

加科思-B (1167.HK)

专攻突破难成药靶点开发，管线领先布局及专利全面搭建共筑竞争壁垒

推荐（首次）

股价：7.13 港元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.jacobiopharma.com
大股东/持股	王晓洁、胡云雁、泽、Yakovpharma Ltd, Jphwpharma Ltd 等一致行动人 /19.35%
总股本(百万股)	791.76
流通 A 股(百万股)	0
流通 B/H 股(百万股)	791.76
总市值（亿港元）	56
每股净资产(元)	1.10
资产负债率(%)	32.83

行情走势图



证券分析师

何敏秀	投资咨询资格编号 S1060524030001 HEMINXIU894@pingan.com.cn
韩盟盟	投资咨询资格编号 S1060519060002 hanmengmeng005@pingan.com.cn
叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn



平安观点：

■ 聚焦难成药靶点突破创新，自主研发或对外授权等推动项目开发及商业化。公司成立于 2015 年，针对难成药的靶点开发全球首创新药，核心项目位居全球前三。公司管理团队具备研发全链条专业实力与国际化视野，积极与国内外企业建立战略合作，通过对外授权、共同开发等方式推动药物研发与商业化。2020 年至 2023 年公司收入主要来源于与艾伯维授权合作（2020 年 6 月公司将两款 SHP2 抑制剂授权给艾伯维，2023 年 7 月基于战略调整艾伯维退回两款 SHP2 抑制剂），分别对应公司收入 4.86/1.53/0.96/0.64 亿元。2024 年 8 月公司将 KRAS G12C 戈来雷赛和 SHP2 抑制剂 JAB-3312 中国权益授权给艾力斯，2024 年/2025 上半年公司收入分别为 1.56/0.46 亿元，主要源于与艾力斯的合作。此外公司管线多处于早期阶段，整体费用开支可控，且截至 2025 年 6 月 30 日现金、银行余额和银行授信共计 13.4 亿元，资金稳定可支撑未来 4 年公司支出。

■ 自研 KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞获批上市，就国内商业化已与艾力斯达成授权合作，同步多项注册临床进行中以最大化资产临床及市场价值。2025 年 5 月公司 KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞 2L 治疗 KRAS G12C 突变 NSCLC 国内获批上市，截至目前国内已获批 3 款 KRAS G12C 分子，分别为信达生物/劲方医药氟泽雷塞、正大天晴/益方生物格索雷塞和公司戈来雷塞。横向对比三款国产 KRAS G12C 抑制剂（非头对头），戈来雷塞在疗效可比前提下，安全性表现优异；给药方式上戈来雷塞为每日一次口服 800mg，其余两款为每日两次口服 600mg，相对更为便利。2024 年 8 月公司与艾力斯就戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312 中国权益达成授权合作，交易款项包含 1.5 亿元首付款、5000 万元研发费用补偿、7 亿元开发及销售里程碑及两位数比例销售分成。此外戈来雷塞联合 SHP2 抑制剂 JAB-3312 1L NSCLC 国内注册 3 期中，联合西妥昔单抗 3L KRAS G12C 突变结直肠癌注册 3 期中，单药 2L 治疗胰腺癌及泛癌种单臂 2 期中。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	64	156	52	74	115
YOY(%)	-33.7	145.1	-66.8	43.4	54.5
净利润(百万元)	-341	-126	-175	-174	-157
YOY(%)	-17.5	63.0	-38.5	0.3	10.1
毛利率(%)	5.0	100.0	100.0	100.0	100.0
净利率(%)	-537.3	-81.2	-338.2	-235.0	-136.8
ROE(%)	-31.8	-13.7	-23.4	-30.4	-37.6
EPS(摊薄/元)	-0.43	-0.16	-0.22	-0.22	-0.20
P/E(倍)	-26.77	-72.30	-52.20	-52.36	-58.25
P/B(倍)	8.51	9.90	12.21	15.93	21.92

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

加科思-B (1167.HK)

专攻突破难成药靶点开发，管线领先布局及专利全面搭建共筑竞争壁垒

- **泛 KRAS 抑制剂 JAB-23E73 预计 2026 上半年披露 1 期爬坡数据，创新型靶向 EGFR KRAS G12D tADC (JAB-BX600) 预计 2026 年递交 IND 申请，先发搭建专利组合有望进一步形成竞争壁垒。**KRAS 对细胞生长、分化、增殖等起到重要作用，是癌症发生突变的主要基因，对此除已上市戈来雷塞外，公司布局泛 KRAS 抑制剂 JAB-23E73 和 KRAS G12D 旨在覆盖 KRAS 不同突变亚型及深入克服耐药问题。（1）泛 KRAS 抑制剂 JAB-23E73：目前该项目处于临床 1 期剂量递增爬坡中，在国内已爬至第六个剂量组，临床数据显示安全性良好，爬坡剂量下皮肤毒性发生率 10%、均为 1 级，没有观察到 3 级以上肝脏毒性且 PK 符合预期，预计 2026 上半年公布 1 期剂量递增数据。（2）JAB-BX600 以 EGFR 抗体做递送，将高效小分子 KRAS G12D 与 EGFR 抗体结合，创建的新型靶向分子抗体偶联药物，公司该项创新策略助于靶向将 KRAS G12D 抑制剂递送至表达肿瘤相关抗原的肿瘤，有效避免直接给药 KRAS G12D 抑制剂面临的 PK 挑战限制，且发挥 EGFR 抗体与 KRAS 抑制剂的协同作用克服代偿性耐药，预计于 2026 下半年提交 IND。此外在专利布局上公司布局早且数量多，如围绕泛 KRAS 抑制剂，公司优先文件数量达 80+，且最早优先权日于 2021 年 8 月；同样针对 KRAS G12D 含 34 件优先优先权，早于 2020 年 11 月即就 KRAS G12D 专利申请布局。
- **投资建议：**公司专注于难成药靶点创新突破，在费用开支可控的经营管理下持续推进在研项目开发，如围绕 KRAS 领域多维度布局 KRAS G12C、KRAS G12D、Pan KRAS 等，旨在解决耐药性问题及覆盖更多亚型；此外充分布局强大的专利组合，在立足创新同时有效确保市场的先发优势。预计 2025-2027 年公司实现收入 0.52/0.74/1.15 亿元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**临床开发候选药物相关风险；新药上市放量不及预期相关风险；知识产权相关风险；国家政策相关风险；财务状况相关风险；额外资本需求相关风险；宏观环境相关风险等。

正文目录

一、 聚焦难成药靶点创新突破，积极推进公司全球化布局.....7

1.1 以突破难成药靶点为目标，专注全球首创新药开发 7

1.2 专业国际化管理团队，支持公司全球化战略布局..... 8

1.3 公司收入主要来源于授权合作，整体运营开支可控且资金稳定支持长期发展 9

1.4 公司在研研发及未来催化 10

二、 围绕 KRAS 不同突变亚型覆盖，同时兼顾专利先发布局12

2.1 KRAS 对细胞生长、分化、增殖和生存信号调控发挥关键作用..... 12

2.2 KRAS G12C 戈来雷塞获批上市，且与艾力斯就戈来雷塞及 SHP2 抑制剂达成战略合作 14

2.3 Pan KRAS 抑制剂 JAB-23E73 预计 2026 上半年公布临床 1 期数据..... 16

2.4 KRAS G12D tADC JAB-BX600 以 EGFR 抗体做递送，预计 2026H2 IND 20

三、 关键假设及投资评级.....23

3.1 关键假设 23

3.2 相对估值及评级 24

四、 风险提示.....24

图表目录

图表 1 公司发展历程 7

图表 2 公司围绕六大肿瘤信号通路开发未成药靶点 8

图表 3 公司高管团队 9

图表 4 2020 年-2025 上半年公司收入（单位：亿元） 10

图表 5 2020 年-2025 上半年公司研发及管理费用（单位：亿元） 10

图表 6 公司资金余额概况 10

图表 7 公司在研管线 11

图表 8 公司未来里程碑催化 11

图表 9 KRAS 蛋白激活与失活状态 12

图表 10 KRAS 信号通路 12

图表 11 KRAS 在肺癌（NSCLC）、结直肠癌（CRC）、胰腺癌（PDAC）突变情况 13

图表 12 KRAS 靶点开发历程 14

图表 13 全球已获批 5 款 KRAS G12C 抑制剂 14

图表 14 KRAS G12C 抑制剂数据对比 15

图表 15 公司 KRAS G12C 及 SHP2 抑制剂与艾力斯达成授权合作 15

图表 16 公司 KRAS G12C、SHP2 抑制剂资产临床开布局 16

图表 17 Pan RAS 或 Pan KRAS 抑制剂在研布局 16

图表 18 泛 RAS 抑制剂 RMC-6236 结构 17

图表 19 RMC-6236 对不同突变亚型的抑制情况 17

图表 20 RMC-6236 全球开发计划 17

图表 21 RMC-6236 一线治疗胰腺癌临床 3 期 RASolute303 试验设计 17

图表 22 RMC-6236 单药治疗 2L+ PDAC 患者 ORR、DCR 数据 18

图表 23 RMC-6236 单药治疗 2L+ PDAC 患者 PFS 数据 18

图表 24 RMC-6236 单药治疗 2L+ PDAC 患者 OS 数据 18

图表 25 RMC-6236 单药 1L 胰腺癌初步数据 19

图表 26 RMC-6236 联合 GnP 1L 胰腺癌初步数据 19

图表 27 Pan KRAS JAB-23E73 临床 1/2 期试验设计 19

图表 28 Pan-KRAS 专利布局概况（截至 2025 年公司中报日 20250929） 20

图表 29 KRAS G12D 抑制剂/疫苗开发列举 21

图表 30 部分 KRAS G12D 开发进展 21

图表 31 RMC-9805 在胰腺癌的早期数据 22

图表 32 RMC-9805 临床早期安全性数据 22

图表 33 JAB-BX600 作用机制 22

图表 34 JAB-BX600 细胞活性 23

图表 35 JAB-BX600 内吞率及血浆稳定性 23

图表 36 公司整体收入预测（单位：亿元） 23

图表 37 可比公司估值（最新市值截至 20251116 收盘价） 24

一、 聚焦难成药靶点创新突破，积极推进公司全球化布局

1.1 以突破难成药靶点为目标，专注全球首创新药开发

以突破难成药靶点为核心，专注于全球首创新药临床研发。公司是一家专注于全球创新肿瘤疗法的临床阶段制药公司，成立于 2015 年，总部位于中国北京，并在美国、中国设有研发中心。公司围绕靶向疗法及肿瘤免疫两大方向六大信号通路(RAS、MYC、肿瘤代谢、P53、RB、免疫检查点) 布局，针对难成药的靶点开发全球首创新药，核心项目位居全球前三。公司积极与领先跨国公司建立战略和协作伙伴关系，通过对外授权、共同开发等方式、推动药物研发与商业化。

图表1 公司发展历程	
年份	重要事件
2015	- 加科思在北京成立 - 公司完成 A 轮融资
2017	公司完成 B 轮融资
2018	- 启动公司首个中、美临床试验-SHP2 抑制剂项目 - 公司完成 C 轮融资
2019	- 启动 BET 抑制剂项目中、美临床试验 - 成立美国波士顿研发中心
2020	- 在港交所主板上市 (1167.HK) - 与艾伯维达成关于 SHP2 抑制剂项目的全球战略合作
2021	- 启动 KRAS G12C 抑制剂项目全球临床试验 - 成立上海研发中心
2022	- 在 ASCO 年会发布戈来雷塞 (JAB-21822) 临床试验数据 - 与默克达成联合医疗合作
2023	- 在 ESMO 大会发布戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312 联合疗法临床数据 - 在 AACR 年会发布 KRAS^{multi} 抑制剂、CD73-STING iADC 和 Aurora A 抑制剂三项临床前数据与默沙东达成联合治疗临床合作
2024	- 在 ASCO GI 年会发布戈来雷塞治疗胰腺癌和其他实体瘤患者临床数据 - JAB-3312 与戈来雷塞联合用药在中国获批注册性三期临床试验 - JAB-3312 与戈来雷塞中国区权益授权给艾力斯
2025	- 戈来雷塞在中国获批上市 - Pan KRAS 抑制剂在美国完成首例患者入组

资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表2 公司围绕六大肿瘤信号通路开发未成药靶点



资料来源：公司 2023 年报、平安证券研究所

1.2 专业国际化管理团队，支持公司全球化战略布局

公司管理团队兼具研发全链条专业实力与国际化视野。公司董事长兼首席执行官王印祥博士不仅拥有丰富的肿瘤研究经历，曾主导中国第一款靶向抗肿瘤药盐酸埃克替尼（商品名[®]凯美纳）的研发与上市。更在创立本公司前担任贝达药业总裁兼首席科学家，拥有丰富的团队管理经验。王宜博士担任首席医学官兼全球研发负责人，拥有 20 多年的肿瘤临床和转化医学的研究经验。曾推动伊立替康脂质体（Onivyde[®]）在美国、欧洲及亚洲多国获批上市。此外，公司管理团队覆盖药物研发、临床开发与数据分析的全链条专业背景，展现出高度的专业性和国际化视野，支持公司的全球化战略布局。

图表3 公司高管团队

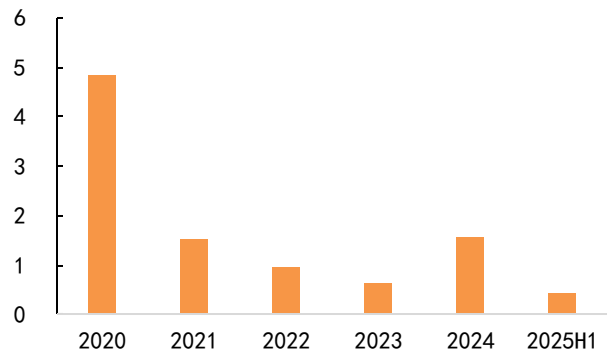


资料来源：公司官网、平安证券研究所

1.3 公司收入主要来源于授权合作，整体运营开支可控且资金稳定支持长期发展

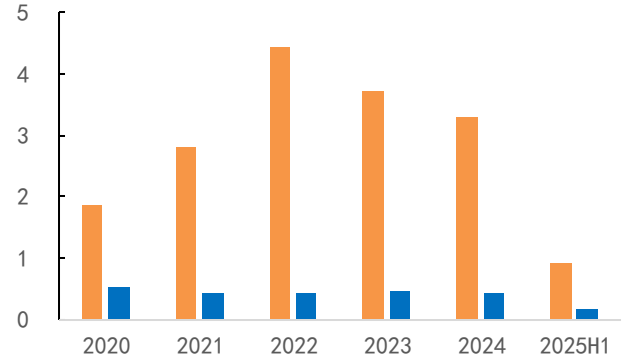
- 2020 年至 2023 年公司收入来源主要为与艾伯维授权合作，2024 年至 2025 年上半年收入来源主要为与艾力斯授权合作。2020 年 6 月公司以 4500 万美元、8.1 亿美元里程碑金额以及一定比例销售分成，将两款 SHP2 抑制剂授权给艾伯维。2020 年 9 月收到不可退还首付款 4500 万美元。公司在 2020–2023 年收入主要来源于与艾伯维合作确认的款项，分别对应公司收入 4.86/1.53/0.96/0.64 亿元，2023 年 7 月基于战略调整艾伯维退回两款 SHP2 抑制剂。2024 年 8 月公司宣布将 KRAS G12C 戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB–3312 中国权益授权给艾力斯，根据协议条款，公司将收到约 2 亿元款项，包括 1.5 亿元首付款，以及 5000 万元研发费用补偿和其他付款，此外将收到最高 7 亿元开发及销售里程碑以及两位数比例销售分成。2024 年/2025 年上半年公司收入分别为 1.56/0.46 亿元，主要源于与艾力斯达成的授权合作。
- 公司开支可控，资金余额稳定支持未来发展。2025 上半年公司研发开支达 0.93 亿元，相较 2024 上半年研发开支 1.77 亿元同比下降 47.3%，主要源于 2025 上半年公司无大规模关键临床试验开销，处于后期的 KRAS G12C 抑制剂和 SHP 抑制剂的国内关键试验由合作伙伴艾力斯管理并全额资助，公司其他管线尚处于早期阶段，减轻财务负担的同时公司可更加专注于推进创新管线的临床开发；2025 上半年公司管理费用达 0.19 亿元，同比减少 12.4%。截至 2025 年 6 月 30 日现金、银行余额和银行授信共计 13.4 亿元，资金稳定可支撑未来 4 年公司支出。

图表4 2020 年-2025 上半年公司收入（单位：亿元）



资料来源：wind，平安证券研究所

图表5 2020 年-2025 上半年公司研发及管理费用（单位：亿元）



资料来源：wind，平安证券研究所（注：橙色为研发费用，蓝色为管理费用）

图表6 公司资金余额概况



资料来源：公司 2025 年中报演示资料、平安证券研究所

1.4 公司在研研发及未来催化

（1）戈来雷塞单药 2L 治疗 KRAS G12C 突变 NSCLC 国内已获批上市，且戈来雷塞联合/单药治疗方案注册临床进行中。2025 年 5 月公司 KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞单药治疗 2L NSCLC 国内获批上市，此外戈来雷塞联合 SHP2 抑制剂 JAB-3312 1L NSCLC 国内注册 3 期临床研究中，戈来雷塞联合西妥昔单抗 3L KRAS G12C 突变结直肠癌注册 3 期中，戈来雷塞单药 2L 治疗胰腺癌及泛癌种单臂 2 期注册临床进行中。

（2）早期项目持续推进：

- ①JAB-23E73 (Pan-Kras) 目前处于临床 1 期剂量递增阶段，预计 2025H2 完成临床 1 期剂量爬坡并确定 2 期临床推荐剂量，且预计于 2026H1 披露临床 1 期数据。
- ②JAB-BX600 (EGFR/KRAS G12D tADC) 预计 2026 下半年提交 IND。
- ③JAB-8263 (BET 抑制剂) 已确定 R2PD 剂量，在血液瘤和实体瘤的剂量递增已经在中美完成 1 期，获得了 R2PD。鉴于骨髓纤维化的初步安全性与疗效数据，JAB-8263 在 MF 中的剂量拓展正在进行。
- ④JAB-30355 (p53 Y220C 激活剂) 预计 2025 下半年完成剂量递增研究，用于治疗携带 p53 Y220C 突变实体瘤的强效口服小分子 p53 激动剂，目前在处于全球 1 期剂量递增中，预计 2025 下半年完成剂量递增研究。
- ⑤JAB-2485 (Aurora A 抑制剂) 预计 2025 下半年完成剂量递增研究，临床前研究表明 JAB-2485 对 Aurora 激酶 A 的选择性是 Aurora 激酶 B 及 C 的 1500 倍，且 JAB-2485 对骨髓的抑制作用极小，并具有良好的 PK 特性，目前 JAB-2485 正在中美开展临床 1/2 期研究，预计 2025 下半年完成剂量递增阶段。
- ⑥JAB-BX467 (HER2-STING iADC) 预计 2026 下半年提交 IND：JAB-BX467 显示良好的体外稳定性，低剂量在冷肿瘤模型中消除肿瘤生长，预计 2026 下半年提交 IND。

图表7 公司在研管线

项目	靶点	适应症	早期研发	IND	临床一期	临床二期	临床三期
JAB-3312*/Glecirasib	SHP2/KRAS G12C	1L NSCLC					注册临床
Glecirasib*	KRAS G12C	2L NSCLC					批准上市
		2L 泛瘤种**				注册临床	
		CRC				注册临床	
JAB-23E73	pan-KRAS	实体瘤			CN/US		
JAB-BX600 (tADC)	EGFR/KRAS G12D	实体瘤					
JAB-BX700 (tADC)	Undisclosed ADC	实体瘤					
JAB-30355	P53 Y220C	实体瘤			CN/US		
JAB-8263	BET	实体瘤、血液瘤			CN/US		
JAB-2485	Aurora A	实体瘤			CN/US		
JAB-BX467 (iADC)	HER2/STING	实体瘤					

资料来源：公司 2025 年中报演示资料、平安证券研究所

图表8 公司未来里程碑催化

项目	里程碑	预期时间
KRAS G12C抑制剂戈来雷塞	二线NSCLC在中国的商业化许可销售分成	2026 Q1
JAB-23E73	Pan-KRAS抑制剂完成临床I期剂量爬坡并确定II期临床推荐剂量（RP2D）	2025 H2
JAB-23E73	临床一期数据披露	2026 H1
JAB-30355	完成剂量爬坡	2025 H2
JAB-2485	Aurora A抑制剂完成中美临床I期剂量爬坡并确定II期临床推荐剂量	2025 H2
JAB-BX467 HER2-STING iADC	IND	2026 H2
JABX600 EGFR-KRAS G12Di tADC	IND	2026 H2

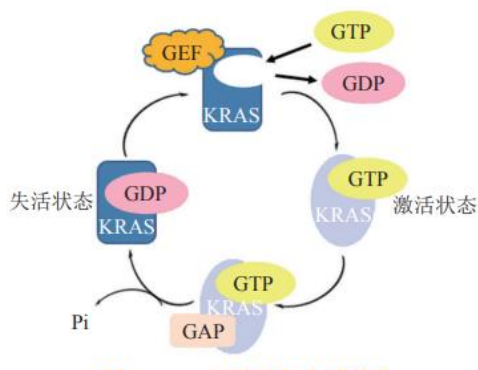
资料来源：公司 2025 年中报演示资料、平安证券研究所

二、围绕 KRAS 不同突变亚型覆盖，同时兼顾专利先发布局

2.1 KRAS 对细胞生长、分化、增殖和生存信号调控发挥关键作用

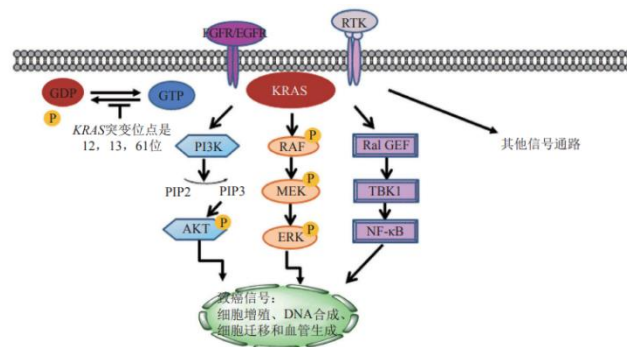
KRAS 对细胞生长、分化、增殖和生存信号调控起到重要作用，一旦发生突变 KRAS 蛋白持续活化进而导致癌症发生进展。KRAS 蛋白是由 KRAS 基因编码的一种小 GTP 水解酶，是细胞生存和生长的重要调节蛋白。通常呈现激活和失活两种状态：当 KRAS 与鸟苷三磷酸（GTP）结合时呈激活状态，而与鸟苷二磷酸（GDP）结合时呈失活状态。在大多数情况下 KRAS 处于失活状态，但可被上游信号因子如表皮生长因子受体 EGFR 激活，激活后的 KRAS 可进一步激活下游多条信号通路，如控制细胞生成的 PI3K-AKT-mTOR 信号通路、控制细胞增殖的 RAS-RAF-MEK-ERK 信号通路等。一旦 KRAS 发生突变，细胞生长、增殖不受控制进而导致癌症的发生和进展。

图表9 KRAS 蛋白激活与失活状态



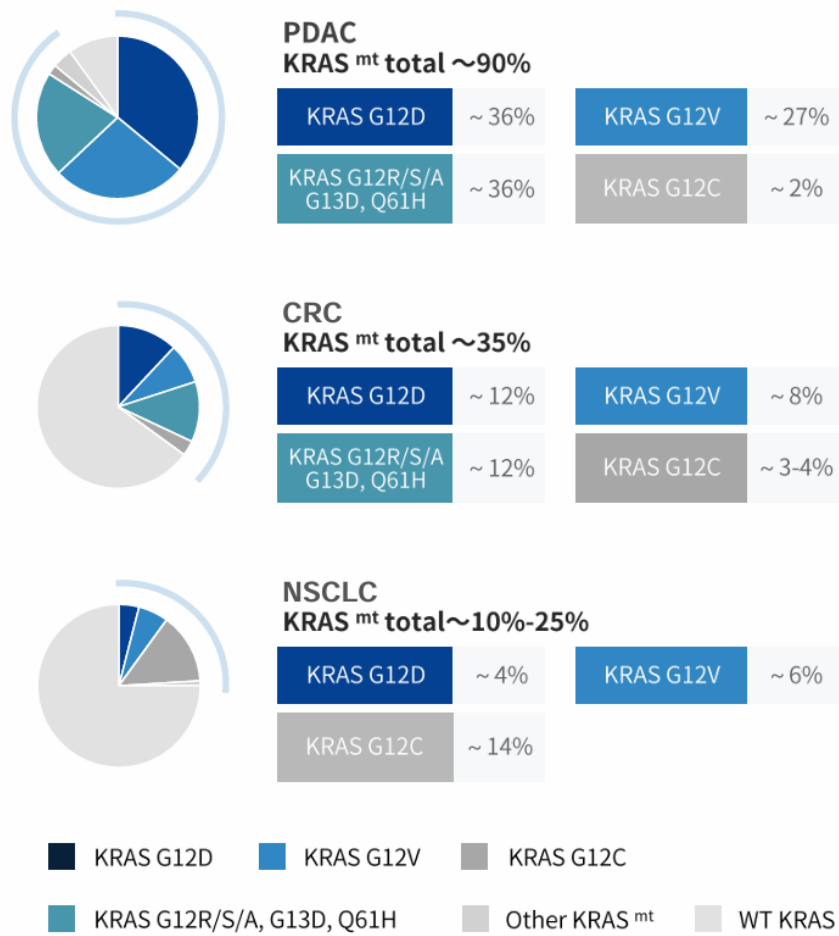
资料来源：《KRAS 及其抑制剂的研究进展》，李慧丽，姜飞等人，平安证券研究所

图表10 KRAS 信号通路



资料来源：《KRAS 及其抑制剂的研究进展》，李慧丽，姜飞等人，平安证券研究所

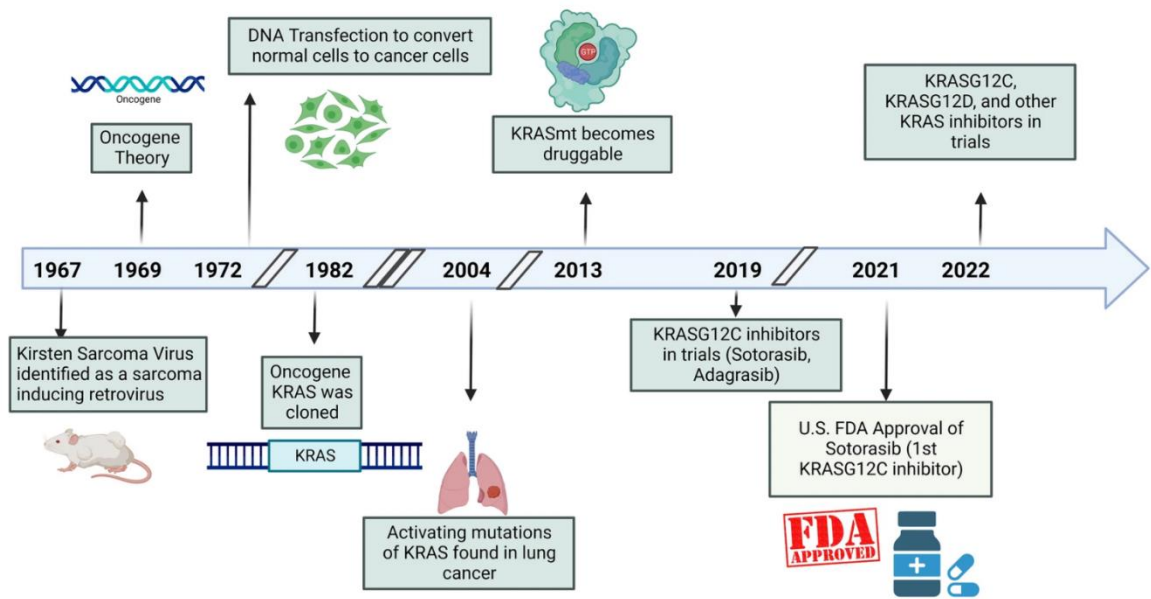
图表11 KRAS 在肺癌（NSCLC）、结直肠癌（CRC）、胰腺癌（PDAC）突变情况



资料来源：公司 2025 年中报演示材料，平安证券研究所

KRAS 抑制剂的开发充满挑战，主要原因有三：（1）RAS 分子在皮摩尔水平即与胞质中丰富的 GTP 具有高亲和力，使得小分子竞争性抑制开发难度大；（2）与其他具有靶向抑制剂的分子不同，KRAS 蛋白体积小，表面光滑几乎没有适合小分子结合的口袋；（3）RAS 通路具有多个上游和下游调控因子，这导致出现不同耐药机制和旁路信号来克服药物的抑制效力。2013 年科学家 Ostrem 等人在 KRAS G12C 突变蛋白的开关 II 区发现了变构结合位点，而该开关 II 口袋仅存在于 G12C 突变蛋白，引发出针对 KRAS G12C 抑制剂的开发思路在于：KRAS G12C 突变（KRAS12 位甘氨酸变成半胱氨酸）引入半胱氨酸易形成共价键的特性，小分子抑制剂不可逆靶向结合半胱氨酸残基。

图表12 KRAS 靶点开发历程



资料来源：《Drugging KRAS: current perspectives and state-of-art review》，Kaushal Parikh, Giuseppe Banna 等人，平安证券研究所

2.2 KRAS G12C 戈来雷塞获批上市，且与艾力斯就戈来雷塞及 SHP2 抑制剂达成战略合作

公司 KRAS G12C 戈来雷塞已与艾力斯达成战略合作，在同类分子中戈来雷塞在给药方式、疗效、安全性上均表现优异。（1）截至目前全球已获批五款 KRAS G12C 抑制剂，其中 Amgen Sotorasib 及 Mirati Adagrasib 尚未在国内获批，在美分别于 2021 年 5 月、2022 年 12 月加速获批用于治疗 KRAS G12C 突变 NSCLC。

图表13 全球已获批 5 款 KRAS G12C 抑制剂

药物名	企业	时间/地区	适应症
Sotorasib	Amgen	2021 年 5 月在美获批	2L KRAS G12C 突变 NSCLC
		2025 年 1 月在美获批	联合帕尼单抗治疗既往接受过氟尿嘧啶、奥沙利铂和伊立替康化疗的 KRAS G12C 突变 mCRC
Adagrasib	Mirati(BMS)	2022 年 12 月在美获批	2L KRAS G12C 突变 NSCLC
		2024 年 6 月在美获批	联合西妥昔单抗治疗既往接受过氟尿嘧啶、奥沙利铂和伊立替康化疗的 KRAS G12C 突变 mCRC
氟泽雷塞	信达生物；劲方医药	2024 年 8 月国内获批	2L KRAS G12C 突变 NSCLC
格索雷塞	正大天晴；益方生物	2024 年 11 月国内获批	2L KRAS G12C 突变 NSCLC
戈来雷塞	艾力斯；加科思	2025 年 5 月国内获批	2L KRAS G12C 突变 NSCLC

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

（2）国内已有三款 KRAS G12C 获批上市：信达生物/劲方医药的氟泽雷塞、正大天晴/益方生物的格索雷塞、艾力斯/加科思的戈来雷塞，三款国产 KRAS G12C 分别于 2024 年 8 月、2024 年 11 月、2025 年 5 月国内获批上市。对比三款国产

KRAS G12C 抑制剂来看，戈来雷塞在给药方式上便利性相对更佳(戈来雷塞每日一次口服，其他两款均为每日两次口服)；此外公司戈来雷塞在疗效可比前提下，安全性表现优异，整体副反应及三级以上不良事件发生率低。

图表14 KRAS G12C 抑制剂数据对比

	戈来雷塞	氟泽雷塞	格索雷塞	Sotorasib	Adagrasib
	N=119	N=116	N=123	N=126	N=116
	800mg QD	600mg BID	600mg BID	960mg QD	600mg BID
cORR	49.60%	49.10%	52.00%	37.1%(46/124)	42.9%(48/112)
mPFS	8.2	9.7	9.1	6.8	6.5
DOR	14.5	8.3	12.5	11.1	8.5
OS	17.5	NR	14.1	12.5	12.6
TRAE≥ Grade 3	38.70%	40%	49.60%	20.60%	44.80%
Gastrointestinal toxicity 胃肠道毒性	Vomiting呕吐	8%	9%	24%	5%
	Vomiting ≥G3	0%	Not reported	2%	0%
	Nausea恶心	7%	8%	21%	14%
	Nausea≥G3	1%	Not reported	2%	1%
	Diarrhea腹泻	< 5%	3%	19%	34%
	Diarrhea≥G3	< 5%	Not reported	2%	5%
Data Source	2024Nature Medicine, Phase 2	2023ESMO ASIA, Phase 2	2024,Lancet Respiratory Medicine, Phase 2	2024Lancet, Phase 3	2024ASCO, Phase 3

资料来源：公司 2024 年报演示资料，平安证券研究所

(3) 2024 年 8 月公司宣布将 KRAS G12C 戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312 中国权益授权给艾力斯，根据协议条款，公司将收到约 2 亿元款项，包括 1.5 亿元首付款，以及 5000 万元研发费用补偿和其他付款，此外将收到最高 7 亿元开发及销售里程碑以及两位数比例销售分成。

图表15 公司 KRAS G12C 及 SHP2 抑制剂与艾力斯达成授权合作



资料来源：公司 2024 年报演示资料，平安证券研究所

戈来雷塞联合 SHP2 抑制剂一线治疗 KRAS G12C 突变 NSCLC 注册 3 期研究中。2024 年 ASCO 大会上公司公布了戈来雷塞与 JAB-3312 联合用药一线治疗 102 位 NSCLC 患者数据，截至 4 月 7 日，确定客观缓解率 (cORR) 为 64.7%，初步 mPFS 为 12.2 个月。2024 年 ESMO 上，公司以壁报形式进一步公布了联合方案的 PD-L1 表达量分层分析数据：在 PD-L1<1% (n=41)，PD-L1 1-49% (n=34)，PD-L1 ≥50% (n=14) 的 cORR 分别为 65.9%、82.4%、78.6%，mPFS 分别为 12.4 个月、15 个月、11 个月。目前戈来雷塞联合 JAB-3312 一线治疗 KRAS G12C 突变 NSCLC 注册 3 期研究国内进行中。

图表16 公司 KRAS G12C、SHP2 抑制剂资产临床开发布局

2L NSCLC	1L NSCLC	2L 泛瘤种	3L CRC
新药生产上市申请（NDA）于2025年5月在中国获批上市 - cORR 49.6% - mPFS 8.2m - DOR 14.5m - OS 17.5m - 消化道毒性(所有级别)<10% 中国销售峰值10-20亿人民币	戈来雷塞口服+SHP2抑制剂JAB-3312口服（N=119） - cORR 77.1% - mPFS 12.2m 对比标准疗法： PD-1抗体注射+含铂化疗注射+培美曲塞注射 KRAS G12C突变，且PD-L1<1% - cORR 33.1% - mPFS 6.2m 注册性3期临床研究在中国进行中 联合用药的I/II期临床数据被顶级学术期刊接收，即将在2025 H2发表	戈来雷塞 单药（N=50） - PDAC: cORR 41.9% (14/31), mPFS 5.6 m, mOS 10.7 m - 泛瘤种: cORR 57.9 (11/19), DCR 84.2% (16/19) - 单药治疗相关性不良事件 (TRAE) 主要为1-2级。 泛瘤种: 除NSCLC, PADC, CRC以外的其他癌种, 如胆道癌, 胃癌, 小肠癌, 阑尾癌, 宫颈癌, 头颈癌, 卵巢癌, 滑膜肉瘤, 纵隔肿瘤等 胰腺癌及泛瘤种单臂2期注册性临床研究在中国进行中 临床数据被顶级学术期刊接收	戈来雷塞+西妥昔单抗（N=46） - ORR 50% (23/46) - DCR 87.0%(40/46) - mPFS 6.9m - mOS 19.3m Glecirasib联合西妥昔单抗治疗晚期KRAS G12C突变晚期结肠直肠癌的疗效优于Glecirasib单药治疗，同时保持良好的安全性。 注册性3期临床研究方案于2024年5月获CDE批准 临床数据被顶级学术期刊接收

资料来源：公司 2025 报中报演示资料，平安证券研究所

2.3 Pan KRAS 抑制剂 JAB-23E73 预计 2026 上半年公布临床 1 期数据

泛 RAS/KRAS 抑制剂的开发可覆盖更多突变类型的同时有望更深入克服耐药问题。RAS 基因分为 KRAS、HRAS、NRAS 三个家族成员，其中 2.1 章节重点介绍的 KRAS 是人类癌症发生突变的主要基因（81%），其次是 NRAS（15%），而 HRAS 突变很少（4%）。泛抑制剂开发的目的在于针对所有类型的 RAS 突变或 KRAS 突变（包括 G12D、G12V 和 G12R 等），其潜力体现在可覆盖更多突变类型且有望更深入克服耐药问题。在针对泛抑制剂的开发上，不同创新药企的开发思路会存在一定差异，如 Revolution、劲方医药选择的是 PanRAS（KRAS、NRAS、HRAS 均覆盖），公司加科思选择的是 PanKRAS（针对 KRAS 的各种不同突变亚型），均旨在探索疗效和安全性的最佳平衡点。

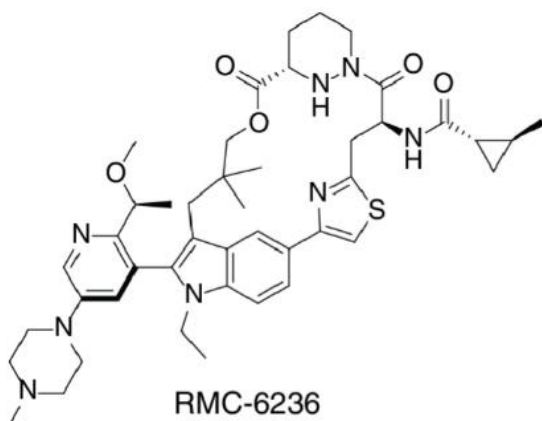
图表17 Pan RAS 或 Pan KRAS 抑制剂在研布局

企业	药物	机制	临床阶段
Revolution	RMC-6236	泛 RAS 抑制剂	临床 3 期
加科思	JAB-23E73	泛 KRAS 抑制剂	临床 1/2 期
JOYO Pharma/Erasca	JYP0015	泛 RAS 抑制剂	临床 1/2 期
礼来	LY4066434	泛 KRAS 抑制剂	临床 1 期
罗氏	RO7673396	泛 RAS 抑制剂	临床 1 期
Vividion Therapeutics	VVD-159642	泛 RAS 抑制剂	临床 1 期
安进	AMG410	泛 KRAS 抑制剂	临床 1 期
百济神州	BGB-53038	泛 KRAS 抑制剂	临床 1 期
瓊黎药业	YL-17231	泛 KRAS 抑制剂	临床 1 期
恒瑞	HRS-7172	泛 RAS 抑制剂	临床 1 期
辉瑞	PF-07985045	泛 KRAS 抑制剂	临床 1 期
辉瑞	PF-07934040	泛 KRAS 抑制剂	临床 1 期
Quanta Therapeutics	QTX3034	泛 KRAS 抑制剂	临床 1 期

资料来源：劲方医药招股书，平安证券研究所

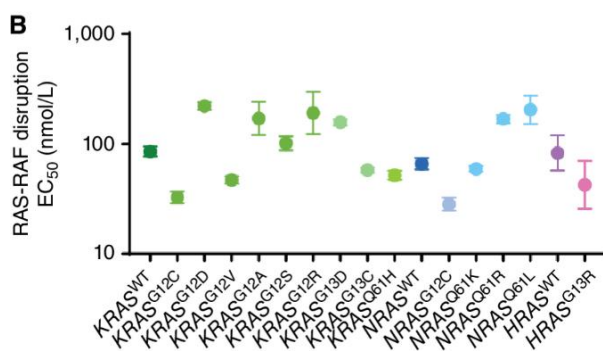
Revolution 泛 RAS 抑制剂 RMC-6236 临床 1 期验证药物有效性和可控的安全性，目前针对 2L PDAC 进入全球 3 期，预计 2025 年 Q4 启动 1L 胰腺癌和可切除胰腺癌辅助治疗临床 3 期。Revolution 的泛 RAS 抑制剂 RMC-6236 是一种口服、三重复合物抑制剂，可抑制突变型和野生型 RAS 的活性 GTP 结合状态。临床 1 期中 RMC-6236 证明了对携带 KRAS G12X 或其他 RAS 突变的胰腺导管癌（PDAC）患者的有效性和可控的安全性。目前 RMC-6236 单药 2L+胰腺癌临床 3 期中，预计 2025 年完成入组，此外 Revolution Medicines 计划 2025 年第四季度启动一线治疗胰腺癌临床 3 期 RASolute303 和可切除胰腺癌辅助治疗的 3 期临床 RASolute304。

图表18 泛 RAS 抑制剂 RMC-6236 结构



资料来源: Jingjing Jiang 等人《Translational and Therapeutic Evaluation of RAS-GTP Inhibition by RMC-6236 in RAS-Driven Cancers》, 平安证券研究所

图表19 RMC-6236 对不同突变亚型的抑制情况



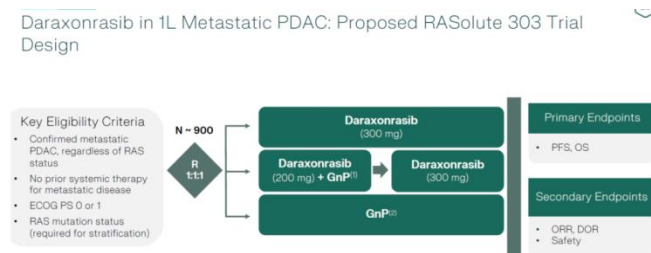
资料来源: Jingjing Jiang 等人《Translational and Therapeutic Evaluation of RAS-GTP Inhibition by RMC-6236 in RAS-Driven Cancers》, 平安证券研究所

图表20 RMC-6236 全球开发计划



资料来源：Revolution Medicines 公司演示资料，平安证券研究所

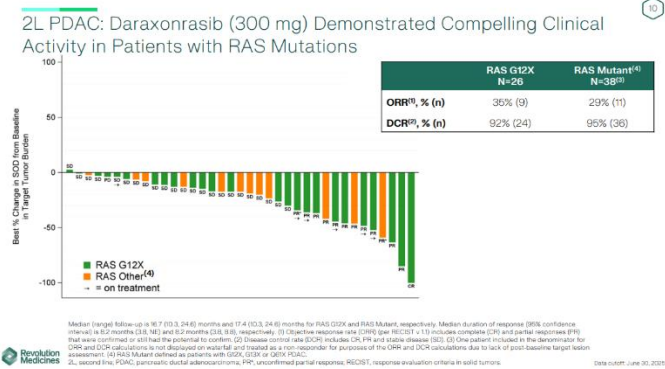
图表21 RMC-6236 一线治疗胰腺癌临床3期 RASolute303 试验设计



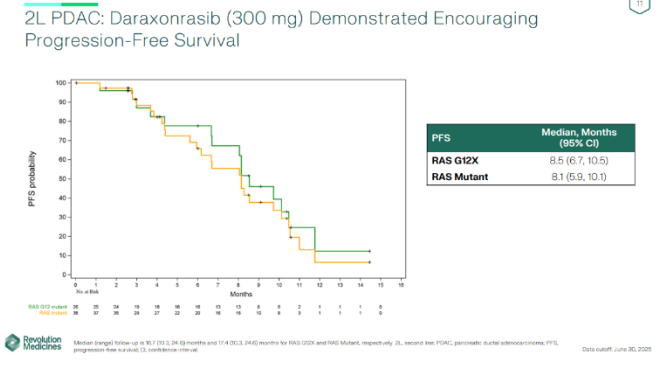
资料来源: Revolution Medicines 公司演示资料, 平安证券研究所

RMC-6236 单药治疗 2 线 PDAC 患者长期随访数据:2025 年 9 月 10 日 Revolution Medicines 公布了 RMC-6236 在 PDAC 二线患者的长期随访结果,截至 2025 年 6 月 30 日数据截止, RMC-6236 单药治疗 2L PDAC 中位随访时间为 16.7 个月: (1) 从疗效结果来看: 在 26 例 RAS G12X 突变的 2L 患者和 38 例任意 RAS 突变的 2L 患者中, 确认的 ORR 分别为 35% 和 29%, DCR 分别为 92%和 95%, mPFS 分别为 8.5 个月和 8.1 个月, mOS 分别为 13.1 个月和 15.6 个月; (2) 从安全性上看在 83 例携带 RAS 突变 PDAC 的 2L+患者中, RMC-6236 300mg OD 整体耐受性良好, 未发现新的安全性信号。

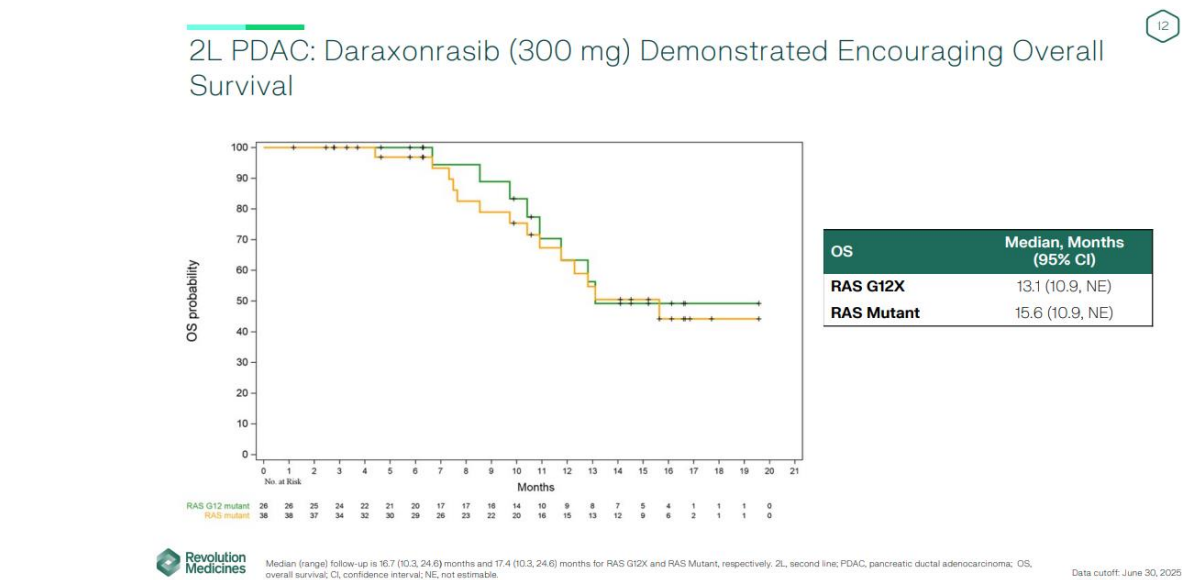
图表22 RMC-6236 单药治疗 2L+ PDAC 患者 ORR、DCR 数据



图表23 RMC-6236 单药治疗 2L+ PDAC 患者 PFS 数据

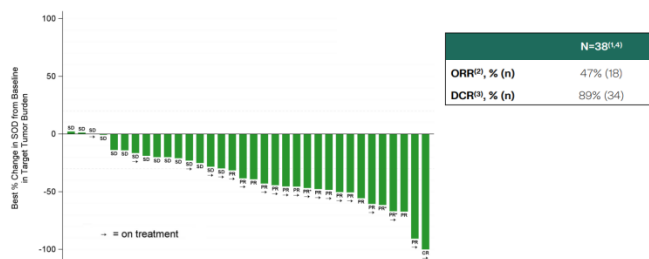


图表24 RMC-6236 单药治疗 2L+ PDAC 患者 OS 数据



RMC-6236 一线治疗 PDAC 初步数据: 截至 2025 年 7 月 28 日数据截止, 在符合 1L 转移性 PDAC 定义且具有足够随访时间的 38 例患者 (RMC-6236 300mg 单药治疗) 中 ORR 为 47%, DCR 为 89%; RMC-6236 联合 GnP 一线治疗 PDAC 在 31 例具有足够随访时间的患者中 ORR 为 55%, DCR 90%。

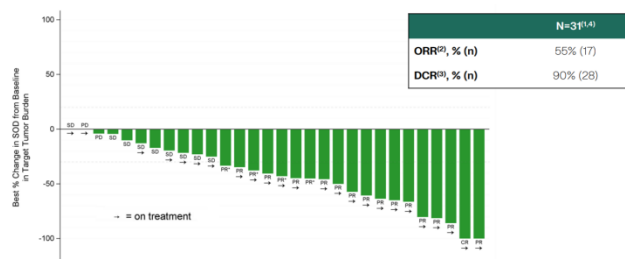
图表25 RMC-6236 单药 1L 胰腺癌初步数据



资料来源: Revolution Medicines 公司演示资料, 平安证券研究所

图表26 RMC-6236 联合 GnP 1L 胰腺癌初步数据

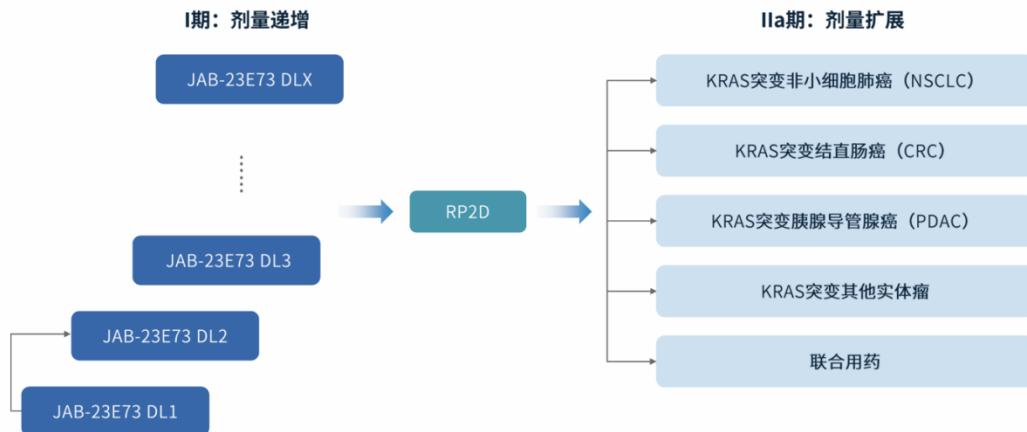
1L PDAC: Daraxonrasib + GnP Demonstrated Encouraging Initial Antitumor Activity in Patients with RAS Mutations



资料来源: Revolution Medicines 公司演示资料, 平安证券研究所

Pan KRAS 口服抑制剂 JAB-23E73 临床 1 期剂量递增数据初步显示安全性良好且已观察 PRs, 预计 2026 上半年公布 1 期剂量递增结果。公司 Pan KRAS 口服抑制剂 JAB-23E73 临床 1 期剂量递增实验在中美进行中, 其中中国临床 1 期于 2024 年 11 月入组, 美国临床 1 期剂量递增至 2025 年 6 月入组。该项研究为多中心、开放标签的 1/2a 期研究, 包括两个阶段: 1 期剂量递增和 2a 期剂量拓展, 公司计划招募 334 名 KRAS 突变患者。目前在国内剂量递增已至最高剂量 (第六个剂量组), 目前临床数据显示安全性良好, 爬坡剂量下皮肤毒性发生率 10%、均为 1 级, 没有观察到 3 级以上肝脏毒性且 PK 符合预期, 预计 2026 上半年公布 1 期剂量递增数据。

图表27 Pan KRAS JAB-23E73 临床 1/2 期试验设计



资料来源: 公司 2025 报中报演示资料, 平安证券研究所

公司凭借强大的专利组合在 KRAS 抑制剂领域构建难以逾越的竞争壁垒。在 PanKRAS 抑制剂开发上, 公司围绕 PanKRAS 抑制剂的专利布局在数量上远超竞争对手 (Pan-KRAS 抑制剂优先文件数量: 加科思 80+ vs 竞争对手 10+), 且在专利时间上也显著领先 (PanKRAS 抑制剂最早优先日期: 加科思 2021 年 vs 竞争对手 2022 年), 该预防性 IP 策略保护公司专有技术同时有效确保市场先发优势。

图表28 Pan-KRAS 专利布局概况（截至 2025 年公司中报日 20250929）

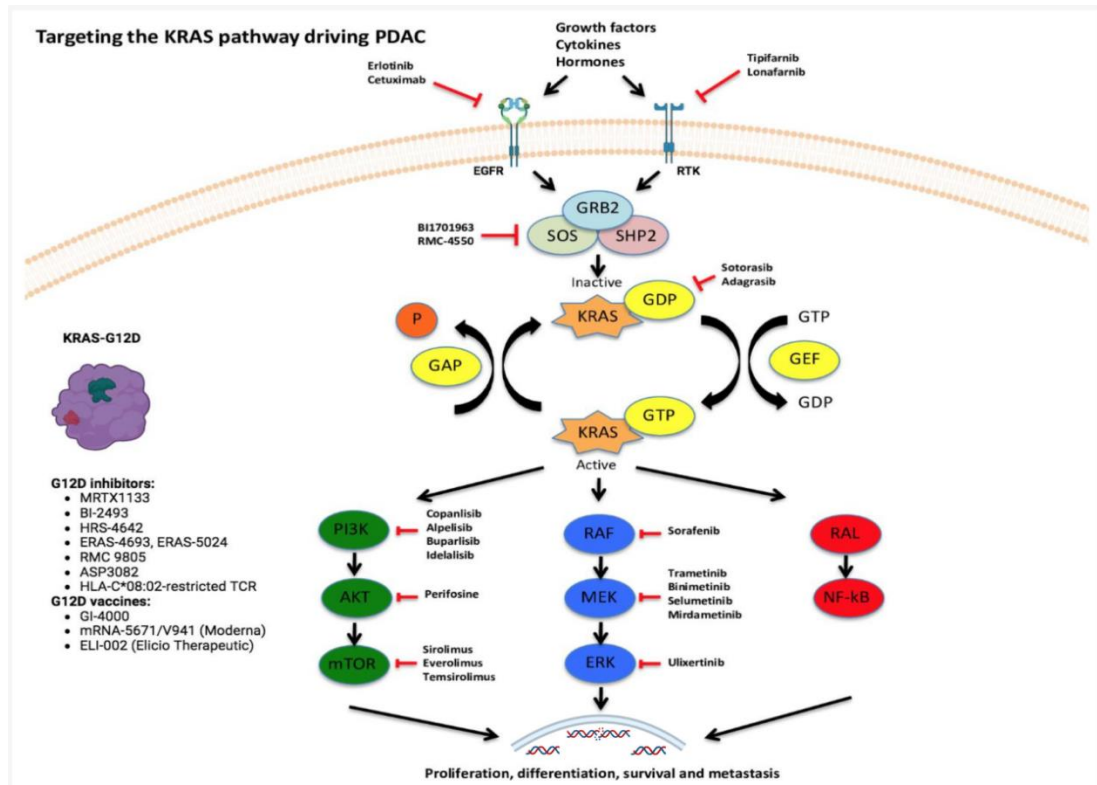
Pan-KRAS进临床的专利申请数量及时间对比			
申请人	有效优先权数（件）	最早优先权日	PCT专利申请数
加科思	87	2021-08-18	10
BI	8	2021-12-01	5
BMS (Mirati)	21	2022-02-13	7
Pfizer	15	2022-07-05	4
百济	13	2022-03-04	4
Alterome	11	2023.2.24	3
BridgeBio	5	2022.2.8	5

资料来源：公司 2025 年中报演示材料，平安证券研究所

2.4 KRAS G12D tADC JAB-BX600 以 EGFR 抗体做递送，预计 2026H2 IND

KRAS G12D 开发更具挑战性，靶向抑制剂开发尚处于临床早期研究阶段。KRAS G12D 是 12 位甘氨酸替换天冬氨酸，是结直肠癌 CRC 和胰腺癌 PC 中最常见的 KRAS 突变类型，与 KRAS G12C 突变不同，KRAS G12D 突变体的 Switch II 口袋中缺乏可靶向的亲核氨基酸，无法通过共价结合的形式进行靶向，且 KRAS G12D 突变体的 GTP 水解速率仅为 KRAS G12C 突变体的 33%–50%，因此开发 KRAS G12D 抑制剂更具挑战性。在各种 KRAS 突变中，KRAS G12D 与生存率较差的相关性最高。对于 KRAS G12D 药物进行临床验证至关重要，首先应在少数患者中进行剂量递增验证。目前针对 KRAS G12D 的开发大多处于临床前或临床早期阶段，尚无获批的 KRAS G12D 靶向抑制剂上市。

图表29 KRAS G12D 抑制剂/疫苗开发列举



资料来源:《Recent Anti-KRAS Strategies: A “Possible Impossibility” for Pancreatic Ductal Adenocarcinoma》, Navid Sobhani, Matteo Pittacolo 等人, 平安证券研究所

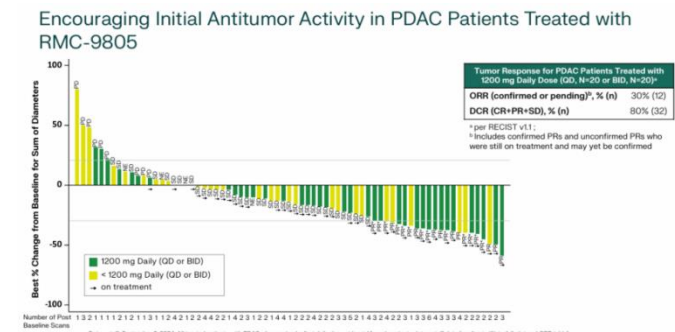
图表30 部分 KRAS G12D 开发进展

药物	企业	临床阶段
HRS-4642	恒瑞医药	临床 1/2 期
GFH375	劲方医药; Verastem	临床 1/2 期
TSN1611	泰励生物	临床 1/2 期
ARV-806	Arvinas	临床 1/2 期
GDC-7035	基因泰克 (罗氏)	临床 1/2 期
RNK08954	Ranok	临床 1/2 期
HBW-012336	Hyperway	临床 1/2 期
DN022150	DE NOVO	临床 1/2a 期
AZD0022	AZ	临床 1/2a 期
HS-10529	翰森	临床 1 期
LY3962672	礼来	临床 1 期
QTX3046	Quanta Therapeutics	临床 1 期
QLC1101	齐鲁制药	临床 1 期
AST2169	艾力斯	临床 1 期
RMC-9805	revolution	临床 1 期

资料来源:劲方医药招股说明书, 平安证券研究所

2024 年 Revolution Medicines 披露旗下 RAS（ON）G12D 选择性抑制剂 RMC-9805 在胰腺导管癌（PDAC）患者的临床 1/1b 期数据，截至 2024 年 9 月 2 日，共纳入了 179 例 KRAS G12D 实体瘤患者，其中 58%（n=104）是胰腺癌患者，在 2 期候选推荐剂量每日 1200mg 的情况下，ORR 达到 30%，DCR 达到 80%。此外 2025 年 AACR 大会上 Revolution 公布了 RMC-9805 在 KRAS G12D NSCLC 的临床 1 期数据，在 18 例可评估疗效的 NSCLC 中，ORR 为 61%，DCR 为 89%。

图表31 RMC-9805 在胰腺癌的早期数据



资料来源：医药魔方，平安证券研究所

图表32 RMC-9805 临床早期安全性数据

RMC-9805 Generally Well Tolerated at 1200 mg Daily

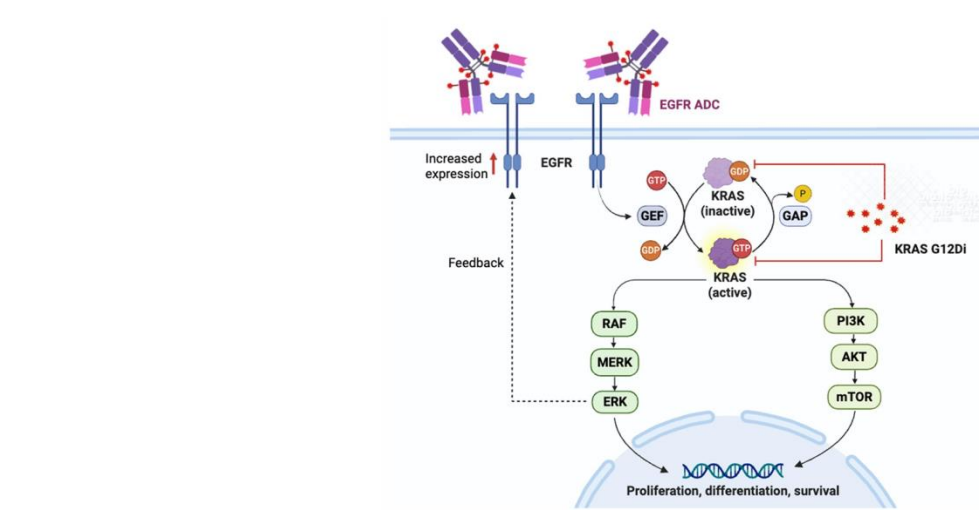
Patients Treated with RMC-9805 1200 mg Daily (1200 mg QD, N=60 or 600 mg BID, N=39)				
Maximum Severity of Treatment-Related AEs	Grade 1	Grade 2	Grade 3	Any Grade
TRAEs occurring in ≥10% of patients, n (%)				
Nausea	23 (23%)	4 (4%)	0	27 (27%)
Diarrhea	16 (16%)	4 (4%)	0	20 (20%)
Vomiting	13 (13%)	2 (2%)	0	15 (15%)
Rash*	10 (10%)	0	0	10 (10%)
Other select TRAEs, n (%)				
ALT elevation	5 (5%)	0	1 (1%)	6 (6%)
AST elevation	3 (3%)	1 (1%)	0	4 (4%)
Stomatitis	0	0	0	0
TRAEs leading to dose reduction, n (%)				
	4 (4%)	0	0	4 (4%)
TRAEs leading to treatment discontinuation, n (%)				
	0	0	0	0

* No treatment-related Grade 4 or 5 AEs or SAEs have been reported

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

JAB-BX600（KRAS G12D tADC）以 EGFR 抗体做递送，有望发挥抗体协同作用克服代偿性耐药，预计 2026H2 IND。公司基于对结构生物学的深刻认识及创新突破，针对 KRAS G12D 的开发将高效小分子 KRAS G12D 抑制剂 JAB-22000 与抗体 EGFR 结合，创建新型靶向分子抗体偶联药物 JAB-BX600（KRASG12DtADC）。该创新策略有助于靶向将 KRAS G12D 抑制剂递送至表达肿瘤相关抗原的肿瘤，有效避免直接给药 KRAS G12D 抑制剂面临的 PK 挑战限制，且发挥 EGFR 抗体与 KRAS 抑制剂的协同作用克服代偿性耐药。从分子设计特点和优势上来看，①公司 JAB-BX600 具有皮摩尔（pM）级别的细胞活性，相较而言，目前进入临床阶段的小分子口服 KRASG12D 抑制剂基本都是纳摩尔（nM）级别；②JAB-BX600 释放的 G12D 抑制剂在肿瘤中的浓度是血浆浓度的 1000 倍，安全窗更宽；③JAB-BX600 有效载荷 KRAS G12D 专利申请早（2020 年 11 月），专利保护范围最广（34 件有效优先权）。

图表33 JAB-BX600 作用机制



资料来源：公司 2025 年中报演示材料，平安证券研究所

图表34 JAB-BX600 细胞活性

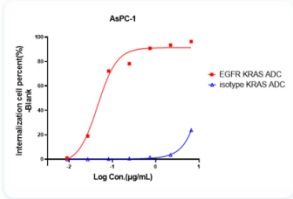
JAB-BX600 细胞活性

Cell Line	Tissue of Origin	Cell Viability, IC ₅₀ (nM)
AsPC-1	Pancreas	0.008
PK59	Pancreas	0.022
LS513	Colon	0.016
Gp2d	Colon	0.011

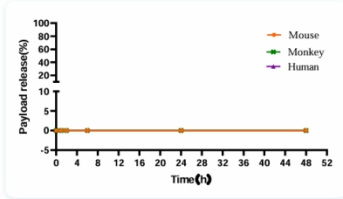
资料来源：公司 2025 年中报演示材料，平安证券研究所

图表35 JAB-BX600 内吞率及血浆稳定性

JAB-BX600的内吞率



JAB-BX600的血浆稳定性



资料来源：公司 2025 年中报演示材料，平安证券研究所

三、 关键假设及投资评级

3.1 关键假设

1. 2024 年 8 月公司宣布将 KRAS G12C 戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312 中国权益授权给艾力斯，根据协议条款，公司将收到约 2 亿元款项，包括 1.5 亿元首付款，以及 5000 万元研发费用补偿和其他付款，此外将收到最高 7 亿元开发及销售里程碑以及两位数比例销售分成。预计 2025-2027 年公司收入主要来源包含：授权合作里程碑款项及戈来雷塞销售分成。（1）根据合作交易金额后续 7 亿开发及销售里程碑款项待付，预计随着戈来雷塞商业化销售及注册性临床试验进展，对应 2025-2027 年里程碑收款分别为 0.46/0.55/0.70 亿元，其中 2025 年里程碑收款 0.46 亿元已在 2025 上半年确认。（2）2025 年 5 月戈来雷塞国内获批上市，预计 2025 年戈来雷塞销售额达 0.6 亿元，2026 年戈来雷塞纳入医保带动放量，预计 2026-2027 年戈来雷塞实现销售额 1.6/3.0 亿元。对应公司收入贡献为按销售额分成比例确认，预计 2025-2027 年公司销售分成占比分别为 10%/12%/15%，戈来雷塞销售分成对应销售收入分别为 0.06/0.19/0.45 亿元。
2. 预计 2025-2027 年公司在费用端可控，预计 2025-2027 年公司研发费用分别为 2.0/2.2/2.4 亿元，管理费用分别为 0.42/0.44/0.46 亿元。
3. 预计 2025-2027 年公司整体收入合计 0.52/0.74/1.15 亿元。

图表36 公司整体收入预测（单位：亿元）

亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	0.96	0.64	1.56	0.52	0.74	1.15
1、授权合作里程碑	0.96	0.64	1.56	0.46	0.55	0.70
2、戈来雷塞销售分成收入	0	0	0	0.06	0.19	0.45
戈来雷塞销售收入				0.6	1.6	3.0
公司销售分成比例				10%	12%	15%
研发费用	4.46	3.72	3.30	2	2.2	2.4
管理费用	0.43	0.47	0.43	0.42	0.44	0.46

资料来源：wind，平安证券研究所

3.2 相对估值及评级

目前国内获批上市的是三款 KRAS G12C 抑制剂分别来自劲方医药、益方生物和加科思，考虑到业务模式和产品的相似性，我们选取 A 股益方生物、H 股劲方医药作为可比公司。加科思专注于难成药靶点创新突破，在费用开支可控的经营管理下持续推进在研项目开发，如围绕 KRAS 领域多维度布局 KRAS G12C、KRAS G12D、PanKRAS 等，旨在解决耐药性问题及覆盖更多亚型；此外充分布局强大的专利组合，在立足创新同时有效确保市场的先发优势，我们预计公司 2025–2026 年收入为 0.52/0.74 亿元，当前股价对应 PS 分别为 99.4/69.3，首次覆盖给与“推荐”评级。

图表37 可比公司估值（最新市值截至 20251116 收盘价）										
公司简称	代码	最新市值 /亿元	收入/亿元				PS			
			2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
益方生物-U	688382.SH	162	1.86	1.69	1.55	2.83	87.3	95.9	104.3	57.2
劲方医药-B	2595.HK	108	0.74	1.05	-	-	146.5	103.2	-	-
算数平均值							116.9	99.6	-	-
加科思	1167.HK	51	0.64	1.56	0.52	0.74	80.4	33.0	99.4	69.3

资料来源：wind，平安证券研究所

四、风险提示

- 1. **临床开发候选药物相关风险：**临床开发过程漫长、成本高昂，且结果充满不确定因素，前期研究及试验结果未必能预示未来的试验结果。公司运营很大程度依赖于临床前或临床开发候选药物在未来取得成功，若未能顺利完成临床开发、取得监管批准及商业化候选药物，公司业务经营将受到较大影响。
- 2. **新药上市放量不及预期相关风险：**公司创新产品上市后需要进行准入、医生教育、医保谈判等诸多环节，各个节点是否顺利推进对于公司产品销售放量具有显著影响。
- 3. **知识产权相关风险：**公司若未能保护专利技术或为候选产品取得及维持专利保障，会对后续候选产品开发或商业化带来影响。
- 4. **国家政策相关风险：**医保谈判政策可能调整，从而影响相关创新药的处方开具，从而对公司成品药销售额产生影响。
- 5. **财务状况相关风险：**公司以往数年均产生净亏损，若公司无法持续盈利，未来可能进一步产生净亏损。公司营运历史有限，可能难以评估公司当前业务并预测未来的表现。公司的无形资产有大额结余，公司或会产生对财务状况构成重大影响的大额减值费用。
- 6. **额外资本需求相关风险：**公司未来将需要获得额外融资为公司营运提供资金，若公司无法获得该等融资，或可能无法完成对主要候选药物的开发及商业化。筹集额外资金可能导致股东的权益摊薄，限制公司的营运或要求公司放弃对技术或候选药物的权利。
- 7. **宏观环境相关风险：**全球宏观环境变化可能会对公司的业务及经营业绩造成不利影响，此外不同环境和市场对公司估值好定价存在差异，直接简单对标参考可能会造成一定误差。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	677	451	225	115
应收账款	8	2	2	4
预付款项、按金及其他	6	2	2	4
其他应收款	0	0	0	0
存货	0	0	0	0
其他流动资产	498	480	555	511
流动资产总计	1189	934	785	634
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	77	70	62	55
在建工程	0	0	0	0
无形资产	75	70	65	60
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	18	18	18	18
非流动资产合计	171	158	145	133
资产总计	1359	1092	931	767
短期借款	56	0	0	0
应付账款	118	99	99	105
其他流动负债	69	52	65	52
流动负债合计	243	151	164	157
长期借款	16	16	16	16
其他非流动负债	177	177	177	177
非流动负债合计	193	193	193	193
负债合计	436	344	357	350
股本	1	1	1	1
储备	923	923	923	923
留存收益	0	-175	-350	-506
归属于母公司股东权益	923	748	574	417
归属于非控制股东权益	0	0	0	0
权益合计	923	748	574	417
负债和权益合计	1359	1092	931	767

利润表 单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	156	52	74	115
销售成本	0	0	0	0
其他费用	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0
管理费用+研发费用	373	242	264	286
其他经营损益	15	5	5	5
投资收益	14	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-188	-185	-184	-167
其他非经营损益	29	10	10	10
税前利润	-156	-175	-174	-157
所得税	0	0	0	0
税后利润	-156	-175	-174	-157
归属于母公司股东利润	-156	-175	-174	-157
EBITDA	-132	-163	-162	-144
EPS(元)	-0.16	-0.22	-0.22	-0.20

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-170	-185	-184	-167
折旧与摊销	26	13	13	13
其他经营资金	102	-8	-64	34
经营性现金净流量	-74	-180	-236	-120
投资性现金净流量	256	10	10	10
筹资性现金净流量	21	-56	0	0
现金流量净额	203	-226	-226	-110

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收额增长率(%)	145.1	-66.8	43.4	54.5
EBIT 增长率(%)	58.2	-10.3	0.3	10.5
EBITDA 增长率(%)	62.7	-22.9	0.3	11.4
盈利能力				
毛利率(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
净利率(%)	-81.2	-338.2	-235.0	-136.8
ROE(%)	-13.7	-23.4	-30.4	-37.6
ROA(%)	-9.3	-16.0	-18.7	-20.5
估值倍数				
P/E	-72.3	-52.2	-52.4	-58.3
P/B	9.9	12.2	15.9	21.9
EV/EBIT	3.7	2.4	1.1	0.5
EV/EBITDA	4.4	2.6	1.2	0.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于市场表现 20% 以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于市场表现 10% 以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于市场表现 5% 以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场表现 5% 以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话: 4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编: 518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编: 200120	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层 邮编: 100033	