

和铂医药-B (02142.HK)

全球稀缺抗体平台, In China for global 的 BD 领军者

买入 (首次)

2025年08月26日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 苏丰

执业证书: S0600525040005

suf@dwzq.com.cn

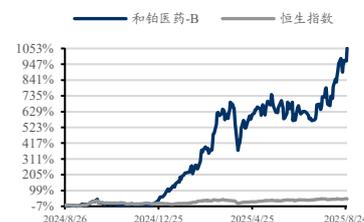
研究助理 邹行健

执业证书: S0600125040009

zouxj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万美元)	89.63	38.10	154.08	109.53	143.50
同比(%)	118.81	(57.49)	304.40	(28.91)	31.02
归母净利润 (百万美元)	22.80	2.78	81.75	47.13	63.11
同比(%)	116.61	(87.81)	2,842.83	(42.35)	33.90
EPS-最新摊薄 (美元/股)	0.03	0.00	0.10	0.06	0.07
P/E (现价&最新摊薄)	49.25	404.18	13.73	23.82	17.79

股价走势



投资要点

- 公司拥有全球价值稀缺的人源化仅重链抗体平台, 打造核心竞争壁垒。**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。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, 并以 HCAb 为基础开发了 HBICE 和 HBICA 两大平台, 可加速研发各类双抗、多抗产品, 并拓展 XDC、细胞治疗、药物递送等领域应用。公司的 HCAb 平台是全球为数不多可对外授权的抗体开发平台, 极具稀缺性,
- 平台价值构筑 BD 潜力, 研发实力备受认可, 已与阿斯利康等 MNC 开展稳定合作。**公司研发经验丰富, 创始人王劲松博士拥有 20 余年研发经验。依托仅重链抗体技术衍生的全人源化小鼠平台, 公司已与多家药企开展合作, 包括阿斯利康、辉瑞等知名 MNC。2025 年 3 月, 公司宣布与阿斯利康达成全球战略合作, 涵盖 Harbour Mice 在治疗领域的多项目授权许可协议, 以及阿斯利康对公司的 1.05 亿美元股权投资, 持股占比达 9.15%, 为第二大股东。受益于 AZ 全球合作及多项 BD 落地, 公司 2025H1 预计盈利在 6800 万至 7400 万美元, 同比提升超 47 倍。我们认为公司与多家药企持续紧密合作, 方式逐步由“简单授权”到“深度绑定”, 凸显平台价值。
- 自免领域产品线颇具竞争力, 在研项目多点开花值得期待。**公司巴托利单抗与石药集团进行商业化权益合作, 该产品为针对重症肌无力的 FcRn 拮抗剂, 当前国内仅罗泽利昔单抗和艾加莫德 α 获批上市, 竞争格局良好。我们预计巴托利单抗年内上市, 其疗效和安全性与竞品相当, 配合石药集团商业化能力, 未来有望快速放量。此外另一款重磅免疫管线 HBM9378 是具有 BIC 潜力的长效 TSLP 单抗, 目前用于哮喘和 COPD 的适应症已经推进至 II 期临床, 属于竞争第一梯队, 该管线已完成 NewCo 出海, 预计未来海外也将贡献收入。
- 盈利预测与投资评级:**考虑公司每年通过 BD 稳定获得现金流, 固采用 FCFF 法进行估值。我们预测 25-27 年收入为 1.54/1.10/1.44 亿美元, 归母净利润为 0.82/0.47/0.63 亿美元, 目标价为 18.80 港元。公司抗体平台具备稀缺性, 未来 BD 交易确定性高, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**新药研发进展不及预期的风险; 药品审批和上市时间不及预期的风险; 合作方未能履行合约的风险; 市场格局竞争加剧的风险。

市场数据

收盘价(港元)	13.40
一年最低/最高价	1.06/13.40
市净率(倍)	10.54
港股流通市值(百万港元)	11,355.68

基础数据

每股净资产(美元)	0.16
资产负债率(%)	42.31
总股本(百万股)	847.44
流通股本(百万股)	847.44

相关研究

内容目录

1. 研发平台技术价值凸显，海外授权驱动业绩高增	4
1.1. 立足中国面向全球，团队研发能力突出	4
1.2. BD 为业绩提供核心成长动能，利润迎来爆发式增长	6
2. HCAb Harbour Mice：价值稀缺的人源化仅重链抗体平台	7
2.1. 全人源仅重链平台价值稀缺	7
2.2. 技术平台持续升级，抗体+平台 HBICE 和 HBICA 成效凸显	10
3. BD 实力强劲，与阿斯利康等 MNC 开展稳定合作	14
3.1. 依托稀缺技术平台，BD 能力得以验证	14
3.2. 研发实力备受认可，与阿斯利康深度绑定	16
4. 巴托利单抗上市在即，在研项目全线发力值得期待	19
4.1. 巴托利单抗：与石药集团合作开发即将上市	19
4.2. HBM9378：具有 BIC 潜力，差异化的长效 TSLP 单抗	20
4.3. HBM7020：TCE 赛道火热，瞄准免疫+肿瘤适应症	22
5. 盈利预测与估值	23
6. 风险提示	25

图表目录

图 1:	和铂医药发展历程.....	4
图 2:	和铂医药股权结构 (截至 2025 年 7 月 20 日)	5
图 3:	和铂医药核心管理研发团队.....	5
图 4:	公司广义现金储备 (百万美元)	6
图 5:	公司总营收及归母净利润 (百万美元)	6
图 6:	公司主营业务各版块构成 (百万美元)	7
图 7:	普通 IgG 抗体与 HCAbs 抗体对比	8
图 8:	骆驼抗体结构示意图.....	8
图 9:	HCAb 转基因小鼠产生全人源重链抗体	8
图 10:	公司 HCAb Harbour Mice 平台.....	8
图 11:	抗体+平台 HBICE 和 HBICA 两大平台概览.....	10
图 12:	基于 HBICE 平台的不同结构分子.....	11
图 13:	HBICE 分子以非 MHC 限制的方式来激活 T 细胞.....	11
图 14:	HBICE 分子可引起共刺激分子交联及下游信号传导通路激活.....	12
图 15:	抗体开发流程.....	12
图 16:	公司 ADC 2.0 平台	13
图 17:	公司前沿 AI 平台 Hu-mAtrIx	13
图 18:	和铂医药主要研发管线.....	14
图 19:	和铂医药主要合作伙伴和领域.....	15
图 20:	公司开发 ADCC 增强型 CTLA-4 重链抗体.....	16
图 21:	和铂医药与阿斯利康合作一览.....	17
图 22:	与阿斯利康达成深度战略合作助推和铂医药开启新篇章.....	18
图 23:	巴托利单抗 MG-ADL 评分数据.....	20
图 24:	巴托利单抗整体疗效数据.....	20
图 25:	TSLP 的靶点作用通路	21
图 26:	HBM7020 临床前数据体现优秀治疗潜力	23
表 1:	Frank Grosveld 团队申请的重链抗体转基因动物相关国际专利.....	9
表 2:	和铂医药主要 BD 合作梳理 (截至 2025 年 7 月 20 日)	15
表 3:	FcRn 拮抗剂用于重症肌无力竞争格局 (截至 2025 年 7 月 20 日)	19
表 4:	公司营业收入预测 (百万美元)	24
表 5:	FCFF 估计指标与敏感性分析.....	25

1. 研发平台技术价值凸显，海外授权驱动业绩高增

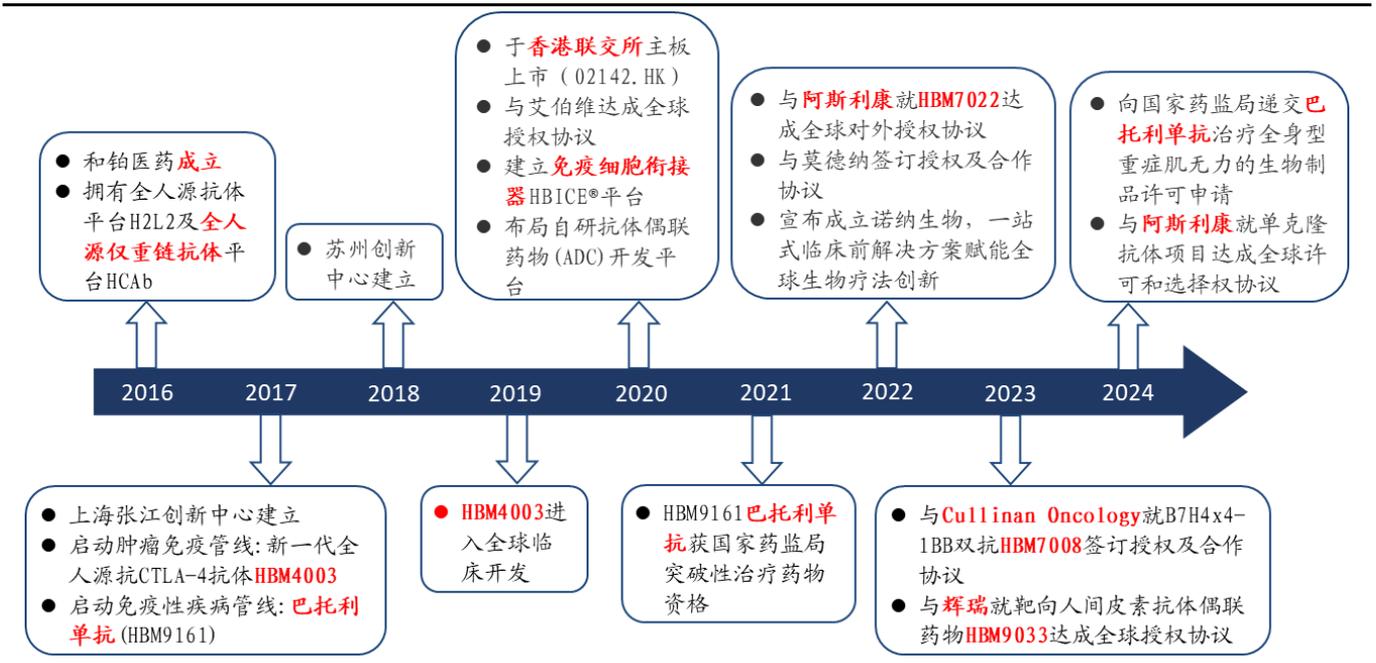
和铂医药是一家具有领先独特技术平台的生物制药企业，专注于肿瘤及免疫性疾病领域创新药研发及商业化。公司创立于 2016 年，通过自主研发、联合开发及多元化的合作模式快速拓展创新药研发管线。在美国、荷兰、中国拥有研发中心，借助独特的全人源化仅重链抗体平台 HCAb 技术与全球各大药企进行合作。

1.1. 立足中国面向全球，团队研发能力突出

公司成立于 2016 年，已搭建了具有自主知识产权专利保护的 Harbour Mice®平台，用于生成双重、双轻链（H2L2）和仅重链（HCAb）形式的全人源单克隆抗体。于 2017 年推出了自研的 CTLA-4 抗体 HBM4003，并从 HanAll BioPharma 引进巴托利单抗。

2020 年于香港联交所主板完成上市，同年与艾伯维达成全球授权协议，标志着 MNC 对公司技术的认可。后续阿斯利康、辉瑞等 MNC 纷纷与公司开展合作，依托 Harbour Mice®平台进行抗体候选药物的开发。为了更好的开发技术平台授权潜力，公司成立诺纳生物作为专注于临床前开发的 CRO，如今已经成为公司重要的业务板块组成部分。

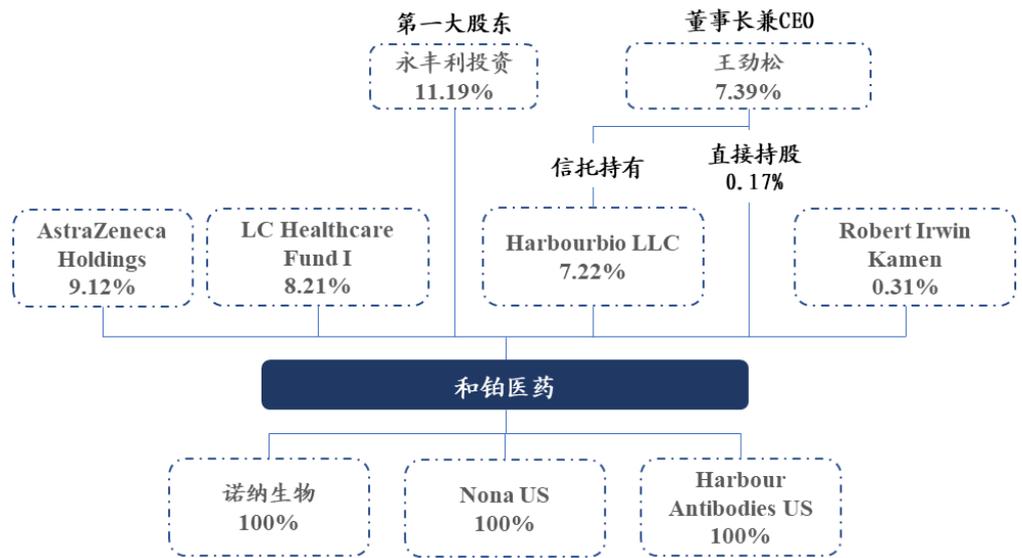
图1：和铂医药发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构清晰，财务投资人与 MNC 高持股体现认可。截至 2025 年 7 月 20 日，和铂医药第一大股东为永丰利投资（公司创立初期的早期投资人），持股 11.19%；第二大股东为阿斯利康，持股占比 9.15%，阿斯利康于 2025 年 3 月与公司开启新一轮的管线深度合作，并在 4 月完成股权认购，公司获得约 1.05 亿美元融资款，此次认购当时的溢价为 37.2%，约每股 10.74 港元，彰显了国际 MNC 对于公司未来发展的信心；第三大股东为公司董事长兼 CEO 王劲松博士，持股 7.39%，并曾于 2025 年 1 月继续增持。

图2: 和铂医药股权结构 (截至 2025 年 7 月 20 日)



数据来源: 企查查, 东吴证券研究所

核心团队研发能力强劲, 持续与海外团队保持科研合作。 1) 公司主要创始人王劲松博士为董事长兼首席执行官, 曾任职于赛诺菲担任中国研发中心总裁和亚太区转化医学负责人, 也曾担任哈佛医学院的主治医师和临床研究员, 拥有中国药科大学分子药理学博士学位, 具备近 20 年的一线药物研发经验。2) 公司首席科学官戎一平博士拥有约 20 年的生物医学研究和药物发现经验。其曾任职于赛诺菲、强生和罗氏, 并在生物学和药理学领域积累了坚实的专业基础。戎一平博士曾领导并协助超过 15 个研发项目进入临床试验阶段, 参与过多个药物的转化研究工作, 目前主要从事细胞凋亡、表观遗传学、肿瘤免疫学和癌细胞信号传导等领域的研究。由于公司的仅重链单抗平台开发与荷兰鹿特丹伊拉斯姆斯大学关系紧密, 公司至今仍然与 Harbour Mice®发明人 Frank Grosveld 博士保持着良好的合作关系, 其目前也是公司科学顾问团队成员之一。公司也借此在荷兰深度开展与学术机构的早期研发合作, 促进药物管线从实验室向商业化的转变。

图3: 和铂医药核心管理研发团队

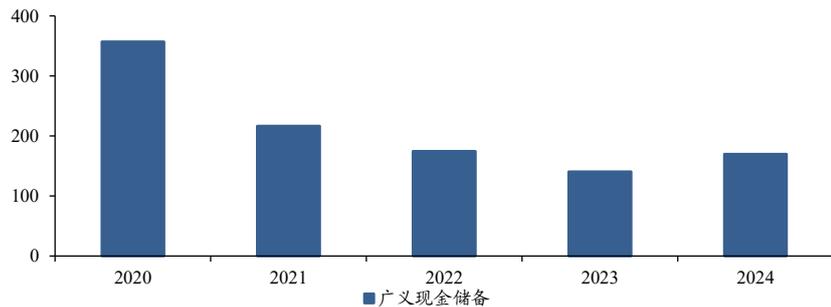
 <p>王劲松 MD PhD 创始人, 董事长兼 首席执行官</p> <p>sanofi Bristol Myers Squibb Wyeth HARVARD MEDICAL SCHOOL HARVARD SCHOOL OF PUBLIC HEALTH Penn</p>	 <p>戎一平 PhD 首席科学官</p> <p>sanofi Johnson & Johnson Roche</p>	 <p>陶晓路 PhD 产品开发总裁</p> <p>Novartis Bristol Myers Squibb</p>	 <p>郑雷 PhD 首席商务官</p> <p>URICA THERAPEUTICS FORTRESS agenus</p>
 <p>支秉正 PhD 首席科学官, 神经科学</p> <p>Alley Therapeutics Genentech 82YS</p>	 <p>Michael Patten MBA 首席战略官</p> <p>GSK Celgene Bristol Myers Squibb</p>	 <p>刘毅 PhD JD 高级副总裁, 全球 法务负责人</p> <p>FINNEGAN K&L GATES</p>	 <p>陈侑晨 MBA 副总裁, 企业发展 及财务负责人</p> <p>CREDIT SUISSE 瑞信 Yidu KPMG GEORGETOWN UNIVERSITY</p>

数据来源: 公司业绩材料, 东吴证券研究所

1.2. BD 为业绩提供核心成长动能，利润迎来爆发式增长

现金储备充足，BD 交易持续贡献现金流。公司 2024 年广义现金储备 1.69 亿美元，同比增加 0.29 亿美元。作为拥有核心技术和管线的 biotech，公司目前已经从早期的独立管线研发阶段转向与合作伙伴共担风险的阶段。截至 2025 年 7 月 20 日，公司全年已有 5 项新合作落地，其中涉及公司正在开发的管线，也包括基于现有核心技术平台的合作开发协议。这部分首付款及授权费逐渐落地，公司预计 2025 年年底现金及现金等价物有望达到 4-5 亿美元。

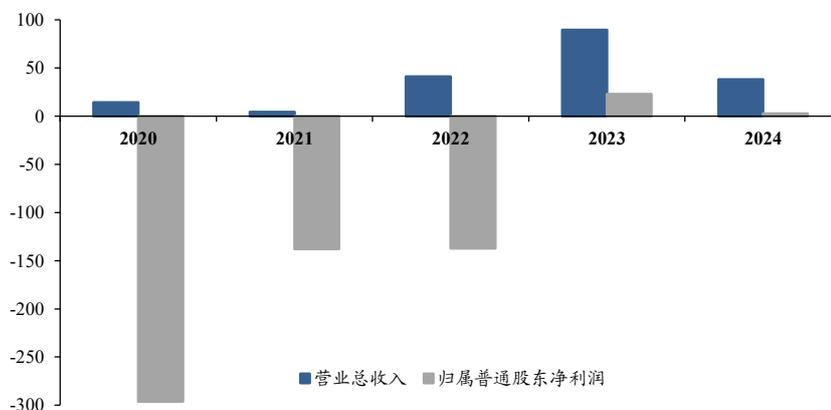
图4：公司广义现金储备（百万美元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

盈亏平衡拐点已至，BD 驱动公司业绩高增。公司营业收入从 2020 年的 1416 万美元增长到 2024 年的 3810 万美元，归母净利润也于 2023 年完成扭亏为盈，公司通过 BD 得到的现金流带动业绩增长已得到验证，如 2023 年与 Seagen、Cullinan 及科伦生物的授权合作协议，其中来自首付款的收入较高。**根据公司业绩预告，2025H1 盈利预期在 6800 万至 7400 万美元，同比提升超 47 倍。**原因 1) 与 AZ 达成的全球合作使公司通过发行认购股份及部分首付款、里程碑付款和选择权付款，共获得约 1.75 亿美元的收入。2) 通过授权外部合作方进行创新产品的市场推广及销售，显著提高了公司的收入。我们认为公司已进入可持续造血的发展阶段，更稳定的里程碑和销售分成收入将带动公司未来营收及归母净利润的持续增长。

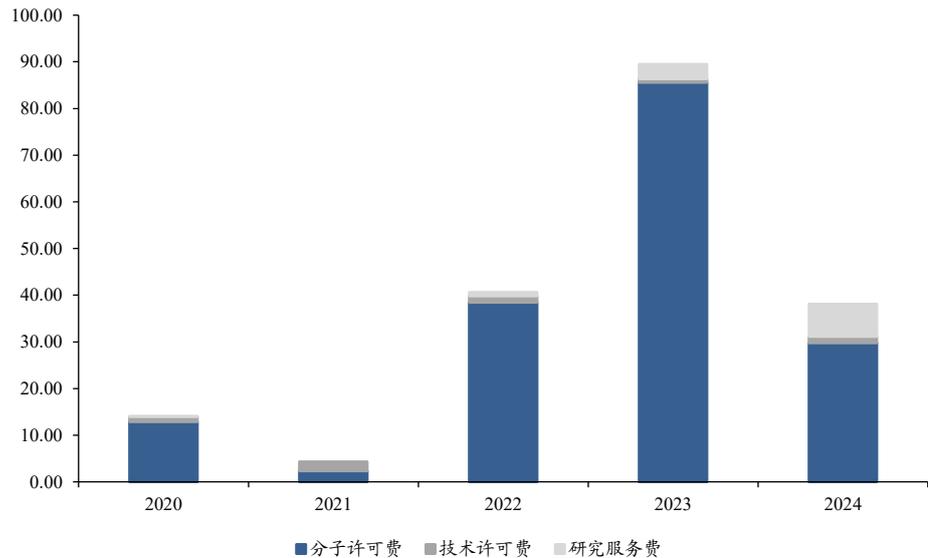
图5：公司总营收及归母净利润（百万美元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

里程碑及销售分成成为核心增长动能。拆分公司收入结构，主要分为研究服务费、技术许可费和分子许可费。其中其研究服务费和技术许可费指公司通过授权自有技术平台及诺纳生物所提供的 CRO 服务，该两项费用合称基于平台的研究费收入，2024 年总计 834 万美元，同比增长 112%。而分子许可费指对外授权协议相关的收入，包含首付款及里程碑收入，后者 2024 年收入 857 万美元，同比增长 382%。未来随着公司 BD 合作的持续推进和增加，里程碑和销售分成将逐渐提高占比，保障整体收入的快速增长。

图6: 公司主营业务各版块构成 (百万美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

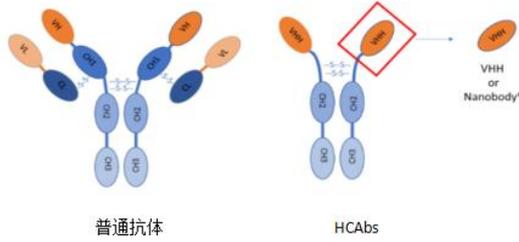
2. HCAb Harbour Mice: 价值稀缺的人源化仅重链抗体平台

公司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。HCAb 分子是一种纳米抗体，以此类抗体为骨架基础，还可衍生出各类其他双抗、多抗、ADC 等产品。而基于 HCAb 抗体平台开发的免疫细胞衔接器 (HBICE®) 则是公司下一阶段的研究引擎，依托其开发的各个 TCE 药物具有实现传统药物联合疗法无法达到的抗肿瘤疗效的潜力。

2.1. 全人源仅重链平台价值稀缺

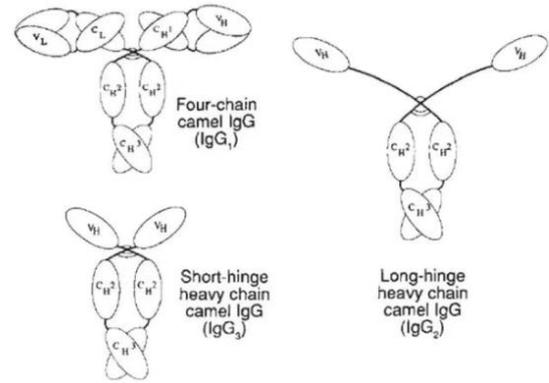
仅重链抗体相比传统 IgG 抗体拥有独特优势。1993 年，比利时布鲁塞尔自由大学免疫学家 Hamers-Casterman 教授以及他的同事们在骆驼的血清中发现了有别于传统抗体的新型抗体，其仅由两条重链构成，因此被称为重链抗体 (Heavy-Chain Antibody, HCAb)。重链抗体的可变区片段可以单独克隆并表达出来，且具有与原重链抗体相当的结构稳定性以及抗原结合活性，其分子量约为 15kDa，只有常规抗体的十分之一大小，因此也被称作纳米抗体 (Nanobody) 或单域抗体 (Single-Domain Antibody)。

图7: 普通 IgG 抗体与 HCAbs 抗体对比



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

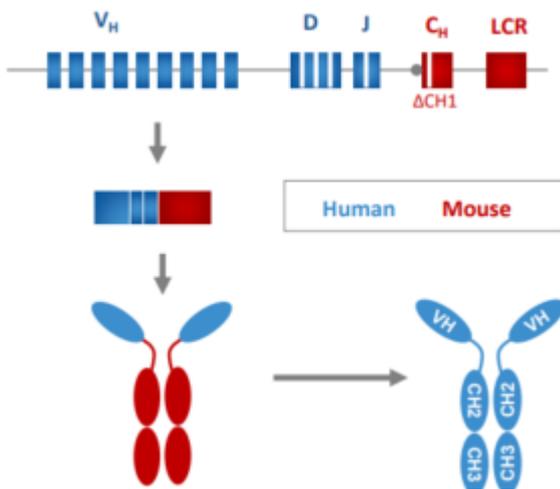
图8: 骆驼抗体结构示意图



数据来源: 《Naturally occurring antibodies devoid of light chains》, 东吴证券研究所

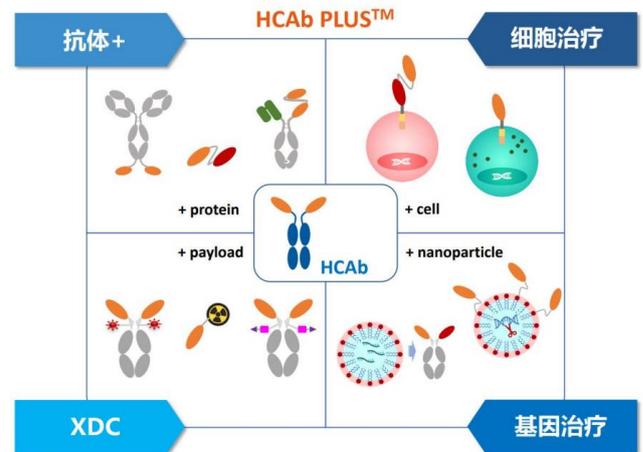
公司拥有 HCAb Harbour Mice, 是全球唯一专利保护全人源仅重链抗体开发平台, 也是复杂分子的“底层建筑”和“核心框架”。诺纳生物为和铂医药的全资子公司, 拥有全球唯一专利保护全人源仅重链抗体开发平台 HCAb Harbour Mice, 该平台可以生产 H2L2 型抗体 (轻链重链抗体), 同时也可生产 HCAb (仅重链抗体)。

图9: HCAb 转基因小鼠产生全人源重链抗体



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图10: 公司 HCAb Harbour Mice 平台



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

HCAb Harbour Mice ®是全球首个全人源仅重链抗体转基因小鼠技术平台, 基于此平台的抗体主要优势在于:

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替代品, 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) **优异的生物学活性：**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。

回顾平台发展历程：Frank 教授团队充分布局技术专利，奠定公司重链抗体转基因小鼠技术独家地位。Hamers-Casterman 教授的发现引起了荷兰科学家 Frank Grosveld 博士的注意。Frank 是鹿特丹 Erasmus 大学的细胞生物学教授，多年来一直深耕于基因表达调控领域。2011 年，Frank 团队利用转基因小鼠产生了多个针对金黄色葡萄球菌的 PVL 毒素的不同亚基的重链抗体，并在此基础上构建了具有四价对称结构的双特异重链抗体。此后，Frank 教授与其学生时代的好友 Robert Kamen 共同成立了 Harbour Antibodies 来对这些转基因小鼠进行技术转化和商业化，并引入了另一个著名的投资机构 Atlas Venture 的早期投资。

作为重链抗体转基因小鼠技术的开山鼻祖，Frank 为相关技术做出了全面的专利布局，为 Harbour Mice 平台的商业化奠定了坚实的基础。随着这些专利在不同国家获得授权，Harbour Mice 平台在很长一段时间拥有专利壁垒优势。作为 Harbour Antibodies 公司的继承者，和铂医药持续通过 Harbour Mice 平台产生优秀的全人源抗体分子进入临床开发，充分地验证了该平台的价值；而全新的诺纳生物正进一步将这一优秀的平台开放给广泛的合作伙伴，充分地赋能合作伙伴的持续创新。

表1：Frank Grosveld 团队申请的重链抗体转基因动物相关国际专利

PCT 申请公开号	主要发明内容	申请公开时间
WO2010070263	表达人源抗体的非人转基因小鼠	2010-06-24
WO2014141189	携带人源免疫球蛋白 18VH、11VK、4Vλ 基因的转基因动物	2014-09-18
WO2002085945	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 and 应用	2002-10-31
WO2006008548	利用转基因动物产生人 VH 或者骆驼 VHH 单重链抗体的方法 and 应用	2006-01-26
WO2007096779	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	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	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	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	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

数据来源：专利网，东吴证券研究所

具备专利的全人源仅重链抗体平台具有稀缺性。在全球全人源小鼠平台领域中，发生多起重磅交易，包括 Amgen 在 2005 年以 22 亿美元收购了 Abgenix；BMS 在 2009 年以 24 亿美元收购了 Medarex；Sanofi 在 2021 年以 11 亿美元收购 Kymab、Amgen 以 25 亿美元收购 Teneobio 等。我们认为即使在抗体研发已经非常成熟的今天，全人源小鼠平台仍具有其独特的价值。

H2L2 平台是第二代全人源转基因小鼠平台，能够产生具有全人源可变区的经典抗体，可以实现内源性亲和力成熟以及免疫效应功能。在第一代全人源转基因小鼠平台方面，BMS 通过收购 Medarex 开发出了 O 药和伊匹木单抗等多款重磅炸弹，安进通过收购 Abgenix 开发了超 5 款大单品，和铂医药第二代全人源经典抗体 H2L2 平台的稀缺性和潜力亦可从以上同领域的多起重磅交易和成果加以验证。而 HCAb 平台是全球唯二的全人源重链抗体平台之一，是诺纳生物与全球创新药企之间的关键技术差异，稀缺性十足。Amgen 斥巨资收购 Tenebio 也足以证明 HCAb 平台的价值所在。

2.2. 技术平台持续升级，抗体+平台 HBICE 和 HBICA 成效凸显

以 HCAb 为基础，公司开发了 HBICE 和 HBICA 两大平台，可高效开发各类双抗、多抗产品，并拓展 XDC、细胞治疗、药物递送等领域应用。公司 HCAb 平台能够产生高度多样化和稳定的全人源重链抗体及其衍生的全人源单域抗体，使得能够产生高度多样化和稳定的全人源重链抗体及其衍生的全人源单域抗体，从而用具有更小的分子量和更少的蛋白多肽链的简单结构去构建新颖的多特异性抗体。在此基础上，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），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。

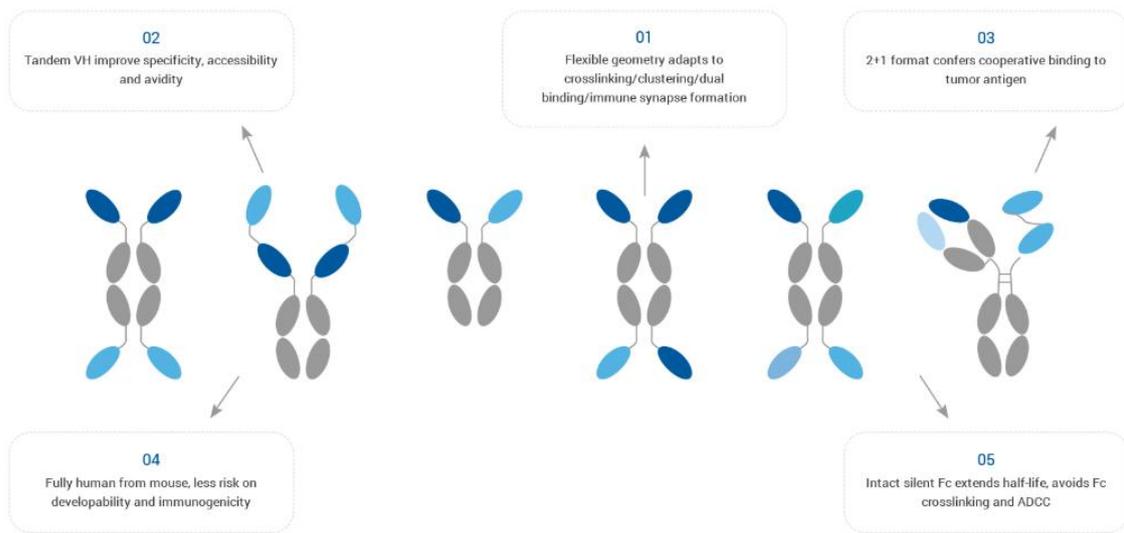
图11：抗体+平台 HBICE 和 HBICA 两大平台概览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在 HCAb 平台的优势基础上，其进一步开发出了基于 HCAb 的免疫细胞衔接器平台 HBICE[®]，切入双抗/多抗赛道。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。

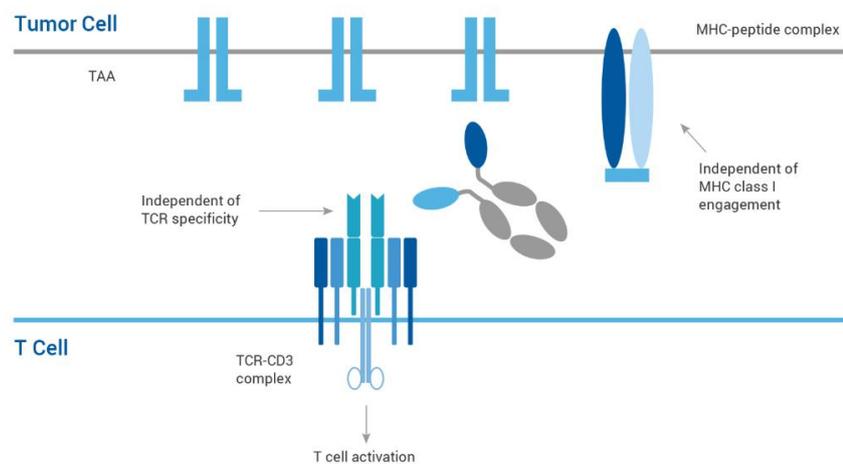
图12：基于 HBICE 平台的不同结构分子



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

HBICE 分子可以通过不同的途径来激活免疫细胞。一方面，靶向 CD3 的 HBICE 分子以非 MHC 限制的方式来激活 T 细胞，进而克服因肿瘤细胞 MHC 下调或抗原递呈细胞耐受引起的免疫逃逸机制。

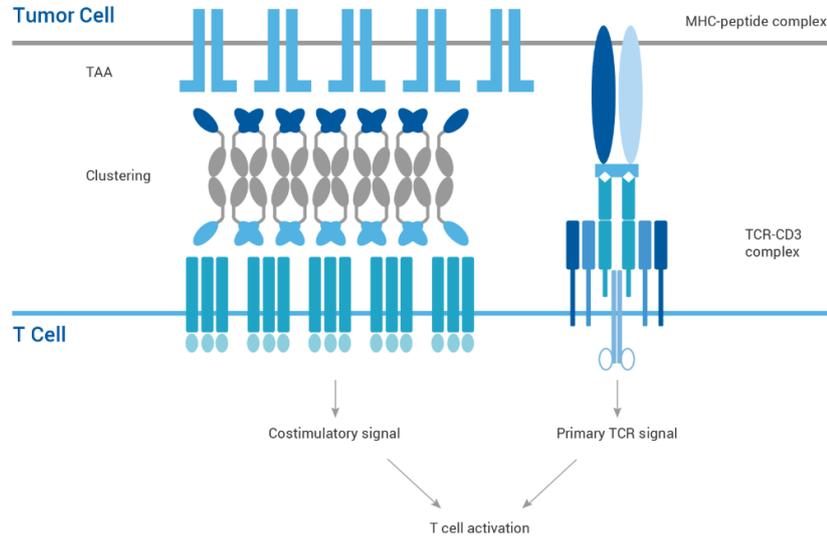
图13：HBICE 分子以非 MHC 限制的方式来激活 T 细胞



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

另一方面，靶向共刺激分子的 HBICE 分子可引起肿瘤相关抗原介导的共刺激分子的交联以及下游信号传导通路的激活，为 T 细胞的完全激活提供了共刺激信号，进而充分活化 T 细胞，提高其杀伤肿瘤的效力。

图14: HBICE 分子可引起共刺激分子交联及下游信号传导通路激活



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

引进光导技术平台，加速抗体药物发现。公司于 2019 年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。

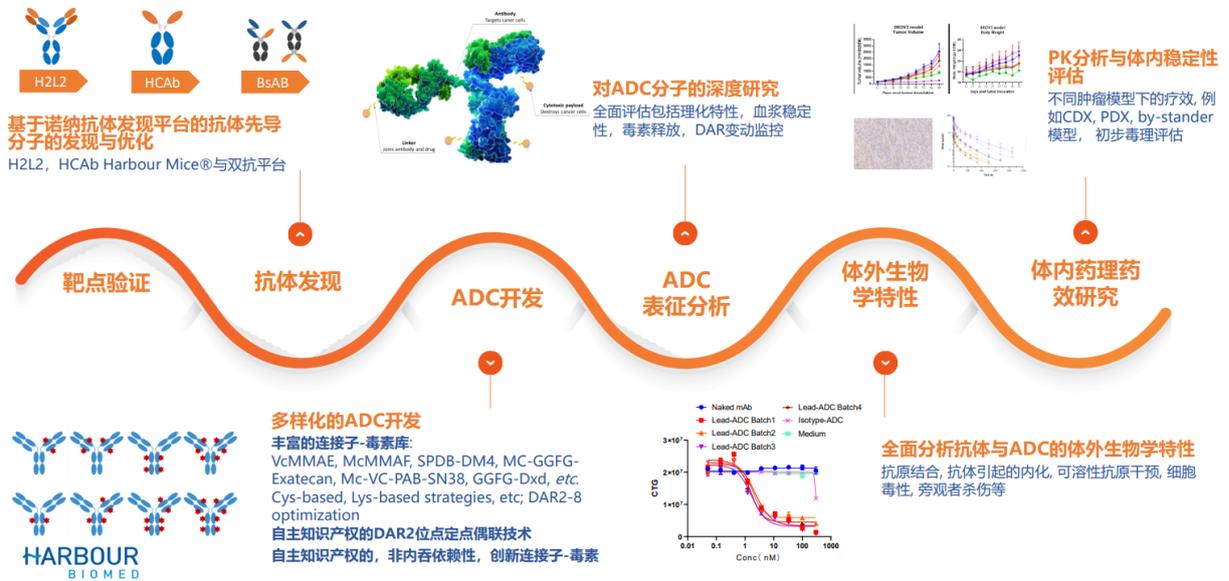
图15: 抗体开发流程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

ADC2.0: 诺纳生物独有的综合性 ADC 研发平台。在 ADC2.0 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。

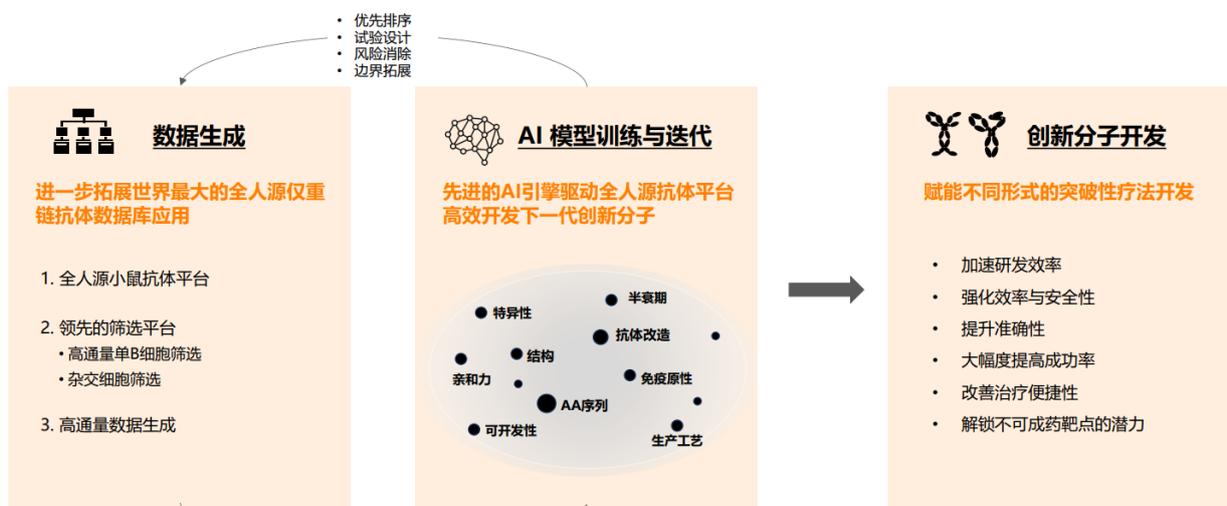
图16: 公司 ADC 2.0 平台



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

前沿 AI 平台 Hu-mAtrIx 推动研发创新再提速。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17: 公司前沿 AI 平台 Hu-mAtrIx



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3. BD 实力强劲，与阿斯利康等 MNC 开展稳定合作

公司依托核心技术起家，自带技术合作基因。在 Harbour Antibodies 时期，Frank Grosveld 博士及其团队就已经利用全人源化转基因小鼠平台与各类学术研究机构开展合作。在公司完成对 Harbour Antibodies 的收购后，这一系列的合作方案均得以保留，也使得公司能够广泛接触具有开创性早期管线开发能力的研发团队。

3.1. 依托稀缺技术平台，BD 能力得以验证

建立自免及肿瘤领域研发管线，聚焦自免产品 BD 合作。公司基于其技术平台优势，建立了免疫和肿瘤两大主要产品管线，其中包括 TSLP 单抗、CD3 T 细胞衔接器等全球范围内具备竞争力的产品。核心产品巴托利单抗已经于 2024 年 7 月在国内递交上市申请，我们预计该产品有望在 2025 年获批上市。凭借其与石药集团的商业化合作，该产品将为公司带来稳定的营业收入。

图 18: 和铂医药主要研发管线

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 用于治疗自免疾病；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、肝细胞癌、神经内分泌肿瘤、结直肠癌				<ul style="list-style-type: none"> 相比伊匹单抗表现出更优安全性 联用PD-1治疗结直肠癌
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启动临床试验
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启动临床试验
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Élancé 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

数据来源：公司业绩材料，东吴证券研究所

依托稀缺技术平台，与合作伙伴共同开发各类抗体衍生产品。公司凭借全球独有的仅重链抗体转基因小鼠平台，与多个 MNC 及知名企业进行合作，如在 ADC 药物领域公司已经与辉瑞、Seagen、映恩生物、启德医药等国内外领先企业开展合作。且公司积极拓展管线类型，在细胞治疗和 AI 制药领域也与头部药企进行了深度合作，进一步释放全人源化转基因小鼠平台的商业潜力。

图19: 和铂医药主要合作伙伴和领域



数据来源: 公司业绩材料, 东吴证券研究所

BD 以早研管线为主, 通过临床深度合作与 MNC 生态绑定。公司自其成立以来已完成近 60 余项 BD 授权或技术合作。公司 BD 具有研发阶段早的特点, 很多对外授权交易都发生在管线临床早期甚至临床前阶段, 不仅帮助公司更早获得管线收入, 还降低了研发风险与成本。合作对象包括知名 MNC, 如阿斯利康、大冢制药、辉瑞、艾伯维等企业, 并已与阿斯利康达成了深度战略合作, 共建北京创新中心。同时公司也开展了 NewCo 出海尝试, 在 2025 年 1 月与科伦博泰共同完成对 Windward Bio 的授权, 获得最多 9.7 亿美元预付款及里程碑, 以及 Windward Bio 母公司的股权。

表2: 和铂医药主要 BD 合作梳理 (截至 2025 年 7 月 20 日)

时间	合作方	合作内容	首付款 (亿美元)	总金额 (亿美元)
2025年6月	Otsuka Pharmaceutical	HBM7020	0.47	6.70
2025年3月	AstraZeneca	临床前免疫管线及基于技术平台的深度合作	-	46.80
2025年2月	未披露	HBM9013	-	3.95
2025年1月	Windward Bio	HBM9378	-	9.70
2024年12月	Candid Therapeutics	TCE项目	-	3.20
2024年5月	AstraZeneca	临床前肿瘤管线	0.19	6.04
2023年12月	Seagen (Pfizer)	HBM9033	0.53	11.03
2022年11月	Moderna	HCAb平台及管线发现	0.06	5.06
2022年10月	石药集团	巴托利单抗	0.22	1.48
2022年4月	AstraZeneca	HBM7022	0.25	3.50
2020年12月	AbbVie	HBM9022	-	-
2020年9月	华兰生物	HBM7015; HBM1029; HBM7020	0.09	-
2018年6月	Celsius Therapeutics (AbbVie)	H2L2平台授权	-	-
2018年4月	科伦博泰	HBM9378; HBM9002; HBM9001	-	-

数据来源: 公司年报, 医药魔方, 东吴证券研究所

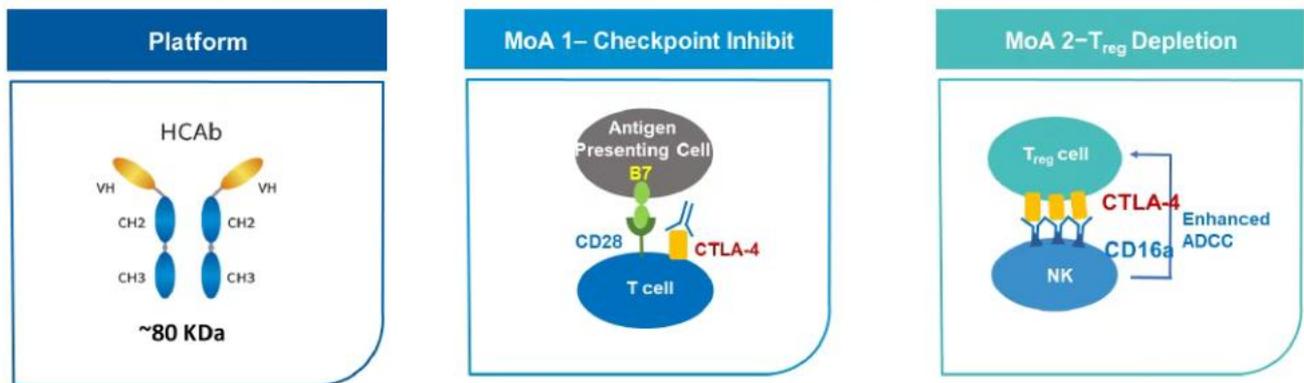
3.2. 研发实力备受认可，与阿斯利康深度绑定

肿瘤领域与 MNC 达成多次合作,管线聚焦 IO、TCE、XDC,核心产品包括 HBM4003 (CTLA-4 单抗)、HBM7002/AZ5863 (CLDN18.2/CD3 TCE) 以及 HBM9033/SGN-MesoC2 (MSLN ADC)。

HBM4003: 较 Yervoy 疗效及安全性更好。公司 HBM4003 为 CTLA-4 重链抗体, Fc 通过工程化改造增强 ADCC 活性, 较低的分子量带来更高的肿瘤组织穿透性。临床前研究表明, HBM4003 比 Yervoy 可以更有效的介导瘤内 Treg 清除。澳大利亚一期临床中, HBM4003 治疗 20 例晚期实体瘤患者, 其中 13 例接受过二线或者更多种方法治疗, 8 例接受过免疫检查点抑制剂治疗。1) 初步安全性数据较好, 0.45mg/kg 剂量没有发生 3 级以上治疗相关不良事件 (TRAE)。MTD 未达到。2) 较 Yervoy 基线情况更严重。3) 初步疗效数据: 2 例患者出现临床响应, 1 例肝癌获得 PR, 既往接受过索拉非尼、仑伐替尼和 PD-1 抗体治疗; 1 例去势抵抗性前列腺癌患者获得 PSA 响应。9 例患者 SD, 其中 3 例肿瘤缩小。

HBM4003 通过增强 ADCC, 更加有效清除瘤内 Treg。初步临床数据表明, HBM4003 确实可以有效清除患者瘤内 Treg 并显著增加 CD8+T 细胞, 并在较低剂量对于难治性癌症患者取得疗效 (15 例患者中, 2 例 PR, 9 例 SD)。后续临床研究中, HBM4003 将在多个瘤种进一步探索与 PD-1 抗体及其他药物的联合治疗。

图20: 公司开发 ADCC 增强型 CTLA-4 重链抗体



数据来源: Armstrong, 东吴证券研究所

AZD5863 (HBM7022) 是一款 CLDN18.2 x CD3 双特异性抗体。AZD5863 由公司基于 HBICE 开发, 可以同时识别肿瘤细胞上的特异性肿瘤相关抗原和免疫细胞 (如 T 细胞、NK 细胞) 上的共刺激分子, 并将免疫细胞和肿瘤细胞拉近在一起, 从而高效且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。作为一款新型双抗药物, AZD5863 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。

HBM9033 是一款特异性靶向人间皮素 (MSLN) 的抗体偶联药物 (ADC), 该肿瘤

相关抗原在多种实体瘤中上调。HBM9033 中的全人源单克隆抗体来源于 Harbour Mice[®] 平台，具有良好的特性，可保持与膜结合型 MSLN 的强结合和内化并减少与可溶性 MSLN 的结合。独特的抗体设计使其在各种具有不同 MSLN 表达水平的临床前肿瘤模型研究中展现出卓越的疗效，从而使 HBM9033 成为一款潜在的全球同类最佳疗法。临床前研究结果表明：1) 通过向 MSLN 阳性细胞输送有效载荷，直接发挥细胞杀伤作用，并通过旁观者效应对共培养的 MSLN 阴性细胞产生杀伤活性。即使在生理学浓度可溶性 MSLN 存在的情况下，HBM9033 仍具备细胞杀伤能力。2) 在涵盖卵巢癌、肺癌和结肠直肠癌等多种肿瘤细胞系和患者来源的异种移植模型中，HBM9033 的表现均优于基于 DM4 的抗 MSLN 基准 ADC。3) 在由 MSLN 阳性和 MSLN 阴性混合细胞组成的异源异种移植模型中，HBM9033 同样表现出优于基于 DM4 的抗 MSLN 基准 ADC 的疗效，表明 MesoC2 的新型连接子-载荷具有更为显著的旁观者效应。

公司研发实力饱受认可，已与阿斯利康、辉瑞和艾伯维等多家 MNC 进行数次深度合作。1) 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。2) 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。3) 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。4) 2025 年 3 月，和铂医药与阿斯利康达成全球战略合作。双方将共同研发针对免疫性疾病、肿瘤及其他多种疾病的新一代多特异性抗体疗法，达成第三次合作。

图21：和铂医药与阿斯利康合作一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

与阿斯利康达成深度合作，助推和铂医药开启新篇章。2025 年 3 月，公司宣布与阿斯利康达成全球战略合作：双方将共同研发针对免疫性疾病、肿瘤及其他多种疾病的新

一代多特异性抗体疗法。此次战略合作内容涵盖基于和铂医药专有的 Harbour Mice® 全人源抗体技术平台在多治疗领域的多项目授权许可协议，以及阿斯利康对和铂医药的 1.05 亿美元股权投资。

根据协议条款，阿斯利康将获得两项临床前免疫学项目的授权许可选择权，并将提名更多靶点由和铂医药开发新一代多特异性抗体疗法。阿斯利康可行使选择权以推进这些项目进入临床开发阶段。

战略合作初期将聚焦现有研发项目，未来还将继续拓展至更多项目合作。和铂医药将获得总计 1.75 亿美元的首付款、近期里程碑付款和额外新增项目的选择权行使费，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。此外，双方还可选择在未来五年内将更多项目纳入合作范围，并可在双方同意的情况下将协议期限再延长五年。

另外，阿斯利康还将认购和铂医药 9.15% 的新发行股份。为了推进本协议下的合作项目及双方更多其他合作，和铂医药将在中国北京与阿斯利康共建一个创新中心。

图22：与阿斯利康达成深度战略合作助推和铂医药开启新篇章



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 巴托利单抗上市在即，在研项目全线发力值得期待

公司在免疫领域已经布局多条核心管线。目前进展最快的是从 HanAll BioPharma 公司引进的巴托利单抗，该管线为 FcRn 拮抗剂，在国内已申报适应症为治疗重症肌无力。与科伦博泰合作开发的 HBM9378 在 2025 年 1 月完成 NewCo 出海，产品为主打超长效的 TSLP 单抗，有望在哮喘和慢阻肺适应症中达成同类最佳。

4.1. 巴托利单抗：与石药集团合作开发即将上市

重症肌无力是获得性神经-肌肉接头传递障碍的自身免疫性疾病。乙酰胆碱受体 (AChR) 抗体是最常见的致病性抗体。2025 年 7 月，中华医学会神经病学分会发布《中国重症肌无力诊断和治疗指南 (2025 版)》，其流行病学数据表明，重症肌无力的全球患病率约为 12.4 人每 10 万人。中国重症肌无力的发病率约为 0.68/10 万人，女性发病率略高于男性；由于此前国内研究仅纳入住院患者，中国的实际发病率可能更高。

《中国重症肌无力诊断和治疗指南 (2025 版)》推荐 FcRn 拮抗剂长期用药。FcRn 可以和 IgG 的 Fc 部分结合，阻止 IgG 分子被溶酶体裂解。目前，FcRn 已被认为在治疗多种 IgG 介导的自身免疫性疾病方面颇具潜力。国内针对重症肌无力的 FcRn 拮抗剂主要是再鼎医药研发的艾加莫德 α ，其次是在 2025 年 3 月新上市的由 UCB 开发的罗泽利昔珠单抗。巴托利单抗是首个在中国针对 gMG 适应症获得 CDE 突破性治疗认定的创新药。且相比两款已经上市的产品，巴托利单抗完成了全人源化，在用药过程中能够更好的降低免疫原性。

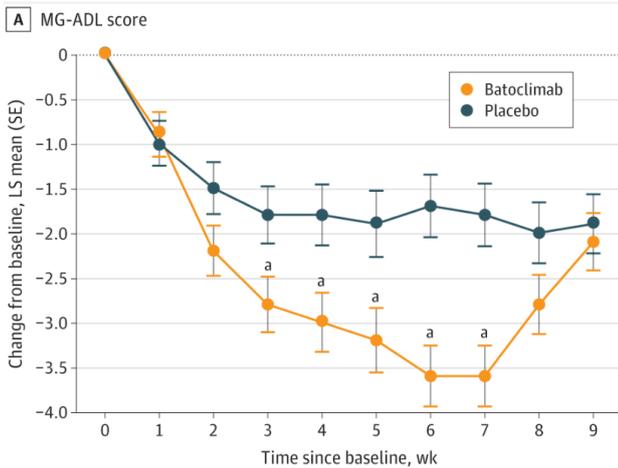
表3: FcRn 拮抗剂用于重症肌无力竞争格局 (截至 2025 年 7 月 20 日)

管线名称	研发机构	中国最高研发阶段	美国最高研发阶段
罗泽利昔珠单抗	UCB	2025年3月上市	2023年6月上市
艾加莫德 α	Argenx; 再鼎医药	2023年6月上市	2021年12月上市
巴托利单抗	和铂医药; 石药集团	申请上市	III期临床
尼卡利单抗	Johnson & Johnson	申请上市	2025年4月上市
IMVT-1402	Immunovant	临床前	III期临床

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

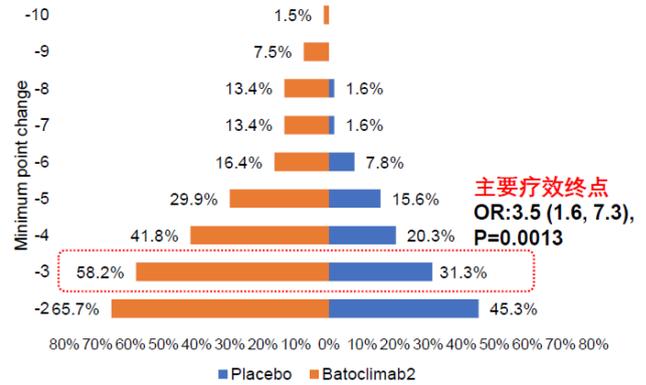
注册临床数据显示出巴托利单抗在治疗重症肌无力方面的有效性和安全性。在治疗开始的第二周，巴托利单抗治疗组患者 MG-ADL 评分改善率曲线就与对照组产生了明显的差异，这提示巴托利单抗治疗能够快速起效，发挥症状改善效果。在第一个治疗周期结束后，治疗组的 ADL 评分持续改善率达 58.2%，显著高于对照组 (31.1%)，提示巴托利单抗能够显著改善患者症状，且具有可持续的效果。此外，在第一个治疗周期中，巴托利单抗治疗组患者达到最轻微症状表现的比例为 25.4%，远高于对照组 4.7%。总体来看巴托利单抗的疗效和安全性与以上市的艾加莫德 α 相当。

图23: 巴托利单抗 MG-ADL 评分数据



数据来源: JAMA, 东吴证券研究所

图24: 巴托利单抗整体疗效数据



数据来源: 公司业绩材料, 东吴证券研究所

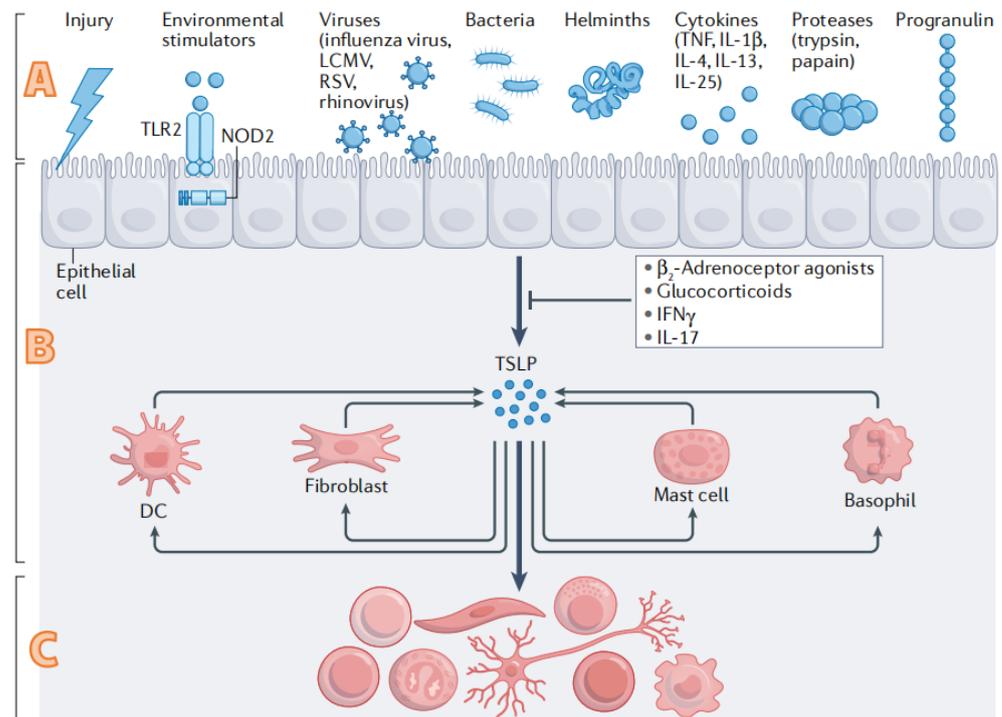
2022年10月, 和铂医药将巴托利单抗的大中华区权益授权给石药集团, 后者支付1.5亿元预付款, 8.61亿元里程碑金额, 以及一定比例的销售分成, 协议总金额超过10亿元, 创下国内FcRn赛道纪录。据弗若斯特沙利文预估至2030年, 国内重症肌无力的创新生物制剂市场规模可达约10亿美元, 2024年国内重症肌无力的创新生物制剂销售额近1亿美元。我们预计凭借石药集团的强大商业化团队, 未来该产品有望在国内获得明显销售放量。

4.2. HBM9378: 具有BIC潜力, 差异化的长效TSLP单抗

根据2019年的流行病学调查, 我国成人哮喘患者约4570万人, 其中重度哮喘约占3.4%~8.3%。重度哮喘是哮喘疾病负担的主要来源, 患者急性发作风险较轻度哮喘患者增加近5倍(1.36~1.5次/年 vs 0.33次/年), 且肺功能严重下降风险更高, 进展为不可逆气流受限的患者占比高达54%。近年来, 随着对重度哮喘机制和治疗研究的不断深入, 靶向生物治疗已成为治疗重度哮喘的新兴治疗手段, 在减少哮喘发作、改善肺功能、最大限度地减少口服皮质类固醇使用和提高患者生活质量等方面均具有显著疗效。

HBM9378是一款潜在同类最佳的长效单抗, 靶向TSLP。TSLP是一种已经良好验证的细胞因子, 对于包括哮喘和慢性阻塞性肺疾病(COPD)在内的多种免疫性疾病的进展起关键作用。HBM9378可以通过阻断该因子和受体的相互作用来抑制TSLP介导的信号通路。TSLP在DC细胞成熟、参与T helper 2(Th2)细胞极化以及炎症反应方面起到重要作用, 特别是在嗜酸性及非嗜酸性过敏性气道炎症导致的哮喘方面。目前仅有安进和阿斯利康合作开发的特泽利尤单抗这一款TSLP单抗在海外上市, 在国内则于2024年11月递交了上市申请, 我们预计能在2025年Q4上市。

图25: TSLP 的靶点作用通路



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

与其他同靶点产品相比, HBM9378 具有全人源序列, 有更低的免疫原性风险, 与同靶点竞争者相比也具有更好的生物利用度。该款抗体分子经过工程化改造实现了半衰期延长与效应功能沉默, 采用皮下给药方式。在 I 期临床试验中, HBM9378 展现出长半衰期特性, 抗药抗体发生率低, 且在最高测试剂量下仍具有良好的安全性与耐受性。目前 HBM9378 已完成中重度哮喘临床 I 期, 慢性阻塞性肺病临床 II 期 IND 已获批。临床前数据显示 HBM9378 在猴与人体内的半衰期超过特泽利尤单抗约 2-3 倍, 可有效减少注射频率, 极大提升用药便利性。且其药理学特性优秀, 在高浓度下稳定性强, 成药性良好, 增加患者皮下给药的便利性, 具有 BIC 潜力。

绝大多数用于哮喘或 COPD 的 TSLP 靶向单抗仍处于临床阶段。安进与阿斯利康合作开发的特泽利尤单抗是目前全球范围内唯一一款上市的 TSLP 单抗。除此之外涉足该靶点的还有辉瑞、赛诺菲、默克、石药集团、正大天晴等海内外企业, 侧面反映出该赛道的未来确定性已经受到了各方药企的认可。除特泽利尤单抗外, 安进与阿斯利康已经在推进新一代的 TSLP 单抗 AZD8630, 表明目前特泽利尤单抗在安全性及剂型上仍然有改善空间。AZD8630 仍然处于 II 期临床阶段。整体来看, 和铂医药的 HBM9378 采用了其专有的 H2L2 全人源化抗体平台, 临床进度已经进入 II 期, 且已经对外达成 NewCo 合作, 我们预计未来将同步在国内和海外快速推进临床, 在这一轮 TSLP 单抗竞赛中占据身位优势。此外, HBM9378 作为超长效 TSLP 单抗, 半衰期超过特泽利尤单抗 (一个月给药一次) 的 2-3 倍, 国内布局超长效 TSLP 赛道的企业仅有 3 家 (其余为恒瑞及正大天晴), 竞争格局优异。

在国内企业布局的管线中，恒瑞医药为超长效制剂，可实现 6 个月给药一次，已成功 BD，和铂医药 HBM9378 半衰期超过特泽利尤单抗（一个月给药一次）的 2-3 倍，

HBM9378 已经完成对外授权，NewCo 模式助力管线出海。2025 年 1 月，和铂医药、科伦博泰与 Windward Bio 订立独家授权协议，授予 Windward Bio 在全球（不包括大中华地区和若干东南亚和西亚国家）进行 HBM9378/WIN378 的研发、生产和商业化的独家授权。根据授权协议的条款，和铂医药与科伦博泰有权收取最多合共 9.7 亿美元的预付款及里程碑付款以及占净销售额个位数到双位数百分比的分层特许权使用费。4500 万美元的预付款及近期里程碑付款包括现金付款及 Windward Bio 母公司的股权。倘 Windward Bio 近期发生控制权变动或与其与第三方订立再许可协议，授权方亦有权向 Windward Bio 收取额外款项。科伦博泰与和铂医药将平分 Windward Bio 根据授权协议支付的款项。根据公司的公告，Windward Bio 正准备全球 II 期临床试验。Windward Bio 是一家处于临床阶段的药物开发公司，高管团队具有丰富的生物制药经验，曾与其他合作伙伴共同推动了超过 15 个产品的上市，完成了 2 亿美元的 A 轮投资。

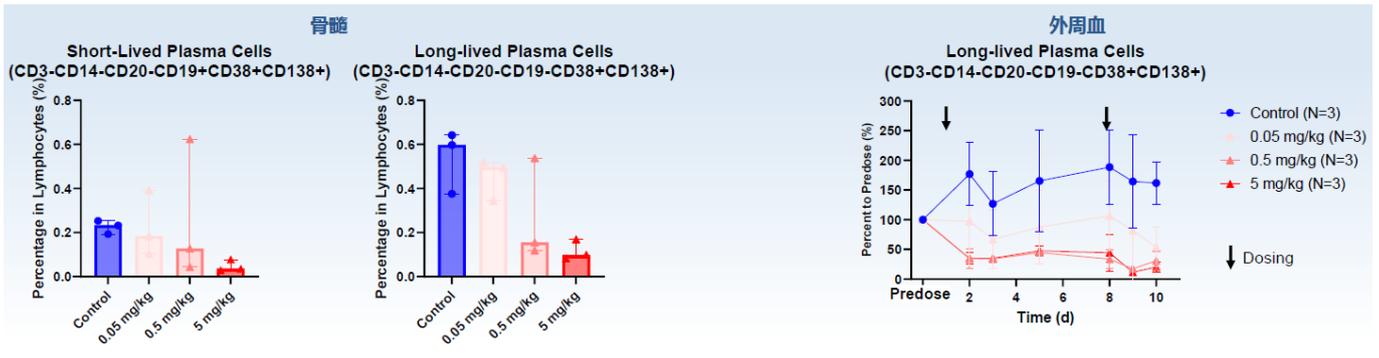
4.3. HBM7020: TCE 赛道火热，瞄准免疫+肿瘤适应症

HBM7020 是一款 BCMA+CD3 双特异性抗体，是和铂医药基于全人源 HBICE® 双抗技术及 Harbour Mice® 平台研发而成。该管线属于目前医药研发业内具有高热度的 TEC 产品。TCE，即 T 细胞桥接器双抗，是目前应用广泛的双特异性抗体作用机制，它可以同时结合肿瘤特异性相关抗原（TAAs）和 T 细胞受体（TCR）复合物的固定成分 CD3 发挥作用。TCE 双抗的优势在于可以通过 CD3 利用所有可用的 T 细胞，而不局限于肿瘤特异性 T 细胞。

HBM7020 能够同时靶向细胞表面的 BCMA 和 CD3，将目标细胞与 T 细胞交联，从而有效激活 T 细胞并杀伤目标细胞。HBM7020 通过设计两个抗 BCMA 结合位点，实现了对目标细胞的精准靶向，而单价优化的 CD3 活性则有效降低了细胞因子释放综合征（CRS）的发生风险。基于上述 TCE 特有的机制优势，预计 HBM7020 在免疫学和肿瘤领域都能够发挥其潜在的高效细胞杀伤能力，拥有广阔的应用前景。

和铂医药基于本身独特的 HBICE® 技术，赋予 HBM7020 不对称结构，可以有效解决轻链错配问题。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，验证可以有效清除表达 BCMA 的细胞，包括长寿浆细胞。

图26: HBM7020 临床前数据体现优秀治疗潜力



数据来源: 公司业绩材料, 东吴证券研究所

CD3+BCMA 靶点组合的 TCE 管线成药性已被验证, TCE 平台为核心竞争力。目前国内仅有强生的特立妥单抗和辉瑞的埃纳妥单抗批准上市, 部分管线处于临床中期。Regeneron、Abbvie、BMS、Novartis 等 MNC 都在积极布局 BCMA/CD3 双抗及多抗管线, 表明 BCMA/CD3 已经是得到充分验证的机制。根据公司公告, 预计 HBM7020 将在 2025 年开展针对自身免疫疾病的人体临床试验。强生的特立妥单抗在 2025 年被纳入多发性骨髓瘤中国临床专家共识, 更加说明了 CD3/BCMA 类 TCE 药物的应用潜力。TCE 药物作为一种新的研发方向, 其与 ADC 类似都会形成各公司独有的技术平台, 目前国际上较领先的支持 TCE 开发的平台包括 Genmab's 的 DuoBody 平台、Roche 的 CrossMab 平台和 Amgen 的 BiTE 平台。这些平台都是在自身抗体开发技术至上的延伸, 因此我们认为拥有全人源 HBICE®双抗技术及 Harbour Mice®平台的和铂医药将会在 TCE 药物的开发上更加得心应手, 未来有望在 TCE 领域形成独特的竞争力。

和铂医药就 HBM7020 已与大塚制药达成战略合作。6月23日, 和铂医药与大塚制药达成合作, 双方将共同推进用于治疗自身免疫性疾病的 BCMAxCD3 双特异性 TCE 的开发。据此, 和铂医药将获得总计 4700 万美元的首付款和近期里程碑付款, 此外还有权获得高达 6.23 亿美元的额外付款, 以及基于未来产品净销售额的分级特许权使用费。再次斩获与 MNC 的 BD 合作让和铂医药的该条管线有望快速在海外进行临床试验的开展, 同时降低了未来的研发风险, 我们看好该管线为公司带来更好的发展。

5. 盈利预测与估值

公司主要营业收入可以分为分子许可费、研究服务费和技术许可费。其中分子许可费指的是与对外授权协议相关的收入, 包含首付款及里程碑收入。研究服务费和技术许可费则指公司通过授权自有技术平台及诺纳生物所提供的 CRO 服务, 是相对更加稳定的经常性收入。技术许可费和研究服务费可被合称为基于平台的研究费收入。根据公司的公告信息, 我们认为未来对于公司营收影响最主要的因素由大到小分别为:

1) 与阿斯利康在 2025 年 3 月订立的长期合作协议, 包含约 1.05 亿美元的股权配

发收入；1.75 亿美元的预付款及短期里程碑收入，该部分预计在 2025 年内收到；未来最多 44 亿美元额外开发和商业化里程碑付款；净销售额特许权费用。与阿斯利康在 2024 年 5 月订立的临床前管线合作协议，包含 2900 万美元预付款及短期里程碑，已计入往年收入；最高 5.75 亿美元的研发及商业化里程碑付款；净销售额特许权费用。

2) 在 2025 年 1 月和科伦博泰共同与 Windward Bio 订立管线授权协议，包含 4500 万美元预付款及短期里程碑，该部分预计在 2025 年收到；Windward Bio 母公司股权；未来 9.25 亿美元里程碑付款；净销售额个位数至双位数百分比的特许权费用。上述潜在收入均将与科伦博泰平分。

3) 在 2023 年 12 月与辉瑞及 Seagen 订立的管线授权协议，包含 5300 万美元预付款及近期里程碑，已计入往年收入；最高 10.5 亿美元的若干研发里程碑和商业化里程碑；净销售额个位数至双位数百分比的特许权费用。

4) 即将上市的巴托利单抗于未来所能带来的潜在销售分成收入。根据 2022 年 10 月公司与石药集团订立的管线授权协议，和铂医药有权获得最多 5750 万美元的销售里程碑；以及净销售额的特许权费用。和铂医药在获得特许权费用和里程碑时仍需履行与 HanAll Biopharma 订立的产品授权协议中关于分成的条款。

综上可见对和铂医药影响最主要的为与各大 MNC 合作所产生的分子许可费收入。我们根据行业惯例推定，预付款及近期里程碑可被认为能够较大概率全额获取。上市前的研发里程碑通常占剔除首付款后总包的 55%，根据不同临床阶段的成功率给予风险调整系数，依照我们所预计的临床进展对获取研发里程碑的年份进行预测。对于相对稳定的平台收入我们给予 40% 的年增速对未来的收入进行预测。我们预计 2025-2027 年的营收分别为 1.54/1.10/1.44 亿美元。

表4: 公司营业收入预测 (百万美元)

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	38.10	154.08	109.53	143.50
巴托利单抗销售分成收入		1.40	2.52	4.72
巴托利单抗商业化		0.06	0.12	0.24
风险调整后里程碑收入				
与阿斯利康长期合作收入		87.50	65.00	85.00
HBM7022 (阿斯利康)		3.58	5.36	7.15
风险调整后里程碑收入				
HBM9378 (Windward)		22.50	8.00	4.00
风险调整后里程碑收入				
HBM9033 (辉瑞)			8.66	17.33
风险调整后里程碑收入				
HBM7020 (大塚)		28.20	6.85	6.85
风险调整后里程碑收入				
基于平台的许可费收入		10.84	13.01	18.21

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.82/0.47/0.63 亿美元，通过大量对外授权获得的里程碑收入将使得公司进入收入和利润增长的快车道。未来和铂医药将能够发挥其核心平台技术变现，依托其专有平台带来的技术优势开发管线并对外授权获得可预期的稳定里程碑收入。因此可以判断公司的收入和利润会在未来逐步兑现，故采用绝对估值法 FCFE 估值模型，主要依托以下假设。以中国 10 年期国债收益率 1.65% 作为无风险利率；Wind 数据库中显示歌礼制药贝塔值为 1.03；由于和铂医药在多地开展经营业务，参考过往所得税税率，设定综合所得税税率为 26%；参考 Wind 数据库得到港股市场预期收益率约为 9.15%；计算可得股权资本成本为 9.38%；加权平均资本成本为 9.25%。最终模型目标价为 18.80 港元，高于 8 月 22 日收盘价 12.44 港元。基于公司抗体平台具备稀缺性，未来 BD 交易确定性高，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：FCFE 估计指标与敏感性分析

贝塔值 (β)	1.03	敏感性分析	折现率变化值	0.25%						
无风险利率Rf (%)	1.65%		永续增长率变化值	0.25%						
市场的预期收益率Rm (%)	9.15%		2.40	8.50%	8.75%	9.00%	9.25%	9.50%	9.75%	10.00%
有效税率T (%)	26.00%		2.25%	2.50	2.41	2.33	2.25	2.18	2.11	2.05
股权资本成本Ke	9.38%		2.50%	2.56	2.47	2.38	2.30	2.22	2.15	2.08
加权平均资本成本WACC	9.25%		2.75%	2.63	2.52	2.43	2.34	2.26	2.19	2.12
股权价值(百万美元)	2,030.00		3.00%	2.70	2.59	2.49	2.40	2.31	2.23	2.16
总股本(百万股)	847.44		3.25%	2.77	2.66	2.55	2.45	2.36	2.28	2.20
每股价值(USD)	2.40		3.50%	2.86	2.73	2.62	2.51	2.41	2.33	2.24
每股价值(HKD)	18.80		3.75%	2.95	2.81	2.69	2.58	2.47	2.38	2.29

数据来源：Wind，东吴证券研究所。美元-港元汇率为 2025 年 8 月 25 日的 0.127

6. 风险提示

(1) **新药研发进展不及预期**：公司多款创新药及新适应症研发处于临床 I / II 期阶段。而产品未来收入的增长主要来源于新产品和新适应症的获批，若临床试验或后续结果不及预期，公司将面临收入不及预期等风险。

(2) **药品审批和上市时间不及预期**：在审批过程中，CDE、FDA 等主管机构有可能会在原申报资料基础上补充新的技术资料，甚至有要求补充新的临床试验，因此评审的不确定性将可能会延后公司相关药品上市时间。

(3) **合作方未能履行合约的风险**：公司与海外多家药企存在合作关系，存在不履约或解约风险，导致未来公司收入减少。

(4) **市场格局竞争加剧的风险**：公司产品技术目前处于竞争领先地位，随着其他公司管线开发，可能会出现市场格局的竞争加剧的风险，导致未来出现降价或公司收入减少的风险。

和铂医药-B 三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	196.10	293.26	342.85	413.03	营业总收入	38.10	154.08	109.53	143.50
现金及现金等价物	166.82	265.90	311.16	378.18	营业成本	4.49	6.40	8.10	10.20
应收账款及票据	8.98	8.56	9.13	7.97	销售费用	2.68	3.08	4.38	5.74
存货	2.37	1.78	2.25	2.83	管理费用	13.17	10.79	13.14	15.79
其他流动资产	17.92	17.03	20.32	24.05	研发费用	21.00	23.11	21.91	28.70
非流动资产	18.92	16.42	13.22	10.22	其他费用	0.69	0.62	0.44	0.72
固定资产	1.79	1.79	1.59	1.59	经营利润	(3.92)	110.08	61.56	82.36
商誉及无形资产	9.48	6.98	3.98	0.98	利息收入	0.00	2.92	4.65	5.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	3.51	2.53	2.53	2.53
其他长期投资	7.63	7.63	7.63	7.63	其他收益	11.17	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.02	0.02	0.02	0.02	利润总额	3.74	110.48	63.69	85.28
资产总计	215.01	309.68	356.07	423.25	所得税	1.00	28.72	16.56	22.17
流动负债	69.43	82.84	82.60	87.17	净利润	2.74	81.75	47.13	63.11
短期借款	55.58	55.58	55.58	55.58	少数股东损益	(0.04)	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	5.25	17.78	20.25	22.67	归属母公司净利润	2.78	81.75	47.13	63.11
其他	8.59	9.48	6.77	8.92	EBIT	7.24	110.08	61.56	82.36
非流动负债	21.53	21.53	21.53	21.53	EBITDA	10.13	112.88	64.86	85.36
长期借款	3.86	3.86	3.86	3.86					
其他	17.67	17.67	17.67	17.67					
负债合计	90.96	104.37	104.13	108.70					
股本	0.02	0.02	0.02	0.02	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(0.40)	(0.40)	(0.40)	(0.40)	每股收益(美元)	0.00	0.10	0.06	0.07
归属母公司股东权益	124.45	205.70	252.33	314.94	每股净资产(美元)	0.16	0.24	0.30	0.37
负债和股东权益	215.01	309.68	356.07	423.25	发行在外股份(百万股)	847.44	847.44	847.44	847.44
					ROIC(%)	2.89	36.35	15.81	17.78
					ROE(%)	2.23	39.74	18.68	20.04
					毛利率(%)	88.23	95.85	92.60	92.89
					销售净利率(%)	7.29	53.06	43.03	43.98
					资产负债率(%)	42.31	33.70	29.24	25.68
					收入增长率(%)	(57.49)	304.40	(28.91)	31.02
					净利润增长率(%)	(87.81)	2,842.83	(42.35)	33.90
					P/E	404.18	13.73	23.82	17.79
					P/B	8.14	5.46	4.45	3.57
					EV/EBITDA	7.29	8.12	13.43	9.42

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,人民币-美元汇率为2025年8月25日的7.156,人民币-港元汇率为2025年8月25日的0.916,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>