

和铂医药-B (02142.HK)

强烈推荐 (首次)

全球生物医药研发引擎，昂首阔步迈入 3.0 阶段

和铂医药拥有全球稀缺的全人源抗体平台，并基于此开发出多个优质项目，商业模式上以多种形式积极对外授权合作，定位全球生物医药研发引擎。首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

- 和铂医药：全球生物医药研发引擎，3.0 阶段扬帆起航。** 2024-2028 年为跨国药企专利悬崖的高峰期，叠加国际上对药价管控愈发严格的趋势，无论是跨国药企，抑或是海外 Biotech 公司，对优质创新药项目均存在广泛的需求。和铂医药定位于全球生物医药研发引擎，历经 9 年时间发展，早期研发项目已经与全球大型制药公司、领先创新药公司以及 AI 药研公司（如阿斯利康、辉瑞、Candid Tx、Windward、英矽智能等）展开广泛、紧密的战略合作。合作方向覆盖所有机制，涉足多个领域，包括抗体+、ADC、细胞基因治疗、AI 等。疾病领域布局肿瘤、代谢、自身免疫等。合作模式灵活，合作开发、对外授权，Newco 等形式均有采用。商业模式上，公司已经形成“平台服务费+首付款+里程碑款+销售分成”的稳定模式，为公司持续贡献现金流。
- 诺纳生物平台价值凸显，公司研发管线高效推进。** 和铂医药全资子公司诺纳生物拥有全球知识产权保护的、技术领先的全人源抗体平台 Harbour Mice。基于此，公司开发出 HCAb、抗体+、XDC、细胞治疗、基因治疗等多个平台产品，同时公司布局 AI 创新平台。在具体研发项目上，公司引进的靶向 FcRn 靶点的巴托利单抗针对重症肌无力适应症国内已经递交 BLA，III 期临床结果显示其具有良好的有效性与安全性。公司的长半衰期全人源 TSLP 单抗 HBM9378 针对哮喘适应症已经推进至 II 期临床，同时已经完成授权出海。公司的 BCMA x CD3 TCE 项目 HBM7020 可以有效清除表达 BCMA 靶点的细胞，在自身免疫疾病领域具有巨大潜力。在抗肿瘤领域，公司的全人源仅重链 CTLA-4 抗体 HBM4003 正在探索联用 PD-1 抑制剂在结直肠癌适应症上的潜力，空间大，临床需求强烈。
- 给予“强烈推荐”投资评级。** 我们看好公司抗体平台的潜力与对外不断合作的未来空间，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 11.7、7.7、10.4 亿元，归母净利润分别为 5.5、2.1、4.1 亿元，对应 PE 分别为 12x、30x、16x。对公司进行 DCF 估值，WACC 取 10%，永续增长取 2%，公司合理估值为 97.6 亿元人民币。首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：研发不及预期风险、商业化不及预期风险、国际环境变化风险、对外合作风险、非港股通公司风险。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	635	274	1169	769	1035
同比增长	123%	-57%	327%	-34%	35%
营业利润(百万元)	152	(28)	590	195	422
同比增长	-118%	-119%	-2191%	-67%	116%
归母净利润(百万元)	161	20	552	212	407
同比增长	-117%	-88%	2663%	-62%	92%
每股收益(元)	0.19	0.02	0.65	0.25	0.48
PE	39.3	318.1	11.5	29.9	15.6
PB	7.5	7.1	4.4	3.8	3.1

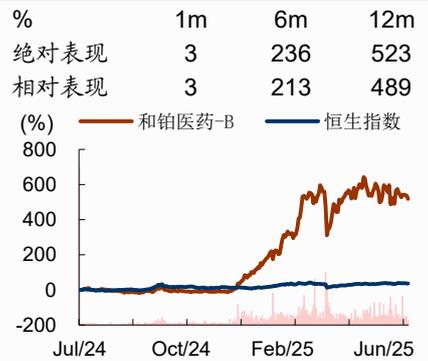
资料来源：公司数据、招商证券

消费品/生物医药
 目标估值：NA
 当前股价：8.39 港元

基础数据

总股本 (百万股)	826
香港股 (百万股)	826
总市值 (十亿港元)	6.9
香港股市值 (十亿港元)	6.9
每股净资产 (港元)	0.2
ROE (TTM)	2.2
资产负债率	42.3%
主要股东	永丰利投资有限公司
主要股东持股比例	12.234%

股价表现



相关报告

- 梁广楷 S1090524010001
 lianguangkai@cmschina.com.cn
- 许菲菲 S1090520040003
 xufeifei@cmschina.com.cn
- 焦玉鹏 S1090523070004
 jiaoyupeng@cmschina.com.cn

正文目录

一、 和铂医药：全球生物医药研发引擎，3.0 阶段扬帆启航	4
1、 MNCs 急需优质早研项目补充，和铂医药定位全球生物医药研发引擎	4
2、 管理层产业背景深厚，和铂医药多个领域深入布局	5
3、 稳定持续商业模式，已然迎来价值重估	7
二、 诺纳生物平台价值凸显，公司研发管线高效推进	7
1、 Harbour Mice 抗体平台全面赋能抗体开发，技术平台升级面向下游多应用领域	7
2、 巴托利单抗针对重症肌无力患者疗效显著，已经递交 BLA 申请	11
3、 HBM9378：长半衰期全人源 TSLP 单抗，商业化前景广阔	13
4、 HBM7020：BCMAxCD3 TCE，自身免疫疾病领域巨大潜力	14
5、 HBM4003：与伊匹单抗相比安全性更优，联用 PD-1 积极探索结直肠癌适应症	15
三、 盈利预测与估值	17
四、 风险提示	19

图表目录

图 1：跨国药企“重磅炸弹”专利到期时间	4
图 2：和铂医药从 1.0 到 3.0 的跨越	5
图 3：和铂医药核心管理层	5
图 4：和铂医药股权结构与子公司	6
图 5：和铂医药研发管线	6
图 6：和铂医药商业模式飞轮	7
图 7：和铂医药 HCAb 平台	8
图 8：Harbour Mice 平台相关专利	9
图 9：基于 HBICE 平台的不同结构分子	9
图 10：和铂医药抗体+、ADC 2.0、AI 平台	10
图 11：抗体开发流程	11
图 12：巴托利单抗 III 期临床数据	12
图 13：重症肌无力国内竞争格局	12
图 14：TSLP 在哮喘中的信号通路	13

图 15: TSLP 靶点在哮喘适应症上的竞争格局	14
图 16: 不同靶点在 B 细胞上的表达情况.....	15
图 17: HBM7020 可有效清除表达 BCMA 的细胞	15
图 18: HBM4003 平台与作用机制.....	16
图 19: 和铂医药 DCF 估值模型 (百万元)	17
图 20: 和铂医药 DCF 模型敏感性测算 (亿元)	18
附: 财务预测表	20

一、和铂医药：全球生物医药研发引擎，3.0 阶段扬帆启航

1、MNCs 急需优质早研项目补充，和铂医药定位全球生物医药研发引擎

专利悬崖与药价管控成为 MNCs 药企潜在风险点，MNCs 急需优质研发管线补充。2024-2028 年是跨国药企原研药专利悬崖的高峰，根据统计 MNCs 重磅炸弹专利到期时间，可以预见其将面临较大的营业收入下滑风险敞口，同时叠加美国 IRA 法案与行政命令对药价管控的趋严，MNCs 急需补充早期研发管线。同时药物研发全球化已经成为趋势，不仅跨国药企，海外 Biotech 公司等合作需求同样愈发广泛。

图 1：跨国药企“重磅炸弹”专利到期时间

MNCs	药品名称	2024年销售额（亿美元）	专利到期时间
MSD	Keytruda	295	2028
	Gardasil	86	2028
	Lynparza	13	2027
	Lenvima	10	2025
BMS	Eliquis	133	2026
	Opdivo	93	2028
	Revlimid	58	2026
J&J	Darzalex	117	2029
	Stelara	104	2025
Novartis	Entreto	78	2025
	Cosentyx	61	2029
	Mekinist	21	2027
	Lutathera	7	2025
Pfizer	Eliquis	74	2026
	Prevnar13	64	2026
	Ibrance	44	2027
	Xtandi	20	2027

资料来源：USPTO、招商证券

和铂医药对外广泛合作，模式灵活，定位全球生物医药研发引擎。和铂医药成立于 2016 年，经过 9 年时间发展，从 1.0 阶段跨越至 3.0 阶段。从自研+引进项目发展成为可持续盈利的全球化生物医药引擎。和铂医药优质的早期研发项目已经与全球大型制药公司、领先创新药公司以及 AI 药研公司（如阿斯利康、辉瑞、大塚制药、Candid Tx、Windward、英矽智能等）展开广泛、紧密的战略合作。合作方向覆盖所有机制，涉足多个领域，包括抗体+、ADC、细胞基因治疗、AI 等。疾病领域布局肿瘤、代谢、自身免疫等。合作模式灵活，合作开发、对外授权，Newco 等形式均有采用。

图 2: 和铂医药从 1.0 到 3.0 的跨越



资料来源: 公司官网、招商证券

2、管理层产业背景深厚，和铂医药多个领域深入布局

公司管理层多为科学家出身，产业背景深厚。公司创始人、董事长兼首席执行官王劲松博士曾在赛诺菲任职，担任中国研发中心主任和亚太区转化医学负责人。首席科学官戎一平博士曾就职于赛诺菲、强生和罗氏。其余高管同样具备丰富的产业背景、国际视野和行业资源。

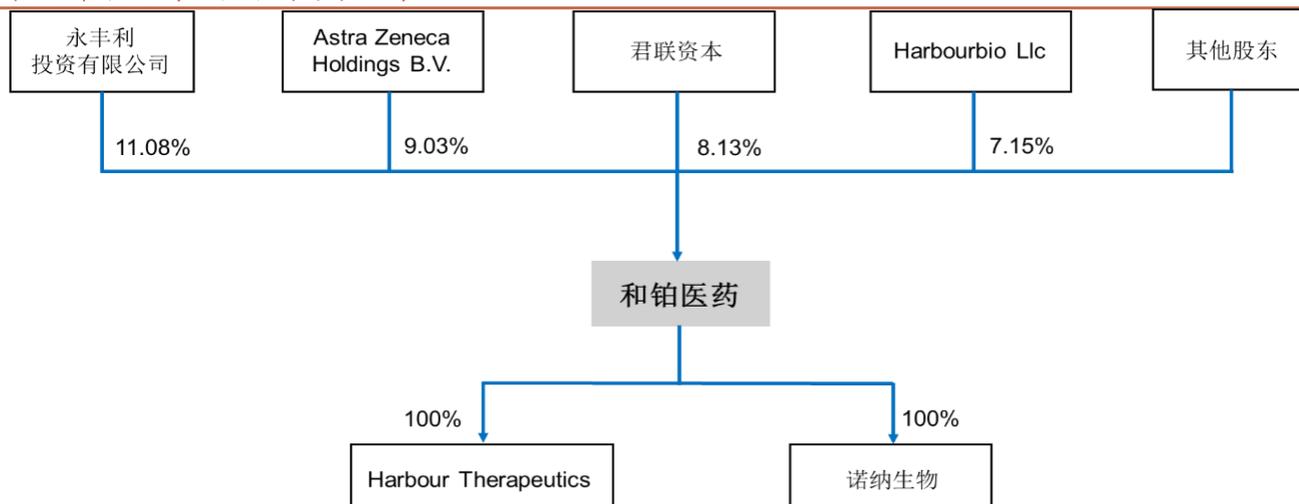
图 3: 和铂医药核心管理层

 王劲松 MD PhD 创始人, 董事长兼 首席执行官 	 戎一平 PhD 首席科学官 	 陶晓路 PhD 产品开发总裁 	 郑雷 PhD 首席商务官
 支秉正 PhD 首席科学官, 神经科学 	 Michael Patten MBA 首席战略官 	 刘毅 PhD JD 高级副总裁, 全球 法务负责人 	 陈侑晨 MBA 副总裁, 企业发展 及财务负责人

资料来源: 公司官网、招商证券

股权结构清晰，与阿斯利康战略合作后阿斯利康成为公司第二大股东。公司第一大股东为永丰利投资有限公司，2025 年 3 月，公司与阿斯利康达成全球战略合作，阿斯利康认购和铂医药新发行股份，成为公司第二大股东。公司创始人王劲松博士通过 Harbourbio 持股和铂医药。同时公司全资控股 Harbour Therapeutics 与诺纳生物。

图 4: 和铂医药股权结构与子公司



资料来源: iFind、招商证券

具体研发管线方面，和铂医药深入布局肿瘤、代谢与自身免疫领域。具体研发项目上，公司免疫、肿瘤与代谢三大领域。HBM9161 重症肌无力适应症已经推进至 BLA 阶段，超长效 TSLP 单抗哮喘及慢阻肺适应症推进至 II 期临床阶段，并与 Windward Bio 合作。肿瘤领域 HBM4003 推进至 II 期临床阶段，Claudin18.2 x CD3 双抗与阿斯利康合作，MSLN ADC 与辉瑞合作。CRH 单抗与未披露合作方合作。同时和铂医药对外合作不局限于具体产品项目，公司与阿斯利康将共建创新中心、与英矽智能在构建一体化 AI 驱动药物研发平台方面的技术优势，共同推进 AI 赋能的抗体发现算法和应用开发等。同时公司子公司诺纳生物拥有强大的抗体开发及生物药开发平台。其拥有的全球知识产权保护的领先全人源抗体平台，可以持续产生创新分子，并且持续进行技术平台的创新升级，从全人源仅重链抗体开发平台 HCAb 到拓展应用领域的 HCAb PLUS™（抗体、细胞基因治疗、XDC 等），进一步拓展分子形式升级至 HBICE 和 HBICA 的双抗、多抗平台，进一步拓展至 ADC 2.0 平台，拥有 IP 保护的连接子和毒素，进一步拓展至 Hu-mAtrix™ AI 研发平台。

图 5: 和铂医药研发管线

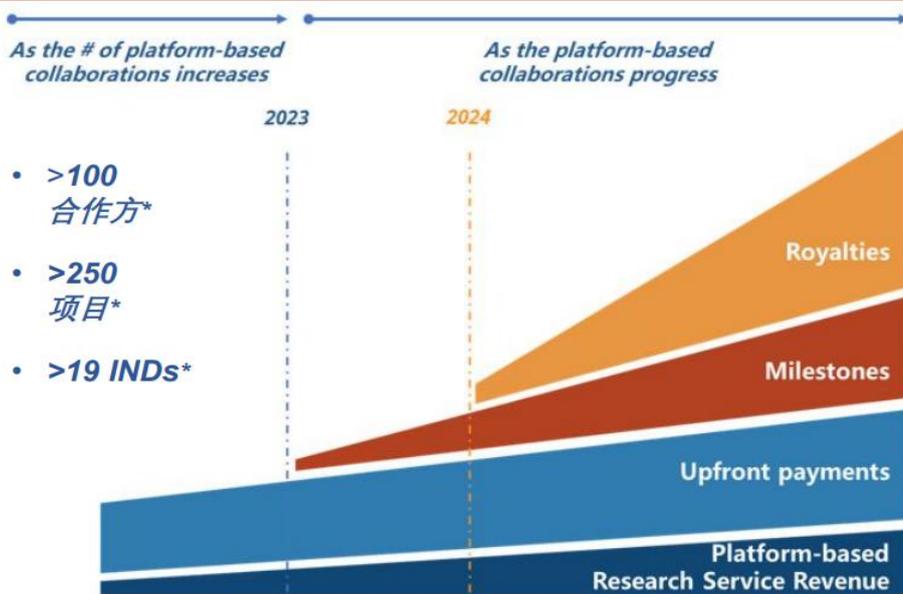
信号通路	项目/作用机制	权益	临床前	Phase 1	Phase 2	Ph3以后	产品定位/开发计划
免疫产品管线							
IgG-介导自身免疫疾病	HBM9161 anti-FcRn	大中华	重症肌无力				<ul style="list-style-type: none"> 与石药进行商业化权益合作 预计2025H2 BLA 获批
2型炎症信号通路相关的炎症及免疫性疾病	HBM9378 TSLP 单抗超长效	全球共同开发*	哮喘及慢阻肺			Windward Bio	<ul style="list-style-type: none"> 潜在同类最佳分子 预计2026年哮喘临床2期数据读出
	HBM7575 TSLP 双抗超长效	全球共同开发*	炎症及免疫性疾病				<ul style="list-style-type: none"> 下一代TSLP双抗分子竞争潜在同类最佳分子 预计2025年内IND
致病性B细胞耗竭疗法自身免疫疾病	HBM7020 BCMAxCD3 T细胞衔接器	大中华外**	自身免疫疾病				<ul style="list-style-type: none"> TCE 用于治疗自身免疫疾病，潜在同类最佳分子 预计2025年启动First-in-human
	R7026/2006 (BCMA)xCD19xCD3	全球	自身免疫疾病				<ul style="list-style-type: none"> 针对多种自身免疫疾病下一代T细胞衔接器
非免疫产品管线							
免疫检查点	HBM4003 CTLA-4 单抗	全球	PD-1 联用: 黑色素瘤、肝癌、神经内分泌肿瘤、结肠癌				<ul style="list-style-type: none"> 相比伊匹单抗表现出更优安全性 联用PD-1治疗结肠癌
T细胞衔接器	HBM7022/AZ5863 Claudin18.2xCD3 TCE	全球对外授权	实体瘤			AstraZeneca	<ul style="list-style-type: none"> 2022与AstraZeneca 合作 2023 H2启动临床II期
偶联药物	HBM9033/SGN-MesoC2 MSLN ADC	全球对外授权	实体瘤			Pfizer	<ul style="list-style-type: none"> 2023与Pfizer 合作 2024 H2启动临床II期
双特异性抗体	未披露靶点	全球	减肥代谢				<ul style="list-style-type: none"> 和铂全资子公司Eliancé Therapeutics采用双抗推进下一代减肥疗法
中和抗体	HBM9013 CRH单抗	大中华对外授权***	CAH			未披露的合作方	<ul style="list-style-type: none"> 和铂合资公司HBM Alpha将继续持HBM9013大中华权益及合作方少数股权

资料来源: 公司官网、招商证券

3、稳定持续商业模式，已然迎来价值重估

和铂医药形成“平台服务费+首付款+里程碑款+销售分成”的商业模式，为公司持续贡献现金流。公司现金流来源为四个部分，公司研发平台研发服务费为公司稳健持续现金流来源；基于公司强大的研发能力，对外授权的首付款为同样为公司提供可观的现金流；在 2023 年后，随着对外授权产品的临床推进，公司收到里程碑款为第三现金流来源；2024 年及以后，授权产品产生的销售分成成为公司第四现金流来源。随着项目不断推进，公司以上商业模式飞轮将得以加速运转。

图 6：和铂医药商业模式飞轮



资料来源：公司官网、招商证券

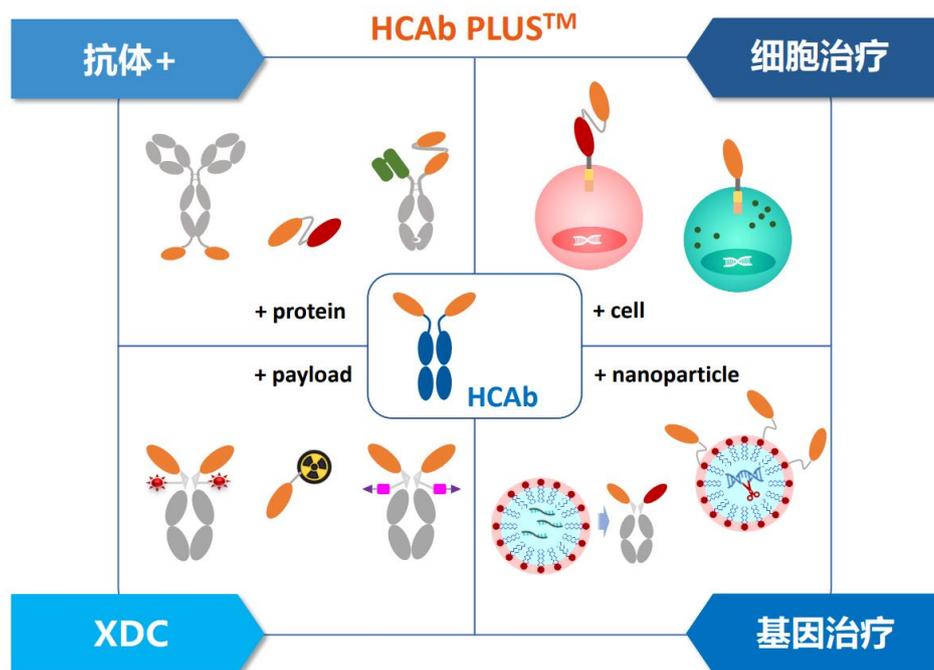
公司具备充足的现金储备，且持续提升股东回报。截至 2024 年末，公司储备现金 1.68 亿美元，同时公司 2024 年回购超 400 万股，2025 年一季度公司公布 4000 万港币回购计划，且创始人增持 40 万股，持续提升股东回报。

二、诺纳生物平台价值凸显，公司研发管线高效推进

1、Harbour Mice 抗体平台全面赋能抗体开发，技术平台升级面向下游多应用领域

和铂医药全资子公司诺纳生物拥有全球知识产权保护的、领先全人源抗体平台 Harbour Mice，可以持续产生创新分子。Harbour Mice 抗体平台可以生产 H2L2 型抗体（即轻链重链抗体），同时可以生产 HCAb（仅重链抗体），仅重链抗体的分子量只有常规抗体的一半，但是具有和常规抗体类似的药代动力学特性和 Fc 介导的效应功能。由于不含轻链，仅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，使得能够开发出常规抗体平台难以实现的产品。同时抗体作为复杂分子的“底层构筑”和“核心框架”，公司以 HCAb（仅重链抗体）为基础，开发 HCAb PLUS™ 平台，拓展抗体+、XDC、细胞治疗、基因治疗等领域应用。

图 7: 和铂医药 HCAb 平台



资料来源: 公司官网、招商证券

在 HCAb 平台上产生的抗体通常包含以下关键特征: 1) 良好的溶解度以及热稳定性: HCAb 小鼠产生的重链抗体展现出令人满意的表达产量和生物物理特性, 例如可溶性、非聚集性、热稳定性等。这些特性使得重链抗体既可以用作常规抗体的简化代替品, 又可以用于机制更复杂的抗体产品的组成部分; 2) 良好的重链可变区多样性: HCAb 小鼠通过选用高表达频率、高可溶性的人抗体 V-基因序列来产生具有良好的序列多样性和优异的分子理化性质的重链抗体库, 以针对不同的抗原或者抗原上的不同结合表位; 3) 优异的生物活性: 通过 HCAb 平台产生的重链抗体具有从纳摩尔到皮摩尔范围的高亲和力, 这一指标显著高于从其它技术平台如天然噬菌体展示文库得到的产品; 4) 快速和高效的抗体发现: 由于单一重链的分子特性, 我们可以不通过杂交瘤等复杂的传统技术, 而是快速进行深度挖掘小鼠免疫产生的抗体库来发现重链抗体分子。而且, 全人源抗体分子免去了耗时、费力的抗体人源化过程; 5) 广泛的应用前景: HCAb 平台产生的重链抗体可以改造成只有 VH 的片段抗体、双特异或多特异性抗体、VH 片段衍生的诊断或治疗用的多种分子形式。

全人源仅重链抗体平台具有稀缺性。目前全球广泛获得人的全人源仅重链抗体平台有和铂的 HCAb、Teneobio 的 UniRat、Crescendo Biologics 的 HumaBody, 其中 Teneobio 被安进以 25 亿美元收购, Crescendo 获得和铂医药技术授权, 而和铂医药对 Teneobio 及安进提起诉讼, 和铂医药认为 Teneobio 未经许可在商业上使用了 HCAb 的专利技术。未来若诉讼判决 Teneobio 或安进侵权, 和铂可能获得赔偿或专利补偿和解。

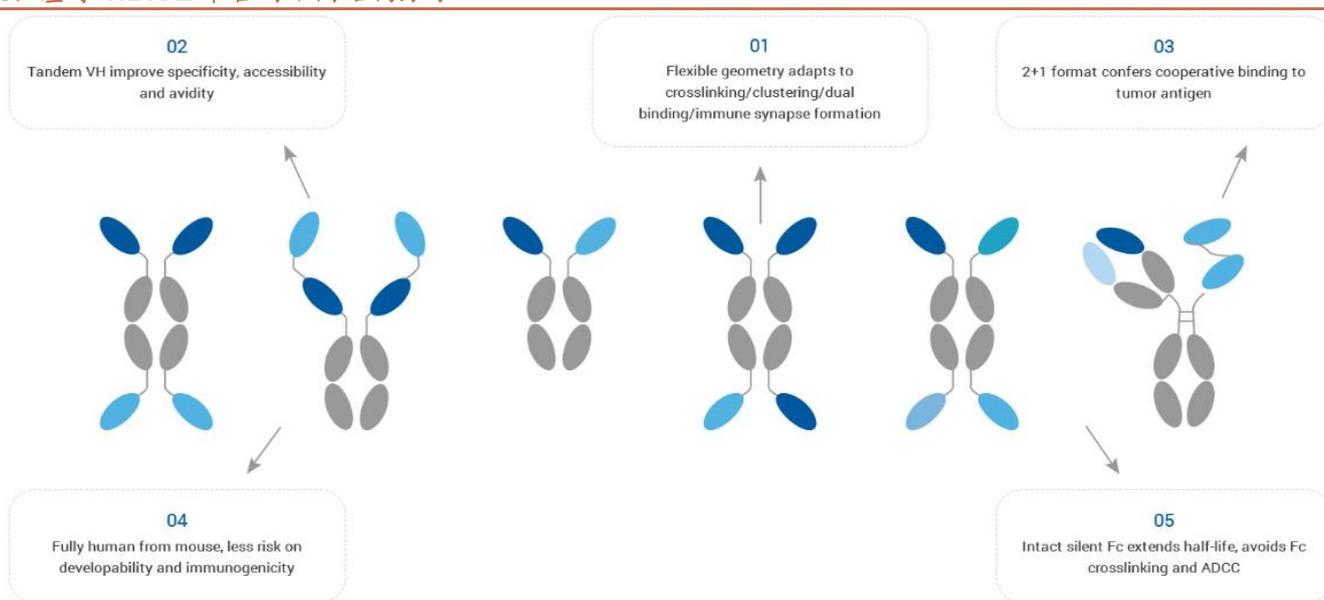
图 8: Harbour Mice 平台相关专利

PCT申请公开号	申请人	主要发明内容	申请公开时间
WO2010070263	Erasmus University Medical Center	表达人源抗体的非人转基因小鼠	2010-06-24
WO2014141189	Erasmus University Medical Center	携带人源免疫球蛋白18 VH、11 Vk、4 Vλ基因的转基因动物。	2014-09-18
WO2002085945	Erasmus University	在哺乳动物中利用异源基因座产生骆驼VHH单重链抗体的方法和应用	2002-10-31
WO2006008548	Erasmus University Medical Center	利用转基因动物产生人VH或者骆驼VHH单重链抗体的方法和应用	2006-01-26
WO2007096779	Erasmus University Medical Center	在转基因动物中产生仅有重链之抗体，该转基因动物含有39个人VH区	2007-08-30
WO2008035216	Erasmus University Medical Center	在转基因动物中产生仅有重链之抗体，该转基因动物含有17个人VH区	2008-03-27
WO2010109165	Erasmus University Medical Center	高亲和力的抗原特异性的可溶的全人源重链抗体，其缺少特征骆驼科特征氨基酸取代。以及产生该重链抗体的转基因动物。	2010-09-30
WO2014141192	Erasmus University Medical Center	在转基因动物中产生仅有重链之抗体，该转基因动物含有9个人VH区或者18个人VH区	2014-09-18
WO2007085837	Erasmus University Medical Center	利用重链抗体构建的仅重链二聚体多价多特异性抗体	2007-08-02

资料来源：药时代、招商证券

诺纳生物“抗体+”平台 HBICE 和 HBICA 可高效开发各类双抗、多抗产品, ADC 2.0 平台独具特色, AI 平台 Hu-mAtrix™ 推动研发创新再提速。基于全重链抗体平台 HCAb, 公司开发了 HBICE (基于 HCAb 的免疫细胞衔接器平台) 和 HBICA (基于 HCAb 的双特异性免疫细胞拮抗剂) 平台, 由于 HCAb 是从转基因小鼠中获得的全人源序列, 充分降低了免疫原性风险, 具有出色的成药性, 同时全重链设计结构简化, 分子量较小, 有利于半衰期、组织渗透、剂型等多种维度的优化操作。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 平台拥有非常良好的灵活性, 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 9: 基于 HBICE 平台的不同结构分子



资料来源：公司官网、招商证券

在 ADC 2.0 平台上，基于诺纳生物抗体发现平台的抗体先导分子与优化，可以实现抗体端的开发，同时公司具有丰富的连接子-毒素库，具有自主知识产权的 DAR2 定点偶联技术，具有自主知识产权的、非内吞依赖的、创新连接子-毒素，为开发 ADC 产品打下坚实基础。

在 AI 平台 Hu-mAtrix™ 上，公司进一步拓展世界最大的全人源仅重链抗体数据库的应用，利用先进的 AI 引擎驱动全人源抗体平台高效开发下一代创新分子，并赋能不同形式的突破性疗法开发，推动创新提速。

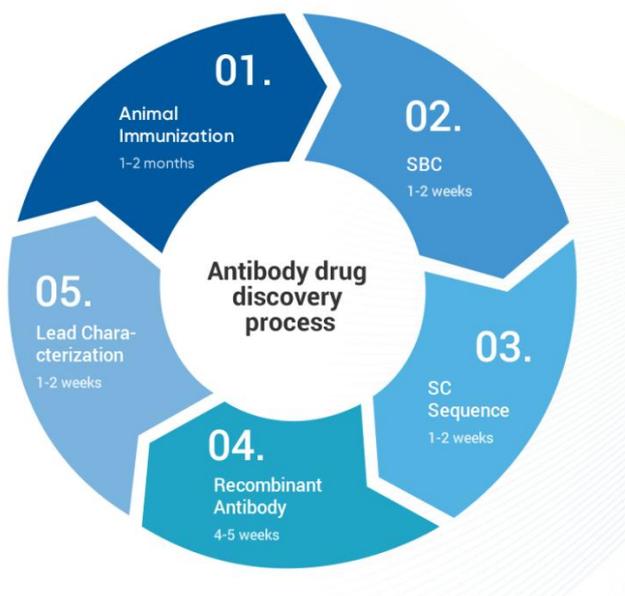
图 10: 和铂医药抗体+、ADC 2.0、AI 平台



资料来源：公司官网、招商证券

单细胞平台提高抗体药物发现的效率与成功率。和铂医药在中国率先引进光导技术平台（Beacon Optofluidic）并建立了完整的单个 B 细胞克隆技术，包括从鼠 CD138+ 浆细胞富集，芯片中单 B 细胞分离，芯片内的抗体结合和功能性筛选方法，单细胞抗体测序，高通量重组抗体生产和验证技术。与传统的单克隆抗体筛选技术相比，单个 B 细胞克隆作为一项先进的新技术可以大大提高抗体药物发现的效率和成功率。

图 11: 抗体开发流程



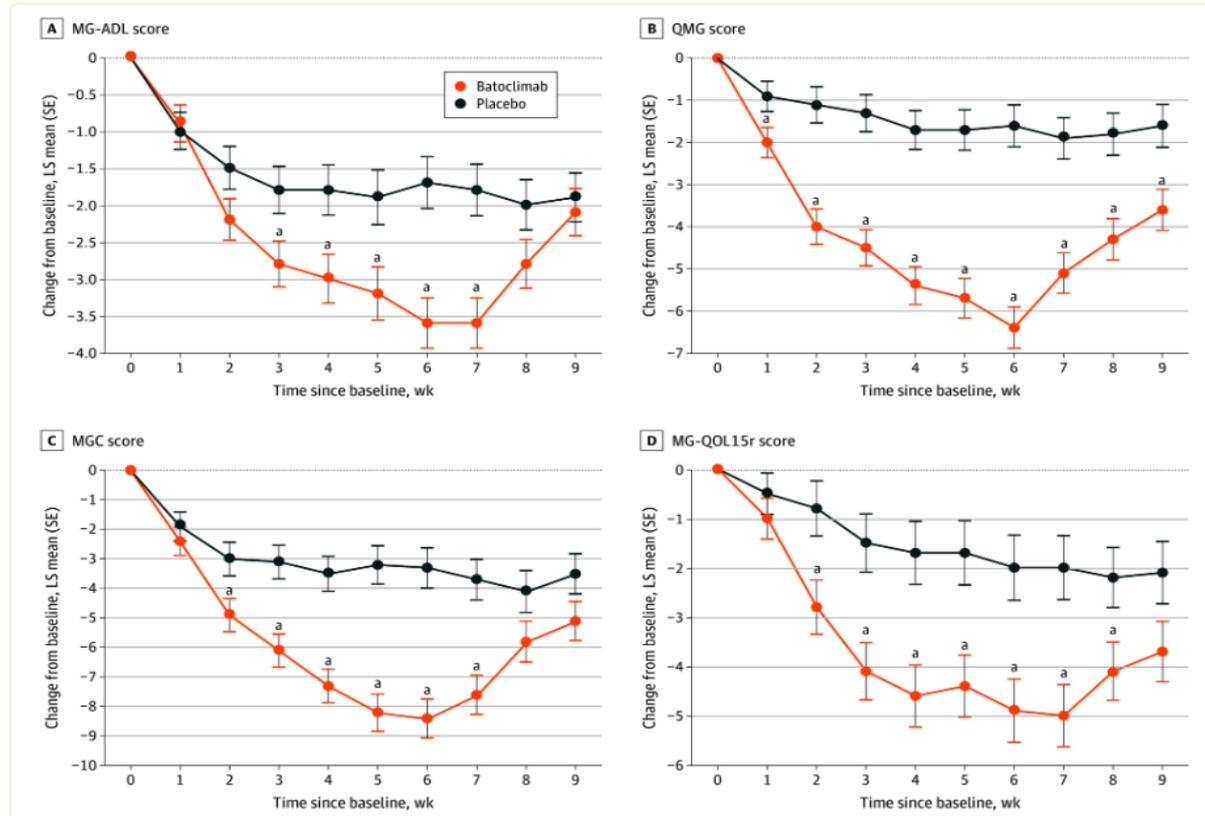
资料来源: 公司官网、招商证券

2、巴托利单抗针对重症肌无力患者疗效显著，已经递交 BLA 申请

在和铂医药的项目管线中，推进最快的为巴托利单抗，**巴托利单抗是靶向 FcRn 的全人源单抗，适应症为重症肌无力，临床效果显著。**巴托利单抗是和铂医药自 HanAll Biopharma 引进的全球创新药，拥有在大中华地区的开发、制造和商业化权利。2022 年，公司与石药集团达成授权协议，授予石药集团独家的大中华区开发、生产和商业化权利。2024 年 6 月，巴托利单抗治疗重症肌无力的 BLA 申请获得 NMPA 受理。

FcRn（新生儿 Fc 受体）是一种细胞受体，可结合 IgG 抗体并引导这些抗体经细胞转运。FcRn 在防止 IgG 抗体降解方面发挥着关键作用。因此，FcRn 抑制（例如，通过使用 FcRn 靶向抗体）经证明可降低致病性 IgG 抗体的水平。抗 FcRn 抗体在 IgG 介导的自身免疫性疾病中的临床试验已经取得了良好的临床结果，表明 FcRn 是治疗这些相关疾病的重要药物靶点。在巴托利单抗针对重症肌无力的 III 期临床中，纳入 132 例全身型重症肌无力成人患者，每周给药 1 次，连续治疗 6 周，主要临床终点为重症肌无力日常生活量表（MG-ADL）得分相较于基线变化情况。临床结果显示，巴托利单抗显示出有竞争力的治疗效果，在第 2 周开始症状即有显著改善，在第 43 天，巴托利单抗治疗组的 ADL 评分持续改善率为 58.2%，显著高于安慰剂对照组 31.1%，其他终点评估上，同样显示出有竞争力的效果。安全性方面，巴托利单抗组与安慰剂组不良反应事件发生率相近，总体耐受性和安全性数据良好。

图 12: 巴托利单抗 III 期临床数据



资料来源: JAMA、招商证券

根据《重症肌无力外科治疗中国临床专家共识》，重症肌无力在各个年龄阶段均可发病，中国约有 20 万存量患者，约 15%-20% 的患者会发生危及生命的肌无力危象，死亡率高达 50%-80%，通常出现在确诊后 2 年内，存在较大未满足临床需求。在治疗的靶点机制上，C5 补体抑制剂，APRIL 融合蛋白，BAFF 蛋白，FcRn 抗体均有涉及。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，同时是首个、且唯一一个在中国 gMG 患者中获得突出的 III 期阳性结果的创新药，上市后有望快速抢占一定市场份额。

图 13: 重症肌无力国内竞争格局

产品	研发公司	靶点	分子形式	最新进展
艾加莫德	Argenx、再鼎医药	FcRn	单抗	获批上市
依库珠单抗	阿斯利康、Alexion	C5	单抗	获批上市
泰他西普	荣昌生物	APRIL/BAFF	融合蛋白	获批上市
泽勒普肽	优时比	C5	环肽	申请上市
瑞利珠单抗	阿斯利康、Xencor	C5	单抗	申请上市
罗泽利昔珠单抗	优时比	FcRn	单抗	申请上市
巴托利单抗	和铂医药、石药集团	FcRn	单抗	申请上市
Gefurulumab	阿斯利康、Alexion	C5/Albumin	双抗	III 期
Pozelimab	再生元	C5	单抗	III 期
尼卡利单抗	强生	FcRn	单抗	III 期
伊奈利珠单抗	翰森制药	CD19	单抗	III 期

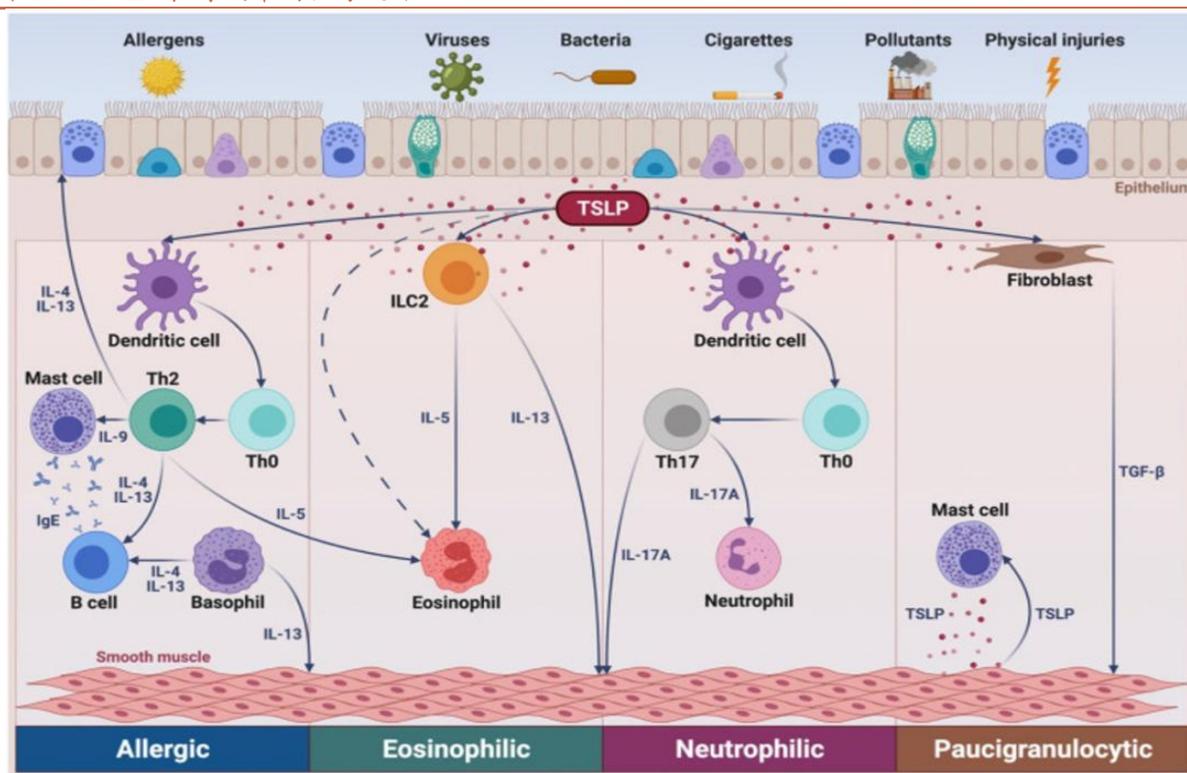
资料来源: 药融云、招商证券

3、HBM9378：长半衰期全人源 TSLP 单抗，商业化前景广阔

HBM9378 为全球第二个全人源抗 TSLP 抗体，具有长半衰期优势。HBM9378 为公司与科伦博泰联合开发的 TSLP 抗体，目前已完成中重度哮喘的 I 期临床，慢性阻塞性肺病的 II 期临床 IND 已经获批。与 AZ 和安进的 TSLP 单抗 Tezepelumab 相比，HBM9378 在猴与人体内的半衰期超过其 2-3 倍，可以有效减少注射频次，提高用药便利性。

TSLP 是一种关键的上皮细胞来源的细胞因子，在免疫级联反应中具有上游和中心作用，对过敏性、嗜酸性（T2 型炎症）和其他类型的（非 T2 型炎症）中重度哮喘的启动和持续均起关键作用。全球约有 3 亿多哮喘患者，中国 20 岁及以上哮喘患病人数约 4570 万，重度哮喘患者约占成人哮喘患者的 5%-10%，中重度哮喘的患者约 20%。目前推荐的中重度哮喘的治疗方案包括中高剂量 ICS（吸入糖皮质激素）- LABA（长效 β 2 受体激动剂），生物制剂及口服激素，许多中重度哮喘患者的病情仍未得到控制，存在极大的未满足需求。

图 14：TSLP 在哮喘中的信号通路



资料来源：IJMS、招商证券

目前全球范围内的 TSLP 单抗仅有 Tezepelumab 获批，2024 年全球销售额 12.2 亿美元。在哮喘适应症上，同样有一定数量的 TSLP 抗体在临床研究中。HBM9378 有望通过长半衰期的特点体现差异化竞争优势。

2025 年 1 月，和铂医药与 Windward Bio AG 就 HBM9378 签订许可协议，Windward Bio 获得 HBM9378 在全球范围内（不包括大中华区以及部分东南亚及西亚国家）进行研究、开发、生产和商业化的独家授权。和铂医药和科伦博泰有权获得总计高达 9.7 亿美元的首付款和里程碑付款，以及基于净销售额的个位数至双位数百分比的分级特许权使用费。其中，首付款和近期里程碑付款共计

4500 万美元，包括现金付款及 Windward Bio 母公司股权。此外，如果 Windward Bio 近期发生控制权变更或与第三方签订再许可协议，和铂医药和科伦博泰将有权获得额外款项。基于该许可协议的所有款项将等额支付给和铂医药和科伦博泰。

图 15: TSLP 靶点在哮喘适应症上的竞争格局

	靶点	企业	临床分期
Tezepelumab	TSLP	阿斯利康	III 期
SHR1905/GSK5784283	TSLP	恒瑞医药/GSK	II 期
MEDI9929	TSLP	安进/MedImmune	II 期
Lunsekimig	IL13、TSLP	赛诺菲	II 期
AZD8630	TSLP	阿斯利康	II 期
solrikitung	TSLP	DevPro Biopharma	II 期
SAR443765	IL13、TSLP	赛诺菲	II 期
STSA-1201	TSLP	舒泰神	I 期
GR2002	TSLP	智翔医药	I 期
CM326	TSLP	康诺亚	I 期
SAR443765	IL13、TSLP	赛诺菲	I 期
AZD8630	TSLP	阿斯利康	I 期
CSJ117	TSLP	诺华	I 期
AMG 157	TSLP	安进	I 期
MG-ZG122	TSLP	麦济生物	I 期
IBI3002	IL4R、TSLP	信达生物	I 期
HBM9378	TSLP	和铂医药	I 期
TQC2731	TSLP	正大天晴	I 期

资料来源：药融云、招商证券

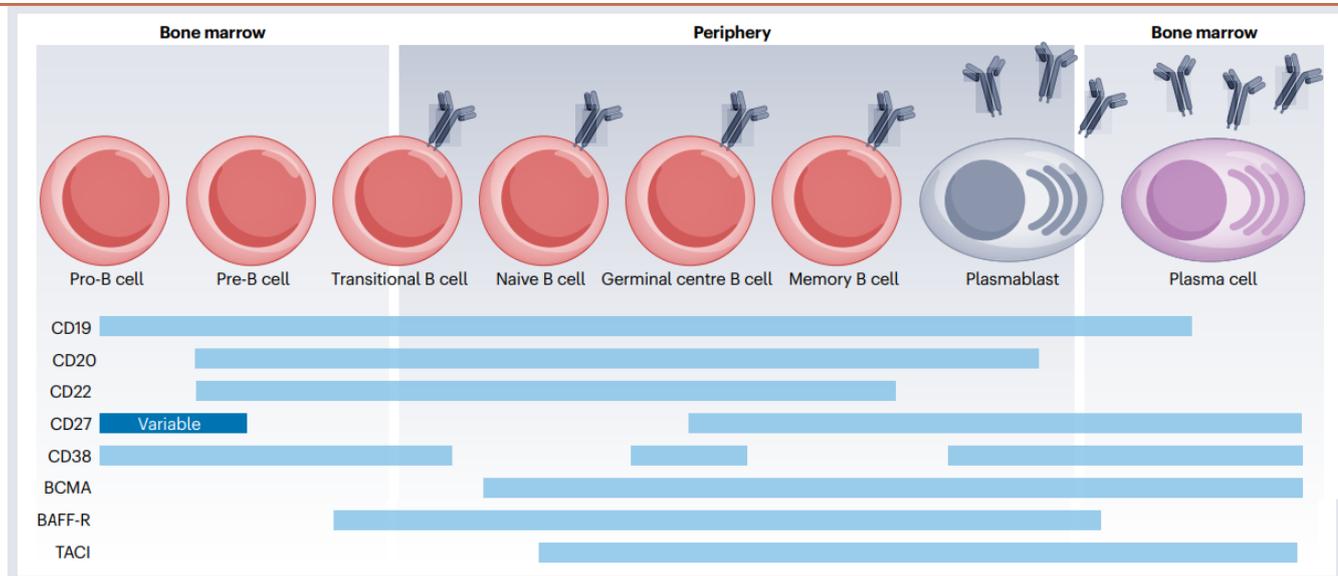
4、HBM7020: BCMAxCD3 TCE，自身免疫疾病领域巨大潜力

HBM7020 为 BCMAxCD3 双抗，应用 HBICE 技术，临床前数据验证可以有效清除 BCMA 表达的细胞，在自身免疫疾病领域具备潜力。HBM7020 应用 HBICE 技术，具备不对称结构，有效解决轻链错配问题，同时通过具有低结合亲和力和沉默 Fc 的 CD3 单抗将细胞因子释放风险降至最低，临床前 PK/PD 数据显示强效持久的致病性 B 细胞耗竭作用，且耐受性良好。

目前对于部分自身免疫的治愈尝试，在当前标准治疗的基础上，“序贯免疫疗法”提供了可能重新建立免疫稳态并潜在地延长缓解期甚至治愈自身免疫病的可能性。序贯免疫疗法分为：1) 控制炎症，2) 重置免疫系统，3) 促进免疫稳态和组织修复三个步骤，控制炎症为当前疗法的主要目标，TCE 双抗有望做到重置免疫系统。为了完成 B 细胞耗竭，TCE 双抗的靶点选择有多种，为了完成更加

彻底的 B 细胞耗竭，理论上覆盖更加广泛的靶点具有一定优势，但同时需要兼顾患者的免疫需求。BCMA 靶向的 TCE 双抗在血液肿瘤中均已成药，安全性有一定保障，同时可以涵盖 CD19、CD20 靶点不能完全覆盖的长寿浆细胞。

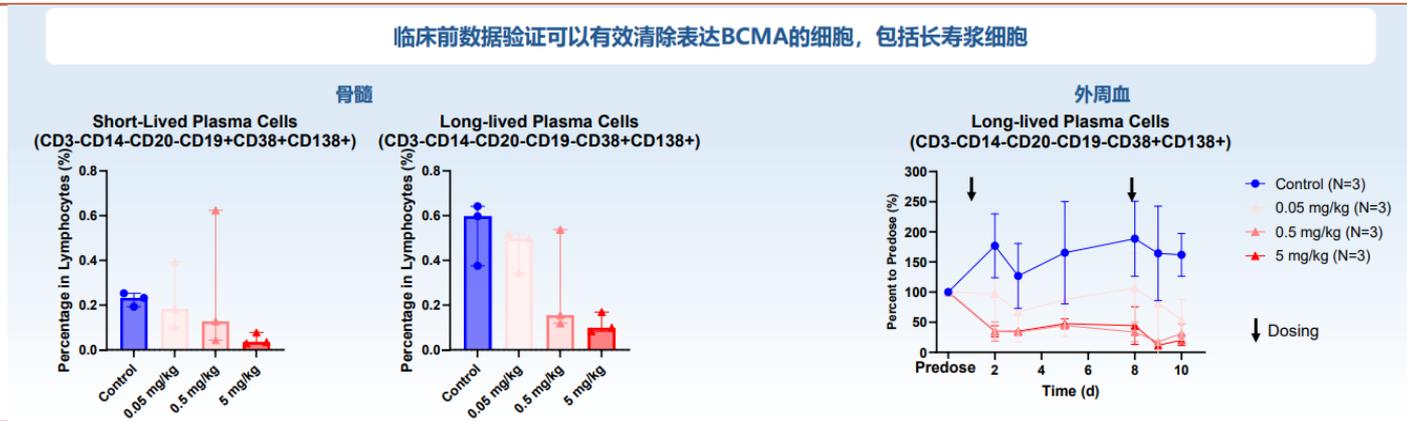
图 16: 不同靶点在 B 细胞上的表达情况



资料来源: Nature、招商证券

在临床前试验数据中，无论是骨髓或是外周血中，HBM7020 均可以有效清除表达 BCMA 的细胞，在后续自身免疫疾病中展现出一定潜力。

图 17: HBM7020 可有效清除表达 BCMA 的细胞



资料来源: 公司官网、招商证券

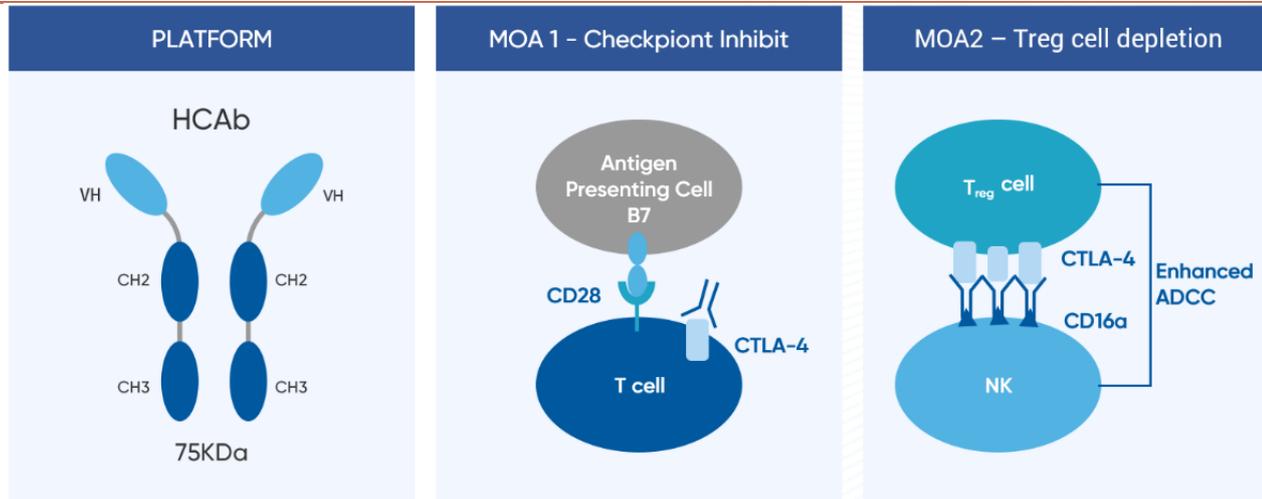
5、HBM4003: 与伊匹单抗相比安全性更优，联用 PD-1 积极探索结直肠癌适应症

普鲁苏拜单抗 (HBM4003) 为全人源 CTLA-4 仅重链抗体，正在积极探索联用 PD-1 治疗结直肠癌适应症。作为全球首个进入临床开发阶段的全人源重链抗 CTLA-4 抗体，HBM4003 显示出增强的 ADCC (抗体依赖的细胞毒性作用) 活性，对肿瘤微环境中高表达 CTLA-4 的 Treg 细胞具有极高的特异性清除作用。2024 年 1 月，普鲁苏拜单抗联合 PD-1 抑制剂治疗晚期结直肠癌的受试者开始

入组。

HBM4003 通过 2 种机制刺激免疫系统：抑制 CTLA-4 与共刺激分子 B7 相互作用引起的负信号；及通过增强 ADCC 清除瘤内免疫抑制性 Treg。与已经获批上市的 CTLA4 单抗伊匹木单抗比，表现出更好的安全性。

图 18: HBM4003 平台与作用机制



资料来源：公司官网、招商证券

结直肠癌是全球高发癌种，美国每年新发结直肠癌超过 16 万人，中国每年结直肠癌新发人数超过 51 万人。而其中将近一半的比例初诊为复发或无法根治切除的结直肠癌（mCRC）。针对 mCRC 目前进行姑息治疗的 1L 标准疗法为贝伐珠单抗+化疗，仅有微卫星不稳定（MSI-H）或错配修复基因缺陷型（dMMR）患者可用 K 药作 1L 疗法，而 MSI-H/dMMR 患者占比 mCRC 仅为 5-10%，因此临床上存在极大的免疫疗法未满足需求，若 HBM4003 能够在微卫星稳定的结直肠癌适应症上有所突破，将展现出有吸引力的未来空间。

三、盈利预测与估值

对和铂医药进行盈利预测，考虑到公司与多个药企的合作收入，与阿斯利康战略合作会收到首付款，以及最高达 44 亿美元的研发及商业里程碑付款，外加基于未来产品净销售额的分级特许权使用费。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 11.7、7.7、10.4 亿元，归母净利润分别为 5.5、2.1、4.1 亿元，对应 PE 分别为 12x、30x、16x。

虽然公司近年来持续盈利，但盈利来源多为对外合作的首付款，并非经营产生利润，难以找到相对估值参考。因此对公司进行 DCF 估值，WACC 经过计算为 10%【同时可以与市场组合预期收益率=10.46%形成参考（恒生指数基日以来年化收益率）】，永续增长取 2%，现金流系数参考公司净利率，公司合理估值为 97.6 亿元人民币。对 WACC 与永续增长进行敏感性测算，公司合理估值范围为 83-119 亿人民币。首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

图 19: 和铂医药 DCF 估值模型 (百万元)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业总收入	1,169	769	1,035	1,190	1,368	1,574	1,810	2,081	2,289	2,518	2,770
yoy	327%	-34%	35%	15%	15%	15%	15%	15%	10%	10%	10%
现金流系数	48%	29%	41%	35%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
现金流	562	227	420	416	547	629	724	832	916	1,007	1,108
折现系数	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
现金流现值	562	206	347	313	374	391	409	427	427	427	427
可预测期现金流价值	4,310										
永续期现金流价值	5,447										
企业总价值	9,757										

资料来源: iFind、招商证券

图 20: 和铂医药 WACC 计算过程

计算加权平均资本成本(WACC)	
观察Beta	1.10
行业平均资产Beta	1.00
无风险利率	4.0%
风险溢价	6.0%
名义长期增长率假设	2.0%
<hr/>	
	2024
发行在外股数	846.5300
股票市值(E)	6349
有息债务总额(D)	427
资本结构中权益的比例(E/(D+E))	93.7%
资本结构中负债的比率(D/(D+E))	6.3%
公司长期贷款利率(Kd)	6.0%
所得税率(T)	26.7%
公司债务成本	4.4%
股票Beta	1.10
公司权益成本 (Ke)	10.6%
WACC	9.98%

资料来源: iFind、招商证券

图 21: 和铂医药 DCF 模型敏感性测算 (亿元)

	WACC	9%	9.50%	10%	10.50%	11%
g						
1.5%		109	101	94	88	83
2%		113	105	98	91	85
2.5%		119	110	101	94	88

资料来源: iFind、招商证券

四、风险提示

研发不及预期风险。创新药研发存在不确定性，如果研发不及预期，可能对公司估值造成一定影响。

商业化不及预期风险。创新药商业化存在不确定性，如果商业化不及预期，可能对公司业绩造成一定影响。

国际环境变化风险。公司对外合作模式存在国际环境变化风险。

对外合作风险。公司产品对外合作存在一定不确定性。

非港股通公司风险。公司目前为港股上市的非港股通公司，可能存在一定的流动性风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1489	1410	1834	1827	2322
现金及现金等价物	994	1199	1000	1271	1580
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	20	20	20	20
应收账款及票据	371	65	275	181	244
其它应收款	120	102	437	288	387
存货	0	17	74	49	66
其他流动资产	5	6	27	18	24
非流动资产	130	136	271	252	255
长期投资	41	55	55	55	55
固定资产	24	13	148	129	132
无形资产	65	68	68	68	68
其他	0	0	0	0	0
资产总计	1618	1546	2105	2079	2577
流动负债	454	499	513	278	372
应付账款	109	38	164	108	146
应交税金	4	4	4	4	4
短期借款	259	400	94	0	0
其他	82	58	251	165	223
长期负债	317	155	155	155	155
长期借款	197	28	28	28	28
其他	120	127	127	127	127
负债合计	771	654	668	432	527
股本	0	0	0	0	0
储备	980	1022	1573	1786	2193
少数股东权益	(3)	(3)	(9)	(11)	(16)
归属于母公司所有者权益	850	895	1446	1658	2066
负债及权益合计	1618	1546	2105	2079	2577

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(135)	221	204	463	407
净利润	161	20	552	212	407
折旧与摊销	33	21	15	169	147
营运资本变动	(357)	210	(304)	136	(91)
其他非现金调整	27	(30)	(58)	(54)	(56)
投资活动现金流	199	47	(78)	(78)	(78)
资本性支出	(18)	(2)	(150)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	106	0	0	0	0
投资增减	71	0	0	0	0
其它	40	49	72	72	72
筹资活动现金流	(206)	(74)	(326)	(114)	(20)
债务增减	(178)	(44)	(306)	(94)	0
股本增减	(3)	(5)	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	(26)	(25)	(20)	(20)	(20)
其它调整	0	0	0	0	0
现金净增加额	(151)	190	(199)	271	309

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	635	274	1169	769	1035
主营业务收入	634	274	1169	769	1035
营业成本	14	32	140	92	124
毛利	620	242	1028	677	911
营业支出	468	270	439	482	489
营业利润	152	(28)	590	195	422
利息支出	27	25	20	20	20
利息收入	40	0	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(6)	80	72	72	72
非经常项目损益	2	0	0	0	0
除税前利润	161	27	642	247	474
所得税	(1)	7	96	37	71
少数股东损益	(0)	(0)	(6)	(2)	(5)
归属普通股股东净利润	161	20	552	212	407
EPS(元)	0.19	0.02	0.65	0.25	0.48

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	123%	-57%	327%	-34%	35%
营业利润	-118%	-119%	-2191%	-67%	116%
净利润	-117%	-88%	2663%	-62%	92%
获利能力					
毛利率	97.6%	88.2%	88.0%	88.0%	88.0%
净利率	25.4%	7.3%	47.2%	27.6%	39.3%
ROE	19.0%	2.2%	38.1%	12.8%	19.7%
ROIC	14.3%	2.9%	36.1%	13.5%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	47.6%	42.3%	31.7%	20.8%	20.4%
净负债比率	28.2%	27.6%	5.8%	1.3%	1.1%
流动比率	3.3	2.8	3.6	6.6	6.2
速动比率	3.3	2.8	3.4	6.4	6.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.2	0.6	0.4	0.4
存货周转率	4.0	3.8	3.1	1.5	2.2
应收帐款周转率	1.8	0.8	2.7	1.3	1.9
应付帐款周转率	0.1	0.4	1.4	0.7	1.0
每股资料(元)					
每股收益	0.19	0.02	0.65	0.25	0.48
每股经营现金	-0.16	0.26	0.24	0.55	0.48
每股净资产	1.00	1.06	1.71	1.96	2.44
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	39.3	318.1	11.5	29.9	15.6
PB	7.5	7.1	4.4	3.8	3.1
EV/EBITDA	28.0	84.1	9.1	14.0	9.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。