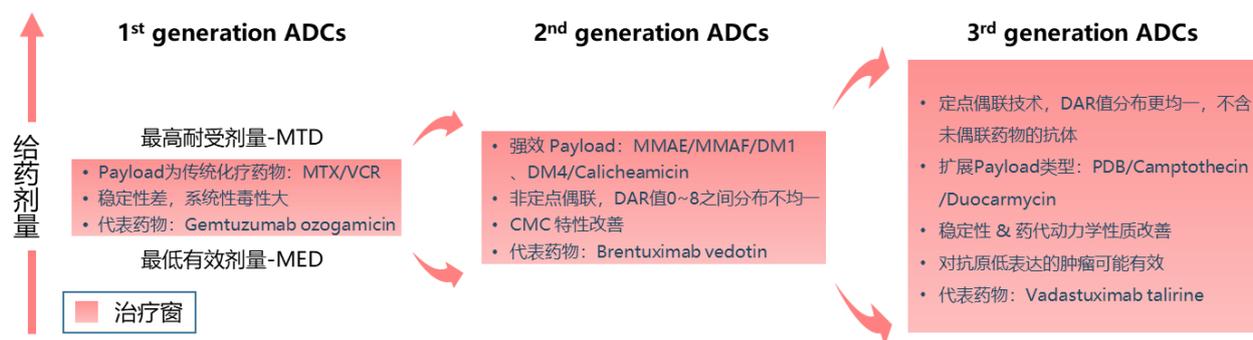
特异性单抗+强效细胞毒药物，优势互补协同治疗。抗体偶联药物（Antibody-Drug Conjugates, ADCs）是指将高选择性的抗体(Antibody)和强力细胞毒药物（Payload）通过连接子（linker）共价偶联而得的新型生物药物。ADC 结合了单抗对肿瘤细胞的靶向性和细胞毒药物的强大肿瘤杀伤能力，同时克服了单抗的细胞毒性弱及强效细胞毒药物系统毒性大的问题，具备与其他疗法联用用于治疗单抗药物疗效不佳的大量潜在患者的潜力，具有巨大治疗优势。一方面，其抗体部分会高特异性的识别肿瘤靶细胞表面的抗原，形成“精确制导”作用；另一方面，ADC 通过细胞内吞作用进入细胞后，毒性药物分子被释放，发挥毒性作用导致“细胞杀伤”。膜透性小分子毒素还可以通过细胞膜扩散，对邻近肿瘤细胞产生杀伤活性，称为“旁杀效应”。这使得药物可以扩散到周围的非靶向细胞并对其产生抗肿瘤效应。

图 5: ADC 药物作用机制



数据来源: The Lancet, 中信建投证券

ADC 药物经三代技术升级，其稳定性、DAR 值均一性、CMC 特性、抗肿瘤活性不断改善，扩大了治疗窗。第三代 ADC 药物主要得益于定点偶联技术的发展，如 Thiomab、ThioBridge、非天然氨基酸技术等，解决了 DAR 值均一性差的问题，药代动力学性质改善。同时也扩展了可用细胞毒药物的类型，如 PBD、SN-38、Duocarmycin 等，进一步提高 ADC 药物成药能力，逐步兑现“精准化疗”的潜力。

图 6: ADC 药物三次技术迭代的特征及代表药物


数据来源: Nature Reviews Drug Discovery, 中信建投证券

表 3: 全球上市 ADC 药物

商品名	主要企业	靶点	Payload	linker	DA R	适应症	全球首次获批时间	国内研发 进度
Mylotarg	Pfizer	CD33	卡奇霉素	可裂解	2~3	急性白血病	2000/05 首次获批;2010/06-撤市;2017/09-再获批	无申报
Adcetris	Seagen/武田	CD30	MMAE	可裂解	4	霍奇金淋巴瘤	2011/8/19	批准上市
Kadcyla	Roche	HER2	DM1	不可裂解	3.5	乳腺癌	2013/2/22	批准上市
Besponsa	Pfizer	CD22	卡奇霉素	可裂解	5~7	B 细胞前体急性淋巴细胞白血病	2017/6/28	批准上市
Lumoxiti	AstraZeneca	CD22	PE38	可裂解	/	毛细胞白血病	2018/9/13	无申报
Polivy	Roche	CD79B	MMAE	可裂解	3.5	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	2019/6/10	批准上市
Padcev	Seagen/阿斯泰来	Nectin-4	MMAE	可裂解	4	尿路上皮癌	2019/12/18	批准上市
Enhertu	Daiichi-Sankyo/AstraZeneca	HER2	DXD	可裂解	8	乳腺癌/胃癌	2019/12/20	批准上市
Trodelyvy	Immunomedics	TROP2	SN38	可裂解	8	三阴乳腺癌, 尿路上皮癌	2020/4/22	批准上市
Blenrep	GSK	BCMA	MMAF	可裂解	4	多发性骨髓瘤	2020/8/5;2022/11/22 撤市	BLA 获受理
Akalux	Rakuten Medical	EGFR	IRDYE700DX	不可裂解	/	头颈癌	2020/9/25	无申报
Zynlonta	ADC Therapeutics	CD19	PBD	可裂解	2.3	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	2021/4/23	II 期临床期
爱地希	荣昌生物	HER2	MMAE	可裂解	3.5	胃癌、尿路上皮癌	2021/6/8	批准上市

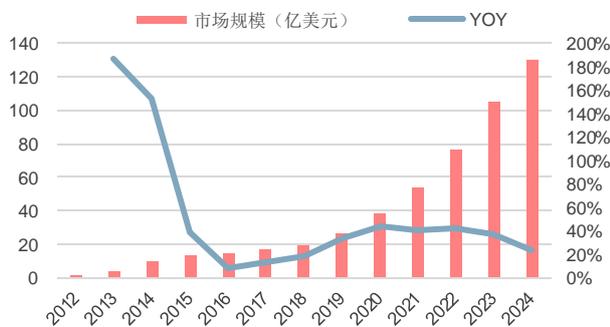
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

Tivdak	Genmab/Seagen	TF	MMAE	可裂解	4	宫颈癌	2021/9/20	BLA 获受理
Elahere	Immunogen/华东医药	FR α	DM4	不可裂解	3.4	卵巢癌	2022/11/14	批准上市
佳泰莱	科伦博泰	TROP2	KL610023	可裂解	7.4	乳腺癌	2024/11/27	批准上市
达卓优	Daiichi-Sankyo/Astra Zeneca	TROP2	Dxd	可裂解	4	乳腺癌	2024/12/27	BLA 获受理

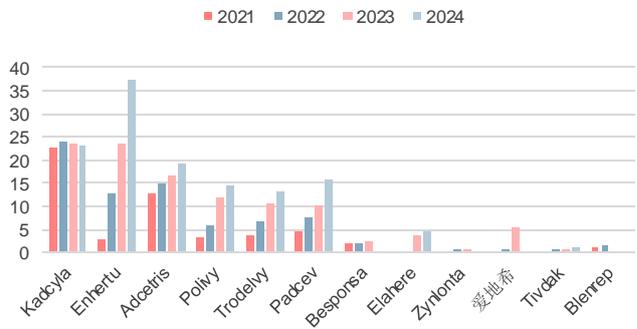
资料来源：公司公告，中信建投证券

2.2 Enhertu 成为 ADC “药王”，ADC 市场快速增长

Enhertu 接替 Kadcylla 成为销售额最高的 ADC 药物。 Enhertu 作为 Kadcylla 的继任者，凭借开创性的 HER2 低表达乳腺癌适应症获批，在 2023 年销售额实现翻倍增长，从 22 年的 12.6 亿美元增至 23.75 亿美元，并在 2024 年进一步攀升至 37.54 亿美元，成为全球 ADC 药物销售额的榜首。此外，Adcetris（19.11 亿美元）、Padcev（15.88 亿美元）、Polivy（14.63 亿美元）及 Trodelvy（13.15 亿美元）等产品紧随其后。相比之下，Kadcylla 的销售额近年来保持稳定，同比略有下滑，新一代 ADC 药物正成为市场增长的重要动力。2024 年整体 ADC 市场接近 130 亿美元，仍旧保持较快增速。

图 7：全球 ADC 药物市场规模(亿美元)


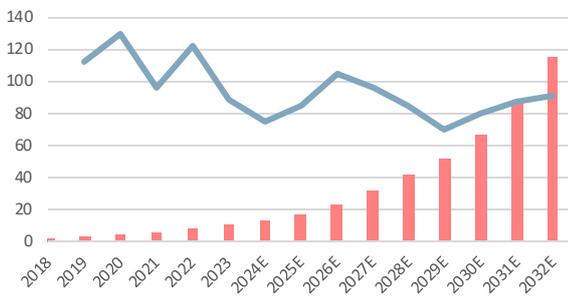
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 8：全球 ADC 药物销售数据(亿美元)


数据来源：公司公告，中信建投证券

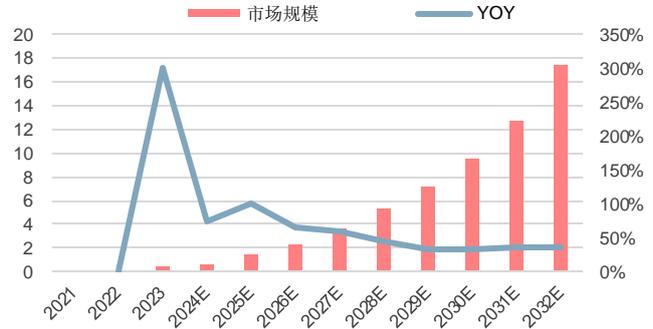
全球 ADC 市场正迎来高速发展阶段，中国市场增速尤为显著。随着新型偶联技术的应用、药物抗体比(DAR)优化以及连接子设计的持续改进，ADC 药物在研发层面取得显著进展，推动整个领域加速发展。根据弗若斯特沙利文的数据，2023 年全球 ADC 药物销售额已达 104 亿美元，较 2018 年的 20 亿美元大幅增长，年复合增长率达 38.6%。预计 2023 年至 2028 年和 2028 年至 2032 年，全球市场将分别保持 31.8% 和 29.2% 的年均增速，至 2032 年整体市场规模有望突破 1151 亿美元。其中，中国作为增长最为迅速的市场之一，自 2020 年国家药监局批准首款 ADC 药物赫赛莱以来，产业发展进入快车道。预计中国 ADC 市场将从 2023 年的 4 亿美元迅速扩张至 2030 年的 95 亿美元，年复合增长率高达 57.5%。此外，随着 ADC 在非肿瘤适应症，尤其是自身免疫性疾病领域的应用不断推进，市场空间有望进一步扩大。

图 9: 全球 ADC 市场规模 (十亿美元)



数据来源: 公司招股说明书, 中信建投证券

图 10: 中国 ADC 市场规模 (十亿美元)



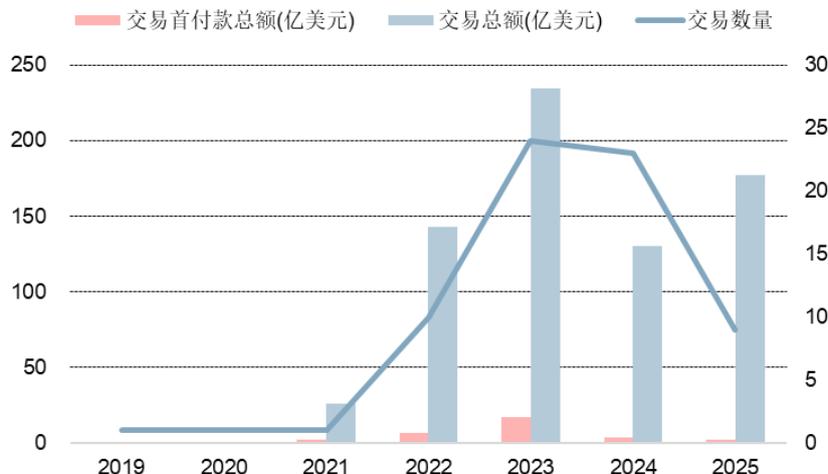
数据来源: 公司招股说明书, 中信建投证券

2.3 全球 ADC 交易火热, 国内 ADC 授权阶段前移

中国企业在 ADC 领域优势突出, 速度全球领先。ADC 要素较多, 其药物开发更多是一种偏技术的研发, 而不是靶点或机制的创新。ADC 领域有较大空间进行组合创新, 而组合创新更讲求效率和化药能力; 中国因其产业链完整, 工程师人数众多, 在 DS-8201 出现后, 之前跟随 T-DM1 所积累的经验和建立的平台可以帮助中国 Biotech 迅速跟进相关管线。同时各家企业不止步于快速跟随 Fast-follow, 争取 First-in-class/Best-in-class。

全球 ADC 交易热情高涨, 对外授权火热。ADC 领域交易数量近年来呈现快速增长趋势, 自 2019 年以来国内对外授权快速增长, 2023 年, 国内 ADC 对外授权交易金额达到历史最高值, 达 234.2 亿美元。尽管 2024 年 ADC 关注度受 IO 多抗类产品影响, 交易总额有所降低, 但交易数量依然维持高位。2025 年 1 月, 苏州市企业启光德健与美国百澳黑文制药公司、韩国爱迈百奥生物技术公司达成重大商务合作签约, 授同类首创 ADC 药物 GQ1011 的全球开发与商业化权利, 以及创新生物偶联核心平台技术的许可, 赋能合作伙伴共计 21 个靶点的 ADC 药物创新, 此次商务战略合作总金额超 130 亿美元, 再次刷新国内生物制药领域出海授权记录。

图 11: 2019 年至今对外授权交易数量与金额



数据来源: insight (截止 20250420), 中信建投证券

ADC 项目出海已成为中国创新药国际化的重要趋势，资产交易阶段逐渐前移。根据 Insight 数据库，在数量上，2023 年和 2024 年分别达成了 24 笔和 23 笔 ADC 出海交易，2025 年截至目前已有 9 笔，延续了发展势头。在交易金额方面，2023 年国产 ADC 项目出海总额突破 230 亿美元，虽然 2024 年下降至 130 亿美元，但绝对值仍保持较高水平。在靶点上，出海 ADC 的靶点主要集中在 Claudin 18.2（6 个）、TROP2（6 个）和 HER2（5 个）。映恩生物在国际合作方面表现亮眼，先后两次与 BioNTech 达成合作，授权 3 款 ADC 产品，并向 Adcendo 授权 DITAC 平台，累计交易金额超过 15 亿美元。在 2024 年末和 2025 年初，映恩生物连续达成两项产品的出海授权，展现了强大的国际化拓展能力。

表 4：近年来中国 ADC Licence out 交易情况（总额超过 10 亿美元/不完全统计）

转让方	受让方	交易时间	项目名称	靶点	临床阶段	交易金额
荣昌生物	Seagen	2021-08-09	维迪西妥单抗	HER2	批准上市	里程碑付款：24 亿美元，首付款：2 亿美元，特许权使用费：10%
科伦博泰	默沙东	2022-05-16	SKB264	TROP2	临床 III 期	里程碑付款：11.6 亿美元，首付款：1.02 亿美元
石药集团	Elevation Oncology	2022-07-28	SYSA1801	CLDN-18.2	临床 I 期	里程碑付款：11.68 亿美元，首付款：0.27 亿美元
科伦博泰	默沙东	2022-12-22	七种 ADC 候选药物项目		临床前	里程碑付款：93 亿美元，首付款：1.75 亿美元
康诺亚	阿斯利康	2023-02-23	CMG901	CLDN-18.2	临床 I 期	里程碑付款：11 亿美元，首付款：0.63 亿美元
映恩生物	BioNTech	2023-04-03	DB-1303, DB-1311	HER2, B7-H3	临床 III 期, 临床 I/II 期	里程碑付款：15 亿美元，首付款：1.7 亿美元
启德医药	Pyramid	2023-04-13	GQ1010	TROP2	临床前	里程碑付款：10 亿美元，首付款：0.2 亿美元 特许权使用费：中个位数到低两位数
宜联生物	BioNTech	2023-10-10	YL202	HER3	临床 I 期	7000 万美元首付款，潜在里程碑金额超 10 亿美元
豪森药业	GSK	2023-10-20	HS-20089	B7-H4	临床 II 期	8500 万美元首付款，潜在里程碑 14.85 亿美元
百利天恒	BMS	2023-12-12	BL-B01D1	EGFR/HER3	临床 III 期	首付款 8 亿美元，潜在里程碑 76 亿美元
和铂医药	辉瑞	2023-12-15	HBM9033	MSLN	IND	5300 万美元首付款，潜在里程碑 10.5 亿美元
豪森药业	葛兰素史克	2023-12-20	HS-20093	B7-H3	临床 III 期	里程碑付款：15.25 亿美元，首付款：1.85 亿美元
宜联生物	罗氏	2024-01-02	YL211	c-Met	临床 I 期	里程碑付款：10.00 亿美元，首付款：5000 万美元
普方生物	Genmab	2024-05-21	Rina-S, PRO1160, PRO1107, PRO1286, ntibody-drug conjugate	FR α , CD70,	临床 III 期, 临床	交易总额：18 亿美元

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

转让方	受让方	交易时间	项目名称	靶点	临床阶段	交易金额
			(ADC) technology platforms	PTK7, EGFR, c-Met	I/II 期	
麦科思生物	Day One Biopharmaceutic als	2024-06-18	MTX-13(DAY301)	PTK7	批准临床	里程碑付款: 11.52 亿美元, 首付款: 5500 万美元
昱言生物	益普生	2024-07-11	FS001	ITGA2	临床前	交易总额: 10.30 亿美元
普众发现	Adcendo	2024-08-20	AMT-754	FIII	临床 I 期	里程碑付款: 10 亿美元, 特许权使用 费: 基于全球 (不包括大中华地区) 净销售额的个位数至低两位数百分 比的销售提成。
映恩生物	葛兰素史克制药	2024-12-04	DB-1324		临床前	首付款: 3000 万美元, 里程碑付款: 9.75 亿美元
恒瑞医药	IDEAYA Biosciences	2024-12-29	SHR-4849	DLL3	临床 I 期	里程碑付款: 9.70 亿美元, 首付款: 7500 万美元, 特许权使用费: 实际年 净销售额一到两位数百分比的销售 提成
信达生物	罗氏制药	2025-01-02	IBI3009	DLL3	临床 I 期	里程碑付款: 10.00 亿美元, 首付款: 8000 万美元
映恩生物	Avenzo Therapeutics	2025-01-08	DB-1418	HER3, EGFR	临床前	里程碑付款: 11.50 亿美元, 首付款: 5000 万美元, 特许权使用费: Avenzo 在其区域内的销售收入分成
乐普生物	ArriVent Biopharma	2025-01-22	MRG007	CDH17	临床前	首付款: 4700 万美元, 里程碑付款: 11.60 亿美元
启光德健	AIMEDBIO, Biohaven	2025-01-24	GR1017, 创新生物偶联核心平台 技术	FGFR3	临床前	交易总额: 130 亿美元
石药集团	Radiance Biopharma	2025-02-19	SYS 6005	ROR1	临床 I 期	里程碑付款: 12.25 亿美元, 首付款: 1500 万美元

资料来源: insight, 中信建投证券 (截至 20250420)

三、DB-1311 临床快速推进, DB-1303 适应症差异化布局

3.1 B7H3 ADC 进度领先, 具有全球市场潜力

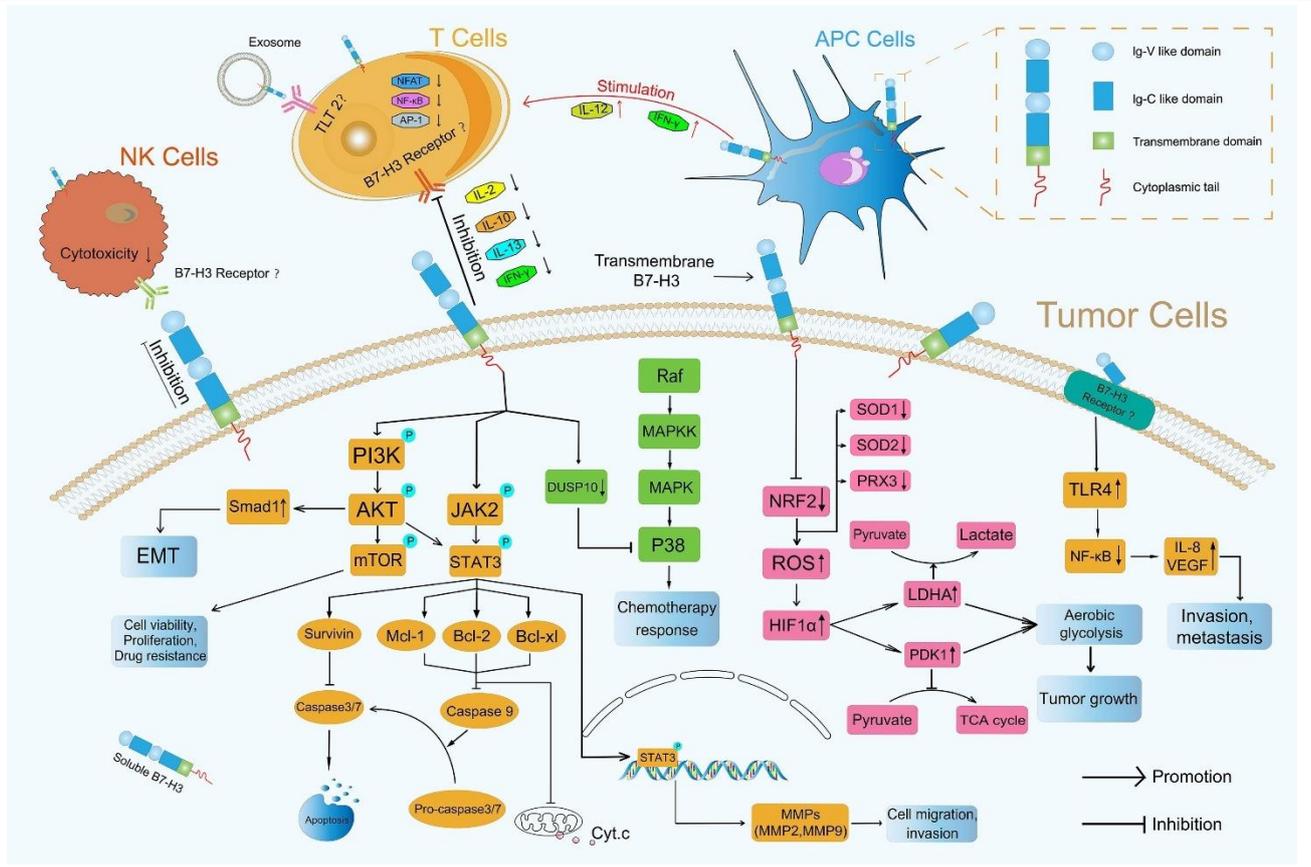
3.1.1 差异化设计优势明显, 临床实验快速推进

B7-H3 作为 B7 家族的关键成员, 在多种实体瘤中广泛高表达。B7-H3 能有效抑制 T 细胞和 NK 细胞的活性, 降低细胞因子的产生, 助力癌细胞实现免疫逃逸, 因此成为肿瘤免疫研究中的热点及潜在治疗靶点。B7-H3 在包括小细胞肺癌 (SCLC)、非小细胞肺癌 (NSCLC)、BC、去势抵抗性前列腺癌 (CRPC)、食管鳞状细胞

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

癌（ESCC）及头颈部鳞状细胞癌（HNSCC）中广泛过度表达，但在正常组织中表达较为有限，成为目前诸多瘤种潜力开发靶点。

图 12: B7-H3 通过免疫依赖和非免疫途径对肿瘤进展的影响



资料来源: Frontiers, 中信建投证券

表 5: B7-H3 在不同癌症中的表达率

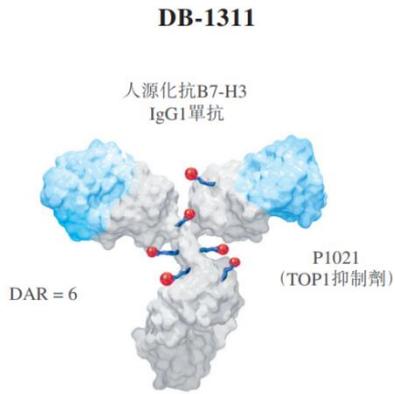
适应症	表达率
去势抵抗性前列腺癌	93%
肝细胞癌	92%
非小细胞肺癌	74%
小细胞肺癌	65%
胃癌	58%
乳腺癌	57-74%

资料来源: 公司招股说明书, 中信建投证券

DB-1311 在 B7H3 抗体端进行差异化设计增强肿瘤靶向性。由公司高效的有效载荷 P1021、稳定的可裂解连接器、Fc 端沉默的抗 B7-H3 IgG1 单抗组成，DAR 值为 6。根据 2023 年 ASCO 年会上公布的临床前结果，该药物高选择性靶向肿瘤细胞中高度表达的 4IgB7-H3 亚型，对该亚型的亲和力超过对正常组织中 2IgB7-H3 亚型的 1000 倍，有效提升肿瘤特异性，在 B7-H3 高/中表达的肿瘤模型中表现出更强的体内外抗肿瘤活性。此外，DB-1311 采用 Fc 段沉默设计，进一步降低了引发免疫反应的风险。在临床前研究中，DB-1311 不仅展现出优于

DS-7300 的 HNSTD, 还显示出与 B7-H3 阳性肺癌细胞更强的结合能力。

图 13: DB-1311 分子设计



数据来源: 映恩生物招股书, 中信建投证券

B7-H3 药物研发火热, 映恩生物进展领先。根据 Insight 数据库统计, 截止到 2025 年 4 月 14 日, 共有 44 款 B7-H3 为靶点的 ADC 药物, 其中 16 款药物已经进入临床阶段。公司 DB-1311 推进快速, 首个实体瘤 I/IIa 期临床试验于 2023 年 9 月开始, I 期实验 2024 年 3 月完成, II 期计划于 2026 年完成。2024 底 ESMO Asia 大会上初步临床数据以口头报告形式发表。

全球布局正在与 BioNTech 的合作下快速推进。根据双方协议, 映恩生物保留在美国共同开发和商业化 DB-1311 的选择权, 一旦行权, 将有权共享该药物在核心市场的开发成本及商业化收益。这一合作不仅体现了公司对 DB-1311 国际化潜力的坚定信心, 也借助 BioNTech 在全球资源与平台方面的优势, 有力推动了 DB-1311 在海内外市场的临床推进与商业化进程。目前 DB-1311 联合 BioNTech 公司 PD-L1/VEGF 双抗 BNT327 用于治疗晚期肺癌的 Ib/II 期临床试验也已于 2025.03 启动。

表 6: 临床阶段 B7H3 管线汇总

药品成分	研发机构	最高状态	靶点	适应症
MHB088C	明慧医药	临床 III 期	B7-H3	临床 III 期: 小细胞肺癌 临床 I/II 期: 实体瘤
YL201	宜联生物	临床 III 期	B7-H3	临床 III 期: 小细胞肺癌, 鼻咽癌 临床 II 期: 去势抵抗性前列腺癌 临床 I/II 期: 实体瘤
HS-20093	豪森药业//葛兰素史克	临床 III 期	B7-H3	临床 III 期: 小细胞肺癌 临床 II 期: 实体瘤 临床 I/II 期: 结直肠癌 临床 I 期: 实体瘤
Ifinatamab deruxtecan	第一三共/默沙东	临床 III 期	B7-H3	临床 III 期: 小细胞肺癌, 食管鳞癌 临床 II 期: 实体瘤 临床 I/II 期: 实体瘤

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

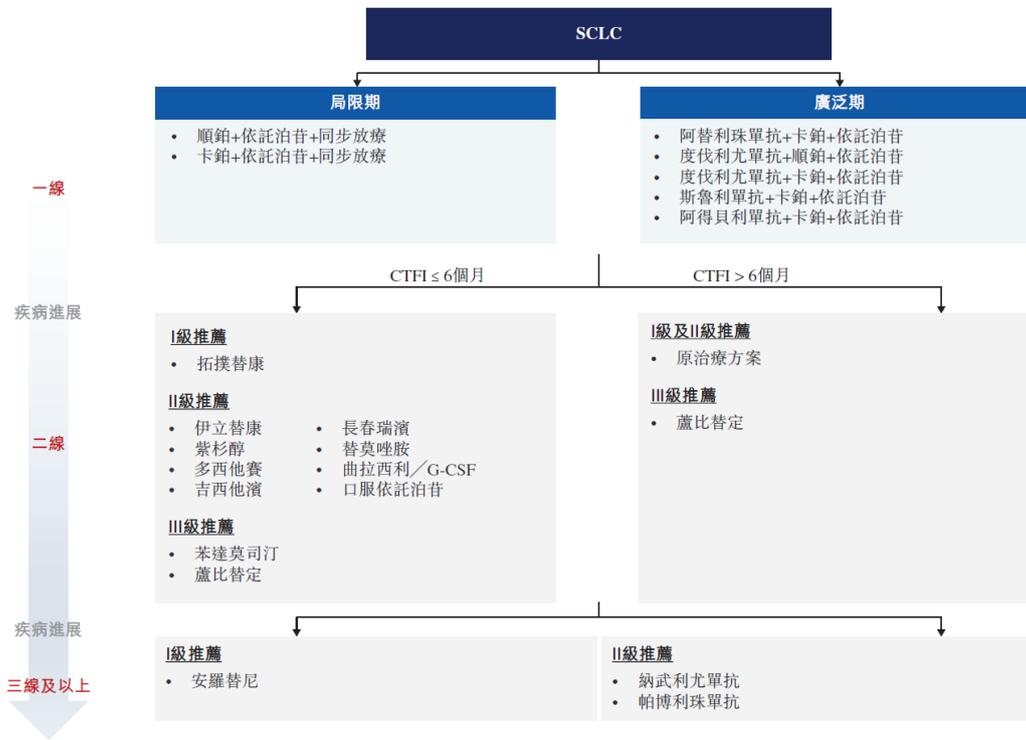
DB-1311	映恩生物	临床 I/II 期	B7-H3	实体瘤
DB-1419	映恩生物	临床 I/II 期	B7-H3 PD-L1	临床 I/II 期: 实体瘤
7MW3711	迈威生物	临床 I/II 期	B7-H3	临床 I/II 期: 实体瘤 临床前: 小细胞肺癌
IBI129	信达生物 /Fortvita	临床 I/II 期	B7-H3	临床 I/II 期: 实体瘤, 前列腺癌, 小细胞肺癌
BB-1712	百力司康	临床 I 期	B7-H3	实体瘤
SYS6043	石药集团巨石生物	临床 I 期	B7-H3	实体瘤
ILB-3101	英诺湖医药	临床 I 期	B7-H3	实体瘤
BGB-C354	百济神州	临床 I 期	B7-H3	实体瘤
IBI3001	信达生物	临床 I 期	B7-H3 EGFR	实体瘤
MGC026	MacroGenics	临床 I 期	B7-H3	实体瘤
BAT8009	百奥泰	临床 I 期	B7-H3	实体瘤
Mirzotamab Clezutoclax	艾伯维	临床 I 期	B7-H3 BCL2L1	实体瘤

资料来源: Insight, 中信建投证券

3.1.2 SCLC 治疗手段有限，早期数据展现良好疗效

小细胞肺癌（SCLC）是最常见且侵袭性极强的肺癌亚型，占有肺癌 10%-15%。全球发病人数从 2018 年 33.3 万例增长至 2023 年的 38.3 万例，预计 2032 年将达到 48.4 万例。在中国，SCLC 新增病例从 2018 年的 14.3 万例增长至 2023 年 16.4 万例，预计 2032 年将达到 20.2 万例。作为一种侵袭性极强的癌症，广泛期 SCLC 患者的五年生存率不足 5%。目前对于中国的广泛期 SCLC 患者，一线治疗方案主要包括依托泊苷加卡铂的化疗，与阿替利珠单抗或斯鲁利单抗或度伐利尤单抗或阿得贝利单抗联合使用。在二线或以上情况下，推荐使用拓扑替康、伊立替康及进行临床试验入组治疗。尽管 PD-(L)1 抑制剂等免疫疗法已应用于一线治疗，但化疗仍是 SCLC 的主要治疗手段，SCLC 患者常常会对化疗产生耐药性，且疾病通常在一年内复发，对于后线治疗仍然存在巨大的未满足需求。

图 14: SCLC 中国诊疗指南



数据来源：映恩生物招股书，中信建投证券

DB-1311 在经治 SCLC 患者中显示出显著的抗肿瘤活性和良好的安全性。在 I/IIa 期临床试验中，DB-1311 针对晚期/转移性 SCLC 患者的初步数据令人鼓舞。截至 2024 年 9 月 27 日，共入组 73 名 SCLC 患者，总体 uORR 为 56.2%，DCR 高达 89.0%。在 9mg/kg 剂量水平下，既往接受过免疫治疗但未接受过拓扑异构酶 I 抑制剂治疗的患者中，uORR 进一步提升至 58.8%。此外，DB-1311 在所有剂量水平下均表现出可接受的安全性，3/4 级 TRAE 发生率为 42.1%，肩并肩比较略优于 YL201 以及 I-dxd。

表 7: B7-H3 ADC 治疗 SCLC 数据比较

试验药	DB-1311		YL201		HS-20093		Ifinat amab deruxtecan		MHB088C
企业	映恩生物/BioNTech		宜联生物		翰森生物		第一三共/默沙东		明慧医药
试验阶段	I/II 期		I 期		I 期		II 期		I/II 期
治疗线数	2L+		2L+		2L+		2L+		2L+
人数	N=238		N=312		N=56		N=88		N=60
分组特征	ALL	SCLC(N=73)	ALL	ES-SCLC (N=72)	8.0 mg/kg(N=31)	10.0 mg/kg(N=25)	12mg/kg (N=42) 8mg/kg (N=46)		ALL
DCR	82.4%	89.0%	83.6%	91.7%	80.6%	95.5%	90.5%	80.4%	91.7%
ORR	32.4%	56.2% (6mg/kg:54.5%,9mg/kg:58.8%)	40.8%	63.9%	61.3%	50.0%	54.8%	26.1%	41.7%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

mPFS	-	-	-	6.3months	5.9months	7.3months	5.5months	4.2months	-
mDoR	-	-	-	-	6.4months	8.9months	4.2months	7.9months	-
mOS	-	-	-	-	9.8months	NR	11.8months	9.4months	-
MTD	9 mg/kg	-	2.8 mg/kg	-	-	-	-	-	3.0 mg/kg Q3W
TEAE	中性粒细胞减少 42.1% (grade 3/4) 包括少 (31.7%)、 恶心、中性粒细胞减少、白细胞减少 贫血、白细胞减少、食欲 (29.5%) 和 下降、血小板减少 贫血 (25.0%) (≥grade 3)			66.1% (≥grade 3)		50.0% (≥grade 3)		中性粒细胞减少 (33.3%)、淋巴细胞 减少 (30.0%)、 白细胞减少 (26.7%)、血小板 减少 (23.3%) 和贫 血 (15.0%) (≥grade 3)	

资料来源: Insight, 中信建投证券

3.1.3 CRPC 早期数据展现出出色抗肿瘤活性

去势抵抗性前列腺癌 (CRPC) 是一种较为晚期的前列腺癌。去势抵抗性前列腺癌指的是在雄激素剥夺疗法 (ADT) 或去势治疗后, 肿瘤依然出现进展的情况, 其中转移性 CRPC 是更难治的晚期亚型。全球 mCRPC 新增病例从 2018 年的 17.7 万例增至 2023 年的 20.4 万例, 预计 2032 年将达到 24.5 万例。中国, 新增病例从 2018 年的 4.3 万例增至 2023 年的 5.1 万例, 预计 2032 年将达到 7.2 万例。目前对于 mCRPC 患者主要治疗手段包括新型激素疗法、化疗、放疗 (如镭-223) 及 PARP 抑制剂 (有 BRCA 突变) 等, 对于多西他赛类化疗和新型激素疗法均经治且耐药的患者, 目前有诸如 ¹⁷⁷Lu-PSMA-617 等新型疗法逐渐获得应用, 但 mCRPC 预后较差, 整体治疗手段仍旧较为有限。

在 CRPC 患者的治疗中, DB-1311 展现出良好的疗效和耐受性。I/IIa 期临床试验结果显示, DB-1311 在接受多线治疗的局部晚期或转移性 CRPC 患者中具有显著的抗肿瘤活性。在 2024 年 ESMO asia 最新的数据披露中, uORR 为 28.0%, DCR 高达 92.0%。公司 ORR 肩并肩优于 I-DXd, 虽然略低于 MGC018 40.6%, 但 MGC018 在 II 期临床 TAMARACK 中出现 5 例患者死亡的事件, 目前已停止开发。rPFS 还未成熟, 中位 rPFS 为 7.2 个月, 6 个月 rPFS 率达到 94.7%, 显示出持久的疾病控制能力。安全性方面, DB-1311 表现出可接受的耐受性, 3/4 级 TRAE 发生率为 42.1%, 未观察到剂量限制性毒性 (DLT)。

表 8: B7-H3 ADC 治疗 CRPC 数据比较

试验药	Ifinatamab deruxtecan		MGC018	DB-1311
企业	第一三共株式会社, 默沙东 制药		MacroGenics	映恩生物 BioNTech
试验阶段	I/II 期		II 期	I/II 期
治疗线数	2L+		2L+	末线
人数	59		N=181	N=277
分组特征	CRPC(N=59)	2.0 mg/kg Q4W(N=91)	2.7 mg/kg Q4W(N=90)	CRPC(N=32)
ORR	25%	20% (confirmed)	40.6% (confirmed)	28.0%
rPFS	4.8 months (95%CI,	9.5 months (95%CI,	10.0 months (95%CI,	7.2 months

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	3.9-5.9)	8.5-11.2)	7.4-11.4)
mOS	13.5months (95%CI, 10.3-16.6)	-	-
DCR	-	91.1%	87.5% 92.0%
mDoR	6.4months(95%CI,2.8-10.6)	4.9months	-
TEAE	-	65.6% (≥grade 3)	62.8% (≥grade 3) 42.1% (grade 3/4)

资料来源: Insight, 中信建投证券

3.2 DB-1303: 临床前模型数据出色, 差异化布局进展顺利

DB-1303 临床前数据优于 DS-8201。 DB-1303 采用人源化抗 HER2 IgG1 单抗, 通过基于马来酰亚胺四肽连接子与 TOP1 抑制剂 P1003 共价连接, DAR 值为 8。DB-1303 在血浆中稳定性良好, 主要依赖细胞内吞产生杀伤效应, 同时还具有抗体依赖性细胞毒性 (ADCC) 以及旁杀效应。在食蟹猴的临床前研究中, DB-1303 HNSTD 为 80 mg/kg, 而报告的 DS-8201 HNSTD 为 30mg/kg, 同时 DB-1303 在 HER2 阳性及 HER2 低表达肿瘤模型中均表现出优于 DB-8201 的肿瘤抑制能力。结合 DB-1303 出色的稳定性及快速地有效载荷清除率, 有望在提供更加宽广的治疗窗口的同时保持良好安全性。

全球临床迅速推进, 差异化临床布局 EC。 公司于 2022 年 1 月启动了 DB-1303 治疗晚期或转移性实体瘤的 I/IIa 期全球临床试验, 并且于 2023 年 1 月就完成了 I/IIa 期全球临床试验的 I 期剂量递增研究, 目前 IIa 期剂量扩增研究正在进行中。DB-1303 目前已获得 FDA 的快速通道认定及突破性疗法认定以及 CDE 的突破性疗法认定, 用于治疗免疫检查点抑制剂治疗期间或之后出现疾病进展的晚期 EC (子宫内膜癌) 患者, 目前注册性临床试验队列已完成患者入组, 有望于 25 年提交该适应症的美国加速批准及国内的附条件批准申请。同时公司也计划在 2025 年开始进行 HER2+晚期/转移性 EC 确证性 III 期临床试验。

表 9: DB-1303 临床开发计划

登记号	适应症	用药方案	临床阶段	目标入组人数	试验状态	初步完成日期
NCT05150691	晚期/转移性实体瘤	单药/联合用药	I/IIa	796	I (完成) /IIa (进行中)	2026-04
NCT06265428	HER2+乳腺癌 (2L+)	单药 VS T-DM1	III 期	224	进行中	2026-02
NCT06340568	HER2+子宫内膜癌 (2L+)	单药	III 期	504	尚未招募	2028-03
NCT06018337	HER2 低表达乳腺癌 (化疗未经治)	单药	III 期	532	进行中	2028-07

资料来源: Insight, 中信建投证券

DB-1303 早期临床数据在 EC 展现优异疗效和良好安全性。 HER2 过度表达的子宫内膜癌在所有 EC 患者中占 17% 至 30%, 而 HER2 低表达则占 47% 至 53%。在晚期/转移性 EC 患者的 I/II 期试验中, 截至 2023 年 5 月 8 日, 共入组 32 例患者, ORR 达到 58.8%, DCR 达 94.1%。7mg/kg 剂量组 ORR 为 50.0%, 8mg/kg 组达 61.5%, 在 IHC HER2 3+ 或 ISH 阳性患者中, 病灶的反应程度更为突出。与同类药物对比, DB-1303 展现出更高的 ORR, 且总体安全性可控。

表 10：HER2 ADC 治疗 EC 数据比较

试验药	德曲妥珠单抗	伊帕塔塞蒂布	DB-1303
企业	阿斯利康制药, 第一三共株式会社	罗氏制药, 罗氏(中国)投资有限公司	映恩生物
人数	N=40	N=50	N=32
试验阶段	II 期	II 期	I/II
治疗线数	2L+	3L+	2L+
干预药	德曲妥珠单抗	Ipatasertib	DB-1303
给药方式	T-DXd 5.4 mg/kg q3w	Oral ipatasertib 400 mg once daily.	DB-1303 intravenously Q3W
ORR	57.5%	31.3%	58.8%(7mg/kg:50.0% 及 8mg/kg:61.5%)
mPFS	11.1months	4.8months	-
mDoR	-	14.6months	-
mOS	26.0months	11.4months	-
TEAE (≥ 3 级)	-	62.0%	31.20%

资料来源: Insight, 中信建投证券

DB-1303 在 HER2 乳腺癌中展现出出色治疗潜力。在公司 I/IIa 期临床实验中, 截至 2023 年 5 月 8 日, HER2 阳性乳腺癌患者 ORR 50.0%, HER2 低表达 BC ORR 达 38.5%, 大部分患者在治疗期间实现了肿瘤的显著缩小, 尤其是在 7.0mg/kg 及以上的高剂量组。公司正在与 BioNTech 合作推进 DB-1303 用于未接受化疗治疗的 HR+/HER2 低表达转移性 BC 患者的 III 期全球注册性临床试验, 首位患者已于 2024 年 1 月完成给药。并在中国进行 DB-1303 与 T-DM1 头对头用于 HER2+ 晚期/转移性 BC 2L+III 期临床, 预计 2025 年末有望向 CDE 提交 BLA 申请。

加速推进 DB-1303 商业化进程。2025 年 1 月, 公司与三生制药订立合作协议, 三生制药将获得 DB-1303 多个适应症在中国内地、香港和澳门的商业化合作权利。公司将获得 2500 万美元首付款以及最高 4200 万美元的研发及销售里程碑付款。同时, 映恩生物将继续负责相关适应症在合作区域的临床开发和注册等工作。

四、研发平台极具潜力, 多种产品稳步推进

在研管线高效推进, 后续品种潜力出色。公司成立至今, 凭借对 ADC 领域的深刻认识和独到见解, 搭建了四大核心平台: DITAC、DIBAC、DIMAC 和 DUPAC, 布局 12 款自主研发 ADC 产品。其中进度较快的 DB-1311 以及 DB-1303 均来自公司 DITAC 平台, 来自同一平台产品还有靶向 HER3、TROP-2 以及 B7H4 的 ADC 均已处于临床阶段, 在研管线全球推进迅速。DIBAC 是公司创新的双特异性 ADC 平台, 目前公司的全球首创 B7H3/PD-L1 ADC 已经进入全球临床 I 期, HER3/EGFR ADC DB-1418 也有望于 25 年递交 IND。致力于新型 MOA 载荷平台的首个 ADC DB-1316 有望于 26 年递交 IND。免疫调节平台 DIMAC 首个靶向 BDCA2 的 ADC DB-2304 目前已进入全球 I 期, 有望于 26 年初步完成。

表 11：映恩其余关键产品简介

项目名称	药物简介	关键催化
------	------	------

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

DB-1305	由人源化抗 TROP2 IgG1 单抗、四肽连接子以及 P1021 偶联而成，DAR 值为 4。2025 上半年卵巢癌临床数据发布	2025 年启动全球关键性临床试验
DB-1305	专注于探索在 NSCLC、OC、CC 及 TNBC 前线治疗中的联合疗法潜力，正与 BioNTech 合作，加速全球临床开发进程。	
DB-1310	由新型人源化抗 HER3 IgG1 单抗、四肽连接子以及 P1021 偶联而成，DAR 值为 8。	2025 年多个概念验证数据，包括 DB 1310+奥希替尼联合治疗数据
DB-1310	基于 DITAC 技术平台开发，目前处于全球第一梯队，在临床 I/IIa 期试验初步数据良好，在多种既往标准疗法失败的晚期实体瘤上展现出令人鼓舞的抗肿瘤效果。	
DB-1419	DB-1419 是全球首款进入临床的 B7-H3xPD-L1 双特异性 ADC，采用 P1003，DAR 值为 8。兼具细胞毒性与抗体介导的免疫治疗活性，于 2024 年 9 月启动 I/IIa 期全球临床试验。	2026 年完成 I/II 期临床试验
DB-2304	DB-2304 是用于治疗 SLE/CLE 的潜在同类首款 BDCA2 ADC，采用新型 BDCA2 靶向抗体偶联专有的 GR 激动剂载荷，DAR 值为 4。2024 年 10 月在澳大利亚启动 I 期研究。	26H1 完成 MAD 试验
DB-1318	DB-1318 是基于 Duality 平台开发的“1:1 设计”EGFR/HER3 双靶向 ADC，采用 P1021，DAR 值为 6。在 EGFR 耐药、EGFR 低表达或 HER3 耐药模型中展现出更佳疗效。	预计 2025 年 IND 获批

资料来源：映恩招股书，中信建投证券

4.1 DB-1310：进度领先的 HER3 ADC

DB-1310 全球临床进展领先。该药物以高效拓扑异构酶 I 抑制剂 P1021 为有效载荷，结合含四肽的可裂解连接子和新一代人源化抗 HER3 IgG1 单克隆抗体，能够精准将药物递送至 HER3 表达的癌细胞，实现靶向杀伤并提升治疗效果。DB-1310 的 DAR 为 8，支持高浓度细胞毒素的精准释放，增强抗肿瘤活性。临床前研究结果显示，DB-1310 相比帕曲妥单抗，在 HER3 结合亲和力和内吞效率上均具有显著优势，在 HER3 低表达模型中的疗效优于 U3-1402，为后续临床应用奠定了良好基础。

积极推进在 NSCLC 和乳腺癌多种亚型中的开发，联合 AZ 探索前线疗法。在 I/IIa 期临床试验中，DB-1310 作为单药在既往接受标准治疗失败的晚期或转移性 EGFR 突变 NSCLC 患者中展现出良好的抗肿瘤活性。截至 2024 年 5 月 17 日，在 1.5 至 5.5 mg/kg 剂量水平下，18 例 EGFR 突变 NSCLC 患者中 uORR 及 DCR 分别达到 39% 及 94.4%。同时，DB-1310 展现出良好的耐受性，3 级或以上 TEAE 的发生率为 29.8%。25 年 4 月 25 日，公司公布与阿斯利康达成合作，阿斯利康将向映恩生物提供奥希替尼开展一项 I/II 期探索性研究，用于评估 DB-1310 与奥希替尼二线联合治疗 EGFR 突变晚期 NSCLC 的潜力。

表 12：HER3 ADC 治疗 NSCLC 数据比较

试验药	U3-1402	SHR-A2009	DB-1310
企业	第一三共/默沙东	恒瑞医药	映恩生物
试验阶段	II 期	I 期	I/II 期
治疗线数	三线	2L+	2L+
人数	N=225	N=103	境内：30 全球：56
分组特征	Previous 3G ALL(N=225) EGFR TKI (N=209)	All doses-Overall(N=87) PBC treated(N=47)	All doses-Prior 9.0 mg/kg-Overall(N=49) EGFRm NSCLC(N=18)

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

ORR	29.8% (95%CI, 23.9-36)	29.2% (95%CI, 23.1-35.9)	39.1% (95%CI, 28.8-50.1)	38.3% (95%CI, 24.5-53.6)	46.9% (95%CI, 32.5-61.7)	39%(1.5-5.5mg/kg) 50% (4.5mg/kg) 100% (5.5mg/kg)
mPFS	5.5months (95%CI, 5.1-5.9)	5.5months (95%CI, 5.1-6.4)	6.7months (95%CI, 4.8-9.7)	-	9.6months (95%CI, 5.7-12.4)	-
mOS	11.9months (95%CI, 11.2-13.1)	11.9months (95%CI, 10.9-13.1)	-	-	-	-
DCR	73.8% (95%CI, 67.5-79.4)	72.7% (95%CI, 66.2-78.6)	86.2% (95%CI, 77.2-92.7)	85.1% (95%CI, 71.7-93.8)	93.9% (95%CI, 83.1-98.7)	94.4%(1.5-5.5mg/kg) 100% (4.5mg/kg) 100% (5.5mg/kg)
mDoR	6.4months (95%CI, 4.9-7.8)	6.4months (95%CI, 5.2-7.8)	7.0months (95%CI, 4.2-8.5)	8.4months (95%CI, 3.0-NR)	8.2months (95%CI, 3.1-NR)	-
TEAE	65.3% (≥grade 3)			56.3% (≥grade 3)		29.8% (≥grade 3) 中性粒细胞减少 (29.8%)、恶心(28.1%)、贫 血(26.3%)、血小板减少 (24.6%)、白细胞减少 (21.1%)

资料来源: Insight, 中信建投证券

4.2 DB-1305: 新一代 TROP2 ADC, 探索联用双抗潜力

新一代 TROP2 靶向 ADC, 早期数据展现应用潜力。 DB-1305 由人源化抗 TROP2 IgG1 单抗、可裂解四肽连接子及专有的 DNA 拓扑异构酶 I 抑制剂 P1021 偶联构成, DAR 值为 4。DB-1305 可选择性靶向 TROP2 表达的肿瘤细胞, 通过结合并内吞后释放 P1021 阻断肿瘤细胞增殖。同时, DB-1305 具备旁观者效应, 能够杀伤邻近未高表达 TROP2 的肿瘤细胞, 进一步提升整体抗肿瘤效果。2023 年 8 月, 公司与 BioNTech 签订许可及合作协议, 加速 DB-1305 的全球开发与商业化进程。

DB-1305 聚焦差异化布局, 并有望通过联合疗法成为 NSCLC、OC、CC 及 TNBC 的一线治疗新选择。 在与 BioNTech 合作推进的晚期实体瘤 I/IIa 期全球临床试验中, DB-1305 在 NSCLC 患者中展现出初步疗效。截至 2023 年 4 月 7 日, 整体人群中的 uORR 为 30.4%, uDCR 为 87.0%。在 23 名完成基线后肿瘤评估的患者中, NSCLC 亚组的 uORR 达 46.2%, uDCR 为 92.3%, 显示出积极的治疗信号。安全性方面, DB-1305 的 MTD 确定为 5 mg/kg, 3 级及以上 TRAE 发生率为 34.1% (15/44), 整体安全可控。此外, 2024 年 10 月, DB-1305 已获得中国国家药监局 IND 批准, 启动与 PD-L1/VEGF 双抗 BNT327 联合治疗晚期或转移性实体瘤患者的 I/IIa (NCT05438329) 期临床研究, 进一步加快全球开发步伐。

25 年 4 月, AACR 上一项临床前研究分析了 DB-1305 与 BioNTech 的 PD-L1/VEGF-A 双抗联合治疗效果。临床前数据显示, 在肿瘤模型中, 联合用药相较单药展现出更强的抗肿瘤活性。在 67 名晚期/转移性实体瘤患

者的初步临床数据中，显示该联合疗法具有可控的安全性特征，重叠毒性发生率低且停药率仅 4.5%。此外，报告包含了一组经 2-4 治疗的铂耐药卵巢癌（PROC）患者的早期疗效数据，在 13 名可评估疗效患者中，联合疗法显示出早期抗肿瘤活性，其中 7 例患者达到 PR，3 例患者 SD。

表 13：TROP2 ADC 治疗 NSCLC 数据比较

产品	Datopotamab deruxtecan			Sacituzumab tirumotecan		DB-1305	
企业	第一三共/阿斯利康			科伦博泰/默沙东		映恩生物/BioNTech	
试验阶段	II 期			III 期		I/II 期	
治疗线数	2L+			3L		2L+	
人数	N=100			N=137		N=44	
分组特征	ALL(N=100)non-squamous squamous			SKB264 5 mg/kg Q3W(N=91)		ALL	NSCLC(N=30)
ORR	28.0%	32.9%	5.0%	41.8%	15.6%	30.4%	46.2%
mPFS	3.6months (95%CI, 2.6-6.0)	4.8months (95%CI, 2.6-6.1)	2.9months (95%CI, 1.9-3.5)	BIRC: 6.9 months 研究者: 7.9 months	BIRC: 2.8 months 研究者: 2.8 months	-	-
mOS	11.9months (95%CI, 7.5-14.6)	12.6months (95%CI, 9.5-15.4)	6.3months (95%CI, 3.5-9.1)	NR HR = 0.49; RPSFT 模型校正: NR VS 9.3months HR = 0.36		-	-
DCR	75.0%	-	-	-	-	87.0%	92.3%
MTD	-	-	-	-	-	-	5mg/kg
TEAE	25.0% (≥grade 3)			-	-	34.1% (≥grade 3), 包括口腔炎(22.7%)、恶心(2.3%)及黏膜炎(2.3%)	

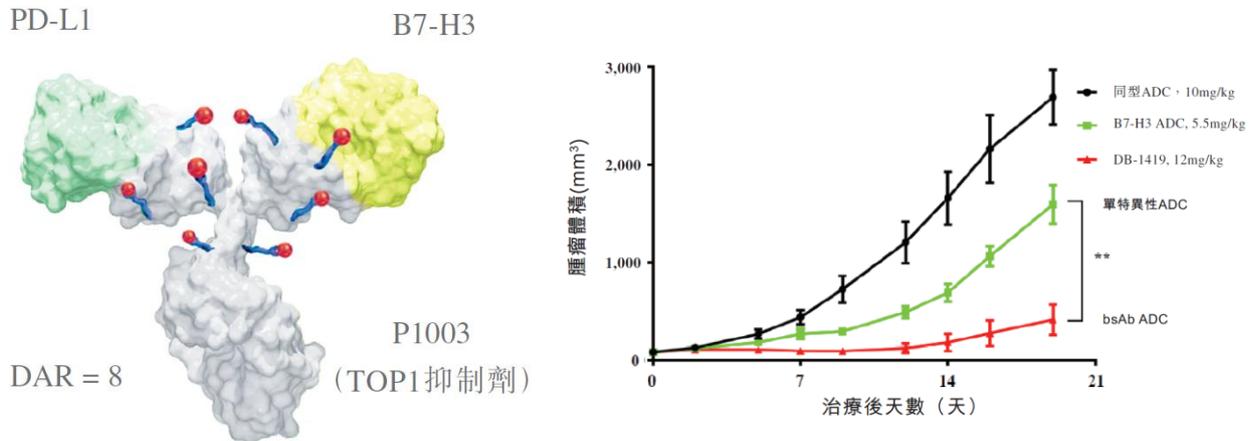
资料来源: Insight, 中信建投证券

4.3 DB-1419: 潜在全球同类首创 B7H3 x PD-L1 BsADC

DB-1419 由人源化 B7-H3/PD-L1 双特异性抗体，通过一个可裂解连接子与 P1003 共价连接而成，DAR 值为 8，是目前全球唯一一款处于临床开发的 B7-H3xPD-L1 双抗 ADC。DB-1419 结合了有效载荷介导的细胞毒性和抗体介导的免疫治疗活性，可同时将毒素传递至肿瘤细胞且调节 T 细胞活化，从而产生潜在的“ADC+IO”协同抗肿瘤效应。在临床前研究的同源模型和免疫重建模型中，DB-1419 表现出优于 B7-H3 ADC 的疗效。

2024 年 DB-1419 获得 FDA 及 CDE IND 批准，9 月启动了 DB-1419 的 I/IIa 期全球临床试验，计划探索 DB-1419 在包括 SCLC、HCC、NSCLC、黑色素瘤、ESCC 和 TNBC 等各种实体瘤中的潜力，预计 26 年有望有初步数据读出。

图 15: DB-1419 分子设计及临床前疗效



数据来源: 映恩生物招股书, 中信建投证券

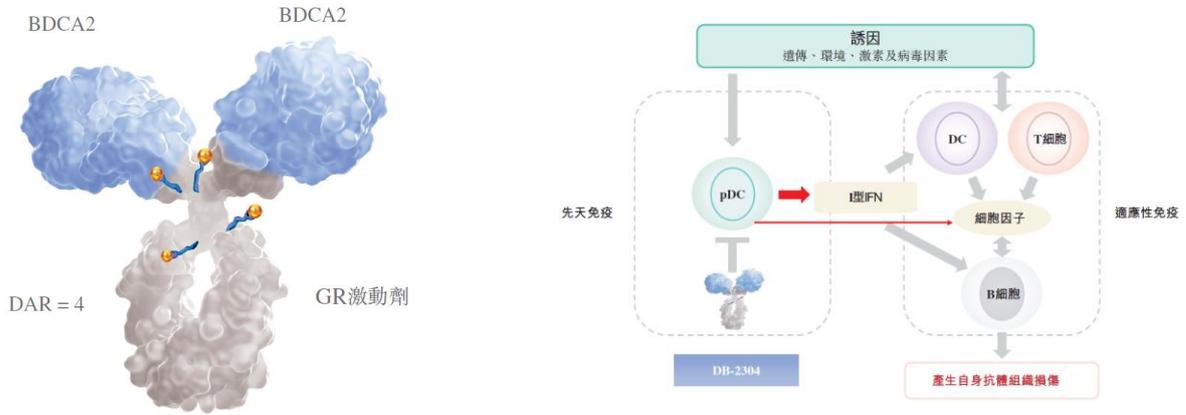
4.4 DB-2304: 潜在同类首款自免 ADC

SLE是一种复杂且以免疫系统失调为特征的自身免疫性疾病, 会导致大范围炎症及组织损伤。尽管系统性红斑狼疮的发病机制是异质的, 但浆细胞样树突细胞 (pDCs) 异常产生 I 型干扰素和促炎细胞因子仍是其中的关键因素, 靶向 IFN-I 通路已被证实为治疗 SLE 的有效方法。BDCA2 是一种在 pDC 上表达的独特的受体, 当 BDCA2 与 mAb 结合时, 与单抗结合的 BDCA2 会诱导其内化, 从而抑制 pDC 中的 IFN 产生。目前常用的糖皮质激素 (GC) 可以与细胞质中的糖皮质激素受体 (GR) 结合, 结合配体的 GR 可以转移到细胞核, 在那里它作为转录因子与 GC 反应元件 (GC response element: GRE) 结合, 以调节基因表达。由于糖皮质激素受体几乎在所有有核细胞中表达, 因此糖皮质激素仍然是炎症和自身免疫病理治疗的主要手段。然而高剂量或长期系统使用糖皮质激素可能会带来不良副作用。

DB-2304 有望通过双重机制重塑 SLE/CLE 治疗方式。 DB-2304 是一种靶向 BDCA2 的 ADC, 利用新型 BDCA2 靶向抗体, 结合专有的 GR 激动剂有效载荷, DAR 值为 4。其抗体与 BDCA2 的结合有助于抑制 pDC 活化及 IFN-I 产生。而与 BDCA2 结合后, DB-2304 被内吞到 pDC 中, 并于其中释放 GR 激动剂有效载荷。进一步通过 GR 激动剂促进抑制促炎细胞因子分泌的糖皮质激素反应基因的转录。使用 BDCA2-ADC 有望通过三种方式避免全身 GC 暴露的副作用: 1) ADC 在人体血浆中保持稳定, 不会将结合的 GC 载荷释放到循环中了; 2) BDCA2-ADC 仅与 BDCA2 阳性细胞结合并进入, 而 BDCA2 仅在浆细胞样树突细胞上主要表达; 3) GC 载荷具有快速清除的药代动力学特征, 从而减少了非靶向毒性效应。

全球 I 期临床已在进行中。 公司于 2024 年 10 月在澳大利亚启动 DB-2304 I 期研究, 包括健康志愿者的单次递增剂量 SAD 及 SLE/CLE 患者的多次递增剂量 MAD 试验。目前已获得 FDA 及 CDE 有关 DB-2304 的 IND 批准, 预计于 2026 年完成 DB-2304 的 I 期全球临床试验。

图 16: DB-2304 分子设计及作用机制



数据来源：映恩生物招股书，中信建投证券

五、盈利预测与估值

5.1 销售收入预测

5.1.1 DB-1303 销售预测

我们预测 DB-1303 从 2027 年开始商业化，风险调整后首年营业收入 0.73 亿元，风险调整后销售峰值于 2035 年达到 9.63 亿元；DB-1303 海外权益归属 BioNTech，我们预计从 2026 年开始商业化，美国地区风险调整后销售峰值于 2035 年达到 116.5 亿人民币，假设全球其他地区销售额为美国地区 25%，则合并海外风险调整后销售峰值于 2035 年达到 145.6 亿人民币；假设映恩生物销售分成比例为 10%，则归属于公司 DB-1303 销售收入 24.2 亿元。具体主要关键假设如下：

(1) 适应症获批时间：假设国内 HER2+ BC 2L+ 27 年获批，HER2+ EC 2L+ 28 年获批，HER2 低表达 BC 1L+ 28 年获批，HER2+ BC 1L 29 年获批；假设美国 HER2+ EC 2L+ 26 年获批，HER2 低表达 BC 1L 28 年获批，HER2+ BC 1L 30 年获批。

(2) 国内乳腺癌适应症假设：国内乳腺癌发病率预期将由 2023 年的 59.15 人/十万人增长至 2032 年的 71.38 人/十万人，年增长率由 2.5% 逐渐放缓至 2%。预期乳腺癌患者数将由 2023 年 40.9 万人增长至 2035 年的 51.3 万人。HER2+ 患者占比约 22.5%，晚期治疗患者比例约 50%，2L+ 患者占比 90%。DB-1303 在 1L 及 2L+ 人群中渗透率逐渐增长至 4% 和 8%。HER2 低表达患者占比 50%，其中晚期患者占比 50% 左右。DB-1303 在 HR+/HER2- 患者中渗透率约 8%。

(3) 国内 EC 适应症假设：国内 EC 患者数预计将由 2022 年的 7.78 万人增长至 2035 年的 9.43 万人，其中 HER2 表达患者占比 74%，晚期患者占比 15%，2L+ 患者占比 90%，DB-1303 渗透率约 20%。

(4) 美国乳腺癌适应症假设：美国乳腺癌新发患者数预计将由 2023 年的 30.1 万人增长至 2035 年的 41.7 万人，年增长率逐渐降低至 2.5%。HER2+ 患者占比约 22.5%，晚期治疗患者比例约 50%。DB-1303 在 1L 人群中渗透率逐渐增长至 3%。HER2 低表达患者占比 50%，其中晚期患者占比 50% 左右。DB-1303 在 HR+/HER2-

患者中渗透率约 10%。

(5) 美国 EC 适应症假设：美国 EC 患者数预计将由 2022 年的 6.6 万人增长至 2035 年的 9.3 万人，其中 HER2 表达患者占比 74%，晚期患者占比 15%，2L+ 患者占比 90%，DB-1303 渗透率约 20%。

(6) 价格假设：参考国内目前已上市海外 ADC 医保后价格以及国产 ADC 医保前/医保后价格，我们假设其首年上市价格约 30 万/年，次年首次进入医保降价 50%，最终价格约 10 万/年；美国假设其首年上市价格约 200 万/年，并以每年 1% 幅度小幅上升。

(7) 风险调整：给予国内 HER2+ EC 上市成功率 90%，HER2+ BC 2L+ 上市成功率 75%，HER2 低表达 BC 上市成功率 70%，HER2+ BC 1L 上市成功率 30%；假设美国 HER2+ EC 上市成功率 90%，HER2 低表达 BC 上市成功率 70%，HER2+ BC 1L 上市成功率 20%。

表 14: DB-1303 销售额预测 (百万元)

DB-1303 收入预测	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
中国										
HER2 表达 EC			18.97	43.91	70.56	88.45	104.97	107.55	109.80	117.64
HER2 低表达 BC			84.92	164.29	238.31	307.28	371.34	430.72	485.71	536.55
HER2+BC 2L+		73.35	74.71	108.39	139.76	168.95	196.00	221.03	244.16	236.00
HER2+BC 1L+				22.23	25.80	31.19	40.21	48.58	56.34	72.62
中国合计		73.35	178.60	338.82	474.44	595.88	712.53	807.87	896.02	962.80
美国										
HER2 表达 EC	175.10	359.65	565.18	780.90	1112.68	1467.48	1846.56	2251.19	2330.55	2412.70
HER2 低表达 BC			335.27	696.20	1445.71	3002.10	4661.88	6434.95	7494.50	8620.76
HER2+BC 1L+				82.88	129.08	178.70	277.49	383.03	495.67	615.77
其他实体瘤					59.28	132.15	224.11	373.74	538.07	706.28
美国合计	175.10	359.65	900.45	1559.99	2687.46	4648.28	6785.93	9069.17	10320.72	11649.23
全球其他地区	43.77	89.91	225.11	390.00	671.87	1162.07	1696.48	2267.29	2580.18	2912.31
DB-1303 合计	218.87	522.92	1304.17	2288.81	3833.77	6406.22	9194.94	12144.34	13796.92	15524.34

资料来源：中信建投证券

5.1.2 DB-1311 销售预测

我们预测 DB-1311 从 2028 年开始商业化，风险调整后首年营业收入 4.67 亿元，风险调整后销售峰值于 2032 年达到 14.34 亿元；DB-1303 海外权益归属 BioNTech，目前尚未行权，我们预计从 2028 年开始商业化，美国地

区风险调整后销售峰值于 2035 年达到 83.9 亿人民币，假设全球其他地区销售额为美国地区 25%，则合并海外风险调整后销售峰值于 2035 年达到 104.9 亿人民币；假设映恩生物销售分成比例为 10%，则归属于公司 DB-1311 销售收入 24.8 亿元。具体主要关键假设如下：

(1) 适应症获批时间：假设国内及海外 mCRPC、SCLC 以及 ESCC 适应症均 28 年获批

(2) mCRPC 适应症假设：国内 mCRPC 患者数将由 2023 年 5.05 万人增长至 2035 年的 7.94 万人。B7H3 表达患者占比 93%，假设末线治疗患者比例约 50%，DB-1311 峰值渗透率 20%。美国 mCRPC 患者数将由 2023 年 33.5 万人增长至 2035 年的 36.3 万人。B7H3 表达患者占比 93%，假设末线治疗患者比例约 50%，DB-1311 峰值渗透率 16%。

(3) SCLC 适应症假设：国内肺癌新发患者数预期将由 2023 年的 110.5 万人逐渐增长至 2035 年 179.2 万人，其中 SCLC 患者占比 15%，B7H3 过表达患者占比 65%，假设 2 线治疗患者比例约 60%，DB-1311 峰值渗透率 18%。美国 SCLC 患者数将由 2023 年 3.6 万人增长至 2035 年的 4.0 万人。B7H3 过表达患者占比 65%，假设 2 线治疗患者比例约 60%，DB-1311 峰值渗透率 15%。

(4) 价格假设：我们假设 DB-1311 国内首年上市价格在 30 万/年，次年进入医保降价至 20 万/年，降价后最终价格约 10 万/年。美国假设其首年上市价格约 200 万/年，并以每年 1% 幅度小幅上升。

(5) 风险调整：给予 mCRPC 末线适应症上市成功率 50%，SCLC 2L+ 上市成功率 50%，ESCC 2L+ 上市成功率 20%。

表 15:DB-1311 销售额预测（百万元）

DB-1311 收入预测	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
中国										
mCRPC 末线			98.17	158.60	245.55	285.56	323.83	360.30	394.91	407.28
2L SCLC			119.01	206.48	326.72	444.28	519.25	591.95	662.82	693.39
2L ESCC			249.99	179.88	250.95	269.57	287.03	303.51	319.03	333.63
合计			467.18	544.97	823.22	999.40	1130.11	1255.75	1376.76	1434.30
美国										
mCRPC 末线			392.60	1199.09	2034.62	3297.81	4593.57	5922.54	6428.26	6946.15
2L SCLC			61.06	186.86	317.69	518.52	727.30	876.81	963.24	1052.78
2L ESCC			21.69	66.91	114.66	188.62	266.67	323.08	356.68	391.77
合计			475.35	1452.86	2466.97	4004.95	5587.53	7122.42	7748.17	8390.70
全球其他地区			118.84	363.21	616.74	1001.24	1396.88	1780.61	1937.04	2097.68
DB-1311 合计			1061.36	2361.04	3906.93	6005.59	8114.53	10158.78	11061.98	11922.67

资料来源：中信建投证券

5.1.3 销售预测汇总

除上述产品外公司在研产品还包括处于 II 期阶段的 DB-1305，处于 I 期阶段的 DB-1310、DB-1312 以及

DB-1419 等产品。综合以上销售预测，预计公司 2035 年风险调整后销售收入为 65.0 亿元。

表 16: 映恩生物收入预测汇总（百万元）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
DB-1303			73.35	178.60	338.82	474.44	595.88	712.53	807.87	896.02	962.80
DB-1311				467.18	544.97	823.22	999.40	1130.11	1255.75	1376.76	1434.30
DB-1310						146.52	247.91	412.68	495.91	634.34	716.41
DB-1305				9.62	12.13	18.59	24.49	29.86	32.69	35.22	37.49
分成收入		21.89	44.96	174.60	384.65	657.97	1103.96	1577.98	2061.68	2300.06	2550.29
里程碑	750	750	800	800	800	800	800	800	800	800	800
总计	750.00	771.89	918.31	1630.00	2080.56	2920.75	3771.64	4663.15	5453.90	6042.41	6501.28

资料来源：中信建投证券

5.2 盈利预测

关键费用假设：

(1) 毛利率假设：公司大部分产品为创新药，毛利率较高，此外还有较多潜在里程碑费用，综合考虑假设公司毛利率逐渐上升并维持较高水平，最终接近 90%。

(2) 费用率假设：公司从 2027 年起有产品上市销售，首个产品国内销售与三生合作，公司计入全部账单，服务费计入销售费用，销售费用率随产品开始销售经历先上升后下降的过程，预期最终稳定在 20% 左右；管理费用稳步增长，费用率最终稳定在 10% 左右；研发投入逐年增加，研发费用增长最终稳定在 10%，研发费用率最终稳定在 22% 左右。

根据以上假设，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 7.5/7.7/9.2 亿元，归母净利润分别为-4.1/-5.0/-6.5 亿元，预期亏损仍在扩大主要由于成长期预期费用增长仍超过公司营收增长。

表 17: 映恩生物利润表预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1786.54	1941.26	750.00	771.89	918.31
YoY (%)	-	8.66	-61.37	2.92	18.97
营业成本	427.66	1156.59	187.50	192.97	229.58
毛利率 (%)	76.10	40.42	75.00	75.00	75.00
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	-183.66
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	20.00%
管理费用+研发费用	621.56	995.42	1,053.67	1,149.54	1,216.69
管理费用+研发费用率	34.79%	51.28%	140.49%	148.93%	132.49%
财务费用	34.30	47.86	80.00	70.00	60.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

营业利润	771.62	-162.89	-411.17	-500.63	-651.62
其他非经营损益	-973.87	-851.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	-202.25	-1,014.55	-411.17	-500.63	-651.62
所得税	155.26	35.89	0.00	0.00	0.00
净利润	-357.51	-1,050.43	-411.17	-500.63	-651.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-357.51	-1,050.43	-411.17	-500.63	-651.62

资料来源: ifind, 中信建投证券

5.3 公司估值

采用 DCF 法对公司进行估值。

假设采用十年期国债收益率 1.66% 为无风险收益率, 假设市场预期回报率为 9.0%, 公司近一年 beta 系数为 1.0; 短期利率参考一年期央行 LPR 为 3.1%, 长期利率为 3.6%, 假设债务资本成本 K_d 有一定上浮为 5.0%, 远期债务资本比重为 0%; 股权资本成本 K_e 计算可得为 9.0%, 由此计算 WACC 为 9.0%。

第一阶段 2025-2027 年, 公司仍处于亏损扩大状态; 随后两年得益于产品销售的放量和海外销售分成增长, 公司亏损收窄, 在 2030 年实现盈利, 2030-2035 年盈利快速增长; 第三阶段为 2035 年以后, 公司进入稳定增长阶段, 假设永续增长率为 3.0%。

基于以上假设, 我们认为公司当前合理市值为 216.5 亿港元, 对应合理目标价为 253.41 港元/股。

表 18: DCF 模型关键假设

指标	假设
无风险利率 R_f	1.66%
市场预期回报率 R_m	9.0%
β 系数 (参考值)	1.0
股权成本	9.00%
债权成本	5.00%
债务资本比重	0%
WACC	9.0%
永续增长率	3.0%

资料来源: wind, 中信建投证券

表 19: 映恩生物 DCF 估值表 (百万人民币)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	-411.17	-500.63	-651.62	-396.67	-143.18	313.77	743.46	1309.20	1814.33	2230.59	2525.10
所得税率	0	0	0	0	0	15%	15%	15%	15%	15%	15%
EBIT*(1-所得税率)	-411.17	-500.63	-651.62	-396.67	-143.18	266.71	631.94	1112.82	1542.18	1896.00	2146.34

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

折旧及摊销	1.85	1.94	2.04	2.14	2.25	2.36	2.48	2.60	2.73	2.87	3.01
营运资本变化 (增加-/减少 +)	546.88	-5.47	-36.61	-96.42	-90.11	-168.04	-94.75	-160.47	21.28	-88.28	256.23
净资本开支	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-22
FCFF	115.56	-526.16	-708.19	-512.95	-253.05	79.03	517.67	932.95	1544.19	1788.59	2383.58
FCFF 现值	115.56	-482.71	-596.07	-396.09	-179.27	51.36	308.67	510.36	774.98	823.52	924.47
自由现金流现 值加总	1854.77										
自由现金流终 值现值	15869.9	9									
企业价值	17724.7	7									
加：现金	2700.00										
减：带息债务	0.00										
股权价值	20424.7	7									
除：总股本(股)	8543646	4									
每股价值(元)	239.06										
每股价值(港 元)	253.41										

资料来源：中信建投证券；CNY/HKD=1.06

表 20: DCF 敏感性分析

WACC	永续增长率						
	2.40%	2.60%	2.80%	3.00%	3.20%	3.40%	3.60%
8.40%	265.12	272.68	280.77	289.46	298.81	308.92	319.87
8.60%	254.20	261.15	268.57	276.53	285.08	294.28	304.22
8.80%	244.00	250.41	257.24	264.55	272.37	280.78	289.83
9.00%	234.47	240.38	246.69	253.41	260.59	268.29	276.56
9.20%	225.53	231.01	236.83	243.03	249.64	256.71	264.28
9.40%	217.15	222.23	227.62	233.35	239.44	245.95	252.90
9.60%	209.27	213.99	218.99	224.29	229.92	235.92	242.32

资料来源：中信建投证券

六、投资评价和建议

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

我们预计映恩生物 2025-2027 年营收分别为 7.5/7.7/9.2 亿元，归母净利润分别为-4.1/-5.0/-6.5 亿元。公司四大研发平台积极布局各类药物，DITAC 平台产品进度领先，多次完成对外授权，DIMAC 及 DIBAC 平台产品陆续进入临床，有望跑出全球 FIC 类产品。采用 DCF 估值法对公司进行估值。我们认为公司当前对应合理市值 216.50 亿港元，对应合理目标价为 253.41 港元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险分析

行业政策风险：因为行业政策调整（政府集采、医保政策、创新药上市审评政策出现重大变化）带来的研究设计要求变化、价格变化、带量采购政策变化、医保报销范围及比例变化等风险。

研发不及预期风险：在产品研发过程中,因设计、计划、组织、协调、控制等环节失误而造成研发周期延长、成本上升或研发失败的风险。新药物在研发过程中，存在临床入组进度不确定、疗效结果及安全性结果数据不确定等风险。

审批不及预期风险：审批过程中存在资料补充、审批流程变化等因素导致的审批周期延长等风险。

销售不及预期风险：药新上市药品面临市场准入、市场接受能力、产品竞争能力、产品竞争格局以及市场需求变动等风险，上市产品销售存在不及预期风险。

敏感性分析：目前预期 2035 年产品销售峰值合计约 31.5 亿元，产品海外销售分成收入 25.5 亿元。公司 DB-1303 差异化布局 HER2+ EC 以及 HER2 低表达乳腺癌适应症，有望在海外率先上市；DB-1311 为进度领先的 B7H3 ADC，24 年底 ESMO 上公布的早期数据显示出在 CRPC 以及 SCLC 领域出色的竞争力，25 年有望进入关键临床。如果 DB-1303 以及 DB-1311 国内或者海外临床进度不及预期，部分适应症获批进度不及预期，产品定价不及预期或者降价幅度超过预期，则产品销售增长速度和销售峰值可能会低于预测值。目前预计 2035 年公司产品销售峰值合计约 31.5 亿元，产品海外销售分成收入 25.5 亿元，公司净利润约 21.5 亿元。若公司产品销售收入不及预期，国内销售峰值及海外分成减少 20%，公司净利润将降至 15.6 亿元，同比下降约 27.4%。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,333.90	1,909.84	4,809.16	4,668.93	5,525.15
现金	1,173.53	1,254.06	3,654.14	3,480.20	4,110.93
应收票据及应收账款合	100.80	379.02	282.92	291.17	346.41
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	27.02	24.60	774.60	797.21	948.44
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	32.53	252.16	97.50	100.35	119.38
非流动资产	166.01	180.39	170.94	161.50	152.05
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	12.31	13.07	12.25	11.43	10.61
无形资产	59.69	51.76	43.13	34.51	25.88
其他非流动资产	94.01	115.56	115.56	115.56	115.56
资产总计	1,499.91	2,090.22	4,980.10	4,830.43	5,677.20
流动负债	2,561.25	3,871.57	7,172.62	7,523.57	9,021.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	234.81	670.91	105.86	108.95	129.61
其他流动负债	2,326.43	3,200.66	7,066.76	7,414.62	8,892.34
非流动负债	62.58	240.55	240.55	240.55	240.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	62.58	240.55	240.55	240.55	240.55
负债合计	2,623.82	4,112.12	7,413.17	7,764.12	9,262.51
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.01	0.01	1,000.01	2,000.01	3,000.01
资本公积	-1,123.92	-2,021.91	-3,021.91	-4,021.91	-5,021.91
留存收益	0.00	0.00	-411.17	-911.79	-1,563.41
归属母公司股东权益	-1,123.91	-2,021.90	-2,433.07	-2,933.69	-3,585.31
负债和股东权益	1,499.91	2,090.22	4,980.10	4,830.43	5,677.20

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	816.34	285.78	2320.08	-243.94	570.72
净利润	-357.51	-1,050.43	-411.17	-500.63	-651.62
折旧摊销	4.99	7.87	9.45	9.45	9.45
财务费用	-34.30	-47.86	-80.00	-70.00	-60.00
其他经营现金流	1,203.16	1,376.21	2,801.80	317.24	1,272.89
投资活动现金流	-78.55	-211.15	0.00	0.00	0.00
资本支出	-24.60	-146.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-53.95	-64.35	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	10.82	-7.62	80.00	70.00	60.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	10.82	-7.62	80.00	70.00	60.00
现金净增加额	748.60	67.01	2,400.08	-173.94	630.72

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,786.54	1,941.26	750.00	771.89	918.31
营业成本	427.66	1,156.59	187.50	192.97	229.58
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	183.66
管理费用	621.56	995.42	1,053.67	1,149.54	1,216.69
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-34.30	-47.86	-80.00	-70.00	-60.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	771.62	-162.89	-411.17	-500.63	-651.62
其他非经营损益	-973.87	-851.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	-202.25	-1,014.55	-411.17	-500.63	-651.62
所得税	155.26	35.89	0.00	0.00	0.00
净利润	-357.51	-1,050.43	-411.17	-500.63	-651.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-357.51	-1,050.43	-411.17	-500.63	-651.62
EBITDA	-231.56	-1,054.54	-481.72	-561.18	-702.17
EPS (元)	-4.18	-12.29	-4.81	-5.86	-7.63

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	11158.75	8.66	-61.37	2.92	18.97
净利润(%)	7.64	-193.82	60.86	-21.76	-30.16
获利能力					
毛利率(%)	76.06	40.42	75.00	75.00	75.00
净利率(%)	-20.01	-54.11	-54.82	-64.86	-70.96
ROE(%)	31.81	51.95	16.90	17.06	18.17
ROIC(%)	-48.54	11.72	15.94	9.49	11.23
偿债能力					
资产负债率(%)	174.93	196.73	148.86	160.73	163.15
净负债比率(%)	104.42	62.02	150.19	118.63	114.66
流动比率	0.52	0.49	0.67	0.62	0.61
速动比率	0.51	0.43	0.66	0.61	0.60
营运能力					
总资产周转率	1.19	0.93	0.15	0.16	0.16
应收账款周转率	17.72	5.12	2.65	2.65	2.65
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-4.18	-12.29	-4.81	-5.86	-7.63
每股经营现金流(最新)	9.55	3.34	27.16	-2.86	6.68
每股净资产(最新摊薄)	-13.15	-23.67	-28.48	-34.34	-41.96
估值比率					
P/E	-49.56	-16.87	-43.10	-35.39	-27.19
P/B	-15.77	-8.76	-7.28	-6.04	-4.94
EV/EBITDA	4.29	1.00	-423.11	-733.09	-880.39

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind金牌分析师医药行业第4名。2019年Wind金牌分析师医药行业第1名。2018年Wind金牌分析师医药行业第3名，第一财经最佳分析师医药行业第1名。2021年新财富最佳分析师医药行业第五名。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk