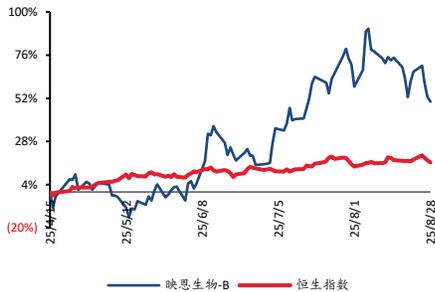


映恩生物：引领 ADC 迭代浪潮，多起出海彰显全球价值

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 0.88/0.88
总市值/流通(亿港元) 270.98/270.98
12 个月内最高/最低价 (港元) 406/165.5

相关研究报告

<<行业深度：ADC 鏖战，引领精准化治疗新时代>>—2023.11.02

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

证券分析师：郭广洋

电话：021-58502206

E-MAIL: guo Guangyang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524100001

报告摘要

映恩生物核心竞争力：临床布局及推进的速度，构建的 4 个 ADC 技术平台，丰富且具备竞争力的管线。公司成立 6 年，已建立 13 款 ADC 管线，涵盖 8 款临床阶段 ADC。核心管线 DB-1303 预计最早于 2026 年商业化；DB-1311 即将进入注册临床，在 B7-H3 ADC 中处于第一梯队。

映恩生物在 ADC 赛道的前瞻布局，有望引领 ADC 开发的迭代浪潮。BioNTech-映恩生物在下一代 IO 药物 PD-L1/VEGF 双抗+ADC 联合用药的布局上处于领先身位。四项 MRCT 联合用药正在进行中，其中 B7H3 ADC 联合 PD-L1/VEGF 已经进入临床 2 期，在一线疗法的探索中处于领先位置。映恩生物双抗 ADC 和自身免疫疾病 ADC 已进入临床阶段，有望 2026 年读出初步的临床数据。此外，公司下一代新型载荷 ADC 药物 DB-1316，致力于解决 Dxd 毒素耐药的问题，有望在 2026 年步入临床阶段。

清晰的战略规划，多起出海产品彰显全球价值。映恩生物将核心竞争力集中于技术平台迭代及药物开发的关键初始阶段，后期临床开发和商业化寻找合作伙伴推向市场。公司已与 BioNTech、百济神州、Adcendo、GSK、Avenzo 及三生制药达成合作，交易总价值超过 60 亿美元，彰显公司出众的研发能力以及商业价值。另外，映恩生物保留了美国与 BioNTech 共同开发及商业化 DB-1311 的选择权，有利于将管线价值最大化。

映恩生物预期里程碑：DB-1303 预计于 2025 年向美国 FDA 递交 HER2 表达 EC 上市申请，向 CDE 递交 HER2+BC 中国上市申请，2026 年有望成为映恩生物的商业化元年。HER2-BC 已启动全球多中心三期临床试验。

核心产品 DB-1311 对包含 CRPC 在内的多个实体瘤展现出治疗潜力，预计在 2025 年内启动多项全球关键临床研究。2026 年，潜在 FIC 药物 B7-H3/PD-L1 BsADC (DB-1418) 和自免 ADC DB-2304 有望完成 1/2 期临床试验。

盈利预测和估值建议：映恩生物尚未商业化，收入依赖合作伙伴付款。我们预测 2025/2026/2027 年的营业收入分别是 16.00/14.74/16.03 亿元。用管线销售峰值倍数法进行估值，对应市值是 450.3 亿港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：候选药物研发不如预期的风险；相关技术可能落后的风险；第三方合作的风险；核心人才流失的风险；经营风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1941	1600	1474	1603
营业收入增长率(%)	9%	-18%	-8%	9%
归母净利（百万元）	-1050	-1860	-105	-100
净利润增长率(%)	-194%	-77%	94%	5%
摊薄每股收益（元）	-131.30	-21.13	-1.19	-1.14
市盈率（PE）	0.00	-14.81	-262.14	-275.09

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 映恩生物是 ADC 领域的关键领跑者	6
(一) 管理团队经验丰富，投资方包含多家明星机构	7
(二) 构建四大技术平台，引领 ADC 研发迭代浪潮	8
(三) 多个管线成功出海，彰显全球价值	11
(四) 研发投入持续增高，现金流依旧充沛	12
二、 映恩生物管线具备差异化的竞争优势	13
(一) DB-1311: B7H3 ADC 进度领先，在多瘤种展现治疗潜力	15
(二) DB-1303: 对标 Enhertu，子宫内膜癌有望首发上市	22
(三) TROP-2 ADC 差异化布局 OC，和 PD-L1/VEGF 联合用药值得关注	29
(四) HER3 ADC 全球第一梯队，布局和奥希替尼联用	33
三、 映恩生物布局下一代 ADC，引领 ADC 迭代浪潮	34
(一) DB-1418 海外授权给 Avenzo，已进入临床阶段	35
(二) DB-1419 全球首款 B7-H3/PD-L1 双抗 ADC，已进入临床阶段	36
(三) DB-2304 有望引领自免领域 ADC 的研发风潮	36
(四) DUPAC 的新型载荷有望解决 Dxd 耐药的问题	38
四、 盈利预测与估值	40
(一) 关键产品的销售预测	40
(二) 公司估值	44
五、 风险提示	47

图表目录

图表 1: 映恩生物的发展历程	6
图表 2: 映恩生物管理团队及科学顾问委员会	7
图表 3: 映恩生物 IPO 后的股权结构	8
图表 4: 映恩生物四大技术平台	9
图表 5: 映恩生物具有全球竞争力的研发管线和领先的全球临床进展	10
图表 6: 映恩生物达成多项对外合作授权	11
图表 7: 映恩生物引进多项抗体技术	12
图表 8: 映恩生物的收入、利润及研发投入情况	13
图表 9: ADC+IO 有望改变癌症治疗的范式	14
图表 10: B7-H3 在多瘤种上高表达	15
图表 11: DB-1311 差异化的结构设计	15
图表 12: B7-H3 ADC (DB-1311/BNT324) 的开发里程碑	16
图表 13: 处于全球 MRCT 阶段的 B7-H3 ADC	16
图表 14: B7-H3 ADC 在多个适应症中观察到令人鼓舞的单药活性	17
图表 15: 全球 CRPC 药物市场规模 (2025-2032 年预测)	18
图表 16: 中国 mCRPC 治疗方案	19
图表 17: 美国 mCRPC 治疗方案	19
图表 18: B7-H3 ADC (DB-1311/BNT324) 在 CRPC 患者的初步临床数据	19
图表 19: CRPC 非头对头临床数据对比	20
图表 20: 中国 SCLC 治疗方案	21
图表 21: 美国 SCLC 治疗方案	21
图表 22: 主要 SCLC 创新 ADC 疗法非头对头临床数据对比	22
图表 23: HER2 在多肿瘤中过表达	23
图表 24: DB-1303 与 DS-8201 整体构建类似	23
图表 25: DB-1303 的开发时间轴	23
图表 26: 全球 HER2 ADC 市场规模预测 (亿美元)	24
图表 27: 处于全球 MRCT 阶段的 HER2 ADC (II 期或以上)	24
图表 28: 全球子宫内膜癌药物市场规模预测(亿美元)	26
图表 29: 中国 EC 治疗方案	26
图表 30: 美国 EC 治疗方案	26
图表 31: 处于 MRCT 阶段的 HER2 ADC (II 期或以上)	27
图表 32: HER2 ADC 子宫内膜癌数据对比	28
图表 33: HER2 ADC 乳腺癌非头对头数据对比	29
图表 34: TROP-2 ADC 的设计对比	30
图表 35: 以 OC 为适应症且处于临床开发阶段的 TROP2 ADC	30
图表 36: ADC 在卵巢癌适应症非头对头数据对比	31
图表 37: 在 2-4L PROC 适应症 BNT327 和 TROP2 ADC 联合用药试验数据	32
图表 38: 与免疫疗法联用的主要 TROP2 ADC	32
图表 39: HER3 在多肿瘤中过表达	33
图表 40: DB-1310 与 U3-1402 整体构建类似	33
图表 41: HER3 ADC 治疗 NSCLC 的数据	34
图表 42: DB-1418 的结构	35
图表 43: DB-1418 临床前疗效优于单抗 ADC	35
图表 44: DB-1419 的结构	36

图表 45: DB-1419 与 B7-H3 ADC+PD-1 疗效对比.....	36
图表 46: DB-2304 的结构.....	37
图表 47: DB-2304 的双重作用机制.....	37
图表 48: 临床前数据显示 DB-2304 具备协同作用的显著疗效.....	38
图表 49: 临床前数据显示 P5142 在 Dxd 耐药的细胞系依旧有效.....	39
图表 50: DB-1303 的关键临床开发计划.....	40
图表 51: DB-1303 国内外的销售预测.....	41
图表 52: DB-1311 国内外的销售预测.....	42
图表 53: DB-1305 国内外的销售预测.....	43
图表 54: 映恩生物国内外的销售预测.....	44
图表 55: 映恩生物 FCFE 估值模型.....	44
图表 56: 敏感性分析.....	45
图表 57: 映恩生物管线估值.....	46

一、映恩生物是 ADC 领域的关键领跑者

映恩生物于 2019 年成立，致力于为癌症和自身免疫性疾病等患者研发 ADC 药物，是全球 ADC 领域的关键领跑者。2025 年 4 月，公司成功在香港联合交易所主板正式挂牌上市。

图表1：映恩生物的发展历程

年份	里程碑
2019 年	- 根据开曼群岛法律注册成立。
2020 年	- 开始在中国开展业务。
	- 完成种子轮融资。
	- 完成 A-1 轮融资及 A-2 轮融资。
2021 年	- 启动首个 ADC 项目 DB-1303 (HER2 ADC)。
	- 开始在美国开展业务。
	- 获得 FDA 的 IND 批准，在美国开展 DB-1303 的首次人体研究。
2022 年	- 完成 B 轮融资。
	- 获得中国药监局的 IND 批准，在中国开展 DB-1303 的首次人体研究。
	- 启动 DB-1303 的 I/IIa 期全球临床试验。
2023 年	- 获得 FDA 及中国药监局有关 DB-1305 (TROP2 ADC) 的 IND 批准，并启动 DB-1305 的 I/IIa 期首次人体全球临床试验。
	- 与 Adcendo 就使用源自 DITAC 平台的专有有效载荷—连接符的 ADC 资产订立对外许可及合作协议。
	- 完成 B+轮融资。
	- 获得 FDA 及中国药监局有关 DB-1311 (B7-H3 ADC) 的 IND 批准，并启动 DB-1311 的 I/IIa 期首次人体全球临床试验。
	- 获得 FDA 及中国药监局有关 DB-1310 (HER3 ADC) 的 IND 批准，并启动 DB-1310 的 I/IIa 期首次人体全球临床试验。
	- 与 BioNTech 就 DB-1303、DB-1311 及 DB-1305 建立全球战略合作伙伴关系。
	- 与百济神州就 DB-1312 (B7-H4 ADC) 订立对外许可及合作协议。
	- 与 BioNTech 启动 DB-1303 治疗 HER2 表达 EC 的全球潜在注册研究。
	- DB-1303 获得 FDA 快速通道认定及突破性疗法认定，用于治疗患者在接受免疫检查点抑制剂治疗期间或之后病情进展的晚期 EC。
	- 与 BioNTech 启动 DB-1303 的 III 期全球注册临床试验，用于未接受化疗治疗的 HR+/HER2 低表达转移性 BC。
2024 年	- 在中国启动 DB-1303 治疗 HER2 阳性 BC 的 III 期注册临床试验。
	- DB-1303 获得中国药监局突破性疗法认定，用于治疗患者在接受免疫检查点抑制剂治疗期间或之后病情进展的晚期 EC。
	- DB-1305 获 FDA 授予快速通道认定，用于治疗铂耐药上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌患者。
2025 年	- DB-1311 获得 FDA 快速通道认定，用于治疗晚期/不可切除或转移性 CRPC 患者，以及治疗 ESCC 的孤儿药资格认定。
	- 收到 FDA 的 IND 批准，以启动 DB-1419 的 I/IIa 期临床试验。
	- 与 Avenzo Therapeutics 达成 EGFR/HER3 双抗 ADC 合作协议。
	- 与三生制药达成合作协议，共同推进 HER2 ADC 在中国内地、香港和澳门商业化。
	- 在香港联合交易所主板上市，股票代码为 9606.HK。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

映恩生物建立了 13 款自主研发的 ADC 候选药物管线，可与全球领先 ADC 公司的产品匹敌，或与这些公司进行差异化竞争。映恩生物在 ADC 赛道具备以下的竞争优势：

1) 拥有临床领先的 ADC 资产，积极的全球临床数据验证了公司领先的 DITAC 技术平台；

- 2) 引领 ADC 技术迭代升级的浪潮，将创新 ADC 覆盖到自身免疫等治疗领域；
- 3) 多个 ADC 管线成功出海，不仅彰显平台价值，并且支持公司在全球的长远发展；
- 4) 公司的管理团队由 ADC 专家及经验丰富的企业家组成，拥有良好的往绩记录。

(一)管理团队经验丰富，投资方包含多家明星机构

映恩生物已建立一支以生物医药领域的领军人物为代表的管理团队，有丰富的从业经验。创始人朱忠远是中国生物技术行业的资深从业者，在生物技术创新及风险投资领域拥有超过 20 年的经验。研发团队由首席科学官邱杨博士、全球首席医学官牟骅博士及药物发现负责人花海清博士领导，这几位均在 ADC 研究方面拥有良好的业绩记录。

此外，映恩生物与行业知名专家建立了紧密关系，定期邀请由杰出科学家组成的科学顾问委员会为研究策略及临床开发计划提供建议。科学顾问委员会的主要成员包括 Antoine Yver 博士及 Pasi A. Jänne 博士，二人均为全球 ADC 药物开发领域的领军人物，以及苏岭博士，药物开发及监管事务方面的杰出专家。

图表2：映恩生物管理团队及科学顾问委员会

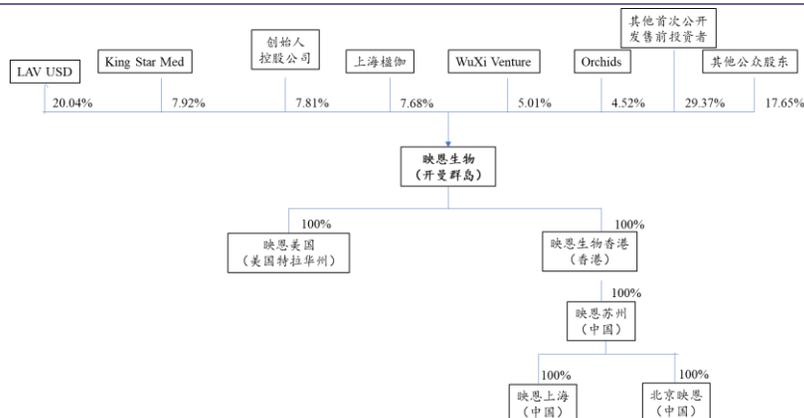
姓名	职位	简介
朱忠远	董事会主席、 执行董事兼 CEO	男，54 岁，美国麻省大学医学院博士和加州大学伯克利分校工商管理硕士。负责集团战略、企业管理及业务规划。曾参与投资及孵化了多家知名创新的生物技术公司，包括基石药业、荣昌生物、甘李药业及华大基因。
邱杨	首席科学官及 映恩美国总经 理	女，美国得克萨斯大学奥斯汀分校硕士及博士。负责集团的研发工作。曾在 GSK 中国，Johnson & Johnson 中国及第一三共任职。
牟骅	全球首席医学 官	男，加州大学伯克利分校流行病学博士。曾任瓪路药业、Zenas 中国、先声药业、药明康德、和记黄埔医药等企业高管职务。在美国曾任职于 Genentech、Biogen Idec、Abraxis Bioscience 及 Roche。
王昕	首席商务官	男，美国纽约大学金融与市场营销工商管理硕士。负责公司业务拓展、对外合作，及商务战略。曾在 Schering-Plough 从事药物研发工作，并在银行领域积累近 20 年的医疗市场研究及 corporate advisory 经验。
花海清	高级副总裁兼 药物发现负责 人	男，瑞士苏黎世大学自然科学博士。主要负责公司的管线开发战略、新药发现及研发。曾任职于礼来（中国）、翰森制药。

Antoine Yver	科学顾问委员会主席	第一三共前执行副总裁、肿瘤研究全球负责人及癌症事业部主席；阿斯利康高级副总裁兼肿瘤全球药物开发负责人；成功开发了 ENHERTU、TAGRISSO 和 LYNPARZA。
Pasi A. Janne	科学顾问委员会	哈佛医学院医学教授；丹娜法伯癌症研究所胸腔肿瘤内科专家；牵头 HER3-DXa 临床开发的临床研究者。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

2025 年 4 月 15 日，映恩生物在香港联合交易所主板正式挂牌上市。此次 IPO 共引入 15 名基石投资者，均为头部国际长线资本、国内知名公募和知名药企。此次 IPO 募资总额约 2.43 亿美元，成为近四年来港股 18A 板块募资规模最大的 IPO 案例之一。

图表3：映恩生物 IPO 后的股权结构

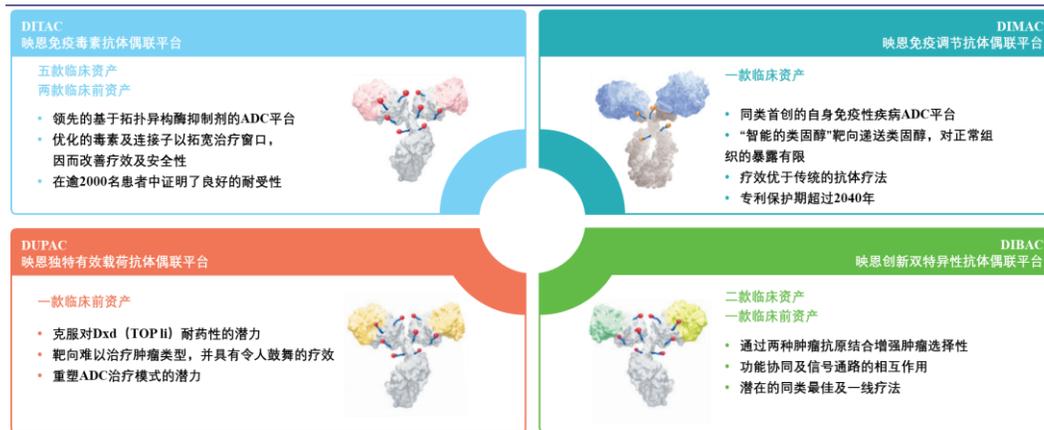


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

(二)构建四大技术平台，引领 ADC 研发迭代浪潮

映恩生物致力于下一代颠覆 ADC 格局的创新，构建了 4 个具有全球知识产权的 ADC 技术平台，为公司持续创新打下基础。

图表4：映恩生物四大技术平台



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

四大平台涵盖抗体发现、毒素的筛选、ADC 在自身免疫疾病领域的探索等，其价值与多样性已在丰富的管线资产中得到验证：

- 1) **映恩免疫毒素抗体偶联平台 (DITAC)**：基于拓扑异构酶抑制剂的 ADC 平台，包括映恩专有的有效载荷 P1003 及 P1021。DITAC 平台使得映恩生物设计的 ADC 能获得更好的系统稳定性、肿瘤特异性有效载荷释放、旁观者效应及快速毒素载荷清除能力。
- 2) **映恩创新双特异性抗体偶联平台 (DIBAC)**：双抗 ADC 较传统的单抗 ADC 及联合疗法具疗效优势，正引领 ADC 创新的新浪潮，但准入门槛较高。DIBAC 平台体现了映恩生物对疾病及靶点生物学的理解，在双特异性抗体工程以及人工智能赋能的靶点选择及抗体设计方面的丰富经验。
- 3) **映恩免疫调节抗体偶联平台 (DIMAC)**：搭载映恩专有的免疫调节有效载荷，是极少数针对自身免疫性疾病的 ADC 平台之一。目前，许多慢性自身免疫性疾病(如 SLE 及 CLE)患者接受的治疗方法通常会导致严重的副作用。ADC 则可以通过提供风险低、疗效更强及安全性更好的靶向治疗以重塑自身免疫性疾病的治疗方案。DIMAC 平台开发的分子在临床前研究中展现了有效及广泛的抗炎活性，药物作用时间长、稳定性高及风险低等优势。映恩生物为 DIMAC 建立了较深的技术护城河，专利保护期延长至 2040 年后。
- 4) **映恩独特有效载荷抗体偶联平台 (DUPAC)**：具有新型作用机制的连接符—有效载荷复合物的 ADC 平台，以应对越来越多的耐药性及难治疗的肿瘤。随着越来越多的患者对现有 ADC 产生耐药性，对具有新型作用机制的 ADC 有效载荷的需求将不断增长，具有新作用机制的毒素是未来 ADC 升级迭代的重要方向。映恩生物已在许多独特的有效载

荷机制方面取得了积极进展。

基于上述四大核心技术平台，映恩生物已建立了 13 款 ADC 管线，包括 8 款临床阶段 ADC 候选药物。

图表5：映恩生物具有全球竞争力的研发管线和领先的全球临床进展

项目	靶点	适应症 (治疗领域)	策略/组合	临床前 / IND 进展	1期	1/2a期 2期	3期	NCT 编号	商业化规划	合作夥伴
DITAC - 领先的 TOP11 ADC 平台										
★ DB-1303 / BNT323	HER2	HER2 表型 EC (2L+)	单药	全球 (临床前/IND 研究)	全球	全球		NCT05150891		
		HR+HER2-低表型 BC (未接受化疗)	单药	全球 (计划中的 I 期临床)	全球	全球		NCT06340568		
		HR+HER2-BC (2L+)	单药	全球	全球	全球		NCT06018337	中国内地、香港、澳门	BIONTECH
		HR+或HR-BC (HER2+ 及 HER2 低、超低及无表达)	+PD-L1/VEGF bsAb	全球	全球	全球		NCT06265428		
★ DB-1311 / BNT324	B7-H3	CRPC (未保)	单药	全球	全球	全球		NCT05914116		
		ESCC (2L+)	单药	全球	全球	全球		NCT05914116		
		SCLC (2L+)	+PD-L1/VEGF bsAb	全球	全球	全球		NCT06892548	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+)	+PD-L1/VEGF bsAb	全球	全球	全球		NCT06892548		
★ DB-1310	HER3	其他实体瘤 (HNSCC、HCC、CC、黑色素瘤等)	+PD-L1/VEGF bsAb	全球	全球	全球		NCT06953089		
		EGFRm NSCLC (TKI 耐药)	+奥希替尼	全球	全球	全球				
		HR+ HER2-BC	单药	全球	全球	全球		NCT05785741	全球	
		HER2 阳性 BC (Enheru 治疗)	+曲妥珠单抗	全球	全球	全球				
★ DB-1305 / BNT325	TROP2	其他实体瘤	单药	全球	全球	全球				
		OC (2L+)	单药	全球	全球	全球				
		NSCLC (2L+)	单药	全球	全球	全球				
		NSCLC、OC、CC、TNBC (多线治疗)	+PD-L1/VEGF bsAb	全球	全球	全球		NCT05438329	中国内地、香港、澳门	BIONTECH
DB-1312 / BG-C9074	B7-H4	实体瘤	单药/+替雷利珠单抗	全球	全球	全球		NCT06233942	/	BeOne
DB-1314	未公开	实体瘤	单药	全球	全球	全球	/	全球		
DB-1317	ADAM9	实体瘤	单药	全球	全球	全球	/	全球		
DB-1324	未公开	实体瘤	单药	全球	全球	全球	/	全球	中国内地、香港、澳门	GSK
DIBAC - 领先的 双特异性 ADC 平台										
★ DB-1418	HER3 x EGFR	实体瘤	单药	全球	全球	全球		NCT07038343	中国	AVENZO
★ DB-1419	B7-H3 x PD-L1	实体瘤	单药	全球	全球	全球		NCT06554795	全球	
DB-1421	未公开	实体瘤	单药	全球	全球	全球		/	全球	
DUPAC - 独特的新型 MOA 有效靶向 ADC 平台										
DB-1316	未公开	实体瘤	单药	全球	全球	全球		/	全球	
DIMAC - 领先的 免疫调节 ADC 平台										
★ DB-2304	BDCA2	SLE - CLE	单药	全球	全球	全球		NCT06625671	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

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

映恩生物在 ADC 药物开发方面采取梯度策略，三波候选药物引领技术迭代的浪潮，使公司立于 ADC 创新的前沿：

第一波候选药物由 DITAC 平台赋能，作为映恩生物 ADC 技术的概念验证。包括：1) 具有经临床验证靶点的 ADC 候选药物，其针对差异化适应症进行策略性开发，代表产品为核心产品 DB-1303 (HER2 ADC) 及关键产品 DB-1305 (TROP2 ADC)；2) 正在进行全球开发的用于高潜力靶点及未充分开发适应症的 ADC 候选药物，代表产品为核心产品 DB-1311 (B7H3 ADC) 及关键产品 DB-1310 (HER3 ADC)。

第二波候选药物将基于 DIBAC 平台和 DIMAC 平台研发，代表产品为具有新颖结构及组成部分的下一代 ADC，可将 ADC 应用于一线治疗、难以治疗及新的治疗领域，例如双特异性 ADC，包括 DB-1419 (B7-H3/PD-L1 双特异性 ADC)、DB-1418 (EGFR/HER3 ADC) 和 DB-1421，及用

于自身免疫性疾病的免疫调节 ADC，包括 DB-2304 (BDCA2 ADC)。

第三波候选药物则由 DUPAC 平台支持，是映恩生物在新型 ADC 有效载荷及连接子技术领域的前瞻性布局，将有潜力打破 ADC 药物形式，为治疗难治性肿瘤提供可能性，并有望克服现有 ADC 治疗后的耐药性问题。

(三)多个管线成功出海，彰显全球价值

映恩生物为保持 Biotech 的敏捷性及创新性，将核心竞争力集中于技术平台迭代及药物开发的关键初始阶段，后期临床开发和商业化则灵活性地寻找合作伙伴推向市场。公司已与 BioNTech、百济神州、Adcendo、GSK 及 Avenzo 等合作伙伴订立数项对外许可交易，总价值超过 60 亿美元。

图表6：映恩生物达成多项对外合作授权

合作时间	项目	合作对象	交易金额	交易内容
2023.01	DITAC 平台 (uPARAP ADC)	Adcendo	总金额不小于 4.14 亿美元	已支付里程碑款项:330 万美元
2023.04	DB-1303 (HER2 ADC) DB-1311 (B7H3 ADC)	BioNTech	首付款: 1.7 亿美元 里程碑付款: 超 15 亿美元 一定比例的销售分成	BioNTech 获得 DB-1303、 DB-1311 大中华区外的全球 权益
2023.07	DB-1312 (B7-H4 ADC)	百济神州	交易总额: 13 亿美元	百济神州获得 DB-1312 全 球权利
2023.08	DB-1305 (TROP2 ADC)	BioNTech	交易总额: 8.26 亿美元	BioNTech 获得 DB-1305 大 中华区外的全球权益
2024.12	DB-1324	GSK	首付款: 3000 万美元 里程碑付款: 9.75 亿美元 一定比例的销售分成	GSK 获得 DB-1324 全球(不 包括中国大陆、香港地区和 澳门地区)的独家授权
2025.01	DB-1418 (EGFR/HER3 ADC)	Avenzo	首付款: 5000 万美元里程碑付 款: 11.5 亿美元, 特许权使用 费	Avenzo 获得在全球范围内 (大中华区除外)DB- 1418/AVZO-1418 的独家权 利
2025.01	DB-1303 (HER2 ADC)	三生制药	首付款: 2500 万美元里程碑付 款: 4200 万美元	共同推进 HER2 ADC 在中 国内地、香港和澳门的商业 化

资料来源：招股说明书，公司官网，太平洋证券整理

映恩生物与跨国药企的合作，能最大限度地释放管线的价值，而且这种合作模式是可复制的。

合作方不仅为公司提供资金支持，还可以提升公司平台建设、增强研发能力，促进更多的药物出海。与此同时，映恩生物为提高药物的开发效率，积极引进外部技术领先的抗体。

图表7：映恩生物引进多项抗体技术

项目	抗体靶点	合作对象
DB-1303 (HER2 ADC)	HER2	裸抗工艺来源百奥泰
DB-1311 (B7H3 ADC)	B7H3	抗体来自药明生物
DB-1310 (HER3 ADC)	HER3	抗体来自北京先通
DB-1312 (B7-H4 ADC)	B7-H4	抗体来自合铂医药
DB-1419 (PD-L1/B7H3 ADC)	PD-L1/B7H3	抗体来自达石药业
DB-1418 (EGFR/HER3 ADC)	EGFR/HER3	HER3 部分来自北京先通

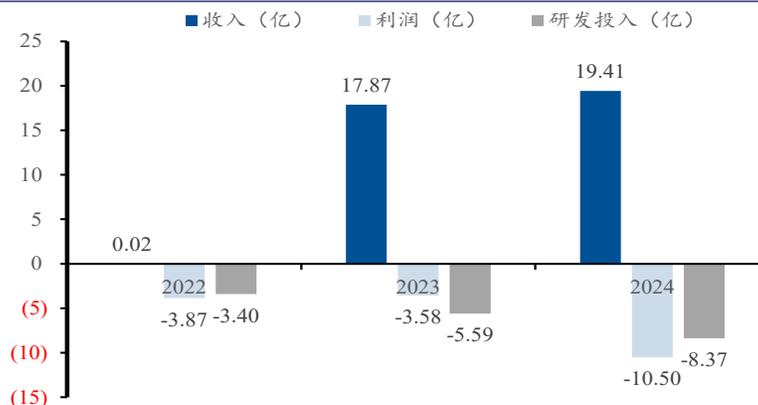
资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

(四)研发投入持续增高，现金流依旧充沛

映恩生物打造了一支经验丰富、专业的研发团队，平均行业经验超过 12 年。截至 2024 年 12 月 31 日，内部研发团队由来自中国及美国的 131 名成员组成，逾 80% 的成员拥有博士或硕士学位，主要领域为医学科学、生物学、药理学及化学以及其他相关领域。

映恩生物的核心管线尚未商业化，收入主要依赖对外授权的首付款及里程碑付款；随着研发投入的持续增高，公司短期内会处于亏损阶段。2022-2024 年营业收入分别为 160 万元、17.87 亿元、19.41 亿元，主要来自 DB-1303、DB-1311 等产品对外授权的首付款及里程碑收入。2022-2024 年，映恩生物的研发投入逐年加大：2022 年研发支出 3.40 亿元，2023 年研发开支 9.87 亿元，2024 年研发支出达 8.37 亿元。

图表8：映恩生物的收入、利润及研发投入情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

截至 2025 年 6 月 30 日，映恩生物的现金及现金等价物、受限制存款以及初始期限超过三个月的定期存款为人民币 37.47 亿元，现金及等价物约 30 亿元。充足的现金流足够支撑公司 2 年以上的研发开支。

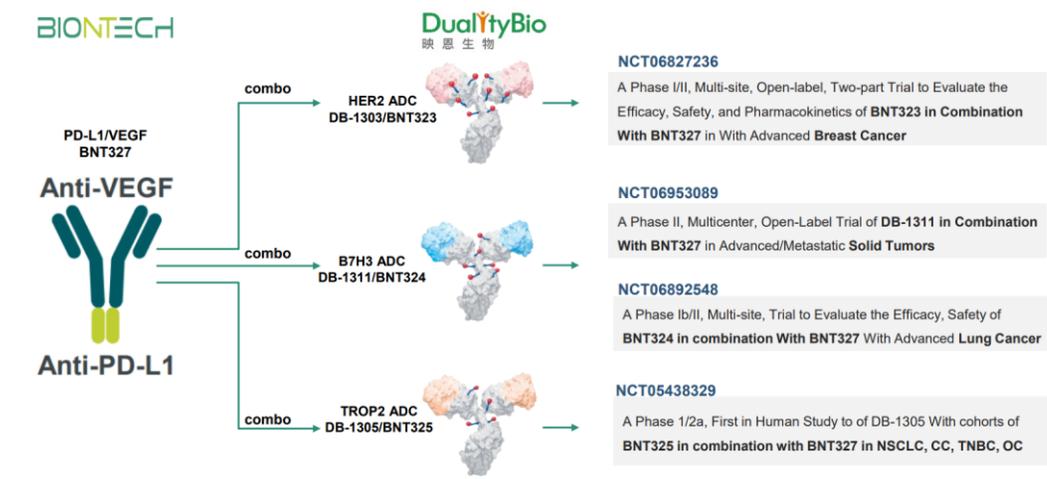
二、映恩生物管线具备差异化的竞争优势

映恩生物已有八款 ADC 药物推进至临床阶段，并已启动七项全球多区域临床试验 (MRCT)，其中包括两项注册性临床试验（一项全球试验及一项中国试验）及一项全球潜在注册研究。映恩生物为增强长期市场地位，采取差异化的临床开发策略，包括：

- 1) “**市场先行者**”策略，优先考虑具有商业吸引力且临床需求未被满足的初始目标适应症，以便核心资产获得加速批准，迅速进入全球市场；
- 2) “**快速商业化**”策略，加快产品的适应症范围推进，使其从初始目标适应症患者扩展到更广泛的潜在目标患者群体；
- 3) “**联合疗法**”策略，探索资产进入一线治疗方案及成为主要治疗方案的潜力。

BioNTech-Duality 布局的下一代 IO 药物 PD-L1/VEGF 双抗+ ADC 联合疗法在进度上处于领先地位。ADC 有望引领精准化疗新时代，PD-L1/VEGF 双抗有望成为下一代肿瘤免疫疗法的基石药物。

图表9：ADC+IO 有望改变癌症治疗的范式



资料来源：招股说明书，BioNTech 材料，太平洋证券整理

BioNTech-Duality 有四项全球联合用药临床研究正在进行，其中 DB-1311/BNT324 已经进入临床 2 期阶段，在一线疗法的探索中处于领先地位：

- 1) DB-1303/BNT323 联合 BNT327(PD-L1xVEGF bsAb)治疗晚期/转移性乳腺癌。2025 年 5 月，一项评估 DB-1303/BNT323 联合 BNT327(PD-L1xVEGF bsAb)的 1/2 期临床试验(NCT06827236)完成首例患者给药，受试者为激素受体阳性(HR+)或阴性(HR-)、人表皮生长因子受体 2(HER2)低表达、超低表达或无表达的晚期转移性乳腺癌或 TNBC 患者。
- 2) DB-1311/BNT324 联合 BNT327(PD-L1xVEGF bsAb)治疗晚期肺癌。2025 年 5 月，一项评估 DB-1311/BNT324 联合 BNT327(PD-L1xVEGF bsAb)的 1/2 期临床试验(NCT06892548)完成首例患者给药，受试者为晚期肺癌患者。
- 3) DB-1311/BNT324 联合 BNT327 (PD-L1xVEGF bsAb)或 DB-1305/BNT325 治疗晚期实体瘤。2025 年 7 月，一项评估 DB-1311/BNT324 联合 BNT327 (PD-L1xVEGF bsAb) 或联合 DB-1305/BNT325 的 2 期临床试验(NCT06953089)完成首例患者给药，受试者为晚期实体瘤患者。
- 4) DB-1305/BNT325 联合 BNT327 (PD-L1xVEGF bsAb)治疗晚期实体瘤。一项评估 DB-1305/BNT325 用于晚期实体瘤患者的多中心、非随机、开放标签、多剂量、首次人体 1/2 期临床试验(NCT05438329)正在进行中。作为该试验的一部分，DB-1305/BNT325 联合 BNT327(PD-L1xVEGF bsAb)的方案正在多种实体瘤适应症中开展研究。

(一)DB-1311: B7H3 ADC 进度领先，在多瘤种展现治疗潜力

1) 映恩生物的 DB-1311 开发进度领先，在多瘤种上初步展现良好的疗效

B7-H3 是 B7 家族的重要成员，在多种恶性肿瘤和活化肿瘤浸润免疫细胞中高表达，如肺癌、前列腺癌、宫颈癌、乳腺癌、头颈鳞癌、食管鳞癌等，在健康组织中表达有限，与肿瘤细胞增殖、转移、治疗耐药和预后不良相关。由于 B7-H3 在肿瘤组织和正常组织中的差异表达，且具有高内吞能力，B7-H3 已成为 ADC 开发的一个具有潜力的靶点。

DB-1311 是映恩生物第三款进入临床的 ADC 药物，靶向 B7H3，抗体部分来源于药明生物，通过基于马来酰亚胺四肽的可裂解连接子，与拓扑异构酶 I 抑制剂有效载荷 P1021 共价连接，DAR 值为 6，和第一三共的 DS-7300a 整体构建类似。DB-1311 通过靶向主要存在于 B7-H3 过度表达肿瘤细胞中的 4IgB7-H3 亚型，表现出高选择性，与通常在正常细胞上表达的 2IgB7-H3 亚型相比，其亲和力高出 1,000 倍以上。与此同时，DB-1311 的 Fc 端沉默单抗减少了免疫反应。

图表10: B7-H3 在多瘤种上高表达

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：招股说明书，太平洋证券整理

图表11: DB-1311 差异化的结构设计

属性	DB-1311	DS-7300
单抗	高亲和力	高亲和力
选择性	高选择性 (>1000 倍)	高选择性 (>1000 倍)
DAR 值	6	4
连接子	可裂解	可裂解
有效载荷	P1021	Dxd
差异化	与 DS-7300 相比，在临床前试验中 DB-1311 显示出更好的疗效及更高的安全性	
最高非严重毒性剂量 (HNSTD)	80mg/kg	30mg/kg

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

B7-H3 药物研发火热，映恩生物 DB-1311 有望在 2025 年启动去势抵抗性前列腺癌 (CRPC) 三期临床，是全球临床进度领先的 B7H3 ADC 之一。

图表12：B7-H3 ADC (DB-1311/BNT324)的开发里程碑


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

全球尚无 B7H3 ADC 获批上市。 Insight 数据库显示有 37 条 B7-H3 ADC 在研管线，其中有 4 款产品已进入临床 III 期阶段，分别来自第一三共/默沙东 (I-DXd)、翰森制药 (HS-20093)、宜联生物 (YL201)、明慧医药/齐鲁制药 (MHB088C)。截至 2025 年 4 月，有六款 B7H3 ADC 正处于全球 MRCT 阶段。

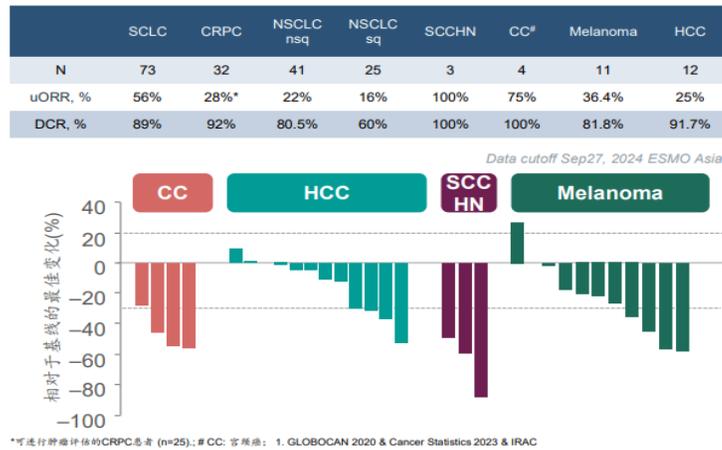
图表13：处于全球 MRCT 阶段的 B7-H3 ADC

药物	公司	靶点	适应症及进度
DS-7300	第一三共/MSD	B7-H3	临床 III 期：小细胞肺癌，食管鳞癌
DB-1311	映恩生物/BioNTech	B7-H3	临床 I/IIa 期：实体瘤（包括 SCLC、CRPC 等） 临床 I/II 期：晚期
YL201	宜联生物	B7-H3	国内临床 III 期：小细胞肺癌，鼻咽癌 国际临床 I/II 期：实体瘤
HS-20093	翰森制药/GSK	B7-H3	国内临床 III 期：小细胞肺癌 国际临床 I/II 期：胃肠道实体瘤 国际临床 I 期：实体瘤
BGB-C354	百济神州	B7-H3	国际临床 I 期：实体瘤
MGC-018	MacroGenics	B7-H3	国际临床 II 期：mCRPC 及其他实体瘤（包括 SCLC）

资料来源：Insight 数据库，招股说明书，太平洋证券整理

B7-H3 ADC (DB-1311) 单药已展示出泛肿瘤治疗潜力。在 2024 年 ESMO Asia 会议上，映恩生物公布了 FIH 的临床结果，DB-1311 在接受治疗的患者中观察到积极的安全性和有效性数据。

图表14: B7-H3 ADC 在多个适应症中观察到令人鼓舞的单药活性



资料来源：公司展示材料，太平洋证券整理

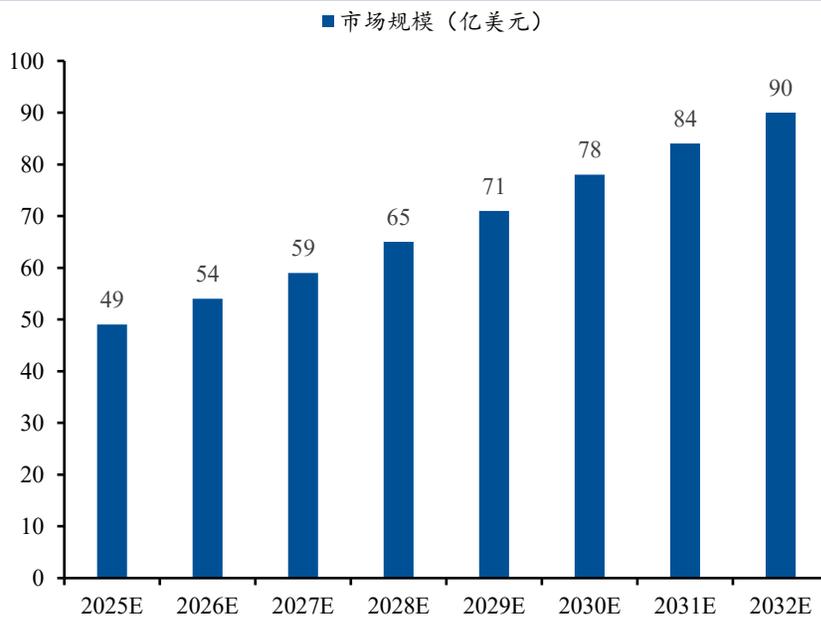
为了在 B7-H3 ADC 市场上有效地竞争，映恩生物将 DB-1311 临床开发的重点放在了 SCLC 及 CRPC 适应症上。根据与 BioNTech 的合作协议，映恩生物已保留于美国共同开发及共同商业化 DB-1311 的选择权，并且，DB-1311 联合 BioNTech 公司 PD-L1/VEGF 双抗 BNT327 用于治疗晚期肺癌和晚期实体瘤的临床试验也已经启动。

2) DB-1311 在去势抵抗性前列腺癌适应症展现 BIC 潜质

前列腺癌是影响男性健康的恶性肿瘤之一。随着人口老龄化和生活方式的改变，前列腺癌的发病率不断升高。

全球 CRPC 药物市场 2032 年有望达 90 亿美元。全球 CRPC 药物市场由 2018 年的 24 亿美元增至 2023 年的 39 亿美元，年复合增长率为 10.6%，且预计将于 2028 年及 2032 年分别增至 65 亿美元及 90 亿美元，自 2023 年至 2028 年及自 2028 年至 2032 年的年复合增长率分别为 10.9% 及 8.4%。

图表15：全球 CRPC 药物市场规模（2025-2032 年预测）



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

mCRPC 五年生存率约为 30%。大多数前列腺癌的生长依赖于睾酮及其他激素，标准疗法是通过手术切除或化学药物将睾酮降至去势水平。然而，CRPC 患者的肿瘤已经适应在极低睾酮水平下生长，对旨在降低睾酮水平的治疗具有耐药性。在 CRPC 的亚型中，转移性 CRPC (mCRPC) 是一种更难治疗的晚期亚型，五年生存率约为 30%。

mCRPC 存在巨大未被满足的临床需求。mCRPC 当前的治疗手段主要包括 ADT、化疗、放疗（如镭-223）及 PARP 抑制剂，在实现持久有效的长期疾病控制方面仍具有局限性。耐药性仍然是治疗 mCRPC 的主要挑战：尽管恩扎卢胺及阿比特龙等 ADT 能够带来初步的疗效，但大多数患者最终会产生耐药性，从而导致病情恶化，这一现状凸显了创新靶向疗法在解决这一未被满足的临床需求方面的潜力。

图表16：中国 mCRPC 治疗方案



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表17：美国 mCRPC 治疗方案



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

FDA 已授予 DB-1311 快速通道资格。在去势抵抗性前列腺癌 CRPC 患者中，凭借 B7-H3 高达 93% 的表达率，B7-H3 ADC 成为前景广阔的 CRPC 的治疗方案。2025 年 ASCO 年会报道了 DB-1311 治疗重度经治去势抵抗性前列腺癌 (CRPC) 的 1/2 期研究结果：该药物在 73 例中位接受过 4 线治疗 (最高达 14 线) 的 CRPC 患者中显示出 42.3% 的客观缓解率 (ORR) 和 90.4% 的疾病控制率 (DCR)，6 个月无进展生存率达 67.7%；安全性可控，主要不良事件为可管理的胃肠/血液学毒性。

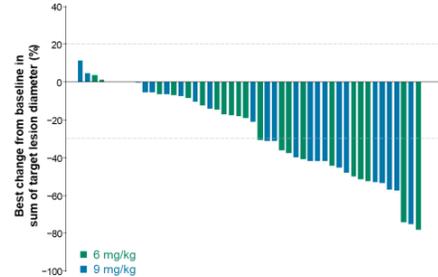
图表18：B7-H3 ADC (DB-1311/BNT324)在 CRPC 患者的初步临床数据

	Overall (N=52)	6 mg/kg (n=24)	9 mg/kg (n=28)
ORR, %	42.3	41.7	42.9
[95% CI]	[28.7, 56.8]	[22.1, 63.4]	[24.5, 62.8]
cORR, %	30.8	29.2	32.1
[95% CI]	[18.7, 45.1]	[12.6, 51.1]	[15.9, 52.4]
Pending confirmation, n	5	3	2
DCR, %	90.4	91.7	89.3
[95% CI]	[79.0, 96.8]	[73.0, 99.0]	[71.8, 97.7]
mDOR,† months	ne	ne	ne
[95% CI]	[4.0, ne]	[4.2, ne]	[4.0, ne]
	Overall* (N=68)	6 mg/kg (n=33)	9 mg/kg (n=33)
Median rPFS			
Months [95% CI]	ne [5.7, ne]	ne [5.7, ne]	ne [5.6, ne]
rPFS events, n (%)	14 (20.6)	8 (24.2)	6 (18.2)
rPFS rate, %			
6-month	67.7	67.1	62.7
9-month	58.0	58.7	ne

73名CRPC患者 (入组比例：美国 43.8%；澳大利亚 28.8%；东亚 27.4%)

中位前线治疗 4 线，包括 新辅助内分泌治疗 95.9%

多西紫杉醇 93.2%， 177-lu-PSMA 21.9% 卡巴他赛 39.7%



CRPC患者以及总体患者中的安全性数据

DB-1311/BNT324 is well tolerated in CRPC (N=73) Any TRAE 90.4%, Grade ≥3 TRAE 42.5% and in larger overall population (N=465) Any TRAE 92.3%, Grade ≥3 TRAE 47.3%.

资料来源：2025 ASCO，映恩生物，太平洋证券整理

非头对头对比其他疗法的疗效数据，DB-1311 展现出同类最佳 (BIC) 的潜力。DB-1311 在后线治疗的患者上依旧看到良好的疗效，单药 PFS 和核药联合 SOC 疗效接近。PSMA 靶向药物依赖前列腺特异性膜抗原，而 DB-1311 靶向 B7H3 (CD276)，B7H3 在 CRPC 中的表达率 >90%，覆盖人群更广；并且 DB-1311 在 Lu-177 经治患者人群中，ORR 为 25.0%，DCR 为 100%，依旧显现出疗效。

图表19：CRPC 非头对头临床数据对比

药物	DB-1311	DS-7300	Pluvicto	
公司	映恩生物	第一三共	诺华	
靶点	B7H3	B7H3	PSMA	
既往治疗	新辅助内分泌治疗 95.9%	新辅助内分泌治疗 96%	新辅助内分泌治疗 100%	
	多西紫杉醇 93.2%	多西紫杉醇 81.3%	多西紫杉醇 96.9%	
	177-lu-PSMA 21.9%	卡巴他赛 NA		
	卡巴他赛 39.7%	177-lu-PSMA NA		
NCT 编号	NCT05914116	NCT04145622	NCT03511664	
临床试验	DB-1311-O-1001	临床 1/2 试验	VISION 试验	
	ASCO2025	ESMO 2023 大会	新英格兰医学杂志	
	N=73	N=75	2021	
分组	DB-1303	DS-7300	研究者选择 SOC	177-lu-PSMA-617+SOC
ORR	43.2%	25%	NA	NA
mPFS	NE*(5.7, NE)			
	8.3 m* (DCO 2025.1) (数据尚未成熟)	5.3 个月(4.1-6.9)	3.4 个月	8.7 个月
mOS	-	13.5 个月	11.3 个月	15.3 个月
安全性	TRAEs 86.2%	TRAEs 100%	单用标准治疗组	11.9%患者中断 177Lu-
	G _{≥3} TRAEs 40.0%	G _{≥3} TRAEs 46.7%	中, 7.8%的患者停止治疗	PSMA-617 且 8.5%的患者停用联合标准治疗

资料来源：2025 ASCO，映恩生物，医药魔方，太平洋证券整理

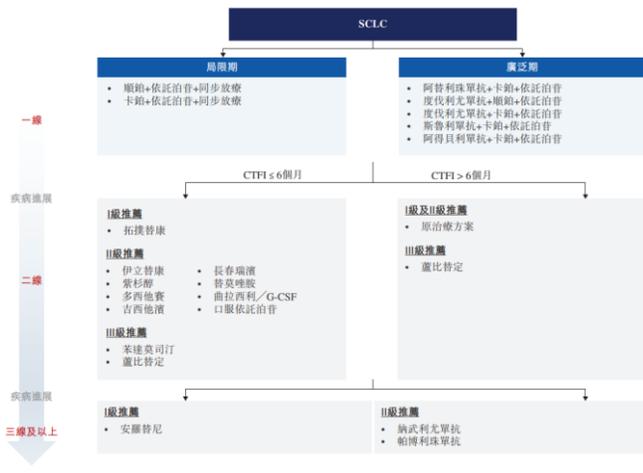
3) DB-1311 在 SCLC 展现出良好的初级疗效

肺癌是全球最常见的癌症，也是癌症死亡的主要原因。小细胞肺癌(SCLC)占全球所有肺癌病例的 10-15%。全球 SCLC 发病人数由 2018 年的 33.29 万例增至 2023 年的 38.28 万例，预计到 2032 年将达到 48.41 万例。在中国，SCLC 的发病人数由 2018 年的 14.27 万例增至 2023 年的 16.35

万例，预计到 2032 年将达到 20.21 万例。

SCLC 分为两期：局限期和广泛期，前者仅局限于胸腔一侧，后者则扩散到胸腔以外至身体其他部位。作为一种高侵袭性癌症，广泛期 SCLC 患者的平均五年生存率不到 5%。

图表20：中国 SCLC 治疗方案



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表21：美国 SCLC 治疗方案



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

ADC 是 SCLC 的潜在治疗选择。 SCLC 当前的治疗手段主要包括铂类化疗、放疗及免疫检查点抑制剂（如 PD-1 抑制剂），化疗仍是 SCLC 的主要治疗手段。然而，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。复发 SCLC 患者往往预后较差，且可供选择的治疗方案有限。新治疗方式（如 ADC）正被研究作为 SCLC 患者的潜在治疗方法。

DB-1311 在 SCLC 患者中表现出积极的疗效和良好的安全性。 在肺癌患者中，B7-H3 表达增加和过表达与预后不良有关，尤其在非小细胞肺癌患者中，大约 65% 患者呈现 B7-H3 高表达现象。映恩生物的 DB-1311 正被研究作为 SCLC 患者的潜在二线（或以上）治疗方法，并且联合疗法具备扩展至前线治疗的潜力。ESMO Asia 2024 口头报告数据显示，在 SCLC 患者(n=73)中，uORR 为 56.2%，DCR 为 89.0%；并且 DB-1311 在所有剂量水平下均表现出可接受的安全性。

图表22：主要 SCLC 创新 ADC 疗法非头对头临床数据对比

药物	DB-1311	DS-7300	HS-20093	YL-201	ZL-1310
公司	映恩生物	第一三共	翰森	宜联	再鼎
靶点	B7H3	B7H3	B7H3	B7H3	DLL3
治疗线数	≥3L	≥3L	≥3L	≥2L	≥2L
基线	61%的受试者接受了两种或多种治疗	中位接受过 2L 治疗，其中 76.1%接受过免疫治疗	铂类加依托泊苷治疗 (100%)，免疫疗法 (73.2%)，拓扑异构酶 1 抑制剂 (23.2%)	脑转移(15.4%); 既往标准治疗(100%); 抗 PD-1 免疫治疗(95%)	广泛 SCLC, 100%含铂化疗进展, 93% PDL1 经治, 36%脑转移
试验	NCT05914116 N=73	IDeate-Lung01 N=42	ARTEMIS-001 N=31	NCT05434234 N=79	NCT06179069 N=28
剂量	6.0 mg/kg&9.0 mg/kg	12 mg/kg	8.0 mg/kg	MTD: 2.8mg/kg; 推荐扩展剂量 2.0mg/kg&2.4mg/kg	0.8 mg/kg-2.3mg/kg
ORR	56.2%	54.8%	61.3%	61.1%-68%	68%
DCR	89.0%	90.5%	80.6%	91.7%	93%
mPFS		5.5 个月	5.9 个月	6.2 个月	
mOS		11.8 个月	9.8 个月		
安全性	TRAEs(≥G3) 发生率 42.1%	TRAEs(≥G3) 发生率 50%	TRAEs(≥G3) 发生率 66.1%	TRAEs(≥G3) 发生率 51%	TRAEs(≥G3) 发生率 23%

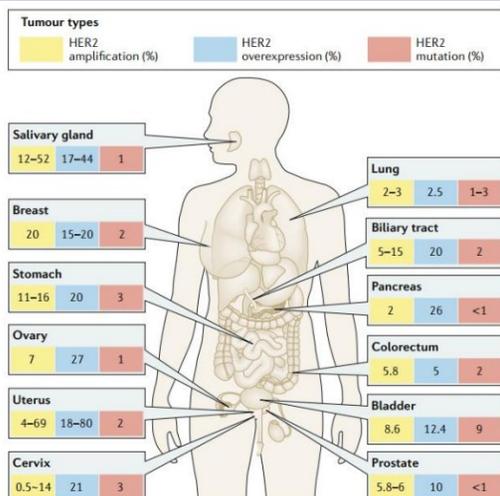
资料来源：2024 WCLC, 2025 ASCO, 2024 ESMO, 再鼎医药, 太平洋证券整理

(二)DB-1303：对标 Enhertu，子宫内膜癌有望首发上市

HER2 基因在乳腺癌、卵巢癌、胃癌、子宫癌、宫颈癌、胆道癌等多个瘤种中均存在异常表达，HER2 高表达的肿瘤表现出强的转移能力和浸润能力，对化疗的敏感性也较差，且易复发。针对 HER2 的单抗、双抗、ADC、融合蛋白等均有进展，HER2-ADC 相比单抗兼具单抗的高特异性和小分子毒素的强杀伤力，肿瘤患者 ORR 和 PFS 数据更优、副作用更低，表现出很强的竞争力。

DB-1303 是靶向 HER2 的 ADC，采用曲妥珠单抗，通过基于马来酰亚胺四肽的可裂解连接子，与拓扑异构酶 I 抑制剂有效载荷 P1003 共价连接，DAR 值为 8，和 DS-8201 整体构建类似。

图表23：HER2 在多肿瘤中过表达



资料来源：药融云，太平洋证券整理

图表24：DB-1303 与 DS-8201 整体构建类似

属性	DB-1311	DS-8201	Kadcyla
抗体	曲妥珠单抗		
连接子	基于四肽的可裂解连接子	GGFG 连接子	MCC 连接子
有效载荷	P1003	Dxd	DM1
DAR	8	8	3.5

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

DB-1303 已处于临床后期阶段，正在进行两项注册试验及一项潜在注册研究，首个适应症 HER2 表达 EC 预计最早于 2025 年向 FDA 申报加速批准。

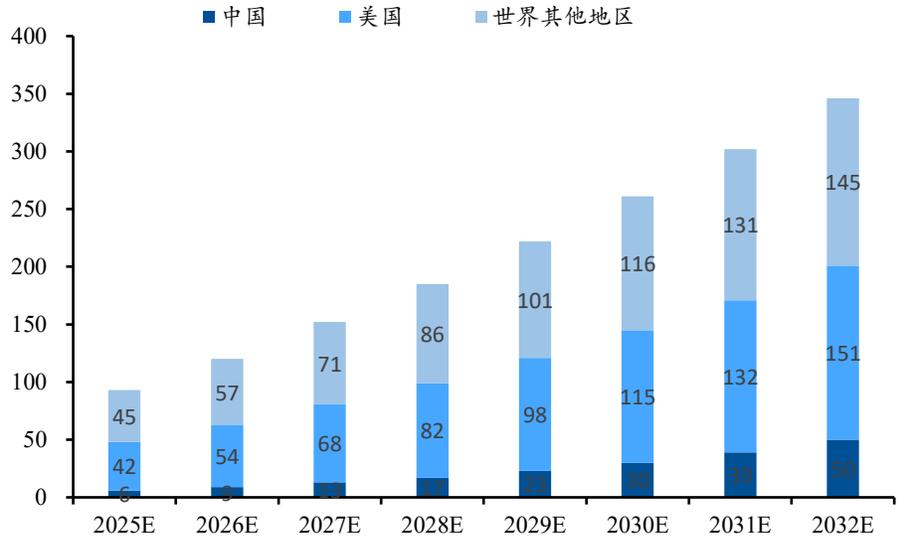
图表25：DB-1303 的开发时间轴



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

全球 HER2 ADC 市场预计 2032 年达到 345 亿美元。全球第一款 HER2 ADC Kadcyla 于 2013 年获批，2019 年第一三共/阿斯利康的 Enhertu 获批后，市场迎来爆发性增长。沙利文报告显示，全球 HER2 ADC 市场于 2023 年增至 48 亿美元，自 2018 年起的年复合增长率为 37.1%；全球 HER2 ADC 市场预计自 2023 年至 2028 年及自 2028 年至 2032 年将分别按 30.8%及 16.8%的年复合增长率增长，并于 2032 年达到 345 亿美元。

图表26：全球 HER2 ADC 市场规模预测（亿美元）



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

截至 2025 年 5 月，有三款 HER2 ADC 正处于全球 MRCT 阶段的 III 期临床开发或更后的阶段，全球尚无获批用于治疗 HER2 不同表达水平 EC 的 HER2 ADC，有五款用于治疗 HER2 不同表达水平 EC 的 HER2 ADC 处于 II 期临床开发或以上阶段。

图表27：处于全球 MRCT 阶段的 HER2 ADC（II 期或以上）

药物	公司	适应症	阶段（首次发布日期）
DS-8201	第一三共/阿斯利康	携带 HER2 外显子 19 或 20 突变的 NSCLC	III 期（2021 年 9 月）
		胆道癌	III 期（2024 年 6 月）
		HER2 低表达或 HER2 无表达 BC	III 期（2024 年 9 月）
		HER2+、pMMR EC	III 期（2024 年 11 月）
		HER2 过度表达 CRC	II 期（2021 年 2 月）
		HER2 表达肿瘤（包括 EC）	II 期（2020 年 7 月）
DB-1303/BNT323	映恩生物/BioNTech	HR+/HER2 低表达 BC	III 期（2021 年 9 月）
		HER2 表达 EC	III 期（2024 年 6 月）
SYD985	Byondis	HER2+ BC	NDA（2022 年 7 月）
		HER2 表达 EC	II 期（2019 年 4 月）
ARX788	Ambrx/Novo Codex	HER2+ BC	II 期（2021 年 4 月）

RC48	荣昌生物/ Seagen	HER2 表达 UC	II期 (2021 年 5 月)
		HER2 表达实体瘤 (包括 EC)	II期 (2023 年 8 月)
DX126-262	多禧生物	HER2+ BC	II期 (2021 年 8 月)

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

映恩生物的 DB-1303 优势如下：

1. 适用于 HER2 不同表达水平 EC 患者的全球临床进度领先的 HER2 ADC；
2. 用于未接受化疗治疗的 HR+/HER2 低表达 BC 患者的潜在疗法；
3. 于中国开展 III 期临床针对 HER2+ BC 的基于拓扑异构酶抑制剂的 ADC；
4. I/IIa 期全球临床试验疗效数据令人鼓舞。

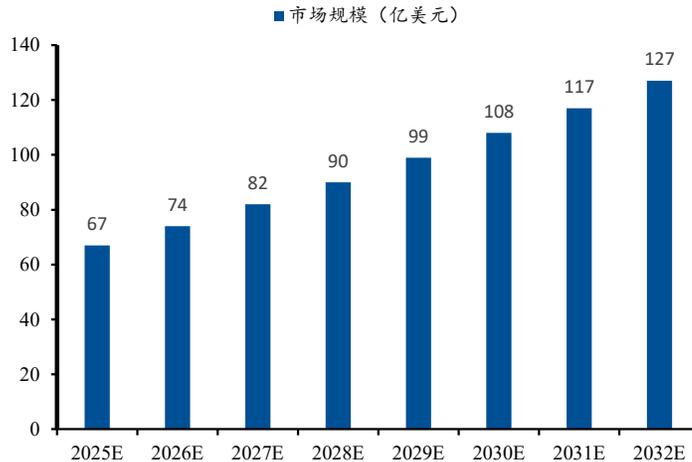
映恩生物为了加速 DB-1303 的快速上市，采用了差异性的临床策略，将子宫内膜癌探索为首发适应症，2023 年 9 月启动了针对 HER2 表达子宫内膜癌的潜在注册研究(NCT05150691)，2023 年 12 月被 FDA 授予突破性疗法认定，其预计最快在 2026 年可以获得 FDA 批准上市。

1) DB-1303 子宫内膜癌适应症有望首发上市

子宫内膜癌 (EC) 是全球最常见的妇科癌症之一。EC 的新增病例由 2018 年的 34.39 万例增至 2023 年的 40.17 万例，预计于 2032 年将达到 49.41 万例。虽然 EC 传统上在更年期后女性中更为常见，但在年轻女性中的发病人数正在上升，显示出日益增长的医疗需求。

全球 EC 药物市场预计 2032 年将增至 127 亿美元。根据沙利文的数据，全球 EC 药物市场由 2018 年的 34 亿美元增至 2023 年的 53 亿美元，年复合增长率为 9.1%；预计于 2028 年及 2032 年将分别增至 90 亿美元及 127 亿美元，2023 年至 2028 年及 2028 年至 2032 年的年复合增长率分别为 11.2% 及 8.9%。

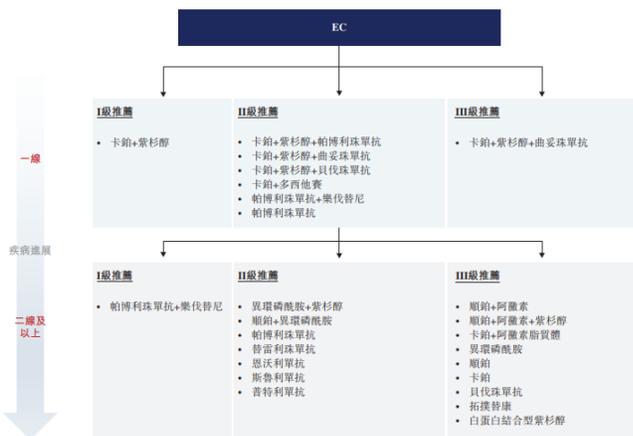
图表28：全球子宫内膜癌药物市场规模预测(亿美元)



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

ADC 药物有望为 EC 治疗提供新的选择。EC 当前的治疗手段主要包括化疗、靶向治疗（如 TKI）、激素治疗、免疫检查点抑制剂（如 PD-1），尚存在显著的局限性。对于不适合进行全子宫切除术的患者，传统的药物治疗有很大的副作用。此外，有相当比例的患者在一线治疗后发展为晚期及复发性疾病，并对二线或三线治疗的反应有限。而 ADC 药物有望提供新的治疗选择。

图表29：中国 EC 治疗方案



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表30：美国 EC 治疗方案



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

全球尚无获批用于治疗 HER2 不同表达水平 EC 的 HER2 ADC。HER2 过度表达占 EC 病例总数的 17%至 30%，HER2 低表达占 EC 病例总数的 47%至 53%。DB-1303 正被研究作为 HER2 表达 EC 患者的潜在二线（或以上）治疗方法，具备扩展至前线治疗的联合治疗潜力。截至 2025 年 5 月，全球尚无获批用于治疗 HER2 不同表达水平 EC 的 HER2 ADC，有五款用于治疗 HER2 不同表达水平 EC 的 HER2 ADC 处于 II 期临床开发或以上阶段。

图表31：处于 MRCT 阶段的 HER2 ADC（II 期或以上）

公司	适应症	阶段（首次发布日期）
DS-8201 第一三共/阿斯利康	携带 HER2 外显子 19 或 20 突变的 NSCLC	III 期（2021 年 9 月）
	胆道癌	III 期（2024 年 6 月）
	HER2 低表达或 HER2 无表达 BC	III 期（2024 年 9 月）
	HER2+、pMMR EC	III 期（2024 年 11 月）
	HER2 过度表达 CRC	II 期（2021 年 2 月）
DB-1303/BNT323 映恩生物/BioNTech	HER2 表达肿瘤（包括 EC）	II 期（2020 年 7 月）
	HR+/HER2 低表达 BC	III 期（2021 年 9 月）
SYD985 Byondis	HER2 表达 EC	III 期（2024 年 6 月）
	HER2+ BC	NDA（2022 年 7 月）
ARX788 Ambrx/Novo Codex	HER2 表达 EC	II 期（2019 年 4 月）
RC48 荣昌生物/ Seagen	HER2+ BC	II 期（2021 年 4 月）
	HER2 表达 UC	II 期（2021 年 5 月）
DX126-262 多禧生物	HER2 表达实体瘤（包括 EC）	II 期（2023 年 8 月）
	HER2+ BC	II 期（2021 年 8 月）

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

临床数据初步显示，在晚期或转移性子宫内膜癌患者中，DB-1303 展现了出色的抗肿瘤活性和疾病控制效果。截至 2023 年 5 月 8 日，共有 17 名患者可评估其缓解情况。根据 RECIST v1.1 标准，10 名患者（58.8%）出现部分肿瘤客观缓解；在接受 7mg/kg 和 8mg/kg 剂量的患者中，ORR 分别为 50.0%和 61.5%；总 DCR 为 94.1%。与同类药物对比，DB-1303 展现出更高的 ORR，且总体安全性可控。

图表32：HER2 ADC 子宫内膜癌数据对比

	DB-1301	DS-8201	SHR-A1811
公司	映恩生物	第一三共	恒瑞医药
适应症	HER2+ EC (2L+)	HER2+ EC (2L+)	HER2+ EC (2L+)
人数	N=32	N=40	N=27
剂量	7.0 或者 8.0mg/kg q3w	5.4 mg/kg q3w	4.8 或者 6.4 mg/kg q3w
ORR	58.8%(7mg/kg:50.0%及 8mg/kg:61.5%)	57.5%	50%
mPFS	-	11.1m	5.6(4.1-NR)
mDoR	-	-	7.0(2.8-NR)
mOS	-	26.0m	6个月 OS 率 85.4%
TEAE(3 级)	31.2%	58.0%	88.9%

资料来源：秋实基因，2025 ASCO，太平洋证券整理

DB-1303 的 EC 适应症已获得 FDA 授予的快速通道及突破性疗法认定以及中国药监局授予的突破性疗法认定，表明 DB1303 有潜力治疗目前生存率低且对新的治疗方法有着强烈临床需求的晚期 EC 患者。映恩生物已与 BioNTech 合作完成潜在注册性研究的患者入组，并计划于 2025 年启动确认性 III 期临床试验，并向 FDA 提交加速批准。

2) DB-1303 的 HER2+BC 适应症国内有望在 2025 年提交上市申请

HER2+ BC 是一种侵袭性 BC 类型，约占 BC 病例总数的 15-30%。约有 20-25%的 HER2+ BC 患者在诊断时已为晚期，而 20%的早期患者最终会发展成晚期。HER2+ BC 的全球发病人数由 2018 年的 47 万例增至 2023 年的 54 万例，且预计将于 2032 年达到 71 万例。在中国及美国，HER2+ BC 的治疗方案主要包括紫杉类化疗加上 HER2 单抗（如帕妥珠单抗及曲妥珠单抗）、HER2 ADC 及其他靶向药的联合疗法。近年来，随着 HER2 ADC 等有效疗法获批准，HER2+ BC 患者的无进展生存期及总生存期有所增加。

HR+/HER2 低表达 BC 是最高发的 BC 亚型，约占 BC 病例总数的 50%。全球 HER2 低表达 BC 的发病人数由 2018 年的 104 万例增至 2023 年的 120 万例，且预计将于 2032 年达到 159 万例。内分泌治疗是一线和二线标准治疗方案的基石，然而接受内分泌治疗后，患者的复发率约为 40%至 50%。可用于复发患者的有效治疗方案有限，仍存在未满足的临床需求。在中国及美国，德曲妥珠单抗（Enhertu）被推荐作为 HER2 低表达 BC 患者的二线或以上治疗。

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。

图表33：HER2 ADC 乳腺癌非头对头数据对比

	DB-1301	DS-8201
公司	映恩生物	第一三共
适应症	HER2+ BC (2L+)	
试验	NCT05150691	DESTINY-Breast03
剂量	2.2-10.0mg/kg q3w	5.4mg/kg q3w
ORR	50%(13/26)	78.9%
mPFS	-	28.8 个月
TEAE(3 级)	21.2%	58.0%
适应症	2L+HER2 低表达 BC	
试验	NCT05150691	DESTINY-Breast06
剂量	2.2-10.0mg/kg q3w	5.4mg/kg q3w
ORR	38.5% (5/13)	56.5%
mPFS	-	13.2 个月
TEAE(3 级)	21.2%	40.6%

资料来源：招股说明书，肿瘤时间，太平洋证券整理

映恩生物正在与 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。

(三)TROP-2 ADC 差异化布局 OC，和 PD-L1/VEGF 联合用药值得关注

DB-1305 是一款靶向 TROP2 的 ADC，由人源化抗 TROP2 IgG1 单抗、可裂解连接子及专有的 DNA 拓扑异构酶 I 抑制剂(P1021)偶联设计而成，DAR 值为 4。

映恩生物与 BioNTech 合作，推进 DB-1305 的全球临床开发。DB-1305 聚焦其他 TROP2 ADC 候选药物目前未充分开发的适应症(如卵巢癌 OC)，并通过联合疗法具有成为针对 NSCLC、OC、宫颈癌及 TNBC 前线治疗支柱疗法的潜力。

图表34：TROP-2 ADC 的设计对比

	DB-1305	DS-1062	Trodelyv	SKB-264
抗体	赛妥珠单抗	德达博妥单抗	赛妥珠单抗	赛妥珠单抗
连接子	四肽的可裂解连接子	GGFG 连接子	包含马来酰亚胺的 CL2A 连接符	包含 2-甲磺酰基嘧啶的 CL2A 连接符
有效载荷	P1021, 一种 exatecan 衍生物及高效力 TOPO I 抑制剂	Dxd, 一种 exatecan 衍生物及中等效力 TOPO I 抑制剂	SN38, 一种喜树碱衍生物的代谢物及中等效力 TOPO I 抑制剂	T030, 一种贝洛替康衍生物 TOP I 抑制剂
DAR	4	4	7.6	7.4

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

OC 是全球第三大最常见的女性生殖系统癌症。约 83% 的 OC 患者存在 TROP2 高表达。全球 OC 发病人数由 2018 年的 29.5 万例增至 2023 年的 33.4 万例，预计到 2032 年将进一步增至 39.7 万例。在中国，OC 发病人数由 2018 年的 5.8 万例增至 2023 年的 6.2 万例，预计到 2032 年将增至 6.6 万例。OC 通常在晚期才确诊，具有较高的死亡率和不良预后，及许多 OC 患者对铂类化疗和其他标准疗法产生耐药性。当标准铂类化疗不再有效时，ADC 有可能提供一种新的治疗选择。

图表35：以 OC 为适应症且处于临床开发阶段的 TROP2 ADC

药物	公司	适应症	试验阶段	公开日期	地区
SKB264/MK-2870	科伦博泰/默沙东	铂敏感 OC	III期	2025 年 2 月	全球
		实体瘤，包含 OC	II期	2022 年 12 月	全球
DS-1062	第一三共/阿斯利康	实体瘤，包含 OC	II期	2022 年 08 月	全球
DS-1305/BNT325	映恩生物/BioNTech	实体瘤，包含 OC	I/IIa 期	2022 年 6 月	全球
SHR-1921	恒瑞医药	OC	III期	2024 年 5 月	中国
XYD-9668-198	新蕴达生物科技	实体瘤，包含 OC	I/II期	2023 年 4 月	中国
BHV1510/GQ1010	启德医药/Pyramid Biosciences	实体瘤，包含 OC	I/II期	2024 年 5 月	中国
FDA018	复旦张江生物医药	实体瘤，包含 OC	I期	2022 年 1 月	中国

DXC1002	多禧生物	实体瘤，包含 OC	I期	2023年12月	中国
---------	------	--------------	----	----------	----

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

DB-1305 获 FDA 授予快速通道认定。过往 ADC 开发主要针对 FR α 阳性的 OC 患者，而该类患者仅占 OC 患者群体中的有限部分。与 FR α 靶向的 ADC 相比，由于 TROP2 在这种癌症类型中的过表达率较高（约 83%），DB-1305 在 OC 患者中表现出更广泛的治疗潜力。在其正在进行的 I/IIa 期全球临床试验中，DB-1305 在晚期经治铂耐药卵巢癌患者中显示出初步疗效。2024 年 1 月，DB-1305 获 FDA 授予快速通道认定，用于治疗铂耐药上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌患者。

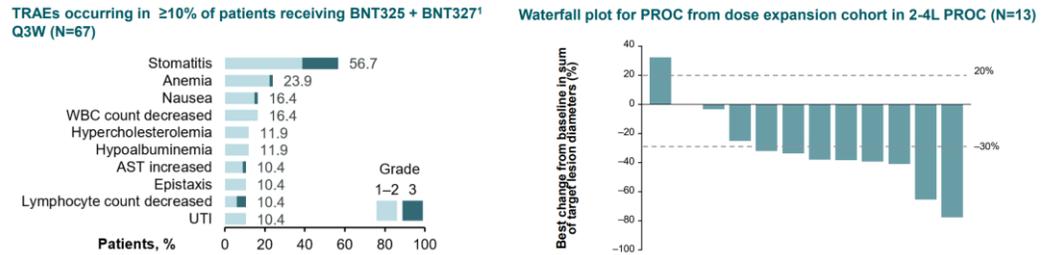
图表36：ADC 在卵巢癌适应症非头对头数据对比

	DB-1305	Dato-Dxd	Elahere
公司	映恩生物	第一三共	艾伯维
靶点	TROP-2	TROP-2	FR α
试验	NCT05438329(n=38)	TROPION- PanTumor03(n=35)	MIRASOL 研究-III期 (n=453)
剂量	2-5mg/kg q3w	5.4mg/kg q3w	6.0mg/kg q3w
ORR	36.8%	cORR42.9%	42% VS 16%
mPFS	7.6 个月	5.8 个月	5.62 个月 VS 3.98 个月
mOS			16.46 个月 VS 12.75 个月
TEAE(3 级)	30.4%	54.3%	42% vs 54%

资料来源：招股说明书，医药魔方，太平洋证券整理

映恩生物与 BioNTech 正在积极探索 DB-1305 联合 PD-L1/VEGF 双抗成为实体瘤前线治疗方案潜力。2025 AACR 大会上 BioNTech 公布了 TROP2 ADC (DB-1305) +PD-L1/VEGF 双抗 (BNT-327) 联合治疗实体瘤的一项 1/2a 期试验数据，在“冷肿瘤”铂耐药卵巢癌亚组中（13 名 2-4 线铂耐药卵巢癌患者），取得了 54% 的 ORR（其中 7 名部分缓解，3 名疾病稳定），DCR 为 77%；相比 PM8002 单药，联用治疗不仅大幅提升 ORR，而且没有安全性风险的叠加，优于 PM8002 联合化疗的安全性。DB-1305 联合 PD-L1/VEGF 双抗有望成为铂耐药卵巢癌潜在 BIC 的治疗方案。

图表37：在 2-4L PROC 适应症 BNT327 和 TROP2 ADC 联合用药试验数据



资料来源：BioNTech 官网，太平洋证券整理

康方生物 AK112 在与 K 药头对头的临床试验中，PFS 展现出更优的效果，PD-(L) 1/VEGF 双抗已经成为 IO 治疗重要的迭代方向。DB-1305 和 PD-L1/VEGF 联合用药在下一代 IO 药物 PD-(L) 1/VEGF 双抗+ADC 潮流中处在领先的身位。

图表38：与免疫疗法联用的主要 TROP2 ADC

药物	公司	适应症	IO 联合用药	试验阶段	公开日期
DS-1062	第一三共/阿斯利康	NSCLC	PD-1 单抗	III期	2022.01
		TNBC	PD-1 单抗	III期	2022.11
		TNBC 或 HR-低表达 HER2-BC	PD-1 单抗+化疗	III期	2023.11
Trodelvy	吉利德	TNBC	PD-1 单抗	III期	2022.05
		NSCLC	PD-1 单抗+化疗	II期	2022.01
SKB264/MK-2870	科伦博泰/默沙东	HR+/HER2-BC	PD-1 单抗	III期	2024.03
		TNBC	PD-1 单抗	III期	2024.05
		Non sq-NSCLC	PD-1 单抗	III期	2024.09
		NSCLC	PD-1 单抗+化疗	II期	2022.04
		HER2-BC	PD-1 单抗	II期	2022.07
		实体瘤	PD-1 单抗	II期	2022.12
		UC	PD-1 单抗+化疗	I/II期	2024.07
DS1305/BNT325	映恩生物/BioNTech	OC		I/IIa 期	2022.06
		NSCLC	PD-L1/VEGF 双抗	I/IIa 期	2022.06
		TNBC	抗	I/IIa 期	2022.06
		CC		I/IIa 期	2022.06
SHR-1912	恒瑞医药	NSCLC	CTLA-4 单抗+PD-L1 单抗	I/II 期	2024.05

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

(四)HER3 ADC 全球第一梯队，布局和奥希替尼联用

HER3 是 HER 家族的成员，在各种癌症的发展和进展中起着至关重要的作用。与 EGFR 及 HER2 相比，HER3 是 HER 家族中唯一缺乏活性激酶结构域的家族成员，这使其必须与其他受体结合成配偶体才能发挥致癌作用，HER3 表达可作为各种靶向疗法的旁路机制。HER3 表达普遍存在于各种实体肿瘤中，包括乳腺癌、肺癌、结直肠癌、前列腺癌和头颈癌；HER3 高表达亦与更具侵袭性的疾病、更高的转移可能性及更差的患者预后相关。

DB-1310 是映恩生物基于专有 ADC 平台 DITAC 开发的一款靶向 HER3 的 ADC 创新药物，旨在与 HER3 结构域上的新型表位结合，递送高效力细胞毒性载荷直接杀死肿瘤细胞。在临床前研究中，相较于帕曲妥单抗 (U3-1402 所使用的抗体)，DB-1310 的单抗对 HER3 表现出更高的亲和力和更有效的内吞性。

图表39：HER3 在多肿瘤中过表达

癌种	HER3 表达
前列腺癌	90%
非小细胞肺癌	83%
宫颈癌	55-74%
结直肠癌	51-75%
卵巢癌	41-68%
胰腺癌	41%
胃癌	34-59%
乳腺癌	30-75%

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表40：DB-1310 与 U3-1402 整体构建类似

属性	DB-1310	U3-1402
抗体	人源化抗 HER3 IgG1 单抗	帕曲妥单抗
连接子	基于四肽的可裂解连接子	GGFG 连接子
有效载荷	一种 exatecan 衍生物及高效力 TOPO I 抑制剂	Dxd, 一种 exatecan 衍生物及中等效力 TOPO I 抑制剂
DAR	8	7-8

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

DB-1310 在 EGFRm NSCLC 患者中展现出良好的抗肿瘤活性。HER3 已成为 EGFRm NSCLC 经验证的靶点，EGFR 和 HER3 可共同形成异二聚体复合物，从而导致下游信号通路活化，导致 NSCLC 病人对 EGFR TKI 疗法产生耐药。

2025 年 6 月，映恩生物在 2025 年美国临床肿瘤学会 (ASCO) 年会上，由美国加州大学洛杉矶分校 (UCLA) 的 Aaron E. Lisberg 教授以口头报告形式公布了 DB-1310 的首次人体 I/IIa 期临床研究 (NCT05785741) 数据，结果显示 DB-1310 在标准治疗失败的晚期实体瘤患者中展现出良好

的疗效和可控的安全性。在 123 例疗效可评估的患者中，未经确认的客观缓解率 (uORR) 为 31%，疾病控制率 (DCR) 为 84%。尤其在 EGFR 突变非小细胞肺癌 (NSCLC) 亚组 (n=46) 中，疗效更为突出：uORR 达 44%，DCR 高达 91%，中位无进展生存期 (mPFS) 为 7.0 个月，中位总生存期 (mOS) 为 18.9 个月，且在 5.5 mg/kg 剂量组 (n=12)，uORR 高达 66.7%。

图表41：HER3 ADC 治疗 NSCLC 的数据

药物	DB-1310		HER3-Dxd
公司	映恩生物		第一三共
适应症	标准疗法失败 EGFRm NSCLC	3L+实体瘤	EGFR TKI 耐药 EGFRm NSCLC
临床试验	Phase1/2a	Phase1/2a	HERTHENA-Lung01
人数	46	123	229
ORR	uORR:44%	uORR:31%	29.8%
DCR	91%	84%	73.8%
PFS(月)	7.0	5.5	5.5
OS(月)	18.9	14.5	11.9

资料来源：映恩生物官网，2025 ASCO，2023 WCLC，太平洋证券整理

映恩生物采取差异化的临床开发策略，在 NSCLC 适应症探索 HER3 ADC 与奥希替尼的联合用药。DB-1310 联合 EGFR 酪氨酸激酶抑制剂等抗肿瘤药物的临床前探索，亦表现出优秀的协同抑瘤活性。2025 年 4 月 25 日，映恩生物与阿斯利康达成合作，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。HER3 ADC 与 EGFR TKI 的联合治疗为 EGFR 突变 NSCLC 患者带来全新希望。2025 年 7 月，DB-1310 获得 FDA 授予的快速通道认定。

三、映恩生物布局下一代 ADC，引领 ADC 迭代浪潮

映恩生物借助双特异性及免疫调节 ADC 平台 DIBAC 和 DIMAC，产生了 2 个双抗 ADC 和一个自免 ADC 药物，引领 ADC 下一波研发浪潮。双特异性 ADC 通过在单一治疗实体中整合两个不同的结合部分，较传统的单特异性 ADC 及联合疗法具备优势。ADC 对靶细胞具有高度特异性，在对健康细胞影响小的情况下递送高效有效载荷（抗炎药），免疫调节 ADC 有望打开广阔的市场空间。

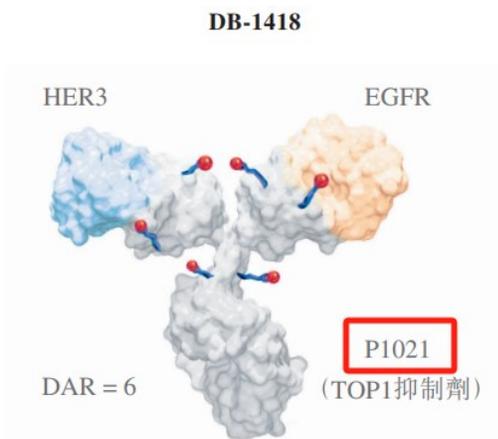
此外，公司 ADC 新载药平台 DUPAC 产生的下一代新型载荷 ADC 药物 DB-1316，旨在解决

Dxd 毒素的 ADC 耐药问题，有望在 2026 年步入临床阶段，将重塑 ADC 治疗模式。

(一)DB-1418 海外授权给 Avenzo，已进入临床阶段

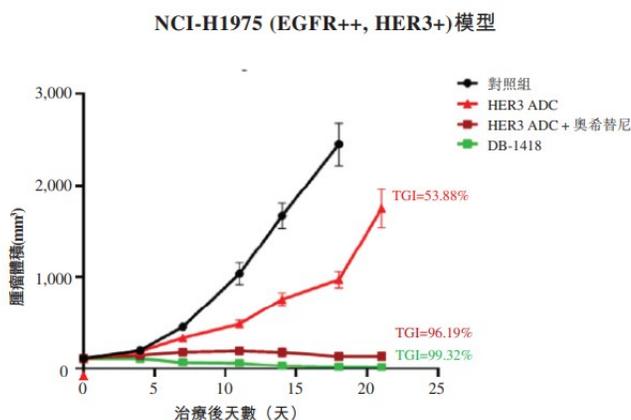
DB-1418 为 EGFR 和 HER3 双靶向 ADC，由完全人源化 EGFRxHER3 双特异性抗体通过一个可裂解连接符与拓扑异构酶 I 抑制剂有效载荷 P1021 结合而组成。DB-1418 具有独特的「1+1」药物形式分子设计，与「2+2」药物形式的双特异性 ADC 相比，DB-1418 不仅亲和力高，而且有更好的内吞性。

图表42：DB-1418 的结构



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表43：DB-1418 临床前疗效优于单抗 ADC



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

DB-1418 同时与 EGFR 和 HER3 结合，可能产生协同抗肿瘤作用，与传统单特异性 ADC 相比，显著提高了其治疗效果，并且能够克服传统 EGFR 靶向疗法的耐药性。在临床前研究中，DB-1418 在 6mg/kg 的 NCI-H1975 模型(EGFR++, HER3+)中实现了 99.32% 的肿瘤生长抑制 (TGI)，显著高于 HER3 靶向 ADC 53.88% 的 TGI，与奥希替尼联合 HER3 靶向 ADC 的抗肿瘤效果是可比的。

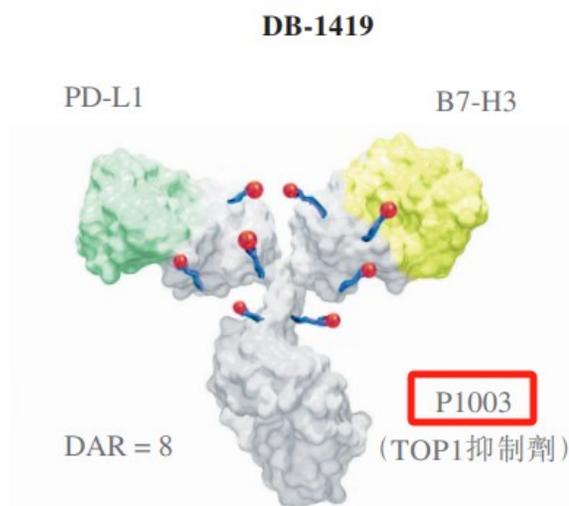
2025 年 1 月 8 日，映恩生物与 Avenzo 达成合作，Avenzo 获得了在全球范围内（大中华区除外）开发、制造和商业化 DB-1418/AVZO-1418 的独家权利。2025 年 5 月 22 日，AVZO-1418/DB-1418 的新药临床试验申请 (IND) 已获得美国食品药品监督管理局 (FDA) 批准，并于 2025 年 7 月 9 日，完成了首位患者给药。

(二)DB-1419 全球首款 B7-H3/PD-L1 双抗 ADC，已进入临床阶段

DB-1419 是全球唯一一款处于临床开发阶段的 B7-H3xPD-L1 双特异性 ADC。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符与拓扑异构酶抑制剂(P1003)共价连接，DAR 值为 8。

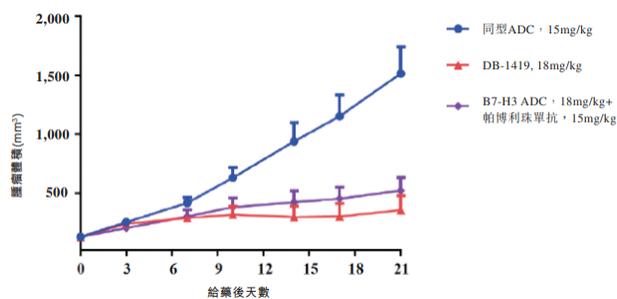
DB-1419 具备双重抗肿瘤作用，不仅可以释放细胞毒素直接杀伤肿瘤，而且具备强大的免疫调节作用。在一项临床前疗效对比研究中，B7-H3 ADC 和 PD-1 单抗联合疗法（单特异性 B7-H3 ADC + 帕博利珠单抗）相比，显示出可比的肿瘤缩小效果。

图表44：DB-1419 的结构



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表45：DB-1419 与 B7-H3 ADC+PD-1 疗效对比



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

2024 年 9 月，映恩生物启动了 DB-1419 的 I/IIa 期全球临床试验，旨在评估 DB-1419 在晚期/转移性实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学及初步抗肿瘤活性，预计 2026 年公布初步数据，2027 年完成该试验。

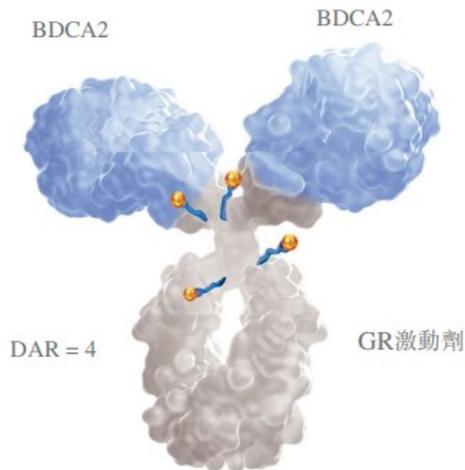
(三)DB-2304 有望引领自免领域 ADC 的研发风潮

DB-2304 是一种靶向 BDCA2 的 ADC 候选药物，设有新型 BDCA2 靶向抗体，结合专有的 GR 激动剂有效载荷，DAR 值为 4。DB-2304 是映恩生物首款进入临床阶段的自免领域 ADC 药物，

代表 ADC 在自免领域创新发展的重要一步。

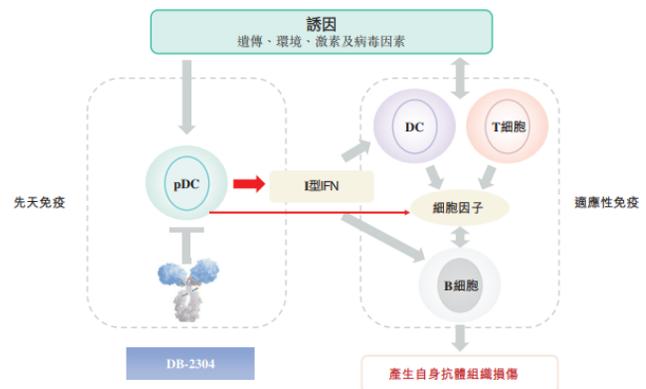
SLE 是一种复杂且以免疫系统失调为特征的自身免疫性疾病，其会导致大范围炎症及组织损伤。SLE 的关键致病特征是异常产生 IFN-I，这是一种在驱动自身免疫反应中发挥着核心作用的信号分子，包括自身反应性 B 细胞的成熟与分化、促进抗体产生及增强适应性免疫应答的产生。IFN-I 的过量及持续产生主要受 pDC 的过度激活所导致。作为在 pDC 上呈特异性表达的经验证靶点，BDCA2 过量产生 IFN-I 在 SLE 发病机制中至关重要，使得靶向 BDCA2 的 ADC 有望用于治疗 SLE。

图表46：DB-2304 的结构



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表47：DB-2304 的双重作用机制

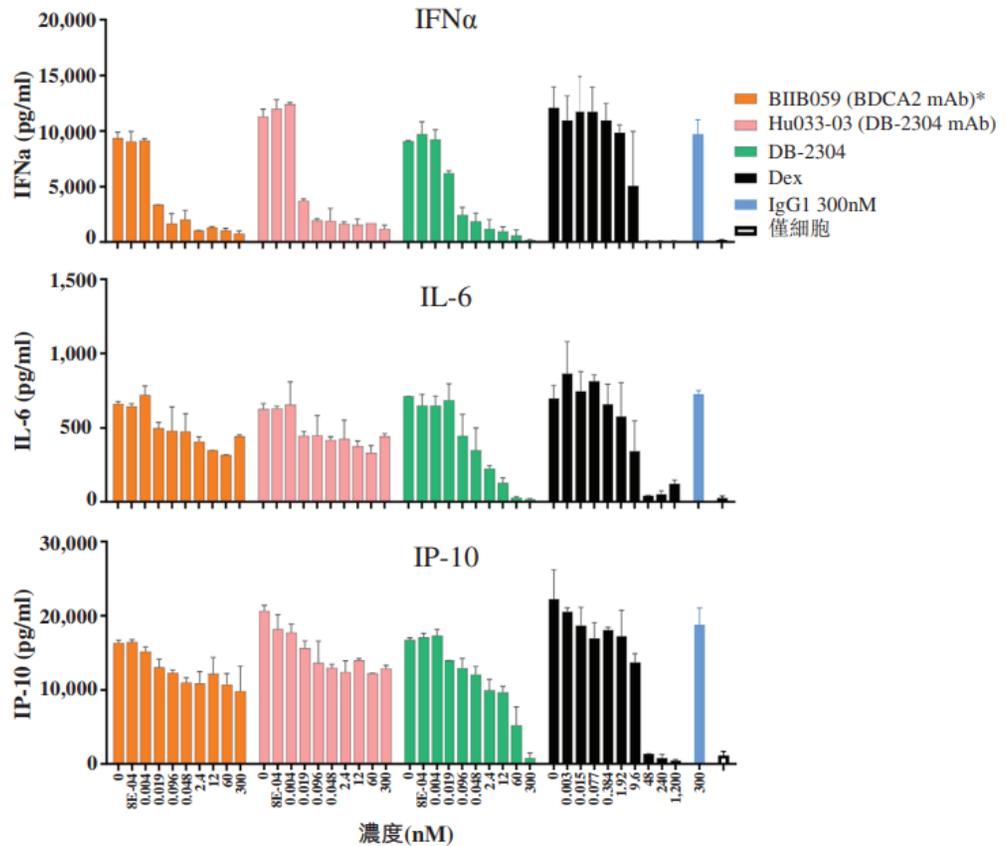


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

针对 SLE 的复杂性和异质性，DB-2304 具备双重抗炎作用机制。当 BDCA2 与 mAb 结合时，会触发抑制性信号迭加，抑制 pDC 的激活并减少 IFN-I 的产生。DB-2304 与 BDCA2 结合后，被内吞到 pDC 中，并于其中释放其创新 GR 激动剂有效载荷。GR 激动剂促进糖皮质激素反应基因的转录。这两种机制相结合可协同调节广谱抗炎反应，而不仅仅调节 pDC 中的 IFN。

临床前研究亦显示，DB-2304 在抑制 IFN-I 及促炎细胞因子的产生方面表现出具有协同作用的更强效力。

图表48：临床前数据显示 DB-2304 具备协同作用的显著疗效



备注：Litiflimab（称为 BIIB059），一种由 Biogen 开发的 BDCA 靶向单抗
资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

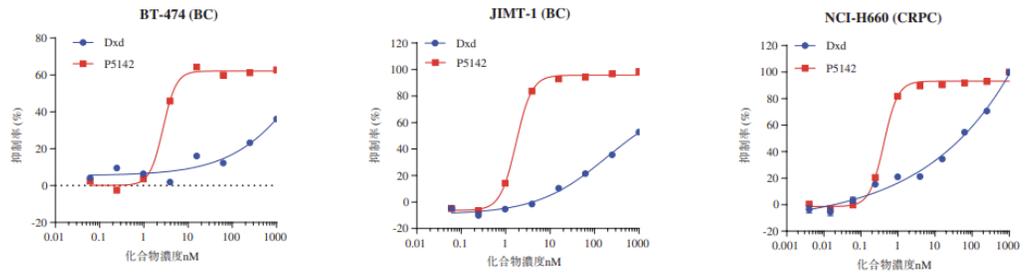
映恩生物于 2024 年 10 月在澳大利亚启动 DB-2304 针对健康成人的 I 期研究，且已获得 FDA 及中国药监局有关 DB-2304 的 IND 批准，预计于 2026 年完成 DB-2304 的 I 期全球临床试验，通过单独的方案，分别评估健康志愿者的单次递增剂量及 SLE/CLE 患者的多次递增剂量。根据临床进展，有望于 2025 年在 SLE 患者中实现概念验证，并于 2026 年将首位患者纳入 DB-2304 的 II 期临床试验。

(四)DUPAC 的新型载荷有望解决 Dxd 耐药的问题

映恩生物正构建 DUPAC 平台，开发优于传统细胞毒性药物且具有新型作用机制的连接子—有效载荷复合物，以应对越来越多的耐药性及难以治疗的肿瘤。DUPAC 平台的新有效载荷 P5142，同样是一种 DNA 拓扑异构酶 I 抑制剂，与 Dxd 的作用机制不同，在各种癌症类型细胞中

被检测出抗增殖活性，有望解决毒素是 Dxd 的 ADC 耐药后的治疗问题。

图表49：临床前数据显示 P5142 在 Dxd 耐药的细胞系依旧有效



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

四、盈利预测与估值

映恩生物和 BioNTech 合作关系紧密，三个临床资产 DB-1303/DB-1311/DB-1305 的海外权益归属 BioNTech，是临床开发的重点。根据我们的预测，三项临床资产的国内销售峰值在 2035 年有望达到 64.1 亿元，海外销售峰值在 2035 年达到 48.7 亿美元。

(一) 关键产品的销售预测

1. DB-1303 销售预测

2026 年有望成为映恩生物商业化元年。DB-1303 正在进行两项注册试验及一项潜在注册研究，首个适应症 HER2 表达 EC 预计最早将于 2025 年向 FDA 申报加速批准；HER2+BC 适应症国内有望在 2025 年向 NMPA 提交上市申请，HR+/HER2 低表达 BC 的注册性临床已经启动。

图表50：DB-1303 的关键临床开发计划

登记号	试验	目标人数	初步完成日期
NCT05150691	晚期/转移性实体瘤	796	2026.04
NCT06265428	DYNASTY-Breast01：针对 HER2+ BC 的中国 III 期临床试验(2L+,DB-1303 VS T-DM1)	224	2026.02
NCT06340568	HER2+子宫内膜癌(2L+)确定性临床	504	2028.03
NCT06018337	DYNASTY-Breast02：针对 HR+/HER2 低表达 BC 的 III 期全球临床试验	532	2028.07

资料来源：招股说明书，FDA，太平洋证券整理

DB-1303 国内三个适应症，海外两个适应症，假设 2035 年销售达峰。关键假设如下：

- 1) DB-1303 适应症获批时间预测：HER2 表达 EC 适应症 2026 年全球获批；HER2+BC 适应症 2026 年中国获批；HR+/HER2 低表达 BC 适应症 2028 年获批。
- 2) DB-1303 的适用患者数量预测：全球乳腺癌患者由 2020 年的 226 万人，增长到 2022 年的 231 万人，预计到 2035 年，将增至 264 万人。美国乳腺癌患者预计到 2035 年，将增至 31.5 万人。国内乳腺癌患者由 2016 年的 30.6 万人，增长到 2022 年的 35.72 万人，预计到 2035 年，将增至 49.9 万人。

全球子宫内膜癌患者由 2020 年的 41.74 万人，增长到 2022 年的 42.02 万人，预计到 2035

年，将增至 43.9 万人。美国子宫内膜癌患者预计到 2035 年，将增至 8.6 万人。国内子宫内膜癌患者由 2016 年的 7.1 万人，增长到 2022 年的 7.7 万人，预计到 2035 年，将增至 9.6 万人。

- 3) DB-1303 的年治疗费用预测：参考 DS-8201 的价格，假设 DB-1303 国内年治疗费用医保谈判后为 18 万，海外的年治疗费用约为 13.5 万美元。
- 4) 风险调整：HER2 表达 EC 适应症获得中美突破性疗法认证，上市成功率假设为 90%；HER2+BC 适应症成功率假设为 90%；HR+/HER2 低表达 BC 适应症成功概率 70%。

根据以上假设，我们预测 DB-1303 国内的销售峰值有望达到 25.1 亿元；海外的销售峰值有望达到 14.6 亿美元。

图表51：DB-1303 国内外的销售预测

中国销售预测	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
HER2 表达 EC	1.12	1.69	3.24	4.32	5.61	5.83	6.40	6.96	7.94	9.03
HER2+BC			0.89	2.26	3.23	4.00	5.04	6.25	7.64	9.24
HR+/HER2-BC	1.04	1.38	2.17	2.82	3.39	3.64	4.29	5.03	5.86	6.79
国内合计 (亿元)	2.16	3.07	6.31	9.41	12.23	13.47	15.73	18.24	21.45	25.05
海外销售预测	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
HER2 表达 EC	0.80	1.34	1.70	2.10	2.57	3.10	3.71	4.39	5.15	6.01
HR+/HER2-BC			1.37	2.03	2.87	3.90	5.16	6.38	7.45	8.62
海外合计 (亿美元)	0.80	1.34	3.07	4.14	5.44	7.00	8.87	10.77	12.60	14.62

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

2. DB-1311 销售预测

DB-1311 有两个适应症，全球临床开发，假设 2035 年销售达峰。关键假设如下：

- 1) 假设 DB-1311 的前列腺癌和小细胞肺癌的适应症 2028 年获批。
- 2) DB-1311 适用患者数量预测：全球前列腺癌患者由 2020 年的 141 万人，增长到 2022 年的 146 万人，预计到 2035 年将增至 185 万人。美国前列腺癌患者预计到 2035 年，将增至 50.8 万人。国内前列腺患者由 2016 年的 7.8 万人，增长到 2022 年的 13.4 万人，预计到 2035 年，将增至 43.4 万人。

全球肺癌患者由 2020 年的 220 万人，增长到 2022 年的 248 万人，预计到 2035 年将增至 185 万人。美国肺癌患者预计到 2035 年，将达到 17.63 万人。国内肺癌患者由 2016 年的 7.1 万人，增长到 2022 年的 7.7 万人，预计到 2035 年，将增至 9.6 万人。小细胞肺癌患者占比约 15%。

- 3) 假设 DB-1311 国内年治疗费用为 24.3 万，海外的年治疗费用约为 21.6 万美元。
- 4) 风险调整：当前尚未进入注册临床阶段，假设前列腺癌上市成功率为 80%，小细胞肺癌适应症的上市成功率为 70%。

根据以上假设，我们预测 DB-1311 国内的销售峰值有望达到 22.6 亿元；海外的销售峰值有望达到 20.2 亿美元。

图表52：DB-1311 国内外的销售预测

中国销售预测	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
前列腺癌	0.57	0.93	1.75	2.61	3.79	5.38	7.48	10.23
小细胞肺癌	0.93	1.79	2.82	4.00	5.48	7.33	9.60	12.37
国内合计 (亿元)	1.50	2.73	4.57	6.61	9.27	12.71	17.08	22.60

海外销售预测	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
前列腺癌	0.82	2.15	4.08	5.73	7.81	10.40	12.95	15.96
小细胞肺癌	1.19	1.81	2.54	2.90	3.26	3.61	3.95	4.28
海外合计 (亿美元)	2.02	3.95	6.62	8.63	11.07	14.00	16.90	20.24

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

3. DB-1305 销售预测

DB-1305 在非小细胞肺癌和晚期卵巢癌患者队列中显示出初步疗效。假设 2035 年销售达峰。

具体主要关键假设如下：

- 1) 假设 DB-1305 的卵巢癌和非小细胞肺癌的适应症 2029 年获批。
- 2) 根据全球和中国的卵巢癌和肺癌的患病人数预测 DB-1305 的适用人群：全球卵巢癌患者由 2020 年的 31 万人，增长到 2022 年的 32 万人，预计到 2035 年，将增至 40 万人。美国卵巢癌患者预计到 2035 年，将达到 2.8 万人。国内卵巢癌患者由 2016 年的 5.7 万人，增长到 2022 年的 6.1 万人，预计到 2035 年，将增至 7.1 万人。在肺癌患者中，非小细胞肺癌患者占比约 85%。

- 3) 假设 DB-1305 国内年治疗费用为 21.6 万元，海外的年治疗费用约为 18.9 万美元。
- 4) 风险调整：当前尚未进入注册临床阶段，假设卵巢癌和非小细胞肺癌适应症上市成功率为 70%。

根据以上假设，我们预测 DB-1305 国内的销售峰值有望达到 16.4 亿元；海外的销售峰值有望达到 13.8 亿美元。

图表53：DB-1305 国内外的销售预测

中国销售预测	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
卵巢癌	0.91	1.07	1.65	2.17	2.78	3.47	4.26
非小细胞肺癌	1.28	2.48	3.85	5.66	7.42	9.56	12.17
国内合计 (亿元)	2.19	3.54	5.50	7.83	10.20	13.04	16.43
海外销售预测	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
卵巢癌	0.66	1.31	1.97	2.82	3.87	5.29	6.16
非小细胞肺癌	1.29	2.95	4.00	4.81	5.70	6.64	7.65
海外合计 (亿美元)	1.95	4.26	5.97	7.64	9.57	11.93	13.81

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

4. 里程碑付款预测

映恩生物已与 BioNTech、百济神州、Adcendo、GSK 及 Avenzo 等合作伙伴订立数项对外许可交易，总价值超过 60 亿美元，并已收到接近 5 亿美金的首付款及里程碑款项。假设 2025 年收到合作伙伴付款 16 亿元，2026-2027 年收到合作伙伴付款 12 亿元，此后每年能收到合作伙伴的里程碑付款为 10 亿元，后续收到合作伙伴 10% 的销售分成。综合以上假设，我们预测公司 2025-2035 年的收入情况：

图表54：映恩生物国内外的销售预测

映恩生物收入 (亿元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
国内收入											
DB-1303		2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16
DB-1311				1.50	2.73	4.57	6.61	9.27	12.71	17.08	22.60
DB-1305					2.19	3.54	5.50	7.83	10.20	13.04	16.43
海外分成											
DB-1303		0.57	0.96	2.20	2.97	3.90	5.02	6.36	7.72	9.04	10.48
DB-1311				1.45	2.83	4.74	6.19	7.94	10.04	12.11	14.51
DB-1305					1.40	3.05	4.28	5.47	6.86	8.56	9.90
里程碑收款	16.00	12.00	12.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
合计 (亿元)	16.00	14.74	16.03	21.46	31.52	42.04	51.06	62.61	75.76	91.27	108.98

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(二)公司估值

1. 现金流折现估值法

假设采用十年期国债收益率 1.71% 为无风险收益率，假设市场预期回报率为 10%，公司近一年 beta 系数为 1；短期利率参考一年期央行 LPR 为 3.00%，长期利率为 3.5%。债务资本成本 K_d 为 2.0%，股权资本成本 K_e 为 10%，WACC 为 10%。假设永续增长率为 3%。

基于以上假设，映恩生物股权价值为 401 亿元，对应 437 亿港元。

图表55：映恩生物 FCFE 估值模型

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
净利润	-1,050.4	-1,859.8	-105.0	-100.1	-98.4	500.5	1,062.7	1,716.5	2,440.2	3,351.9	4,353.0
加：折旧与摊销	7.9	6.8	8.2	9.5	10.7	11.8	12.9	13.8	14.8	15.6	16.4
减：营运资金的增加	101.7	166.9	-116.7	-32.0	-7.3	252.0	309.1	240.9	269.1	333.7	372.7
减：资本性投资	-31.2	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0
加：新增付息债务	0.0	0.0	300.0	600.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
加：其他非现金调整	1,067.7	2,187.8	55.8	68.9	68.6	48.5	27.4	9.4	-13.7	-40.0	-71.0
股权自由现金流量 FCFE	-107.7	138.0	345.7	580.3	-41.8	278.7	763.9	1,468.8	2,142.1	2,963.9	3,895.7
	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E				
过渡期自由现金流	3,945.7	4,340.3	4,774.3	5,251.7	5,776.9	6,354.6	6,990.1				

FCFE 预测期现值	6,235.1
FCFE 过渡期现值	10,315.7
FCFE 永续价值现值	23,550.4
股权价值	40,101.1
总股本	88.0
每股价值 (CNY)	455.5

资料来源：携宁，太平洋证券整理

绝对估值法敏感性分析：

图表56：敏感性分析

敏感性分析		折现率变化值 (0.5%)						
		8.50%	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%	11.00%	11.50%
永续增长率变化值 (0.5%)	1.50%	548.66	493.50	446.12	405.09	369.31	337.91	310.21
	2.00%	575.79	515.41	463.99	419.80	381.50	348.09	318.76
	2.50%	607.43	540.69	484.42	436.46	395.22	359.47	328.26
	3.00%	644.83	570.18	507.98	455.51	410.77	372.27	338.88
	3.50%	689.72	605.04	535.48	477.48	428.53	386.78	350.83
	4.00%	744.57	646.86	567.97	503.12	449.03	403.35	364.37
	4.50%	813.14	697.98	606.96	533.42	472.95	422.48	379.84

资料来源：携宁，太平洋证券整理

2. 峰值倍数法

我们针对映恩生物 DB-1303/DB-1311/DB-1305 三个管线进行估值。假设 2035 年的销售额为峰值销售额，分别给予 3 期临床阶段的管线 2.5 倍 PS 估值，2 期临床阶段的管线 1.5 倍 PS 估值，海外峰值销售额的 1 倍 PS 估值。由于 DB-1303 的商业化是由三生制药负责，映恩生物获得的管线估值调整为 40%。最终的管线估值约为 413 亿元，对应 450 亿港元。

图表57：映恩生物管线估值

产品	适应症	阶段	销售峰值(亿元)	倍数	管线估值
DB-1303	HER2 表达 EC/BC; HER-BC (国内)	注册临床	25.05	2.5*40%	25.05
	HER2 表达 EC; HER- BC (海外)	注册临床	104.85	1	104.85
DB-1311	mCRPC/SCLC(国内)	2 期临床	22.60	1.5	34.74
	mCRPC/SCLC (海外)	2 期临床	145.12	1	127.41
DB-1305	OV/NSCLC(国内)	2 期临床	16.43	1.5	23.18
	OV/NSCLC(海外)	2 期临床	99.05	1	85.19
合计(亿元)			413.09		

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

映恩生物尚未商业化，收入主要依赖合作伙伴付款。根据管线进展及合作情况，我们预测 2025/2026/2027 年的营业收入分别是 16.00/14.74/16.03 亿元，2029 年净利润有望转正。分别用现金流折现和管线销售峰值倍数法进行估值，对应市值分别是 437 亿港元和 450 亿港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

五、 风险提示

候选药物研发不如预期的风险：目前映恩生物的候选药物尚未实现商业化，研发存在一定的失败风险。创新药研发难度大，如未能表现出令监管机构满意的安全性及疗效，可能会中断、延后或中止临床试验，最终无法完成候选药物的开发和商业化。

相关技术可能落后的风险：全球生物制药行业持续发展，市场竞争激烈。新技术，新方法的出现可能会严重削弱创新药研发公司技术平台及候选药物的竞争力，对业务产生不利影响。

第三方合作的风险：映恩生物可能依赖第三方生产部分候选药物进行临床开发及商业化销售。倘若第三方未能向映恩生物提供足够数量的产品或未能以可接受的质量水平或价格提供产品，业务可能受到损害。

核心人才流失的风险：ADC 赛道竞争激烈，映恩生物存在流失核心人才的风险，损害公司的业务及前景。

经营风险：自成立以来，映恩生物经营活动现金净流出，可能需要获取额外融资为医药研发提供资金。倘若映恩生物无法获取有关融资，可能无法完成主要候选药物的开发及商业化。

资产负债表 (百万)					利润表 (百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,910	2,083	2,254	2,793	营业收入	1,941	1,600	1,474	1,603
现金	1,209	1,136	1,413	1,912	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	379	507	442	445	营业成本	1,157	250	260	280
存货	0	0	0	0	销售费用	0	0	118	128
其他	322	440	399	436	管理费用	159	192	206	208
非流动资产	180	118	140	160	研发费用	837	800	958	1,042
固定资产	13	32	50	67	财务费用	-48	-24	-17	-7
无形资产	52	56	60	63	除税前溢利	-1,015	-1,806	-101	-96
其他	116	30	30	30	所得税	36	54	4	4
资产总计	2,090	2,201	2,394	2,954	净利润	-1,050	-1,860	-105	-100
流动负债	3,872	3,950	3,962	4,034	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	-1,050	-1,860	-105	-100
应付账款及票据	671	694	722	778	EBIT	-1,062	-1,830	-119	-104
其他	3,201	3,256	3,240	3,256	EBITDA	-1,055	-1,823	-111	-94
非流动负债	241	399	699	1,299	EPS (元)	-131.30	-21.13	-1.19	-1.14
长期债务	0	0	300	900	预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
其他	241	399	399	399	营业收入	8.66%	-17.58%	-7.90%	8.79%
负债合计	4,112	4,349	4,661	5,333	归属母公司净利润	-193.82%	-77.05%	94.35%	4.71%
普通股股本	0	0	0	0	毛利率	40.42%	84.38%	82.36%	82.53%
储备	-1,936	-2,063	-2,181	-2,294	销售净利率	-54.11%	-116.24%	-7.13%	-6.24%
归属母公司股东权益	-2,022	-2,149	-2,267	-2,380	ROE	51.95%	86.55%	4.63%	4.21%
少数股东权益	0	0	0	0	ROIC	54.40%	87.71%	6.26%	7.28%
股东权益合计	-2,022	-2,149	-2,267	-2,380	偿债能力				
负债和股东权益	2,090	2,201	2,394	2,954	资产负债率	196.73%	197.64%	194.68%	180.57%
现金流量表 (百万)	2024A	2025E	2026E	2027E	净负债比率	59.79%	52.87%	49.11%	42.51%
经营活动现金流	286	168	76	10	流动比率	0.49	0.53	0.57	0.69
净利润	-1,050	-1,860	-105	-100	速动比率	0.42	0.43	0.48	0.59
少数股东权益	0	0	0	0	营运能力				
折旧摊销	8	7	8	9	总资产周转率	1.08	0.75	0.64	0.60
营运资金变动及其他	1,328	2,021	173	101	应收账款周转率	8.09	3.61	3.11	3.61
投资活动现金流	-211	-1,974	-81	-78	应付账款周转率	2.55	0.37	0.37	0.37
资本支出	-31	-30	-30	-30	每股指标 (元)				
其他投资	-180	-1,944	-51	-48	每股收益	-131.30	-21.13	-1.19	-1.14
筹资活动现金流	-8	1,746	295	579	每股经营现金流	3.25	1.91	0.86	0.12
借款增加	-3	0	300	600	每股净资产	-22.97	-24.41	-25.75	-27.03
普通股增加	0	1,746	0	0	估值比率				
已付股利	0	0	0	0	P/E	0.00	-14.81	-262.14	-275.09
其他	-4	0	-5	-21	P/B	0.00	-12.82	-12.15	-11.57
现金净增加额	78	-73	277	498	EV/EBITDA	1.15	-14.48	-238.57	-282.11

资料来源：携宁，太平洋研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。