

公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

石药集团 (1093 HK)

肿瘤业务不及预期, 等待转机; 下调评级至中性

- 25年二季度收入及净利润均不及预期, 反映肿瘤和神经系统业务线的结构性下行
- 管理层重申EGFR ADC为潜在BD催化剂, 但我们认为市场已消化相关预期
- 下调25/26年销售/净利润预测。因公司核心业务表现乏力及BD预期过高, 下调评级至中性和目标价至9.3港元

肿瘤业务不及预期揭示管线进展和商业效率的脆弱性

石药集团2025年上半年业绩低于市场预期, 总收入133亿元人民币(同比下降18.5%), 净利润26亿元人民币(同比下降15.6%)。核心成药板块上半年下降24.4%, 主要受带量采购(VBP)对重点产品(如多美素、津优力等)的影响, 导致肿瘤(同比下降60.8%)、中枢神经系统(同比下降28.3%)和心血管(同比下降29.3%)收入大幅下滑。尽管BD交易前期付款贡献约10.7亿元人民币, 但不足以抵消核心业务的下滑。价格压力和研发费用增加冲击利润率, 毛利率下降6个百分点至65.6%。研发费用占总收入比例上升约5个百分点至20.2%, 反映短期盈利压力。应收账款周转天数从62天延长至76天, 显示医院付款放缓, 值得关注。肿瘤领域是中国创新药市场竞争最白热化的领域, 而恒瑞和中国生物制药在2025年上半年实现稳健增长, 石药集团目前缺乏大型产品补充其肿瘤产品线。在2025年上半年盈利大幅下降后, 预计下半年收入预计趋于平稳, 受益于带量采购影响稳定、新产品上市及2024年下半年较低基数。

临床管线表现: 过于追求管线覆盖广度, 部分项目进展失利且缺乏在临床试验结果上潜在优异的未来大品种

展望未来, 石药集团的前景取决于商业合作战略及后期管线商业化情况。市场关注其关键资产SYS6010(EGFR ADC)。然而, 回顾石药过去在1.1类创新药物研发的表现, 我们认为其在管线临床进展上落后于中国其他大型制药及部分生物药公司。公司曾试图覆盖大部分肿瘤新型靶点(以小分子TKI领域为例)、各类型药物平台, 基于此尝试打造me-too类多管线资产, 但在注册性临床试验的进展和上市药物的数量上, 稍逊于同行。我们认可公司在各类型平台打造上的努力, 但对于大型制药公司而言, 更重要的是需要通过坚实的中后期阶段临床项目的注册性临床试验推进来解决产品线老化的问题, 从而带给公司更稳健的商业化前景。

下调评级至中性, 目标价调降至9.3港元

鉴于核心业务环比持续下滑, 我们下调25/26财年的收入和净利润预测, 以反映增长及盈利前景的短期压力。我们预计25财年经历深度调整后, 26财年收入将趋于稳定。目标价调整反映盈利调整及拆股因素, 我们根据成药、管线及传统原料药业务的SOTP估值调整目标价, 新目标价为9.3港元, 对应25/26财年19.4倍/17.9倍市盈率。风险: NBP相关产品风险(新竞争者及集采)、研发临床风险、合作失败风险。

盈利预测及估值

12月31日年结 (百万人民币)	2022	2023	2024	2025E	2026E
收入	30,937	31,450	29,009	27,688	30,184
同比增长	11%	2%	-8%	-5%	9%
归母净利润	6,091	5,873	4,328	4,730	5,151
同比增长	9%	-4%	-26%	9%	9%
每股盈利(人民币)	0.52	0.51	0.37	0.40	0.43
市销率(x)	3.0	2.9	3.2	3.3	3.0
市盈率(x)	15.1	15.7	21.3	19.4	17.9
ROE	20.8%	17.6%	12.6%	13.0%	12.6%

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

陈铸鸿, PhD 陈泓道  
+852 3189 6354 +852 3189 6142  
jonahchen@cmschina.com.hk georgechen@cmschina.com.hk

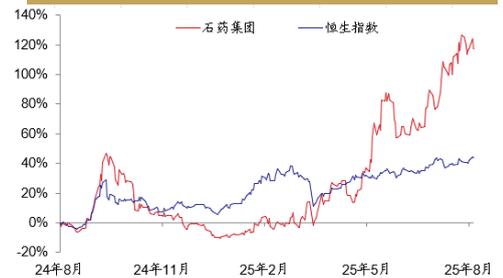
最新变动

25年二季度盈利快报及评级调整

中性

前次评级	增持
股价(2025年8月26日)	7.0港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	9.3港元(+33%)
前次目标价	12.9港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
1093 HK	15.6%	110.8%	117.4%
恒生指数	0.8%	8.6%	44.1%

行业: 医药医疗

恒生指数(2025年8月25日)	25,830
国企指数(2025年8月25日)	9,248

重要数据

52周股价区间(港元)	4.3-11.1
公司市值(百万港元)	121,211
日均成交额(百万港元)	1,867.1
每股净资产(港元)	2.61

主要股东

管理层	29.7%
自由流通量	70.3%

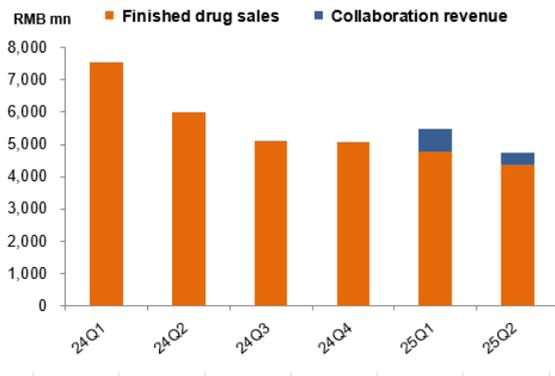
资料来源: 公司, 彭博

相关报告

1. 石药集团(1093 HK) - 25年一季度业绩不及预期, 但EGFR ADC 外授权平台验证(增持)(2025/5/30)
2. CSPC PHARMA(1093 HK) - 1Q24 beat with new products driving segment growth(增持)(2024/4/29)
3. CSPC PHARMA(1093 HK) - 3Q rev. & NP in-line, onco. & cardio. pressure remains(增持)(2023/12/1)
4. CSPC(1093 HK) - Softness continued in 2Q23(增持)(2023/8/23)
5. CSPC(1093 HK) - Expected 1Q23 softness(增持)(2023/5/25)

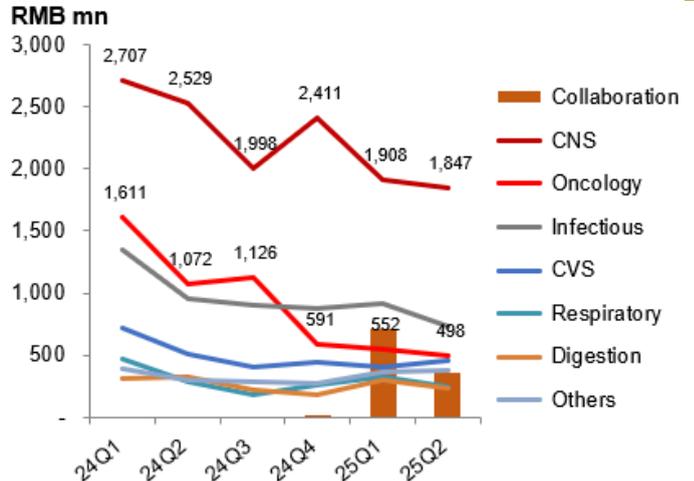
重点图表

图1: 石药集团过去6个季度制剂药物收入趋势



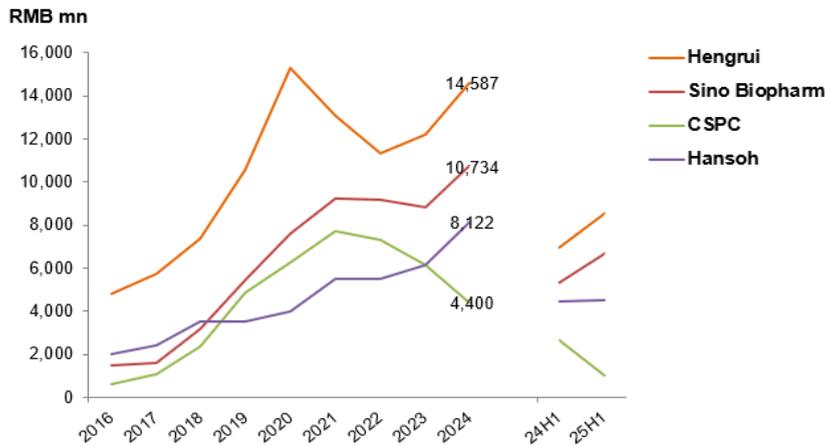
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图2: 合作收入目前是成药板块中主要驱动增长的因子



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图3: 肿瘤药物板块过去九年收入对比, 石药集团现目前落后于其他三大头部大型药企



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图4: 石药集团25H1投资者材料中列出的未来的注册/新药申请(NDA)催化剂

上市获批			
两性霉素B脂质体(美国)	伊立替康脂质体(美国)	DBPR108 2型糖尿病	伊立替康脂质体 1L胰腺癌
巴托利单抗(引进)	美洛昔康钠晶 术后镇痛	丁酸氯维地平 高血压急症	
上市申请			
乌司奴单抗 银屑病	紫杉醇白蛋白II 复发转移性乳腺癌	TG103注射液 肥胖	
司美格鲁肽 糖尿病	KN026(Her双抗) Her2阳性胃癌	帕妥珠单抗 乳腺癌	
司美格鲁肽 肥胖	棕榈酸帕利哌酮(1M) 精神分裂症	普瑞巴林缓释片 与DPN相关神经疼痛	
阿瑞匹坦注射液 预防成人术后恶心与呕吐	DP303c HER2阳性乳腺癌	.....	

资料来源: 公司数据

图5: 石药集团关于EGFR ADC (SYS6010) 的最新展示

适应症	治疗方案	临床I期	临床II期	临床III期	备注
2L EGFRmut NSCLC	SYS6010 vs 含铂化疗	完成	进行中	启动准备	2026 BLA
1L EGFRmut NSCLC	SYS6010+ 奥希替尼 vs 奥希替尼	完成	进行中	启动准备	Ib/III期 Ib期随访中
EGFR wt NSCLC 及其他晚期实体瘤	SYS6010+SG001	完成	进行中	启动准备	
EGFR表达乳腺癌、胃癌及晚期实体瘤	SYS6010+SYH2051	完成	进行中	启动准备	
3L+ EGFR mut NSCLC	SYS6010 vs 化疗	完成	进行中	启动准备	启动准备
2L+ EGFR wt NSCLC	SYS6010 vs 化疗	完成	进行中	启动准备	启动准备

同步探索头颈部肿瘤、食管鳞癌等

资料来源: 公司数据

### 石药在高速成长肿瘤市场中暂时受挫

对中国大部分生物制药企业而言，肿瘤领域是所有参与者的核心竞技场，也是医院和零售药店渠道中增长最快的治疗领域（TA）。以下为医药魔方跟踪的中国医院市场和零售市场各个治疗领域成长性的相关数据：

图6：PharmaCube关于中国各治疗领域处方药销售增长的数据



资料来源：PharmaCube 样本医院数据追踪

如图2和图3所示，石药集团的肿瘤板块收入下降，现已落后于其他大型制药企业。更重要的是，我们看到生物科技企业如信达生物、百济神州、复宏翰林等，也非常强势的加入了在肿瘤药商业领域的竞争，不仅体现在现有的药物市场，还在即将推出的管线中。我们尝试去回溯跟踪石药过去四五年，在其投资者关系资料中体现的重点研发管线的进展情况：

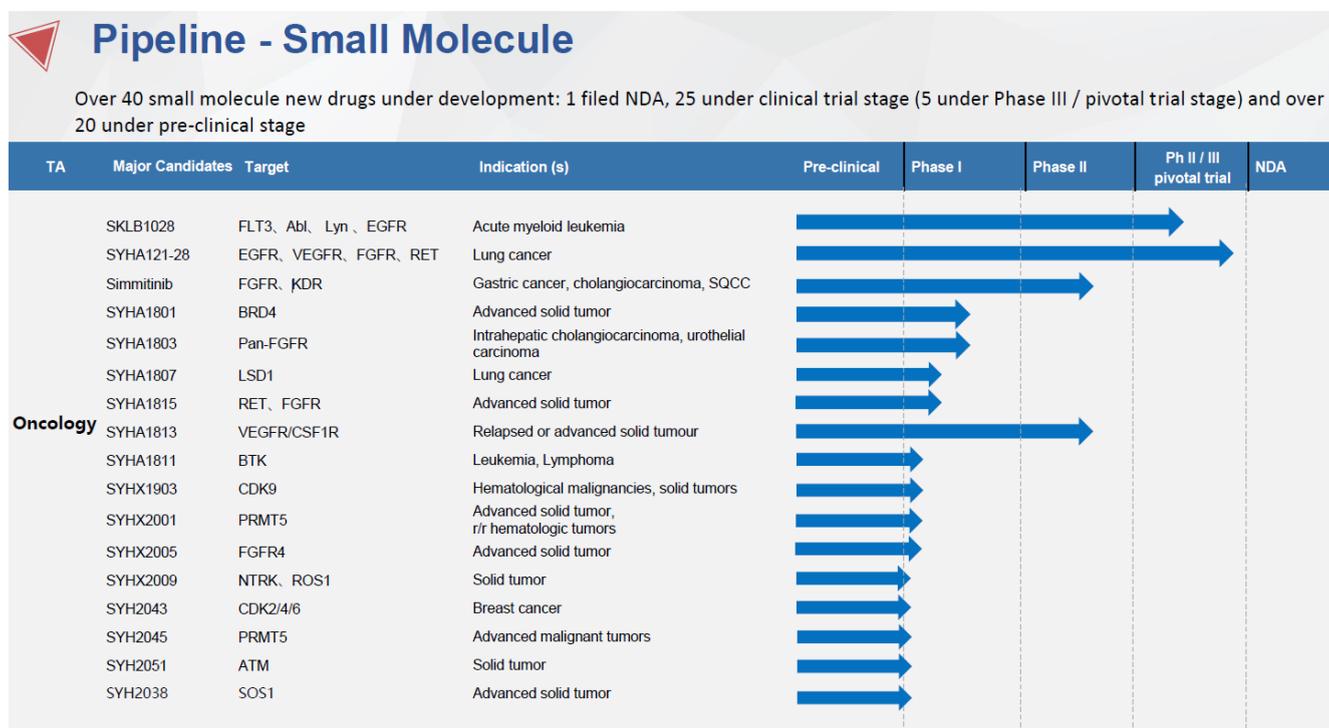
图7：2021年石药集团肿瘤蓝图展示

重点在研产品	小分子创新药	大分子创新药	新型制剂	仿制药
抗肿瘤	Duvelisib胶囊、SKLB1028胶囊、HA121-28片、SYHA1801胶囊、SYHA1807胶囊、盐酸希美替尼片、SYHA1803胶囊、BPI-7711胶囊、SYHA1811片、SYHX1903片	JMT103、SYSA1802、DP303c、JMT101、JMT601、M802*、M701*、ALMB0168、Y150 (CD38/CD3) *、Y101D (PD-L1/TGFβ) *、SYSA1801、KN026	盐酸米托蒽醌脂质体注射液、注射用紫杉醇阳离子脂质体、注射用多西他赛(白蛋白结合型)、伊立替康脂质体注射液、注射用西罗莫司(白蛋白结合型)	马来酸阿法替尼片、盐酸厄洛替尼片、甲磺酸仑伐替尼胶囊、来那度胺胶囊
精神神经	丁苯酞软胶囊、盐酸阿妈西汀肠溶片	ALMB0166		帕利哌酮缓释片、加巴喷丁胶囊、盐酸多奈哌齐片、盐酸普拉克索缓释片、氢溴酸伏硫西汀片、琥珀酸去甲文拉法辛缓释片
代谢	DBPR108片、SYHA1402片、SYHA1805片	SYSA1803 (TG103)		埃索美拉唑镁肠溶胶囊、琥珀酸曲格列汀片、注射用艾司奥美拉唑钠
抗感染			注射用两性霉素B脂质体	索磷布韦片、磷酸奥司他韦胶囊、富马酸丙酚替诺福韦片、注射用磷酸特地唑胺、阿奇霉素干混悬剂、阿莫西林克拉维酸钾干混悬剂
心血管			注射用前列地尔脂质体	沙库巴曲缬沙坦钠片、坎地沙坦酯氢氯地平片、硝苯地平控释片
免疫和呼吸	SYHX1901	奥马珠单抗、乌司奴单抗生物类似物、CM310、NBL-12	Toll-like受体激动剂脂质体	阿普斯特片、枸橼酸托法替布片、托法替布缓释片
其它		JMT103	阿瑞匹坦注射剂	唑来膦酸注射液、阿哌沙班片、注射用帕瑞昔布钠、多索茶碱注射液

\*为武汉友芝友开发之产品

资料来源：2021年上半年石药集团投资者演示

图8: 2023年石药集团肿瘤蓝图展示



资料来源: 2023年三季度石药集团投资者演示

如上两张图, 分别截取自石药集团2021年上半年及2023年三季度投资者关系演示材料。我们以公司在**2021年上半年报所披露的小分子管线**(图7左上角红色虚框部分)为例, 评估其管线中提及的核心临床资产在过去四年中有多少进入后期或商业化阶段。

- 杜韦利西布 (Duvelisib)**: 自Verastem Oncology引进, 靶向PI3K  $\delta/\gamma$  抑制剂, 2022年获国家药监局(NMPA)批准, 商品名“Copiktra”。我们估计其2024年在中国市场销售额约1.5亿元人民币。
- SKLB1028**: 是一款多激酶抑制剂(主要靶向FLT3), 用于急性髓系白血病(AML)。2023年PPT中仍可见其开发进展, 但2025年上半年已从肿瘤管线中撤出。
- HA121-28**: 是一款多激酶抑制剂(主要靶向RET), 用于RET融合非小细胞肺癌(NSCLC)。2025年2月《Signal Transduction and Targeted Therapy》发表的单臂1/2期试验显示, 97名晚期RET融合NSCLC患者(每日剂量 $\geq 450$ 毫克)总体客观缓解率(ORR)为26.8%, 中位无进展生存期(PFS)为5.5个月。与CStone/Blueprint的RET抑制剂普拉替尼(Praletinib)和信达/礼来的塞普替尼(Selpercatinib)相对比, 石药集团的RET抑制剂(HA121-28)临床结果表现为“me-worse”小分子候选药物。2023年石药集团正在进行其2/3期注册试验, 但2024财年及2025年上半年PPT中未见后续开发计划。
- SYHA1801**: BRD4抑制剂, 未出现在2024财年/2025年上半年PPT中。
- SYHA1807**: LSD1抑制剂, 2023年处于1期临床, 自2024年起撤出。
- 希美替尼**: 靶向FGFR1-3/KDR/CSF-1R, 用于食管癌, 目前进入注册试验, 预计2027年提交新药申请(NDA)。公司今年ESMO将披露其在实体瘤I期的临床数据。
- SYHA1803**: 泛FGFR抑制剂, 2019年获临床试验批准, 2023年仍处于1期临床, 2025年上半年显示进展。此外, 还有多靶点小分子抑制剂如SYHA1815(覆盖FGFR/RET)。
- BPI-7711**: 第三代EGFR抑制剂, 2021年自倍而达药业引进, 但因知识产权诉讼问题, CSPC随后终止合作。

跟踪要点:

- 尽管我们理解大型药企的管线展示仅为候选药物的一部分,无法代表全貌,但通过追踪 2022 集团 2023 年及 2025 年上半年的投资者演示 PPT, 在从 2022 年 PPT 中提取的 8 个肿瘤小分子候选药物中, 仅 1 个成功进入最终注册试验并实现商业化, 而该产品为 in-license 品种。
- 与此同时, 在从事以小分子开发的肿瘤创新药企业中, 目前已经涌现多家商业化阶段的生物制药企业, 不仅包括信达生物、再鼎医药, 还有迪哲医药、艾力斯、艾伯维、诺诚健华、益方生物等。这些公司在过去 2-3 年均有小分子激酶抑制剂在中国的获批。
- 以过去的竞争态势来做对比, 石药集团几乎错过了肿瘤领域的主要靶点的早期商业化竞争, 如 PD(L)1、EGFR、HER2、KRAS 等。虽然公司目前也在通过双抗或 ADC 等新平台(如下图 9 所示), 来补充针对以上靶点的新的研发管线, 但我们同时也应该看到, 该相关领域靶点的研发已进入第二代甚至第三代竞争阶段, 其它已经处在商业化阶段的竞争对手, 也有同类型后线/或新一代的相关靶点的布局。

图9: 石药集团大分子管线展示

大分子创新药

在研大分子创新药 40 余项, 20 项处于临床研究阶段(其中 7 项在注册临床阶段)。20 余项处于临床前研究阶段

治疗领域	主要候选药品	靶点	适应症	临床前	临床I期	临床II期	临床III期/注册临床	上市申请
抗肿瘤	JMT103	RANKL	骨巨细胞瘤、骨质疏松症、骨转	█	█	█	█	█
	JMT101	EGFR	多种实体瘤	█	█	█	█	█
	SYSA1802 (SG001)	PD-1	肿瘤	█	█	█	█	█
	M802 (友芝友合作)	HER2/CD3双抗	乳腺癌、胃癌	█	█	█	█	█
	M701 (友芝友合作)	EpCAM/CD3双抗	肿瘤引起的腹水	█	█	█	█	█
	Y150 (友芝友合作)	CD38/CD3双抗	多发性骨髓瘤、急性淋巴细胞白血病	█	█	█	█	█
	JMT601*	CD47/CD20	NHL及其他血液肿瘤	█	█	█	█	█
	DP303c	HER2 ADC	乳腺癌、胃癌、卵巢癌等	█	█	█	█	█
	ALMB0168	CX43激动剂	胃癌、癌症骨转移	█	█	█	█	█
	SYSA1801*	Claudin 18.2 ADC	胃癌、胰腺癌	█	█	█	█	█
	NBL-015*	Claudin 18.2 单抗	晚期实体瘤	█	█	█	█	█
	Y101D (友芝友合作)	PD-L1/TGFβ	肿瘤	█	█	█	█	█
	KN026	HER2双抗	胃癌、乳腺癌	█	█	█	█	█
	帕妥珠单抗生物类似物	HER2	乳腺癌	█	█	█	█	█
精神神经	ALMB0166	CX43拮抗剂	脊髓损伤	█	█	█	█	█
消化代谢类	TG103	GLP-1	减重、糖尿病	█	█	█	█	█
免疫	奥马珠单抗生物类似物	IgE	过敏性哮喘、荨麻疹	█	█	█	█	█
	CM310	IL-4Rα	哮喘、COPD	█	█	█	█	█
	CM326	TSLP	哮喘、COPD	█	█	█	█	█
	NBL-012*	IL-23p19	银屑病、化脓性汗腺炎、炎症性肠病等	█	█	█	█	█

\*中、美开发产品

资料来源: 2023年三季度石药集团投资者演示

研发进展和成熟度效率低下的原因众多。我们认为, 大型药企有时因组织架构相对复杂、管理团队单一决策机制、以及在某些治疗靶点或新型机制上遇到的科学/医学上的复杂挑战, 都有可能进一步影响创新药的整体研发效率。

作为外部分析师, 我们在评估大型药企内部研发效率时, 确实面临数据不完整、跟踪周期较长的挑战。我们目前只能通过跟踪项目层面的开发/进展数据, 来观察该公司具体研发项目的状态(即活跃或搁置、开发阶段)。

同时, 我们也认可石药集团在八大创新研发平台上的深度布局, 未来公司在 siRNA 和肽类药物的开发上也颇具看点。但是对于一家具有 300 亿收入规模的大型制药企业而言, 我们应该更加关注公司在核心管线项目上的推进效率, 以及未来对其各大治疗领域收入的结构性的增长的帮助。而对石药大部分处于平台/临床一期或者临床二期的项目而言, 目前还非常难去估算该分子的未来长期商业化价值, 考虑到日益激烈的研发领域的竞争, 以及全球创新药各个赛道在治疗方案上的迭代。

### 授权交易无法解决短期的研发效率问题

对企业管理而言, 尝试释放其庞杂管线中被低估的“卡住”或“迷失”的研发资产, 的确对公司的价值重估可能带来巨大影响。因此, 我们看到了公司在2025年一季度财报电话会上, 管理层已积极的指引未来将有3项对外授权交易。而在其后的两个月, 石药也分别顺利完成2项已达成的合作 (AI制药开发平台授权给阿斯利康, 口服GLP-1 SYH2086授权给Madrigal)。而在此之前的去年四季度, 石药也已经和阿斯利康达成了针对小分子Lp(a) 抑制剂 (YS2302018) 的合作。再加上其它几单小的合作, 这些都已经显示公司在积极解锁其早期研发管线和平台的未来商业化价值, 且积极推动海外合作。

图10: 石药集团与阿斯利康达成了关于AI驱动的高效药物发现平台合作



资料来源: 公司公开信息

根据该协议的条款, 石药集团同意为阿斯利康所选定的多个靶点发现具有多适应症疾病治疗潜力的临床前候选药物 (PCC), 包括一种用于免疫疾病的临床前小分子口服疗法。在国外的合作案例中, 我们曾观察到最值得中国创新药企学习和跟踪的, 是再生元与Sanofi在抗体开发及商业化的深度合作。

此次交易阿斯利康支付1.1亿美元首付款, 获得针对选定靶点的候选药物选择权, 石药有望获得最高16.2亿美元研发里程碑付款 (随项目推进触发), 商业化阶段可获最高36亿美元销售里程碑付款, 上市后享有个位数百分比的全球净销售额分成。

平台出海, 对于中国创新药资产出海而言, 相对比较少见。但近几年, 越来越愈多, 如启德医药与Biohaven、AimedBio的超130亿美元合作, 聚焦偶联技术平台授权; 元思生肽与阿斯利康达成超34亿美元的大环肽合成平台授权, 反映出大药企面对高研发成本和复杂靶点, 正加速外包早期研发环节, 寻找强有力的合作伙伴补足技术短板。一方面, 我们目前缺乏足够的资产信息去验证, 未来的“数百亿合作”, 将以哪些核心产品或项目为驱动, 来持续给公司贡献合作 (里程碑或权益分成) 收入。

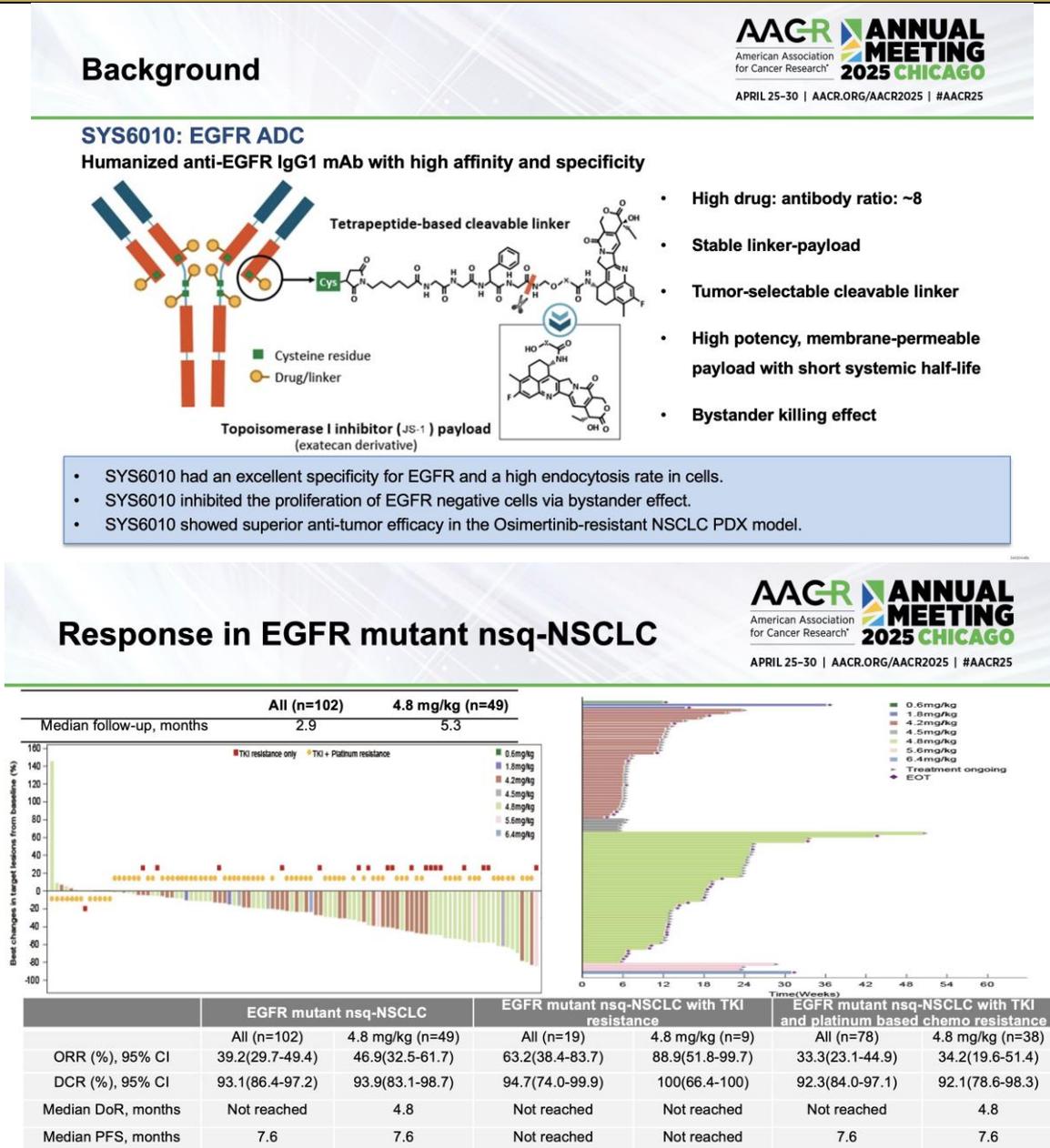
在今年五月份芝加哥AACR会议之后，公司并没有在二季度PPT更新对EGFR ADC项目SYS6010并未有额外的临床结果更新。但是提到了目前在美国的临床项目的启动准备(见图12)。

SYS6010作为一种新型EGFR靶向抗体偶联药物(ADC)，在重度既往治疗的EGFR突变非小细胞肺癌(NSCLC)患者中展现出显著疗效，涵盖对酪氨酸激酶抑制剂(TKI)及铂类化疗耐药的患者群体。

- 客观缓解率(ORR): EGFR突变非鳞状NSCLC患者中为39.2%(n=102)。
- 细分数据: 在EGFR突变TKI耐药患者中, ORR为63.2%(n=19); 在TKI及铂类化疗双重耐药患者中, ORR为33.3%(n=78)。
- 不良事件(AE): SYS 6010治疗患者中EGFR单抗相关的皮肤不良事件非常有限。≥3级治疗相关不良事件(TRAЕ)为49.8%，主要为血液毒性，无5级TRAЕ。

对该分子，目前公司处于优化剂量阶段：根据报告数据，优化剂量为4.8mg/kg。

图11：石药集团EGFR ADC (SYS6010) 在AACR会议上的最新数据披露



资料来源：石药集团AACR演示

图12: 2025年上半年关于SYS6010的唯一展示



资料来源: 2025年上半年石药集团投资者演示

我们也从相关的**临床试验**观察网站上,看到石药集团子公司Conjupro Biotherapeutics从今年6月份开始,针对CPO301已经开展了在美国Ph1的临床入组招募,预计将入组102名受试者。分两个组展开Dose Escalation(剂量扩展), Part A为从0.6mg/kg爬坡到8mg/kg,每三周一针(Q3W)。Part B为以RP2D, Q3W注射,以21天为一个治疗周期。

此外该分子也拿到美国Fast Track认定。

图13: 石药集团5月19日关于CPO301分子的公告

**VOLUNTARY ANNOUNCEMENT**

**CPO301 GRANTED THE THIRD FAST TRACK DESIGNATION BY U.S. FDA FOR THE TREATMENT OF ADULT PATIENTS WITH NSCLC**

The board of directors (the “Board”) of CSPC Pharmaceutical Group Limited (the “Company”, together with its subsidiaries, the “Group”) is pleased to announce that CPO301 (also known as SYS6010 in China), a first-in-class epidermal growth factor receptor (“EGFR”) antibody drug conjugate (ADC) developed by the Group, has been granted the third Fast Track designation by the U.S. Food and Drug Administration (“FDA”) for the treatment of adult patients with advanced or metastatic non-squamous non-small cell lung cancer (Nsq-NSCLC) without EGFR mutations or other actionable genomic alterations (AGA), with prior disease progression on platinum-based chemotherapy and an anti-PD-(L)1 antibody.

Previously, CPO301 received two Fast Track designations from the FDA: the first in June 2023 for the treatment of patients with metastatic non-small cell lung cancer (“NSCLC”) harboring EGFR mutations who are relapsed/refractory to or ineligible for EGFR targeting therapy such as a 3rd-generation EGFR inhibitors including Osimertinib; and the second in September 2024 for the treatment of patients with recurrent or metastatic squamous non-small cell lung cancer (Sq-NSCLC) with EGFR overexpression that has progressed on or after treatment with platinum-based chemotherapy and anti-PD-(L)1 therapy.

资料来源: 2025年5月19日公告材料

## EGFR靶向相关领域的全球竞争

我们在今年6月份ASCO会议之后，对全球制药领域在肿瘤领域的主要进展进行了梳理。EGFR驱动型非小细胞肺癌，以及EGFR一线药物耐药市场，都是全球制药企业关注的重点，也是目前全球在IO+ADC联合药物开发竞争最激烈的领域。

EGFR突变非小细胞肺癌(NSCLC)在二线转移性治疗及更晚期阶段被证明难以治疗。针对癌症(实体瘤为主)细胞表面过表达的肿瘤相关抗原(TAA)，从最新科学突破来看，表皮生长因子受体(EGFR)过表达促进EGFR/HER2异二聚体形成，削弱HER2同二聚体化，影响HER2/T-DXd的运输，并抑制T-DXd的抗肿瘤活性。因此，一些生物科技公司正将EGFR靶点与HER2靶点这两个TAA来一同靶向，尝试设计分子在EGFR过表达癌症中，希望获得更好的疗效。

此外，也有最新研究表明，EGFR和HER3在各种胃肠癌中经常共表达，并与肿瘤发生和进展相关。对EGFR和HER3的同步靶向使得EGFR-EGFR同二聚体和EGFR-HER3异二聚体的结合得以实现，从而阻断它们的下游信号通路。

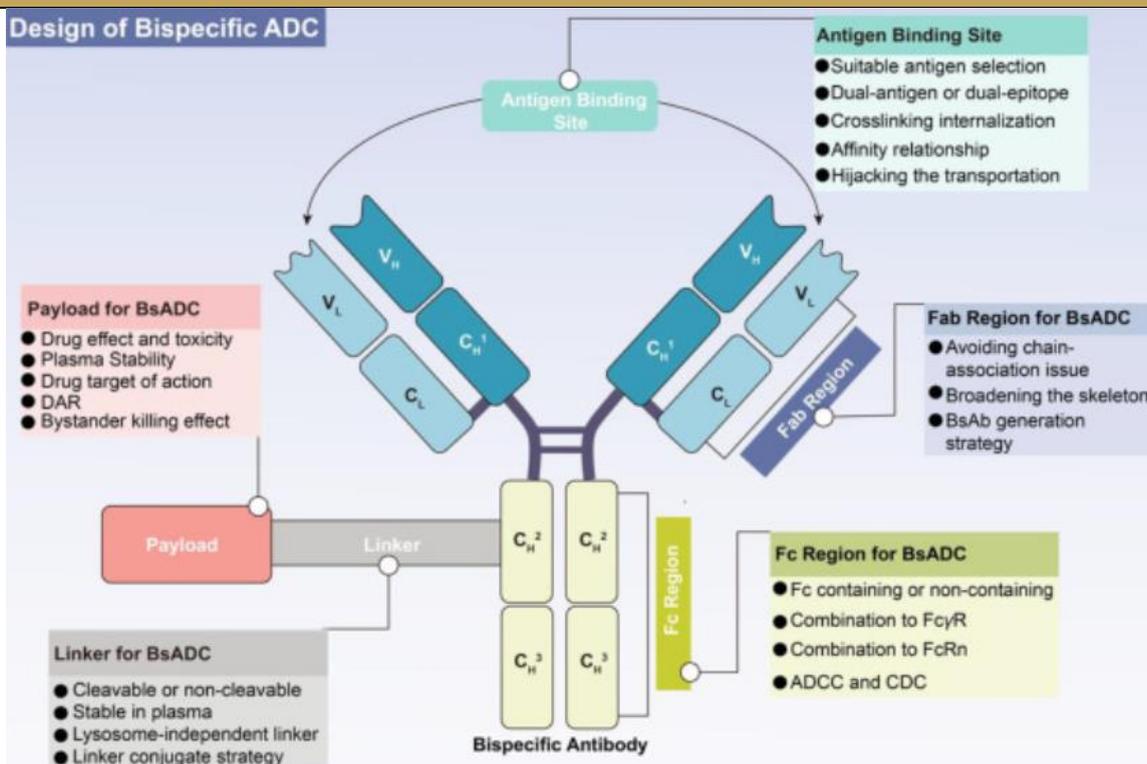
随着ADC工程学的不断演进，我们看到针对双靶点(dual-targeting)或者双表位(dual-epitope)的双抗ADC(BsADC)的设计越来越多，双抗ADC独特的双表位/靶点结合模式同时阻断两条信号通路以增强肿瘤特异性，而且还能显著提高抗体内化。尤其体现在以EGFR/HER2/HER3/cMET这一类型的多个靶点上。

根据不完全统计，目前全球进入临床阶段的双抗ADC有19款，其中只有3款处于临床III期，1款处于临床II期，包括康宁杰瑞JSKN-003、百利天恒的BL-B01D1、正大天晴的TQB2102以及康宁杰瑞的JSKN-016，这几款均为国产双抗ADC。此外，2025 AACR年会摘要中也披露了一批处于临床前的双抗ADC，布局的药企阵容强大，包括百力司康、橙帆医药、多禧生物、恒瑞医药、基石药业、金赛药业、康源博创、联进生物、启德医药、拓济生物、先声药业等。其中，管线最多的是金赛药业和百奥赛图。在近50款双抗ADC中，靶点还算集中，包括c-MET/EGFR(10款)、EGFR/HER3(4款)、FRa双表位(3款)、HER2双表位(3款)、B7H3/PSMA(2款)、PD-L1/TROP2(2款)、ROR1双表位等。

## BsADCs是SYS6010全球化故事的最大竞争对手

双特异性抗体-药物偶联物(BsADCs)是超越双特异性抗体(BsAb)或ADC的新治疗类别。这种融合利用ADC的抗肿瘤机制，同时通过BsAb的多样性应对传统ADC的临床挑战。

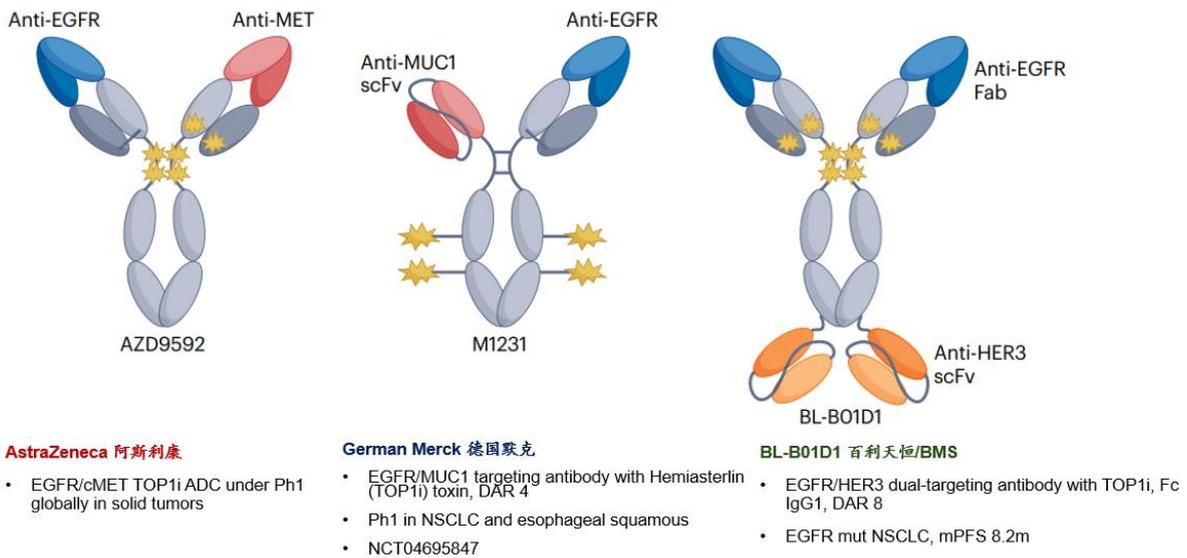
图14: BsADCs的概念与设计考量



资料来源:《2025年双特异性抗体药物偶联物: 1+1>2》

- AZD9592是阿斯利康开发的一款靶向EGFR/c-MET的双抗ADC，通过可切割Linker将抗体与TOP1i有效载荷AZ14170132 (AZ0132) 偶联，DAR值为6，主要解决奥希替尼耐药。阿斯利康在2023 AACR会议上以口头报告的形式展示AZD9592的首批临床前和转化结果。目前正在开展作为单一疗法和与抗癌药物联合治疗晚期实体瘤患者的I期研究。目前还在开展I期临床试验的还有百奥赛图DM005和安领科生物的ALK202。在2025年AACR年会上，石药集团(SWY2321)、先声药业(SCR-A006)、康源博创(KA-2886-LD38)、启德医药(GQ1033)及恒瑞医药(E-cM-Topi)分别公布了其EGFR/c-MET双抗ADC的临床前数据。
- 德国默克开发的M1231，是一款同时靶向MUC1和EGFR的抗体偶联药物(ADC)。MUC1和EGFR同时在很多实体瘤中表达，但是它们在正常组织中表达的水平很低。同时靶向MUC1和EGFR提高了M1231对肿瘤的特异性，并且降低了潜在毒副作用。
- 百利天恒研发了全球首款HER3/EGFR双抗ADC，BL-B01D1 (Iza-bren)。BL-B01D1通过结合两个受体更好地调节细胞内运输，从而增强有效载荷的细胞内释放，显著克服耐药性。

图15: 处于临床开发中的部分EGFR靶向双抗ADC (BsADC) 候选药物



资料来源:《自然》期刊、招商证券(香港)

图16: MUC1和EGFR在多种实体瘤中同时表达

## High level of MUC1/EGFR co-expression in multiple solid tumors

Antigen expression per tumor type (mRNA) – M1231 (MUC1/EGFR co-expression) vs other ADC targets<sup>1</sup>

	MUC1/ EGFR co-expression	HER3	CEACAM5	HER2	TROP2	TF/ F3	NECTIN4	EGFR
ESCC	80%	1%	23%	8%	94%	9%	0%	97%
sq NSCLC	60%	1%	17%	4%	76%	18%	6%	66%
nsq NSCLC	34%	29%	47%	36%	68%	24%	0,4%	34%
SCCHN	56%	1%	12%	5%	94%	36%	7%	78%
Cervical	40%	10%	31%	18%	92%	26%	21%	41%
UC	26%	19%	9%	41%	89%	21%	25%	28%
Gastric Cancer	16%	29%	60%	19%	22%	4%	0%	17%
TNBC	12%	13%	1%	7%	76%	1%	10%	13%
Pancreatic Cancer	7%	24%	54%	16%	68%	41%	1%	7%
CRC (AD)	2%	50%	93%	12%	7%	2%	0%	2%

Expression ratio: normal tissue/tumor

low low low medium high high high very high

Potential for on-target side effects

资料来源: 德国默克投资者关系资料

图17: 临床试验中的BsADCs

Type	Drug	Target	Payload	Phase	Year <sup>a</sup>	Country	Company	Status	NCT number	
BsADCs on HER2	ZW-49	HER2 × HER2	N-Acyl sulfonamide auristatin	I	2019	U.S.	Zymeworks Co., Ltd.	Active, not recruiting	NCT03821233	
	MEDI4276	HER2 × HER2	Tubulysin Warhead	I	2015	U.S.	AstraZeneca Co., Ltd.	Completed	NCT02576548	
	JSKN003	HER2 × HER2	TOPII	I	2022	Australia	Alphamab Co., Ltd.	Recruiting	NCT05494918	
	KM501	HER2 × HER2	Microtubule inhibitor	TOPII	I	2023	China	Xuanzhu Co., Ltd.	Recruiting	NCT05744427
					I	2023	China	Xuanzhu Co., Ltd.	Not yet recruiting	NCT05804864
TQB2102	HER2 × HER2	TOPII	I	2023	China	ChiaTai TianQing Co., Ltd.	Not yet recruiting	NCT05735496		
BsADCs on EGFR	AZD9592	EGFR × c-MET	TOPII	I	2022	U.S.	AstraZeneca Co., Ltd.	Recruiting	NCT05647122	
	M1231	EGFR × MUC1	Hemiasterlin	I	2021	U.S. Canada	EMD Serono	Completed	NCT04695847	
	BL-B01D1	EGFR × HER3	TOPII	I	2022	China	Baili Co., Ltd.	Recruiting	NCT05470348	
				II	2023	China	Baili Co., Ltd.	Recruiting	NCT05924841	
III	2023	China	Baili Co., Ltd.	Recruiting	NCT06118333					
BsADCs on MET	REGN5093-M114	MET × MET	Maytansinoid payload	I/II	2021	U.S.	Regeneron Co., Ltd.	Recruiting	NCT04982224	
BsADCs on FRα	IMGN151	FRα × FRα	Tubulin inhibitor, DM21	I	2023	U.S.	ImmunoGen, Inc.	Recruiting	NCT05527184	

资料来源:《2025年双特异性抗体药物偶联物: 1+1>2》

图18: 部分EGFR靶向ADC候选药物及HER3 ADC产品在NSCLC的临床数据

	Patritumab Deruxtecan	MRG003	Amivantamab+Lazertinib	BL-B01D1		
MOA	HER3ADC	EGFRADC	EGFR-MET EGFR TKI	EGFR+HER3 ADC		
研究	1期	1期	1/2期	1期		
人数	57 EGFRmt非小细胞肺癌	22 (15, 5头颈)	162 Osimertinib後EGFRmt	38 EGFR突变型	49 EGFR野生型	28 鼻咽癌
ORR (%)	39	<5	33	63.2	44.9	53.6
mPFS (ms)	8.2	NR	5.1	NR	NR	NR
明显毒性 ≥G3	血小板减少症(26%)、中性粒细胞减少症(15%)、疲勞(10%)、所有级别ILD(5%)	贫血症、AST升高、厭食症、皮疹、瘙癢症	痤疮(5%)、皮疹(2%)、甲沟炎(4%)、低蛋白血症(7%)、IRR(8%)、呼吸困難(8%)	中性粒细胞减少症(34%)、贫血症(25%)、噁心(<1%)、腹瀉(<1%)、口腔炎(2%) 無ILD		

资料来源: 招商证券(香港)

以上这些双抗ADC都将是SYS 6010/CPO301在全球BD及研发层面的竞争对手。

如果之看EGFR 单抗ADC的开发, 过去艾伯维在该领域曾经布局了ABT-414(Debatux-M, Debatuxizumab mafodotin)和ABBV-221 (Losatuxizumab vedotin) 两款候选分子, 但后续的临床研究主要集中在脑胶质瘤 (GBM), 实体瘤尤其是NSCLC领域目前暂未看到中后期的临床数据结果。

图19: 招证国际医药对石药 25/26财年盈利预测更新

Income statement (RMB mn)	Revised		Previous		Difference	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Year end						
Revenue	27,688	30,184	37,751	39,829	-27%	-24%
Gross profit	19,658	21,732	27,180	28,876	-28%	-25%
Selling and marketing expenses	-8,306	-9,357	-12,269	-12,944	-32%	-28%
G&A expenses	-1,052	-1,147	-1,435	-1,513	-27%	-24%
Operating profit	5,223	5,694	8,687	9,163	-40%	-38%
Income tax expense	-1,041	-1,133	-1,609	-1,701	-35%	-33%
NCI	4,741	5,163	7,332	7,750	-35%	-33%
Net income (after minority)	4,730	5,151	7,090	7,494	-33%	-31%
Diluted EPS	0.40	0.43	0.62	0.65	-35%	-33%

资料来源: 招商证券(香港)预测

图20: 石药集团的SOTP估值

(RMB mn)	Target	Regulatory Status	Major indication	PoS	rNPV	PoS	rNPV	
<b>Core portfolio drugs (rNPV)</b>					<b>65,491</b>		<b>64,943</b>	<b>-1%</b>
<b>Existing portfolio</b>								
NBP		Approved	mild to mod	100%	16,534	100%	13,979	-15%
Paclitaxel injection (albumin bound)		Approved	BC, NSCLC	100%	1,226	100%	652	-47%
Duomeisu (doxorubicin liposome)		Approved	1L leukemia	100%	4,146	100%	1,698	-59%
Jinyouli (PEG-rhG-CSF)		Approved	Leucopenia	100%	3,643	100%	1,492	-59%
Xuanning (Levamlodipine)		Approved	Hypertensio	100%	3,426	100%	3,426	0%
Mitoxantrone liposome	New prepara	Approved	Metastatic B	100%	3,594	100%	3,594	0%
Copiktra (PI3K duvelisib)	PI3K-gamma	P3	3L CLL, FL	100%	2,238	100%	2,238	0%
Amphotericin B	New prepara	NDA	Anti-fungal	100%	2,203	100%	2,203	0%
Others		Approved			5,532		5,532	0%
<b>Pipeline candidates</b>								
SYSA1802 (PD-1/Nab Paclitaxel)	PD-1 mAb	P3	TNBC	70%	887	0%	-	-
JMT103	RANKL mAb	P3	Hypercalcer	70%	3,048	0%	-	-
SKLB1028	EGFR/FLT3/	P3	AML (FLT3-I	70%	1,900	0%	-	-
BPI-7711	3rd Gen EGF	P3	NSCLC	85%	4,191	0%	-	-
SYN004	IgE	P3	Asthma, hivi	60%	2,579	20%	860	-67%
Omalizumab								
CM310	IL-4Rα	P2	Asthma, CO	30%	1,892	30%	1,892	0%
EGFR ADC							10,000	
others					8,452		7,856	-7%
<b>Common generic (10x 26E NOPAT)</b>					<b>13,637</b>		<b>8,662</b>	<b>-36%</b>
<b>API (8x 26E NOPAT)</b>					<b>11,260</b>		<b>7,548</b>	<b>-33%</b>
<b>Net cash (YE25E)</b>					<b>17,260</b>		<b>11,320</b>	<b>-34%</b>
<b>Valuation (RMB mn)</b>					<b>107,648</b>		<b>92,473</b>	<b>-14%</b>
<b>Valuation per share (HKD)</b>					<b>9.9</b>		<b>7.8</b>	
Capital allocation premium					30%		20%	
TP (HKD)					12.9		9.3	-28%

资料来源: 2023年三季度石药集团投资者演示

主要调整:

- 我们下调了其关键产品(NBP、白蛋白紫杉醇、津优力、多美素)的未来终期增长率。
- 将部分已获批产品从管线中移除,并将部分已撤出管线的资产成功概率(PoS)调整为零。
- 由于市场对其关键资产授权交易的预期过高,我们将公司资本配置溢价从30%下调至20%。

## 财务预测表

### 资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>应收账款</b>	6,541	5,869	5,161	4,926	5,370
其他应收款及预付款项	989	959	1,312	831	906
库存	2,555	3,139	3,130	2,889	3,041
现金及现金等价物	13,873	16,778	12,119	16,662	19,266
<b>流动资产</b>	<b>23,957</b>	<b>26,745</b>	<b>21,721</b>	<b>25,307</b>	<b>28,582</b>
物业、厂房及设备	11,040	11,702	12,559	13,840	14,013
无形资产	1,908	2,199	2,610	3,046	3,514
其他非流动资产	4,865	5,636	7,332	7,332	7,332
<b>非流动资产</b>	<b>17,813</b>	<b>19,537</b>	<b>22,501</b>	<b>24,218</b>	<b>24,860</b>
<b>总资产</b>	<b>41,770</b>	<b>46,282</b>	<b>44,222</b>	<b>49,525</b>	<b>53,442</b>
应付款项	8,005	9,406	8,958	9,009	9,681
合同负债, 流动	799	326	284	281	289
其他流动负债	153	450	392	392	392
<b>流动负债合计</b>	<b>8,958</b>	<b>10,183</b>	<b>9,634</b>	<b>9,682</b>	<b>10,362</b>
应付关联方款项	0	0	0	0	0
长期银行贷款	29	0	0	0	0
递延税负债, 非流动	612	575	425	314	232
其他非流动负债	529	507	464	425	389
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,170</b>	<b>1,082</b>	<b>889</b>	<b>739</b>	<b>621</b>
<b>总负债</b>	<b>10,128</b>	<b>11,264</b>	<b>10,523</b>	<b>10,421</b>	<b>10,983</b>
普通股股本	10,899	10,899	11,033	11,033	11,033
留存收益	21,136	24,034	23,344	26,460	29,804
其他储备	-1,838	-1,731	-2,112	0	0
少数股东权益	1,444	1,815	1,602	1,611	1,622
<b>股东权益总额</b>	<b>31,642</b>	<b>35,018</b>	<b>33,867</b>	<b>39,104</b>	<b>42,459</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>41,770</b>	<b>46,282</b>	<b>44,389</b>	<b>49,525</b>	<b>53,442</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,627</b>	<b>4,179</b>	<b>4,535</b>	<b>7,074</b>	<b>6,730</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6,796</b>	<b>607</b>	<b>-3,858</b>	<b>-2,018</b>	<b>-2,200</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,904</b>	<b>-2,301</b>	<b>-5,253</b>	<b>346</b>	<b>-1,926</b>
现金净变动额	-1,073	2,485	-4,577	5,402	2,604
期初现金	9,060	8,001	10,491	5,917	11,320
期末现金	8,001	10,491	5,917	11,320	13,924

### 利润表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>收入</b>	<b>30,937</b>	<b>31,450</b>	<b>29,009</b>	<b>27,688</b>	<b>30,184</b>
<b>毛利</b>	<b>22,256</b>	<b>22,177</b>	<b>20,299</b>	<b>19,658</b>	<b>21,732</b>
销售及管理费用	-10,337	-9,141	-8,662	-8,306	-9,357
一般及行政费用	-1,173	-1,190	-1,080	-1,052	-1,147
<b>经营利润</b>	<b>6,679</b>	<b>6,915</b>	<b>5,269</b>	<b>5,223</b>	<b>5,694</b>
所得税费用	-1,350	-1,317	-1,240	-1,041	-1,133
少数股东权益	6,232	6,073	4,339	4,741	5,163
<b>归母净利润</b>	<b>6,091</b>	<b>5,873</b>	<b>4,328</b>	<b>4,730</b>	<b>5,151</b>
<b>摊薄每股盈利</b>	<b>0.52</b>	<b>0.51</b>	<b>0.37</b>	<b>0.40</b>	<b>0.43</b>

### 主要财务比率

	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>同比</b>					
收入	11%	2%	-8%	-5%	9%
毛利	5%	0%	-8%	-3%	11%
经营利润	9%	4%	-24%	-1%	9%
<b>利润率</b>					
毛利率	72%	71%	70%	71%	72%
经营利润率	22%	22%	18%	19%	19%
归母净利率	20%	19%	15%	17%	17%
<b>回报率 (%)</b>					
资产周转率 (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
财务杠杆 (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
EBIT 利润率 (%)	22%	22%	18%	19%	19%
利息负担 (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
财务负担 (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	21%	18%	13%	13%	13%
ROIC (%)	29.5	24.9	16.8	16.7	17.8
ROA (%)	16%	13%	10%	10%	10%
<b>估值</b>					
市销率 (x)	3.0	2.9	3.2	3.3	3.0
市盈率 (x)	15.1	15.7	21.3	19.4	17.9

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在(此)研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至 (d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

## 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828