

研发布局稳扎稳打，ADC平台进入收获期

——乐普生物（2157.HK）深度报告

股票投资评级：买入 | 首次覆盖

盛丽华（首席分析师）

SAC编号：S1340525060001

邮箱：shenglihua@cnpsec.com

陈灿（分析师）

SAC编号：S1340525070001

邮箱：chencan@cnpsec.com

中邮证券

发布时间：2026-01-27

➤ 研发覆盖ADC+IO，即将进入新药获批收获期

公司已构建多个肿瘤产品管线，覆盖免疫治疗、ADC靶向治疗和溶瘤病毒药物三大领域，除已上市的PD-1单抗普特利单抗和MRG003外，公司还拥有6款ADC药物、1款引进的溶瘤病毒以及1款TCE药物进入临床阶段，整体看公司管线梯度完善，未来3-5年将进入新药陆续获批上市的收获期。业绩层面，公司BD和销售双轮驱动，收入稳步增长，费用支出稳健，25H1实现首次盈利和经营性净现金流转正。

➤ 在研ADC各具特色，布局适应症竞争优势明显

- 1) MRG003 (EGFR ADC) 单药用于后线NPC国内已获批上市，展示出优异的生存获益、相较竞品具备安全性优势、联合用药将线数进一步前移；公司同时积极布局HNSCC和NSCLC的大适应症，单药用于2L+HNSCC处于III期试验阶段。
- 2) MRG004A (TF-ADC) 用于后线胰腺癌的I期具备优异竞争力，目前已进入III期试验。
- 3) MRG006A (GPC3 ADC) 为FIC，瞄准广阔肝癌市场，I期试验剂量爬坡取得超预期成果，缩瘤效果显著，26年有望启动III期试验。
- 4) 参股CMG901为全球FIC的CLDN 18.2 ADC，已处于全球III期阶段；MRG001 (CD20 ADC) 在DLBCL展现潜力。

➤ 引进溶瘤病毒具备BIC潜质，新品出海已有突破

公司19年引进溶瘤病毒疗法CG0070，切入膀胱癌广阔存量市场。目前CG0070美国单药用于高危BCG不响应NMIBC已向FDA启动滚动BLA申请，国内则处于关键注册桥接试验阶段，根据CG Oncology更新III期数据其实现了NMIBC领域历史最佳的持久性疗效数据，且G3+TRAE比例为0，疗效与安全性俱佳。出海方面则已有MRG007 (CDH17 ADC) 和CTM012 (CD3/4-1BB/DLL3三抗) 顺利合作BD，肿瘤免疫高效产出。

➤ **盈利预测和投资建议：** 公司为创新药研发型公司，目前仍处于新药研发投入期，预计25/26/27年公司收入为8.8/10.2/14.9亿元，同比增长138%/16%/47%，归母净利润为-0.2/0.1/2.8亿元。公司ADC管线稳步推进，商业化进展顺利，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：** 1) 创新药临床推进进度不及预期；2) 创新药临床数据不及预期；3) 创新药上市后销售情况不及预期；4) 地缘政治风险。

目录

- 一 研发覆盖ADC+IO，即将进入新药获批收获期
- 二 在研ADC各具特色，布局适应症竞争优势明显
- 三 引进溶瘤病毒具备BIC潜质，新品出海已有突破
- 四 盈利预测和投资建议



研发覆盖ADC+IO，即将进入新药获批收获期

- 1.1 聚焦肿瘤治疗，管线覆盖免疫、ADC和溶瘤病毒
- 1.2 管线布局梯度完善，即将进入新药获批收获期
- 1.3 背靠乐普医疗，ADC技术起源于Seagen
- 1.4 收入稳步增长，费用支出稳健

1.1 聚焦肿瘤治疗，管线覆盖免疫、ADC和溶瘤病毒

- 公司于2018年成立，聚焦于肿瘤治疗领域（尤其是靶向治疗及免疫治疗），通过先进的ADC技术开发平台开发创新型ADC，建立起ADC技术平台、抗体发现平台、具备先进工艺的分析开发平台三大技术平台。公司在18年成立后先后通过收购泰州奥科和上海美雅珂分别获得PD-1单抗和ADC平台、19年又从CG Oncology引进溶瘤病毒疗法CG0070的国内权益、22年PD-1单抗普特利单抗国内获批上市、25年10月首个ADC产品MRG003国内获批上市。公司已构建多个肿瘤产品管线，覆盖免疫治疗、ADC靶向治疗和溶瘤病毒药物三大领域。

图表1：公司发展历程



资料来源：乐普生物官网、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.2 管线布局梯度完善，即将进入新药获批收获期

- 管线方面，除已上市的PD-1单抗普特利单抗和MRG003外，公司还拥有6款ADC药物、1款引进的溶瘤病毒以及1款TCE药物进入临床阶段，其中MRG004A (TF ADC)、MRG002 (Her2 ADC) 以及联合开发的CMG901 (CLDN18.2 ADC) 均已进入关键注册性临床阶段，早期阶段则包括MRG001 (CD20 ADC)、MRG006A (GPC3 ADC)、MRG007 (CDH17 ADC) 以及CTM012 (TCE疗法)，整体看公司管线梯度完善，未来3-5年将进入新药陆续获批上市的收获期。



图表2：公司在研管线

候选药物	适应症	临床前	Ia/Ib期	II期	关键/III期	NDA
MRG003* EGFR靶向ADC	二线或以上NPC	单药	▶			
	联合疗法	▶				
	二线或以上HNSCC	单药	▶			
	一线HNSCC	联合疗法	▶			
MRG004A TF靶向ADC	LA-HNSCC	联合疗法	欧洲	▶		
	TF阳性晚期或转移性实体瘤	▶				
MRG002* HER2靶向ADC	BC HER2高表达肝转移	单药	▶			
	BC HER2阳性	单药	▶			
	HER2表达实体瘤	联合疗法	▶			
MRG001 CD20靶向ADC	NHL	单药	▶			
		联合疗法	▶			
MRG006A GPC3靶向ADC	实体瘤	▶				
MRG007 CDH17靶向ADC	实体瘤	▶				
CMG901 CLDN18.2 靶向ADC	G/GEJ瘤及其他实体瘤	▶ 全球				
CG0070 溶瘤病毒	BCG无应答 NMIBC	单药	▶			
		联合疗法	▶			
普佑恒® (普特利单抗注射液) *抗PD-1单抗	二线或以上黑色素瘤	▶				
	二线或以上MSI-H/dMMR 实体瘤	▶				
CTM012 T细胞激动性单抗	实体瘤	▶				

1.2 管线布局梯度完善，即将进入新药获批收获期

- **MMAE平台步入收获期，TOPi毒素产品蓄势待发。**公司已建立起以临床需求为导向的综合ADC平台，在美雅珂生物的经典VC-MMAE技术平台上已研发出3款获批或处于临床后期阶段的产品；在TOPi毒素方面也建立了Hi-TOPi ADC平台，其中MRG006A（GPC3 ADC）正积极进行II期入组；新技术方面公司也储备了双抗ADC研发平台，期待未来相关新产品推进到临床阶段。
- 免疫治疗领域，公司主要围绕TCE和IO双抗领域布局，其中CTM012/CTM013两款TCE已成功NewCo，CTM012已进入I期试验。

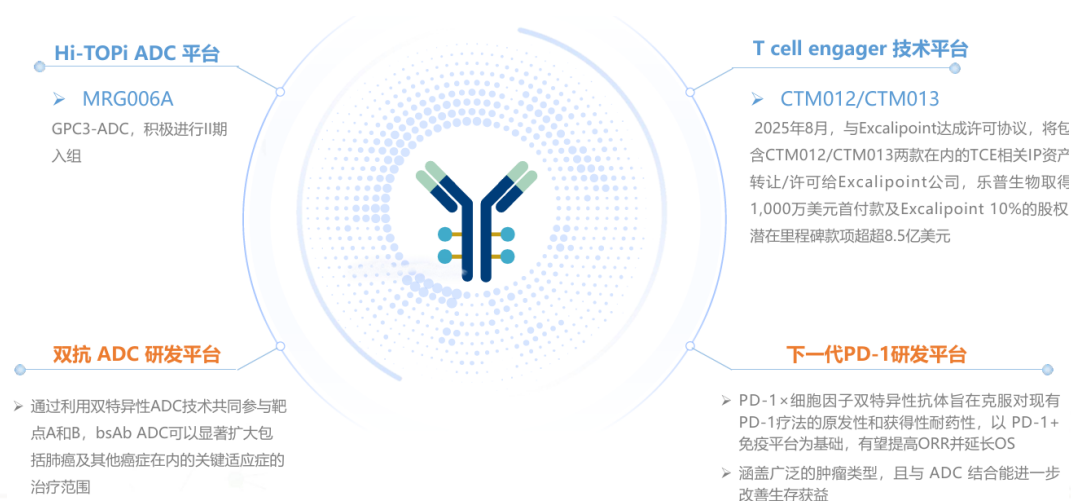
图表3：公司ADC产品技术及进度

Pipeline	Target	Linker	Payload	Status
MRG003	EGFR	VC	MMAE	NDA/PIII
MRG002	HER2			PII/III Pivotal
CMG901	CLDN18.2			PIII
MRG004A	Tissue Factor	GlycoConnect™ HydraSpace™ 	MMAE	PIII
MRG006A	GPC3	Hi-TOPi	TOPi	PII
MRG007	CDH17	SYNtecan E™ 	TOPi	PI

资料来源：乐普生物投资者交流材料、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表4：公司研发平台布局

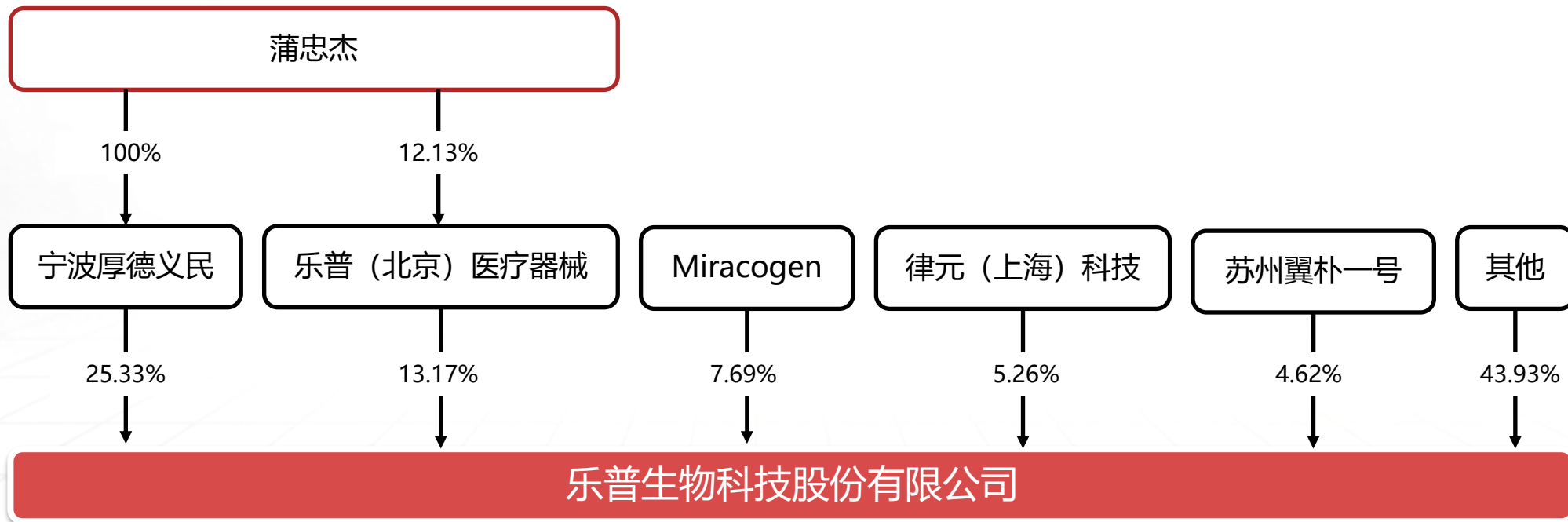


资料来源：乐普生物投资者交流材料、中邮证券研究所

1.3 背靠乐普医疗，ADC技术起源于Seagen

- **背靠乐普医疗，美雅珂ADC技术源起Seagen：**公司董事长为上市公司乐普医疗董事长蒲忠杰博士，截至25/07/11通过乐普医疗持有公司12.5%股份、通过宁波厚德义民（100%控股）持有公司24.0%股份。公司总经理隋滋野博士曾任职于乐普医疗，在医药领域拥有近十年管理经验。公司副总裁方磊博士曾任职于天境生物和GSK，于肿瘤临床药物开发领域拥有超过10年经验，为免疫学、创新药的开发策略和早期临床试验及转化医学的专家。
- 公司ADC平台来自于美雅珂生物，其创始人胡朝红博士先后在GSK和 Seagen担任部门总监，在Seagen工作期间作为核心人员参与了ADC药物Adcetris的开发、临床研究和上市生产申报。

图表5：公司股权结构（截至25年半年报）



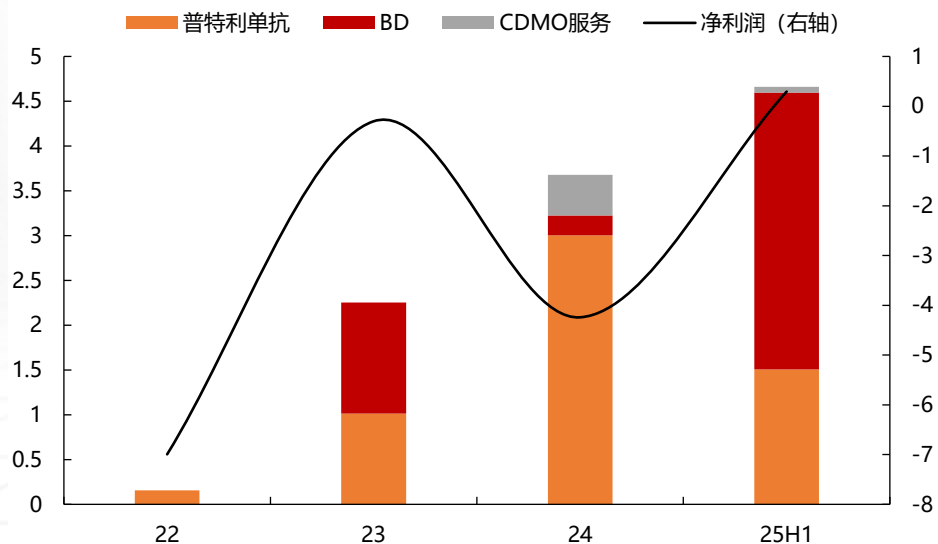
资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.4 收入稳步增长，费用支出稳健

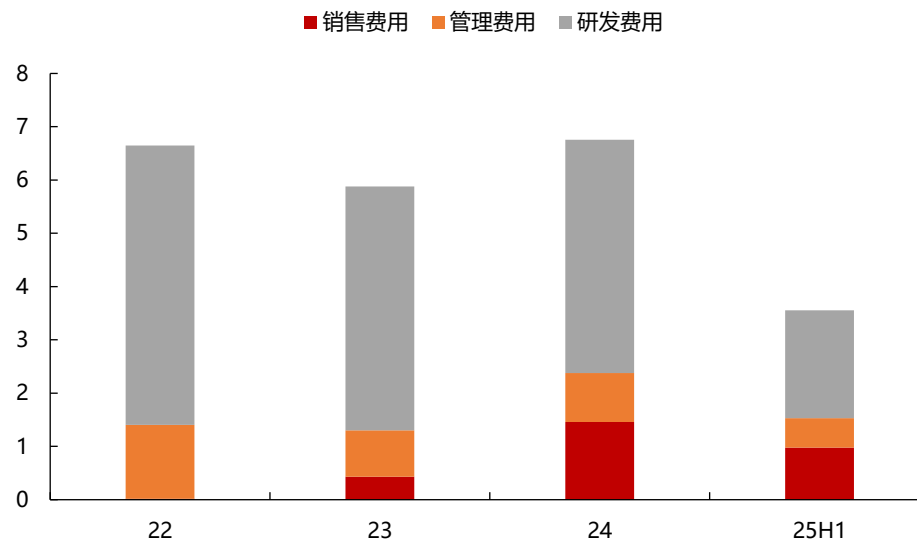
- **BD和销售双轮驱动，25H1实现首次盈利和经营性净现金流转正。**根据公司25H1财报，25H1公司收入合计4.66亿元（24H1为1.33亿元），其中PD-1单抗普特利单抗收入1.51亿元（+58.8%）、来自MRG007的BD收入3.09亿元。上半年公司净利润为0.29亿元（24H1为-1.97亿元）实现首次盈利；经营性净现金流也成功转正至0.47亿元。
- 费用端来看，公司三大费用额整体保持稳中有降态势，其中研发费用趋势稳定，近年维持在4亿元左右，销售费用则因公司普特利单抗于22年国内获批上市需组建商业化团队，逐年有所提升。

图表6：公司收入构成以及净利润（亿元）



资料来源：乐普生物财报以及Wind数据、中邮证券研究所

图表7：公司历年费用情况（亿元）



资料来源：乐普生物财报以及Wind数据、中邮证券研究所



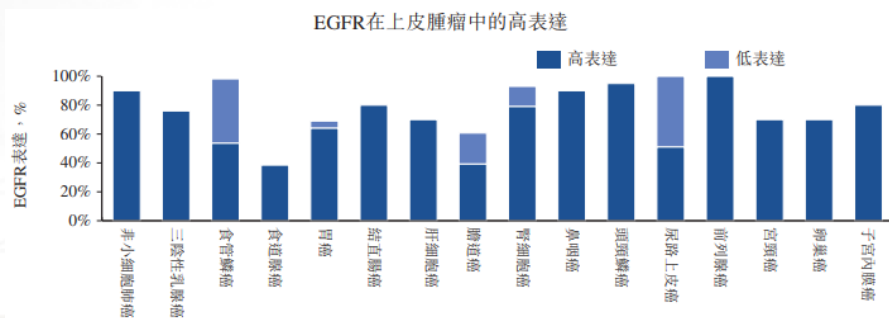
在研ADC各具特色，布局适应症竞争优势明显

- 2.1 MRG003国内已获批上市，HNSCC潜力更大
- 2.2 TF为胰腺癌理想靶点，MRG004有望迎来突破
- 2.3 MRG006A瞄准广阔肝癌市场
- 2.4 CMG901为全球FIC的CLDN 18.2 ADC
- 2.5 MRG001 (CD20 ADC) 在DLBCL展现潜力

2.1 MRG003 (EGFR ADC) 用于NPC已于国内获批上市

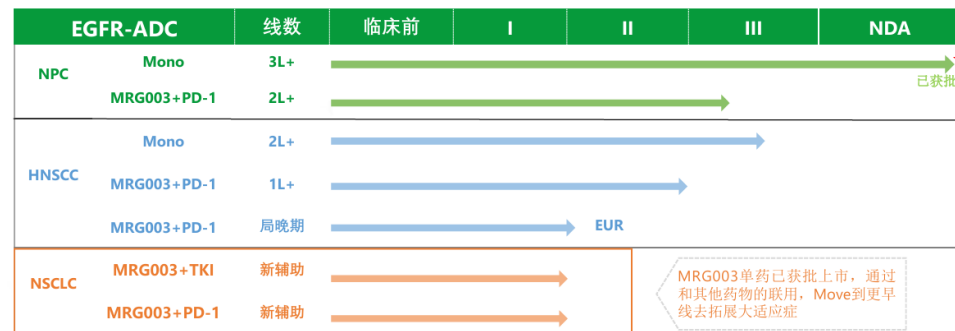
- EGFR为跨膜受体酪氨酸激酶家族的一员，通过受体二聚化来调节细胞的生长、分化和凋亡，研究表明EGFR在超过80%的头颈癌、超过50%的结直肠癌以及超过1/3的非小细胞肺癌、前列腺癌或卵巢癌中发现EGFR的过度表达，靶向EGFR的抗体药物如西妥昔单抗、帕尼单抗等可竞争性抑制配体与EGFR结合，干扰二聚体形成、自身磷酸化和下游的信号传递，起到抑制肿瘤细胞的增殖、侵袭及肿瘤新生血管的形成，但有限的临床获益和严重的皮肤毒性等不良反应限制了其应用，近年来随着ADC技术的进步，EGFR可作为递送毒素的靶点，目前已成为ADC药物开发的热门方向。
- MRG003结构**：抗体部分为靶向EGFR的IgG1单抗，源自于津曼特生物的JMT101，由安进的EGFR抗体Panitumumab改造优化而来，亲和力较西妥昔单抗高7倍。连接子-毒素为经典可裂解VC-MMAE，DAR=4。MMAE毒素为微管蛋白抑制剂代表性毒素，具有高度膜渗透性和旁观者效应，毒性强于DXd，适合于高表达、分布均一的肿瘤。
- MRG003国内已获批单药用于3L+NPC（鼻咽癌），同时积极布局HNSCC和NSCLC的大适应症。** MRG003单药用于后线NPC（化疗和IO经治）已于25年12月国内获批上市，成为全球首个商业化的EGFR ADC，此外+普特利单抗用于2L+NPC也已进入III期试验阶段；其他适应症方面，MRG003单药用于2L+HNSCC处于III期试验阶段、+普特利单抗用于1L+HNSCC处于II期试验阶段、海外+普特利单抗用于局晚期HNSCC也已启动II期试验；NSCLC领域则主要通过联用针对新辅助方向。

图表8：EGFR在不同瘤种的表达情况



资料来源：百利天恒招股说明书、中邮证券研究所

图表9：MRG003适应症布局

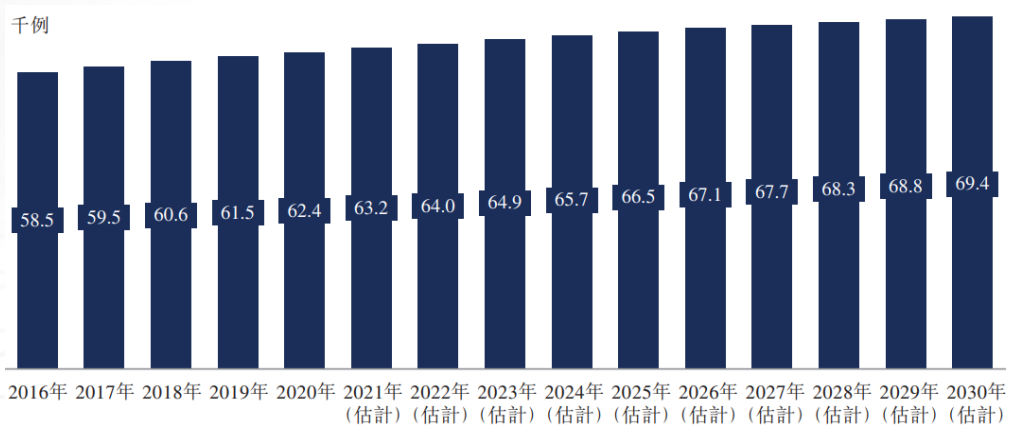


资料来源：乐普生物投资者交流材料、中邮证券研究所

2.1 NPC中国南方高发，常见EGFR过表达

- NPC（鼻咽癌）为头颈癌的一种，具有明显地域分布特点，在亚洲地区尤其是中国南方地区高发。中国NPC患者约占全球病例的一半，每年新发病例约6万例。NPC对放化疗（CRT）较为敏感，以CRT为主的综合治疗模式已成为重要手段，但仍有部分（约10%-30%）患者因放疗抵抗、化疗耐药或其他原因发生局部复发或远处转移，且由于NPC早期症状不明显，多数患者确诊时已进入中晚期。目前GP化疗方案是复发/转移性NPC的基石（mPFS约7mo、mOS约1-2年），PD-1抑制剂上市后显著改善患者生存（联合GP化疗mPFS可提升至10mo左右），但目前铂化疗和PD-1抑制剂耐药的后线治疗选择极其有限，传统的单药化疗ORR多低于20%，mPFS仅约2-4mo，患者预后极差，临床存在巨大的未满足需求。
- 研究数据显示，高达80%-90%的NPC肿瘤组织存在EGFR的过度表达，此前西妥昔单抗单药及联合化疗在NPC后线的反应率不高且生存获益有限，表明依赖阻断配体结合和ADCC效应的杀伤效能偏弱，而靶向EGFR的ADC药物可通过阻断通路毒素精准杀伤的机制实现突破。

图表10：中国NPC年发病人数



资料来源：乐普生物招股说明书、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表11：CSCO2025更新r/mNPC治疗指南

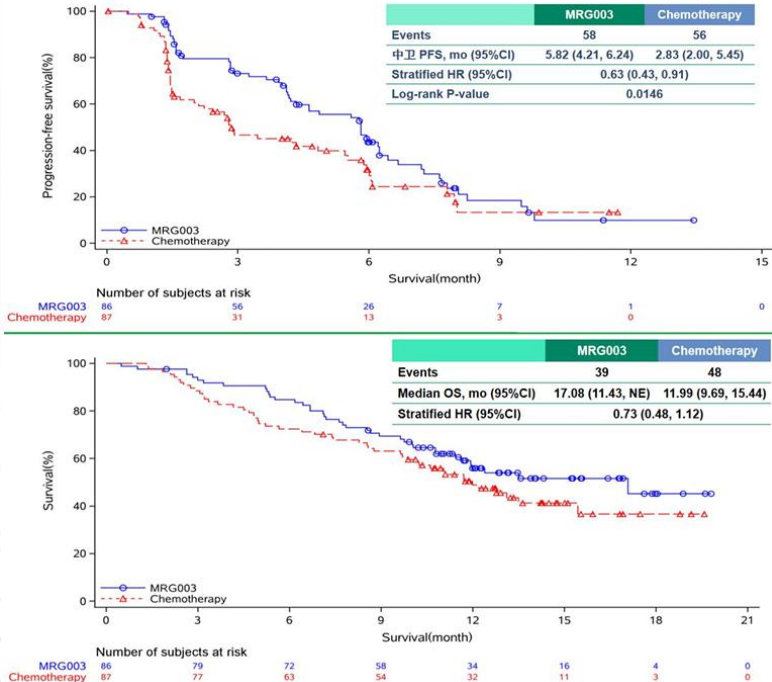
分期	分层1	分层2	I级推荐	II级推荐	III级推荐
远处转移	一线治疗		卡瑞利珠单抗 + 顺铂 + 吉西他滨 ^[4] [1A类] 特瑞普利单抗 + 顺铂 + 吉西他滨 ^[5-6] [1A类] 替雷利珠单抗 + 顺铂 + 吉西他滨 ^[7] [1A类]	顺铂 + 吉西他滨 ^[8-9] [1A类] 顺铂 + 多西他赛 ^[10-11] [2A类] 卡铂 + 紫杉醇 ^[12] [2A类] 顺铂 / 卡铂 + 5-FU ^[13-14] [2A类] 顺铂 + 卡培他滨 ^[15-16] [2A类] 白蛋白紫杉醇 + 顺铂 + 卡培他滨 ^[17]	
			二线治疗	吉西他滨 ^[18] [2A类] 多西他赛 ^[19] [2A类] 卡培他滨 ^[20] [2A类]	
			三线或挽救治疗	特瑞普利单抗 ^[21] [2A类] 卡瑞利珠单抗 ^[22] [2A类]	派安普利单抗 ^[23] [2A类] 塔戈利单抗 ^[24] [2A类]

资料来源：百瘤汇公众号、中邮证券研究所

2.1 MRG003单药用于后线NPC数据优异

■ **MRG003单药在NPC后线展示出优异的生存获益。** ASCO2025公司以LBA形式公布MRG003单药用于3L+NPC的IIb期注册性试验数据，173例患者按1:1随机分配至治疗组（2.3mpk Q3W剂量）和化疗对照组（允许交叉），基线看既往中位线数为3L，分别有46.5%和47.1%的患者基线存在肝转移，临床预后较差。有效性方面，MRG003的ORR=30.2%（对照组11.5%）、mPFS=5.82mo（对照组2.83mo, HR=0.63）、mOS=17.08mo（对照组11.99mo, HR=0.73, 交叉调整分析后HR=0.59）。安全性方面，G3+TRAE比例=45.3%低于化疗组，常见为白细胞和中性粒细胞计数下降。

图表13：MRG003单药后线NPC的IIb期试验有效性



资料来源：乐普生物投资者交流材料、中邮证券研究所

图表12：MRG003单药后线NPC的IIb期试验基线情况

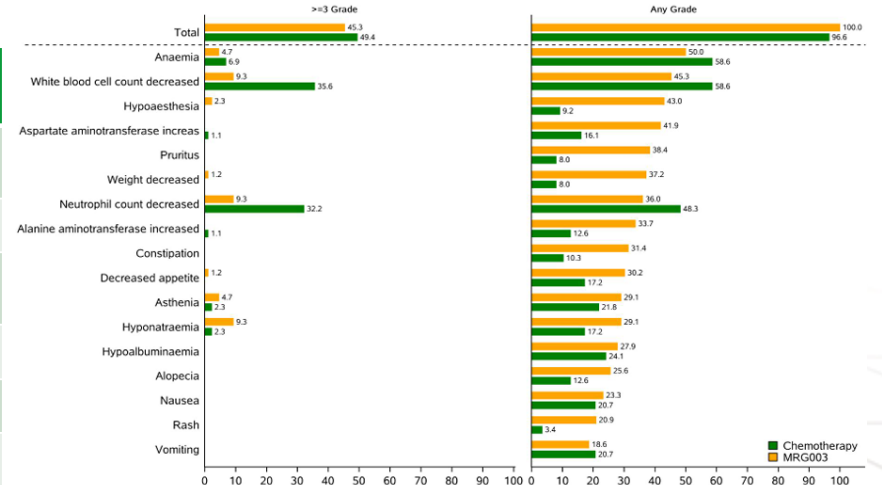
	MRG003 (N=86)	Chemotherapy (N=87)		MRG003 (N=86)	Chemotherapy (N=87)
年龄 (Median, Min, Max)	49 (29, 68)	46 (21, 74)	既往治疗线数, n (%)		
性别			2	22 (25.6)	24 (27.6)
男	75 (87.2)	63 (72.4)	3	24 (27.9)	26 (29.9)
女	11 (12.8)	24 (27.6)	≥4	40 (46.5)	37 (42.5)
ECOG PS, n (%)			中位数	3 (2, 10)	3 (2, 11)
0	15 (17.4)	15 (17.2)	既往全身治疗, n (%)		
1	71 (82.6)	72 (82.8)	化疗	86 (100)	87 (100)
转移, n (%)			免疫治疗	86 (100)	87 (100)
肝脏	40 (46.5)	41 (47.1)	抗 EGFR 单抗	41 (47.7)	40 (46.0)
肺部	49 (57.0)	40 (46.0)	EGFR-ADC	2 (2.3)	4 (4.6)
骨骼	44 (51.2)	44 (50.6)	TKI	29 (33.7)	32 (36.8)
分期			既往鼻咽癌手术, n (%)	35 (40.7)	33 (37.9)
II	2 (2.3)	0	既往放疗, n (%)	81 (94.2)	82 (94.3)
III	1 (1.2)	2 (2.3)			
IVA	5 (5.8)	6 (6.9)			
IVB	78 (90.7)	79 (90.8)			

资料来源：公司投资者交流材料、中邮证券研究所

图表14：MRG003单药后线NPC的IIb期试验安全性

不良事件

	MRG003 (N=86)	Chemotherapy (N=87)
Treatment-related AEs (TRAEs)	86 (100)	84 (96.6)
Dose reduction ¹	26 (30.2)	18 (20.7)
Treatment discontinuation ²	3 (3.5)	3 (3.4)
Death ³	1 (1.2)	1 (1.1)
≥3 Grade TRAEs	39 (45.3)	43 (49.4)
Treatment-related SAEs	29 (33.7)	26 (29.9)



资料来源：乐普生物投资者交流材料、中邮证券研究所

2.1 MRG003相较竞品具备安全性优势

- 对比百利天恒EGFR/Her3双抗ADC药物BL-B01D1/Iza-bren有安全性优势：**ESMO2025百利天恒以LBA形式公布Iza-bren单药用于后线NPC的III期BL-B01D1-303试验数据，386例患者按1:1随机分配至治疗组（2.5mpk D1D8Q3W剂量）和化疗对照组，基线看超过40%既往治疗线数≥3L，近50%患者在基线时已存在肝、骨或肺等远处器官转移。有效性方面，Iza-bren的ORR=54.6%（对照组27.0%）、mPFS=8.38mo（对照组4.34mo，HR=0.44）。安全性方面，G3+TRAE比例=79.9%高于化疗组，常见为贫血、白细胞和血小板计数下降。

图表15: Iza-bren单药后线NPC的III期试验基线情况

Characteristics	Iza-bren (N=191)	Chemotherapy (N=195)	Characteristics	Iza-bren (N=191)	Chemotherapy (N=195)
Median (range) age, years	50.0 (27.0, 72.0)	49.0 (19.0, 70.0)	Prior chemotherapy lines, n (%)		
Age group (years), n (%)			1	0	1 (0.5)
<50	95 (49.7)	100 (51.3)	2	124 (64.9)	121 (62.1)
≥50	96 (50.3)	95 (48.7)	≥3	67 (35.1)	73 (37.4)
Male, n (%)	163 (85.3)	158 (81.0)	Prior PBC lines, n (%)		
ECOG PS, n (%)			0	1 (0.5)	0
0	46 (24.1)	47 (24.1)	1	75 (39.3)	84 (43.1)
1	145 (75.9)	148 (75.9)	2	92 (48.2)	94 (48.2)
Prior treatment lines, n (%)			≥3	23 (12.0)	17 (8.7)
2	108 (56.5)	103 (52.8)	Prior radiotherapy, n (%)	171 (89.5)	172 (88.2)
≥3	83 (43.4)	92 (47.1)	Liver metastases, n (%)	91 (47.6)	95 (48.7)
			Bone metastases, n (%)	94 (49.2)	91 (46.7)
			Lung metastases, n (%)	89 (46.6)	73 (37.4)

资料来源：百利天恒官网材料、中邮证券研究所

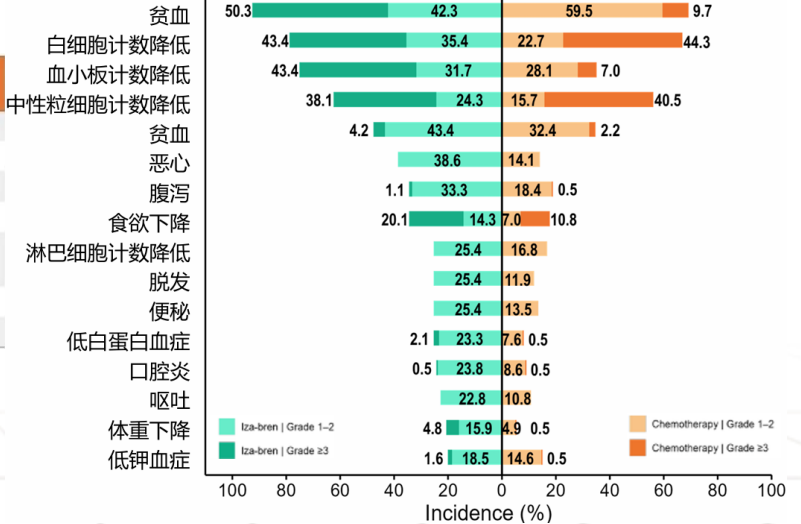
图表16: Iza-bren单药后线NPC的III期试验有效性

Category	Subgroup	Iza-bren		Chemotherapy		Hazard Ratio (95% CI)
		Events/n	mPFS (mo)	Events/n	mPFS (mo)	
All Subjects		66/191	8.38	94/195	4.34	0.43 (0.31-0.59)
Age	< 50	28/95	9.72	47/100	4.21	0.41 (0.26-0.66)
	≥ 50	38/96	7.20	47/95	5.16	0.41 (0.26-0.65)
Sex	Male	57/163	8.41	78/158	4.24	0.44 (0.31-0.62)
	Female	9/28	8.38	16/37	4.34	0.39 (0.17-0.89)
ECOG PS	0	12/45	9.49	27/46	4.21	0.29 (0.15-0.58)
	1	54/146	6.74	67/149	4.34	0.49 (0.34-0.71)
Number of metastatic organs	< 3	37/123	9.72	48/117	5.49	0.47 (0.31-0.73)
	≥ 3	29/68	7.13	46/78	4.01	0.36 (0.22-0.59)
Liver metastases	Presence	38/91	6.83	50/95	4.11	0.50 (0.32-0.76)
	Absence	28/100	9.89	44/100	5.59	0.36 (0.22-0.59)
Number of prior treatment lines	2 lines	36/108	8.38	45/103	4.44	0.48 (0.31-0.76)
	≥ 3 lines	30/83	9.49	49/92	4.24	0.38 (0.24-0.61)
Number of prior PBC lines	1 prior line	28/75	6.83	42/84	4.27	0.39 (0.24-0.64)
	≥ 2 prior lines	38/115	9.89	52/111	4.34	0.45 (0.30-0.69)
Baseline BLQ - C30 scale score	≤ Median score	51/128	6.74	53/106	4.14	0.45 (0.31-0.68)
	> Median score	15/63	11.40	41/87	5.62	0.29 (0.16-0.54)

资料来源：百利天恒官网材料、中邮证券研究所

图表17: Iza-bren单药后线NPC的III期试验安全性

	Iza-bren (N=189)	Chemotherapy (N=185)
TRAEs, n (%)	189 (100)	176 (95.1)
≥Grade 3 TRAEs, n (%)	151 (79.9)	114 (61.6)
Treatment-related SAEs, n (%)	82 (43.4)	50 (27.0)
TRAEs leading to death, n (%)	4 (2.1)	0
TRAEs leading to treatment discontinuation, n (%)	5 (2.6)	6 (3.2)
TRAEs leading to dose reduction, n (%)	79 (41.8)	45 (24.3)
TRAEs leading to dose interruption, n (%)	116 (61.4)	34 (18.4)



资料来源：百利天恒官网材料、中邮证券研究所

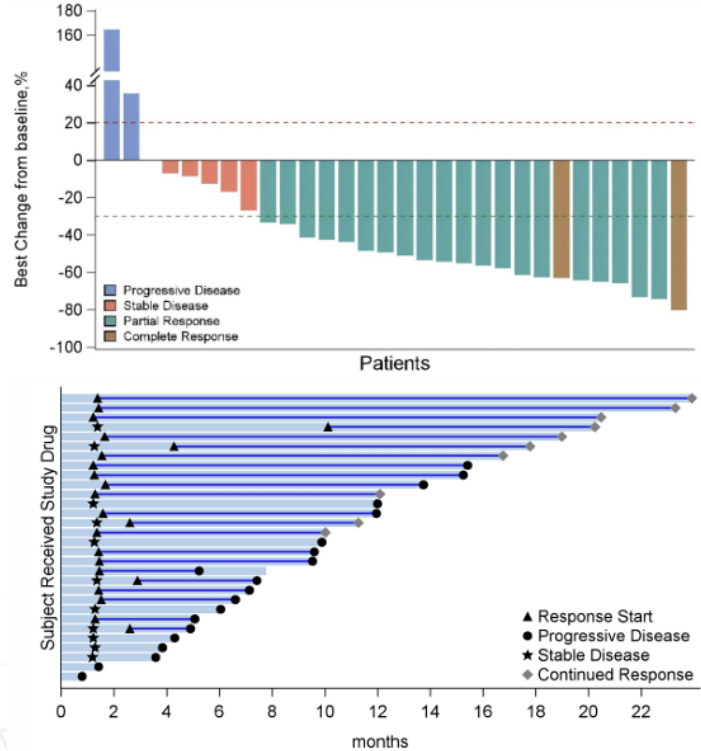
2.1 MRG003联合用药有望向前线NPC突破

- MRG003联合用药将线数进一步前移，在NPC领域获得了历史最佳的ORR和mPFS数据。MRG003+普特利单抗用于2L+（铂化疗和IO经治）NPC的国内III期试验已于25/05/16完成首例患者入组，并于9月被CDE纳入突破性治疗药物品种，主要终点为PFS和OS。ESMO2025公司更新II期试验数据，基线层面30例患者中96.7%为IO治疗失败，2mpk Q3W剂量，cORR=73.3%，mPFS=10.9mo，12个月OS率为92.8%，18个月OS率为82.5%。

图表18：MRG003联合用药在2L+NPC的II期试验基线和有效性

人口统计学和基线特征	N=30	临床缓解情况	N=30
年龄，中位值 (min, max)，岁	50 (32,84)	CR	2
性别，n (%)		PR	20
男性	21 (70.0%)	SD	6
女性	9 (30.0%)	CR 率, % (95% CI)	6.7 (0.8, 22.1)
ECOG 体力状态，n (%)		ORR, % (95% CI)	73.3 (54.1, 87.7)
0	14 (46.7%)	DCR, % (95% CI)	93.3 (77.9, 99.2)
1	16 (53.3%)	mDOR, 月 (95% CI)	14.0 (5.7, NA)
既往全身治疗		mPFS, 月 (95% CI)	10.9 (6.6, 15.4)
一线铂类为基础的治疗	30 (100%)	18 个月总生存率 (OS 率), % (95% CI)	82.5 (58.3, 93.3)
抗PD-(L) 1 治疗	29 (96.7%)		
抗 EGFR 单克隆抗体	9 (30.0%)		

图表19：MRG003联合用药在2L+NPC的II期试验肿瘤缓解情况



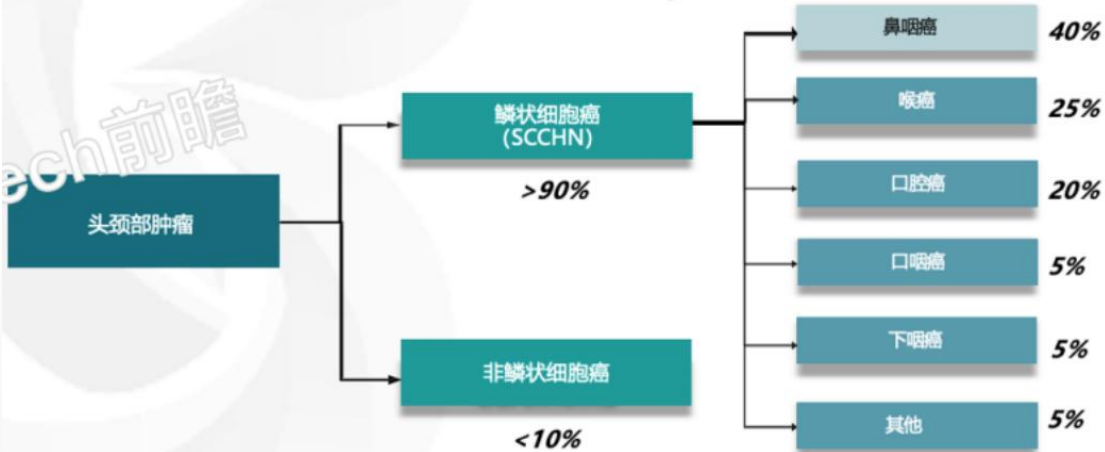
资料来源：齐鲁医讯公众号、中邮证券研究所

资料来源：齐鲁医讯公众号、中邮证券研究所

2.1 MRG003用于HNSCC潜力更大

- HNSCC (头颈鳞癌) 占头颈部恶性肿瘤90%以上, 具有高异质性、易复发转移等特点, 22年国内新发病例超过12万人, 约60%的患者确诊时已处于局部晚期或转移阶段, 5年生存率仅为30%-50%, 且超过半数的患者在2年内会出现疾病进展、复发或转移。HNSCC中EGFR过表达比例约86.5%、PD-L1表达也较为常见, 因此目前1L HNSCC可选疗法较多, 包括IO疗法、西妥昔单抗和化疗等, 如西妥昔单抗+特瑞普利单抗在PD-L1阳性 (CPS≥1) HNSCC中实现了8.2mo的mPFS和18.1mo的mOS。

图表20: 头颈鳞癌分类、治疗方案以及部分疗法的临床数据对比



分期	分层1	分层2	I级推荐	II级推荐	III级推荐
局部和/或颈部复发	适宜手术患者		手术±放疗 (2A类证据)		
	不适宜手术患者	既往未行放疗 既往行放疗	放疗 (2A类证据) 参照远处转移	再程放疗 (2A类证据)	
远处转移	一线治疗		帕博利珠单抗+顺铂/卡铂+5-FU (1A类证据) 帕博利珠单抗 (CPS≥1) (1A类证据) 顺铂/卡铂+5-FU+西妥昔单抗 (1A类证据) 顺铂+多西他赛+西妥昔单抗 (1A类证据) 顺铂/卡铂+紫杉醇+西妥昔单抗 (2A类证据)	非诺利单抗+顺铂+5-FU (1A类证据) 帕博利珠单抗+紫杉醇+卡铂 (2A类证据) 帕博利珠单抗+白蛋白紫杉醇+顺铂/卡铂 (2A类证据) 顺铂/卡铂+5-FU (1A类证据) 顺铂+西妥昔单抗 (1B类证据) 紫杉醇+西妥昔单抗 (2A类证据)	帕博利珠单抗+西妥昔单抗 (2A类证据) 纳武利尤单抗+西妥昔单抗 (2A类证据) 特瑞普利单抗+西妥昔单抗 (2A类证据)
		二线或挽救治疗	纳武利尤单抗 (1A类证据)	帕博利珠单抗 (1A类证据) 紫杉醇+西妥昔单抗 (2A类证据) 甲氨蝶呤 (2A类证据) 多西他赛 (2A类证据) 紫杉醇 (2A类证据) 西妥昔单抗 (2A类证据)	特瑞普利单抗+西妥昔单抗 (2A类证据) 阿法替尼 (1A类证据)

NCT	期别	治疗方案	治疗线数	样本量	铂耐药 [#] (%)	ICIs暴露 (%)	西妥昔单抗暴露 (%)	ORR (%)	中位PFS (月)	中位OS (月)
NCT03370276	II期	西妥昔单抗+纳武利尤单抗	一线	43	-	-	-	37	6.15	20.2
NCT04856631	II期	西妥昔单抗+特瑞普利单抗	一线	43	-	-	-	41.9	8.2	18.1
NCT05673577	II期	西妥昔单抗+卡瑞利珠单抗+白蛋白紫杉醇+顺铂	一线	21	-	-	-	90.5	NR	NR
NCT03082534	II期	西妥昔单抗+帕博利珠单抗	一线+后线	33	17 (52%)	0	0	45	6.5	18.4
NCT04856631	II期	西妥昔单抗+特瑞普利单抗	后线	45	20 (44.4%)	0	0	60	9.9	15.4
NCT03370276	II期	西妥昔单抗+纳武利尤单抗	后线	45	10 (22%)	22 (49%)	NR	22.2	3.4	11.4
NCT03691714	II期	西妥昔单抗+度伐利尤单抗	一线+后线	33	NR	10 (30%)	1 (3%)	39	5.8	9.6

HNSCC中的PD-L1表达情况¹

研究	原发部位	PD-L1表达的肿瘤比例		
		总体	HPV+患者	HPV-患者
Strome et al	口腔, 下咽部, 喉部, 鼻窦	66%	NA	NA
Ukpo et al	口咽部	46%	49%	34%
Badoual et al	口腔, 口咽部, 下咽部	52%	63%	40%
Lyford-Pike et al	口咽部	59%	70%	29%
Cho et al	口腔	87%	NA	NA

复发/转移性头颈部鳞状细胞癌(R/MHNSCC)免疫治疗的基石性临床试验²⁻⁵

临床试验	试验阶段	试验药物	适应症	PD-L1表达	试验组(vs)对照组	客观缓解率	无疾病进展生存期(月)	中位生存期(月)
KEYNOTE-012	I期	帕博利珠单抗	铂治疗失败或R/MHNSCC	PD-L1阳性	帕博利珠单抗	18% (8/45)	2	13
KEYNOTE-040	III期	帕博利珠单抗	含铂治疗R/MHNSCC	任何表达水平	帕博利珠单抗 vs 甲氨蝶呤/多西他赛或西妥昔单抗	14.6% vs 10.1%	2.1 vs 2.3	8.4 vs 6.9
CheckMate-141	III期	纳武利尤单抗	铂类化疗后R/MHNSCC	任何表达水平	纳武利尤单抗 vs 甲氨蝶呤/多西他赛或西妥昔单抗	13.3% vs 5.8%	2.0 vs 2.3	7.5 vs 5.1
KEYNOTE-048	III期	帕博利珠单抗	初治R/MHNSCC	全人群	帕博利珠单抗单药 vs 帕博利珠单抗联合化疗 vs EXTREME	17% vs 36% vs 36%	2.3 vs 4.9 vs 5.1	11.6 vs 13.0 vs 10.7
				CPS≥1		19% vs 36% vs 36%	3.2 vs 5.0 vs 5.0	12.3 vs 13.6 vs 10.3
				CPS≥20		23% vs 43% vs 38%	3.4 vs 5.8 vs 5.2	14.9 vs 14.7 vs 10.7

请参阅附注免责声明

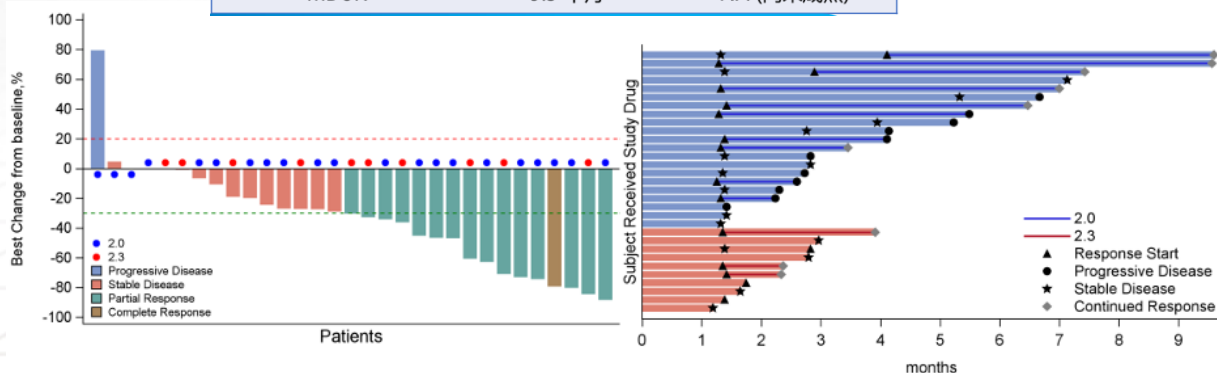
资料来源: 良医汇肿瘤资讯、百瘤汇和Biotech前瞻公众号、中邮证券研究所

2.1 MRG003联合疗法有效性良好，安全性优异

- MRG003联合疗法在1L HNSCC的有效性良好，安全性优异。ESMO2025公司公布MRG003联合PD-1单抗普特利单抗用于1L HNSCC的II期试验数据，21例2mpk剂量ORR=47.6%，mPFS=5.2mo；10例2.3mpk剂量ORR=60%，mPFS未达到。≥3级TRAE比例仅16.2%。

图表21：MRG003+普特利单抗用于1L HNSCC的II期试验数据

Becotatug Vedotin联合 Pucotenlimab 的疗效	DL1 (2.0mg/kg, n=21)	DL2 (2.3mg/kg, n=10)
CR	1 (4.8%)	0 (0%)
PR	9 (42.9%)	6 (60.0%)
ORR	47.6% (95%CI: 26.0, 70.2)	60.0% (95%CI: 26.2, 87.8)
DCR	95.2% (95%CI: 75.6, 99.9)	100.0% (95%CI: 69.2, 100.0)
12-month DoR 率	57.1% (95%CI: 21.7, 81.5)	100.0% (95%CI: 39.8, 100.0)
mPFS	5.2 个月 (95% CI: 2.7, NE)	尚未成熟 (NE)
mDoR	9.3 个月	NA (尚未成熟)



常见不良事件 (发生率≥10%)	NO. (%)
感觉减退	11 (29.7)
甲状腺功能减退	11 (29.7)
瘙痒	11 (29.7)
皮疹	10 (27.0)
肌肉无力	7 (18.9)
贫血	6 (16.2)
体重减轻	5 (13.5)
甲状腺功能亢进	5 (13.5)
疲劳	4 (10.8)
食欲下降	4 (10.8)
白细胞计数减少	4 (10.8)
中性粒细胞计数减少	4 (10.8)

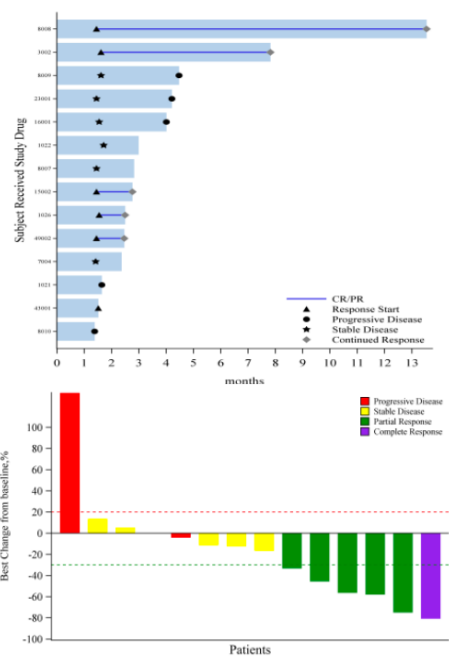
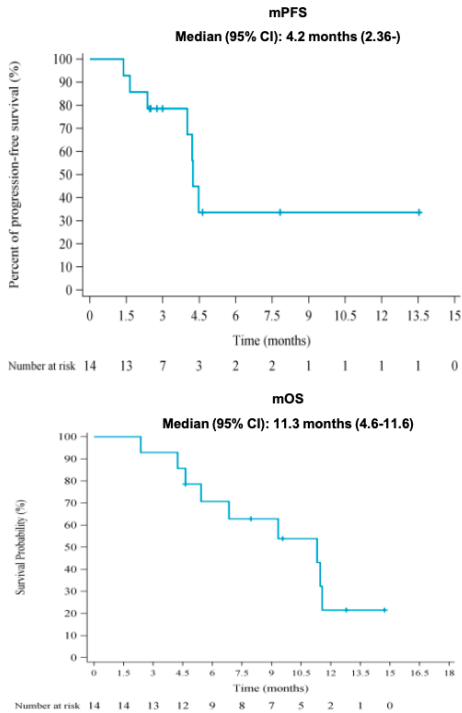
常见不良事件 (发生率≥10%)	NO. (%)
贫血	1/2.7
急性心肌梗死	1/2.7
自身免疫性心肌炎	1/2.7
自身免疫性肝炎	1/2.7
甲状腺功能减退	1/2.7
冠状动脉硬化	1/2.7
肝功能异常	1/2.7
感觉减退	1/2.7
乏力	1/2.7
肌肉无力	1/2.7
脂肪酶升高	1/2.7

资料来源：齐鲁医讯公众号、中邮证券研究所

2.1 MRG003单药用于后线HNSCC具有先发优势

- 公司于ESMO2023公布MRG003单药用于后线HNSCC的II期试验数据，入组67例大部分为EGFR表达，中位治疗线数为2，化疗/IO/EGFR单抗经治比例为95.5%/76.1%/47.8%。14例2.3mpk Q3W剂量的2/3L患者ORR为43%、mPFS=4.2mo、mOS=11.3mo。
- 目前MRG003单药用于后线HNSCC处于国内III期阶段，鉴于目前铂化疗和IO耐药后仍无明确治疗方案，MRG003有望凭借先发优势掘金HNSCC庞大市场。

图表22：MRG003单药用于后线HNSCC的II期试验数据



*Patients who progressed following platinum-based chemotherapy and PD-1(L1) inhibitors, and prior therapy ≤ 2 lines

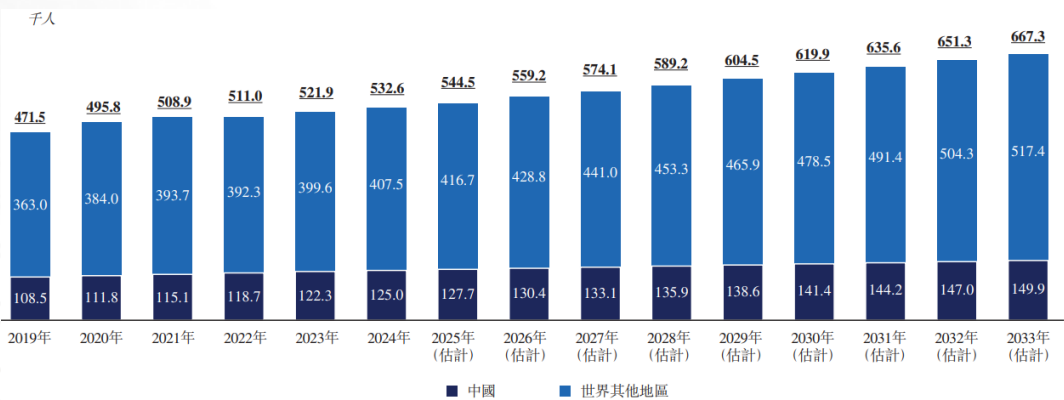
Table 2. Common TRAEs (PT) ≥ 20%	Total (n=67) n (%)
Pruritus	17 (25.4)
Constipation	16 (23.9)
Anemia	14 (20.9)
≥G3 TRAEs ≥ 2%	Total (n=67)
White blood cell count decreased	4 (6.0)
Anemia	3 (4.5)
Vomiting	2 (3.0)
Anorexia	2 (3.0)
Hypokalemia	2 (3.0)
Nausea	2 (3.0)

资料来源：ESMO材料、中邮证券研究所

2.2 TF为胰腺癌理想靶点，ADC药物有望迎来突破

- TF (组织因子) 是一种I型跨膜糖蛋白，是外源性凝血途径的启动子；在肿瘤中还参与促血栓、促血管生成、侵袭与转移等非凝血信号通路。TF在肿瘤生长、侵袭和转移过程中起到至关重要的作用。TF在多种肿瘤样本中存在阳性表达，如在胰腺癌中阳性率约为89%、宫颈癌约为100%、NSCLC为 34%-88%、子宫内膜癌为 14%-100%、前列腺癌47%-75%、卵巢癌75%-100%、食管癌43%-91%、膀胱癌78%，而在正常组织血管内壁的内皮细胞中几乎不表达，因此TF可作为ADC药物的理想靶点。
- 胰腺癌是一种高度侵袭性的恶性肿瘤，主要起源于胰腺导管上皮细胞，早期症状隐匿、进展迅速、预后极差，5年生存率不足10%，70%-80%患者在确诊时已出现局部晚期或远期转移，24年全球新患53.3万例、其中中国12.5万例。前线以各类化疗方案如FOLFIRINOX为主，但存在毒性大、生存期短的问题，后线无标准疗法，目前新药开发方向聚焦于RAS类小分子药物和ADC药物，其中KRAS基因是胰腺癌的驱动基因之一，超过90%的胰腺癌病例存在KRAS基因的突变，KRAS G12D突变是较常见的突变位点，胰腺癌中表达率为40%左右。

图表23: 全球及中国胰腺癌发病人数



资料来源: 劲方医药招股说明书、中邮证券研究所

图表24: 2L+PDAC治疗现状

Study	Regimen	Treatment line	No. of patients	ORR (%)	Median PFS (months)	Median OS (months)
NAPOLI 1 ⁽¹⁾	5-FU+LV+NaI-IRI	2L+	117	8	3.1	6.1
SWOG S1513 ⁽²⁾	FOLFIRI	2L	58	10	2.9	6.5
SWOG S1115 ⁽³⁾	FOLFOX	2L	62	7	2.0	6.7
SEQUOIA ⁽⁴⁾	FOLFOX	2L	284	6	2.1	6.3
QUILT-3.010 ⁽⁵⁾	Gemcitabine + nab-paclitaxel	2L	40	3	2.7	6.6
Trybeca-1 ⁽⁶⁾	Gemcitabine + nab-paclitaxel	2L	148	NA	3.5	6.9
GEMPAX ⁽⁷⁾	Gemcitabine + paclitaxel	2L	140	17	3.1	6.4
Gupta et al. ⁽⁸⁾	5-FU+LV+NaI-IRI	3L+	30	3	1.9	5.0
Enzler et al. ⁽⁹⁾	CBP501+cisplatin+nivolumab	3L+	36	6	1.9	5.1

Reported Safety and Dose Modifications

- 5-FU/LV/NaI-IRI dose interruptions required in 62% of patients, dose reductions in 33%, and discontinuations in 11%⁽¹⁾
- Gemcitabine + nab-paclitaxel dose modifications required in 63%⁽⁵⁾

资料来源: Revolution Medicines投资者交流材料、中邮证券研究所

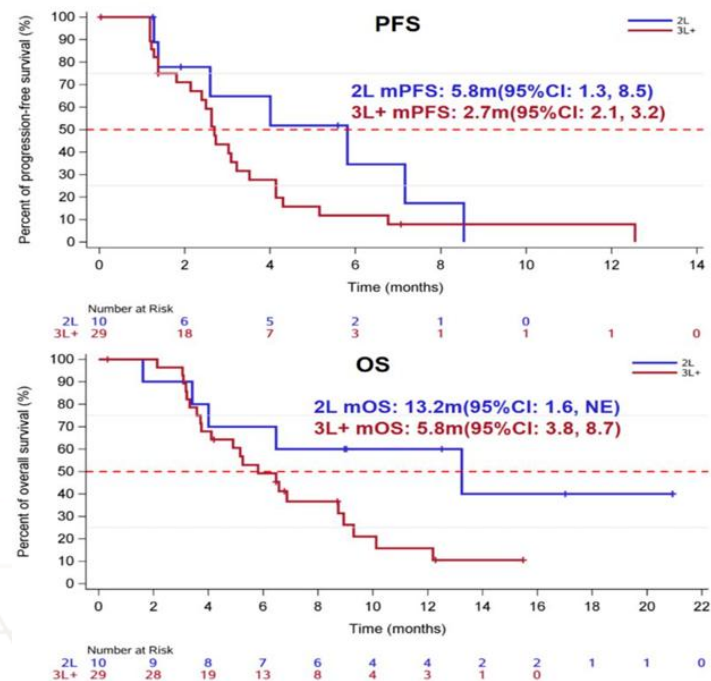
2.2 MRG004A (TF ADC) 单药用于后线胰腺癌已处于III期

- 目前全球仅上市一款TF ADC，即Genmab/Seagen的Tivdak (VA-MMAE结构，DAR=4)，24年FDA完全批准用于后线宫颈癌。在研进展较快的包括信诺维的XNW28012 (宜联TMALIN三肽连接子。TOPi毒素。DAR=8)，已处于后线胰腺癌的国内III期试验阶段；公司MRG004A (定点偶联，MMAE毒素，DAR=4) 于25/08启动用于后线胰腺癌的国内III期试验。
- MRG004A在经治胰腺癌展现良好疗效：公司于ESMO2025单药用于后线胰腺癌的I/II期试验最新数据，在2mpk Q3W剂量下，10例1L经治患者ORR和DCR为40%和80%，mPFS=5.8mo，mOS=13.2mo；27例≥2L经治患者ORR和DCR为18.5%和70.4%，mPFS=2.7mo，mOS=5.8mo。安全性上，常见TRAE为结膜炎，38例可评患者≥3级TRAE比例为38.5%。

图表25：全球TF ADC药物在研情况

药物名称	药物形式	公司名称	适应症	研发进展
XNW28012	ADC	信诺维	胰腺癌	III期 (中国)
MRG004A	ADC	乐普生物	胰腺癌	III期 (中国)
SHR-4375	ADC	恒瑞医药	实体瘤	II期 (中国)
YLSH003	ADC	苑东生物	实体瘤	II期 (中国)
AMT-754	ADC	普众发现	实体瘤	I期 (海外)
T320-ADC	ADC	纳安生物	实体瘤	I期 (中国)
XB371	ADC	Exelixis	实体瘤	I期 (海外)
STRO-004	ADC	Sutro Biopharma	实体瘤	I期 (海外)

图表26：ESMO2025 MRG004A后线胰腺癌的I/II期试验数据

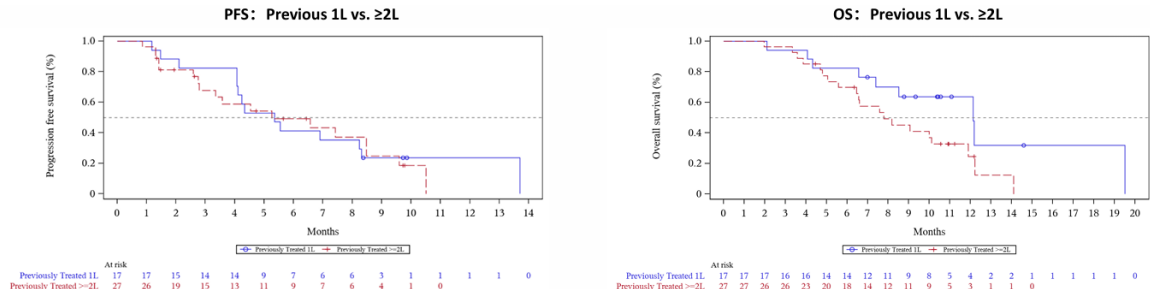


2.2 MRG004A较其他ADC具备安全性优势

- 相较于CLDN18.2 ADC, MRG004A具备无需筛选患者、安全性更佳的优势。** CLDN18.2常在胰腺癌中异常表达60%的PDAC患者中高表达, 信达生物CLDN18.2 ADC药物IBI343为糖基定点偶联, 毒素为TOPi类Exatecan、DAR=4。根据ASCO2025公布的I期试验数据, 在6mpk剂量下, CLDN18.2 IHC 1+2+3+≥60%的44例患者cORR和DCR为22.7%和81.8%, mPFS=5.4mo, mOS=9.1mo。进一步区分, 17例1L经治mPFS=5.4mo, mOS=12.1mo; 18例2L经治mPFS=5.3mo, mOS=9.1mo; 27例≥2L经治mPFS=5.3mo, mOS=7.8mo。58例6mpk剂量的≥3级TRAE比例为41.4%。

图表27: IBI343用于CLDN18.2阳性胰腺癌的I期试验基线和临床数据

	Total (N=83)	6 mg 1+2+3+ <60% (N=12)	6 mg 1+2+3+ ≥60% (N=44)	Adverse events (AE), n (%)	6 mg/kg (N=58)	Total* (N=83)
Age, median (range), years	61 (38-80)	64 (50-75)	60 (38-80)	TEAE	57 (98.3)	82 (98.8)
Gender, n (%)				TEAE grade ≥3	29 (50.0)	44 (53.0)
Male	50 (60.2)	8 (66.7)	24 (54.5)	TRAE	57 (98.3)	79 (95.2)
Female	33 (39.8)	4 (33.3)	20 (45.5)	TRAE grade ≥3	24 (41.4)	32 (38.6)
Race, n (%)				Treatment emergent SAE	21 (36.2)	31 (37.3)
East Asian	73 (88.0)	12 (100)	42 (95.5)	Treatment-related SAE	12 (20.7)	15 (18.1)
Caucasian	8 (9.6)	0	2 (4.5)	TEAE leading to dose interruption	27 (46.6)	39 (47.0)
Other	2 (2.4)	0	0	TRAE leading to dose interruption	19 (32.8)	26 (31.3)
ECOG PS, n (%)				TEAE leading to dose reduction	5 (8.6)	7 (8.4)
0	23 (27.7)	2 (16.7)	15 (34.1)	TRAE leading to dose reduction	5 (8.6)	7 (8.4)
1	60 (72.3)	10 (83.3)	29 (65.9)	TEAE leading to permanent discontinuation	4 (6.9)	6 (7.2)
Tumor stage, n (%)				TRAE leading to permanent discontinuation	2 (3.4)	3 (3.6)
II	1 (1.2)	0	1 (2.3)	TEAE leading to death	2 (3.4)	2 (2.4)
III	2 (2.4)	0	1 (2.3)	TRAE leading to death	0	0
IV	80 (96.4)	12 (100)	42 (95.5)			
Tumor metastasis, n (%)						
Liver	50 (60.2)	9 (75.0)	25 (56.8)			
Other	41 (49.4)	5 (41.7)	19 (43.2)			
Distant Lymph Node	31 (37.3)	6 (50.0)	17 (38.6)			
Peritoneum	28 (33.7)	3 (25.0)	17 (38.6)			
Prior lines of therapy, n (%)						
1	31 (37.3)	2 (16.7)	17 (38.6)			
2	30 (36.1)	5 (41.7)	18 (40.9)			
≥3	22 (26.5)	5 (41.7)	8 (20.5)			
Prior irinotecan, n (%)	57 (68.7)	11 (91.7)	25 (56.8)			
Prior immunotherapy, n (%)	11 (13.3)	3 (25.0)	6 (13.6)			



6 mg/kg	PFS			OS		
	Events, n (%)	Median, months	Follow-up, months	Events, n (%)	Median, months	Follow-up, months
Previous 1L (n=17)	14 (82.4)	5.4 (95% CI: 4.1-8.3)	9.8	9 (52.9)	12.1 (95% CI: 6.6-19.5)	10.5
Previous 2L (n=18)	12 (66.7)	5.3 (95% CI: 2.8-9.6)	9.8	12 (66.7)	9.1 (95% CI: 5.6-14.1)	11.2
Previous ≥2L (n=27)	18 (66.7)	5.3 (95% CI: 2.8-8.5)	9.7	20 (74.1)	7.8 (95% CI: 5.6-11.9)	11.2

资料来源: UmabsDB公众号&信达生物投资者交流材料、中邮证券研究所

2.2 RAS疗法有望定位前线，与ADC错位竞争

- **RAS尤其是G12D相关突变是胰腺癌常见类型，RAS相关疗法也是胰腺癌目前有所突破的方向。** Revolution Medicines开发了泛RAS (ON) 分子胶Daraxonrasib和RAS (ON) G12D分子胶Zoldonrasib，二者单药在经治PDAC上ORR约为30%左右；国产KRAS G12D抑制剂如劲方生物GFH375和恒瑞医药HRS-4642的ORR有所突破。
- RAS抑制剂未来具备向1L突破的潜力，机制层面与ADC疗法具有差异化，我们认为以MRG004A为代表的ADC疗法短期仍将定位在后线，暂不与RAS抑制剂形成激烈竞争。

图表28：全球RAS相关疗法用于PDAC的疗效对比

药物	线数	剂量	突变	例数	ORR	mPFS	mOS
Daraxonrasib	2L	300mg	RAS突变	38	29.0%	8.1	15.6
			RAS G12X突变	26	35.0%	8.5	13.1
	1L	300mg	RAS突变	38	47.0%		
	1L (+GnP)	200mg	RAS突变	31	55.0%		
Zoldonrasib	2L+	1200mg	KRAS G12D突变	40	30.0%		
GFH375	2L+	600mg	KRAS G12D突变	59	40.7%	5.52	
	2L	600mg	KRAS G12D突变	12	58.3%		
	3L+	600mg	KRAS G12D突变	47	36.20%		
HRS-4642	1L (+GA)	500mg D1、1200mg D8 Q3W静注	KRAS G12D突变	30	63.3%		

资料来源：Revolution Medicines和Verastem官网材料、医脉通公众号、中邮证券研究所

图表29：全球RAS相关疗法用于PDAC的安全性对比

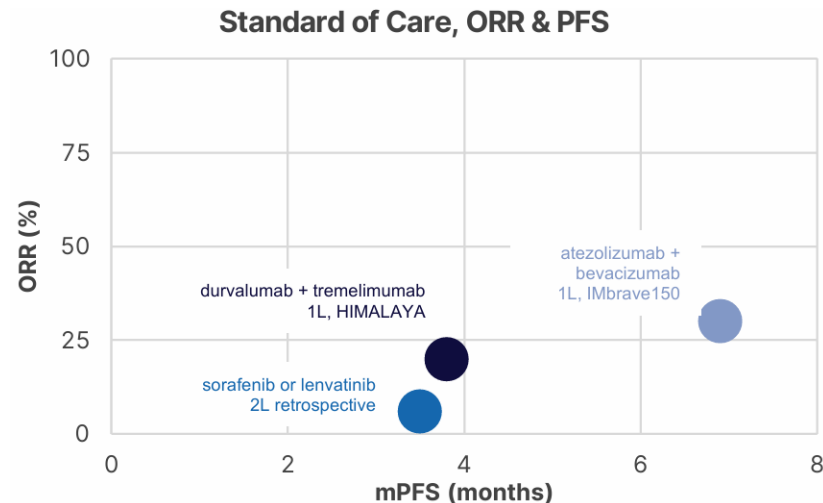
药物	线数	剂量	例数	TRAE	G3+TRAE
Daraxonrasib	2L+	300mg	83	96%	34%
	1L	300mg	40	95%	35%
	1L (+GnP)	200mg	40	98%	58%
Zoldonrasib	2L+	1200mg	90	74%	2%
GFH375	2L+	600mg	66	100%	32%
HRS-4642	1L	500mg D1、1200mg D8 Q3W静注	31	100%	87%

资料来源：Revolution Medicines官网材料、良医汇肿瘤咨询和医脉通公众号、中邮证券研究所

2.3 MRG006A (GPC3 ADC) 瞄准广阔肝癌市场

- **肝癌市场空间大，后线无标准疗法。** 22年全球肝癌新发达87万例、中国新发近37万例，其中80%为肝细胞癌（HCC），一线治疗失败后后线治疗仍存在显著局限性。
- GPC3是一种位于细胞膜表面的糖蛋白，胚胎期表达较高，而成人多数正常组织表达很低，在约76%的HCC中表达、55%为高表达，并参与Wnt/ β -catenin等促瘤信号通路，GPC3位于细胞膜外层，抗原表位暴露充分，是HCC新药开发的潜力靶点，目前相关新药呈现以CAR-T疗法为主导、抗体和ADC数量快速提升的局面。
- MRG006A基于公司的Hi-TOPI ADC技术平台开发，毒素为新型拓扑异构酶抑制剂，基于肽的可裂解接头结合，DAR值为8，AACR2024显示出良好的内吞效率和剂量依赖的活性。MRG006A于25/10完成国内II期试验的FPI，是全球首款进入II期试验阶段的GPC3 ADC药物，并已获得FDA授予快速通道资格和孤儿药资格认定。根据25/07人民日报报道MRG006A在中国医学科学院肿瘤医院肝胆外科入组14例患者观察到多例肿瘤缩小，治疗效果远超现有治疗方案；I期试验剂量爬坡研究取得超出预期的成果。

图表30：美国HCC的SoC疗法有效性对比



资料来源：Zymeworks投资者交流材料、中邮证券研究所

图表31：全球GPC3靶点细胞疗法研发进展

药物	企业	适应症	全球进度	中国进度
AZD-5851	阿斯利康	HCC	II期	无
BOXR-1030	SOTIO Biotech	HCC等实体瘤	II期	无
C-CAR031	上海赛比曼	HCC	II期	II期
Ori-C101	原启生物科技	HCC	II期	II期
iCAR-ILC-N101	Thyas Co Ltd	卵巢肿瘤	I期	无
CT-0181	科济医药		I期	I期
Ori-C901	原启生物	HCC	I期	I期
GPC3 CAR-T	Noile-Immune		I期	无
GPC3/Mesothelin CAR- γ δ T	广州医科大学附属第二医院	间皮瘤、胰腺癌等	I期	I期
IM-83	北京艺妙医疗	HCC、BTC	I期	I期
LB-2101	传奇生物	HCC	I期	I期
YT-GPC3	华夏英泰	HCC	I期	I期
ECT-204 (TCR-T)	优瑞科/药明巨诺	转移性肝癌	II期	临床前
SN-301A (CAR-NK)	晟临生物	HCC	I期	I期

请参阅附页免责声明

资料来源：探针资本公众号、中邮证券研究所

图表32：全球GPC3靶点抗体和ADC药物研发进展

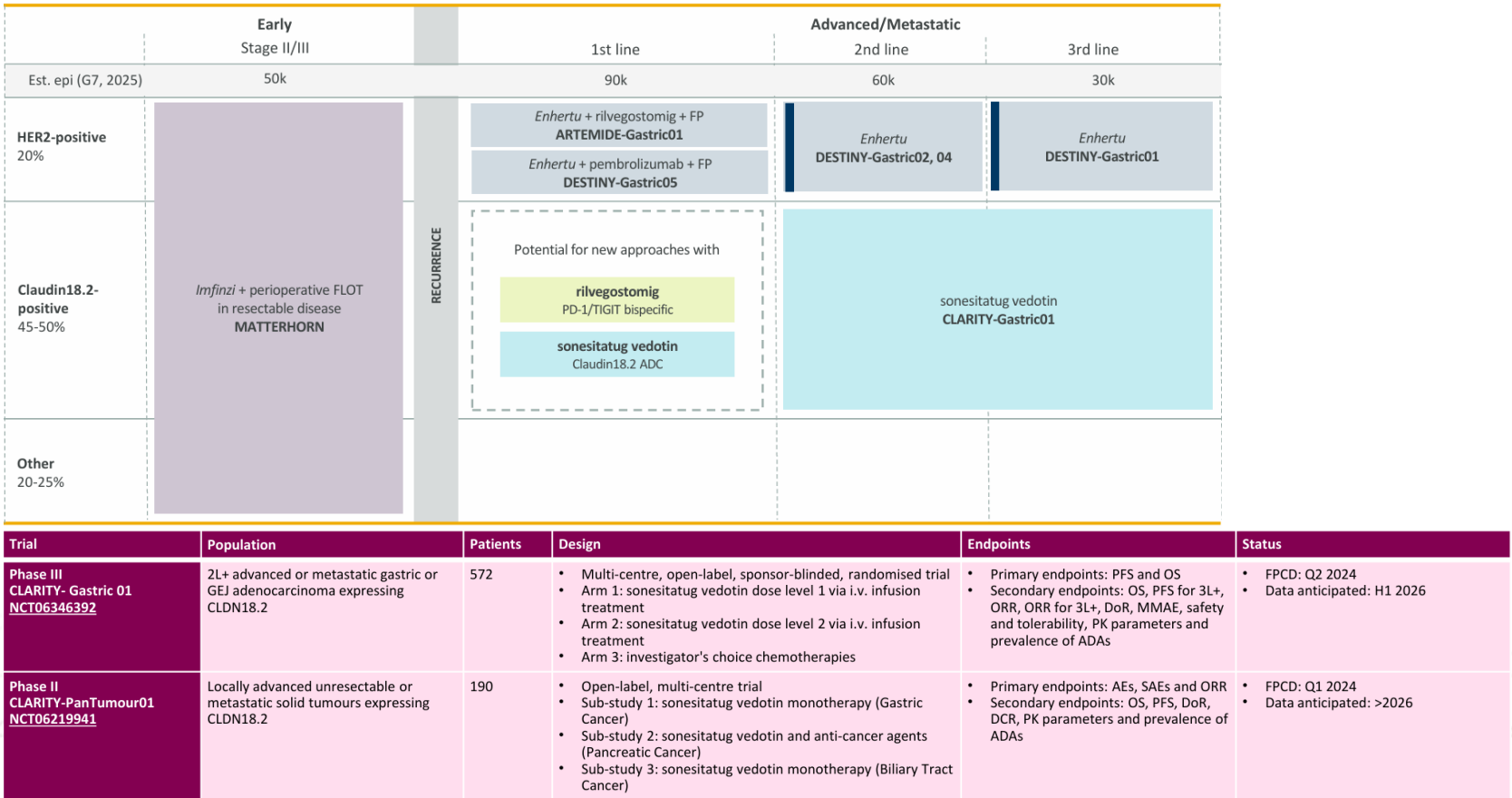
药物	企业	适应症	全球进度	中国进度
Codrituzumab	中外制药/罗氏	HCC	II期	无
PRS-342 (GPC3/4-1BB双抗)	Pieris Pharmaceuticals	HCC	II期	无
BGB-B2033 (GPC3/4-1BB双抗)	百济神州	HCC	I期	I期
JMT-106 (GPC3/IFN双抗)	石药集团	实体瘤	I期	I期
CMD-011 (CD3/GPC3双抗)	浙江时迈药业	HCC等实体瘤	II期	II期
SAR-444200 (TCR/GPC3纳米抗体)	赛诺菲	HCC、NSCLC等实体瘤	I期	I期
CM-350 (CD3/GPC3双抗)	康诺亚	实体瘤	II期	II期
AZD-9793 (CD8/TCR/GPC3三抗)	阿斯利康	HCC等实体瘤	II期	申报
MRG-006 (ADC)	乐普生物/美雅珂	HCC等实体瘤	II期	II期
ZW-251 (ADC)	Zymeworks	HCC	I期	无
BC-2027 (ADC)	无锡智康弘义生物	实体瘤	I期	I期
BAY-3630942 (RDC)	拜耳	HCC等实体瘤	I期	无
BAY-3547926 (RDC)	拜耳	HCC等实体瘤	I期	无
RYZ-811 (RDC)	RayzeBio	HCC	I期	无

资料来源：探针资本公众号、中邮证券研究所

2.4 CMG901为全球FIC的CLDN 18.2 ADC

- CMG901为公司和康诺亚合资公司KYM Biosciences（公司持股30%）开发的靶向CLDN18.2的VC-MMAE ADC药物，DAR值为4，抗体部分CM311亲和力显著优于已上市CLDN18.2单抗Zolbetuximab，尤其是CLDN18.2低表达肿瘤细胞。23年阿斯利康以6300万美元首付+最高11.25亿美元里程碑引进CMG901海外权益，目前单药用于2L+CLDN18.2阳性GC/GEJ的全球III期试验阶段，预计26H1读出数据。

图表33：阿斯利康在消化道肿瘤领域的布局



2.5 MRG001 (CD20 ADC) 在DLBCL展现潜力

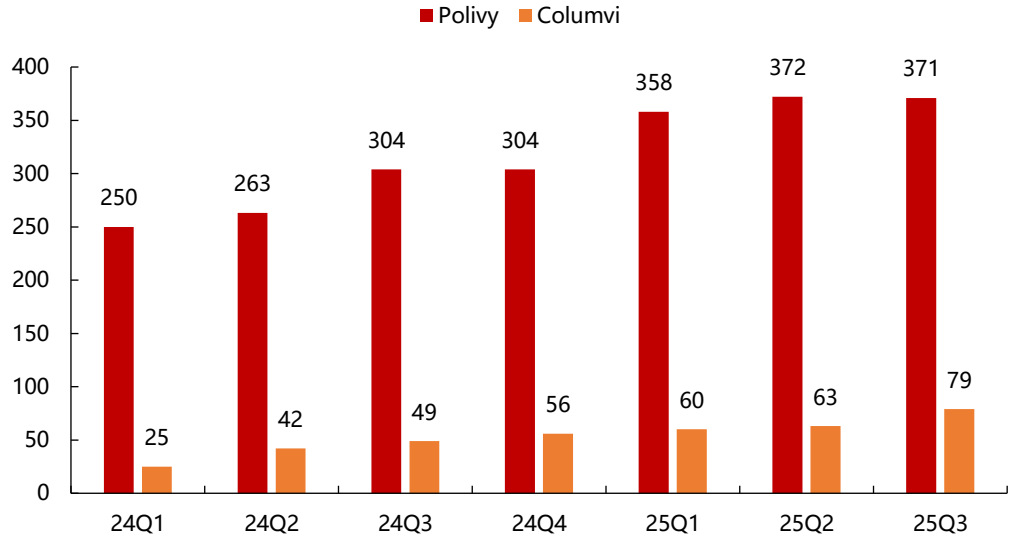
- MRG001为靶向CD20的VC-MMAE ADC药物，抗体为利妥昔单抗生物类似物，目前联合BTK抑制剂奥布替尼用于后线DLBCL的II期试验阶段。
- DLBCL为最常见的非霍奇金淋巴瘤（NHL），占比约40-50%，24年中国新发19万例，R-CHOP疗法为一线基石，一线后有40-50%的患者会出现难治性复发（R/R），R/R DLBCL的治疗选择包括CD3/CD20双抗、CD19单抗联合来那度胺、利妥昔单抗联合化疗等；罗氏CD3/CD20双抗Glofitamab+化疗用于后线DLBCL的III期STARGALO试验数据显示其ORR=68.3%（对照组R-GemOx为40.7%）、mPFS=13.8mo（对照组3.6mo, HR=0.40）、mOS=25.5mo（对照组12.9mo, HR=0.62）；罗氏CD79b ADC药物Polivy+R-GemOx方案的III期POLARGO试验数据显示其ORR=52%（对照组R-GemOx为31%）、mPFS=7.4mo（对照组2.7mo, HR=0.37）、mOS=19.5mo（对照组12.5mo, HR=0.60）。罗氏同样在探索二者联合疗法在前线的应用。

图表34：后线DLBCL相关疗法数据对比

研究	中位年龄, 岁	分组	ORR, %	CR率, %	中位 PFS, 月	中位 OS, 月	≥2级CRS 发生率, %	托珠单抗 应用率, %	类固醇应用率, %	治疗持续时间, 月
SUNMO	62	Mosun-Pola	70	51	11.5	18.7	4	4	4	8个21天周期
		R-GemOx	40	24	3.8	13.6	NA	NA	NA	8个14/21天周期
POLARGO	66	Pola-R-GemOx	68	52	7.4	19.5	NA	NA	NA	8个21天周期
		R-GemOx	31	24	2.7	12.5	NA	NA	NA	8个21天周期
STARGLO	68	Glofitamab/GemOx	68	59	13.8	25.5	12	26	32	8个21天周期
		R-GemOx	41	25	3.6	12.9	NA	NA	NA	8个21天周期
EPCORE NHL-2	72	Epcoritamab-GemOx	85	61	11.2	21.6	24	23	17	14天周期直到疾病进展或出现不可接受的毒性

资料来源：聚焦CA公众号、中邮证券研究所

图表35：Polivy和Columvi/Glofitamab全球销售额（百万瑞郎）



资料来源：罗氏官网、中邮证券研究所

2.5 MRG001联用方案在经治DLBCL反应情况优秀

- 通常BTK抑制剂如伊布替尼、泽布替尼等单药治疗R/R DLBCL的疗效有限，ORR为29.3-26.8%，需要以基因分型精准选择患者。当前BTK抑制剂在DLBCL适应症上的研究重点，已从单药探索转向与ADC、双抗的多维联合，通过作用机制互补，实现对肿瘤细胞的全面打击。
- 根据公司于ASH2025更新MRG001联合诺诚健华BTK抑制剂奥布替尼用于后线DLBCL的II期试验数据，试验入组26例，既往经治线数为3线（80.8%为2L+经治），21例可评患者ORR=66.7%（CR率为23.8%）、mPFS=13.1mo，mOS未达到。5例CD3/CD20双抗经治患者中ORR=80%（2例CR、2例PR）、2例CAR-T经治患者ORR=100%（1例CR、1例PR）、7例巨块型病变患者ORR=42.9%。安全性方面，G3+TRAE比例为69.2%，主要为血液系统相关AE。**MRG001联合疗法初步展现出在后线的竞争优势，尤其是CD3/CD20双抗和CAR-T经治后的反应情况优秀。**

图表36：MRG001+奥布替尼用于后线DLBCL的II期试验基线和临床数据

	MRG001+Orelabrutinib (N=26)		MRG001+Orelabrutinib (N=26)
Age, years, median (range)	57 (21-74)	TRAEs, n (%)	23 (88.5%)
Sex, n (%)		≥3 grade TRAEs	18 (69.2%)
Male	11(42.3%)	TRSAEs	8 (30.8%)
Female	15(57.7%)	Common TRAEs(≥20%)	
ECOG PS, n (%)		Decreased neutrophil count	20 (76.9%)
0	7(26.9%)	Decreased white blood cell count	18 (69.2%)
1	16(61.5%)	Anemia	15 (57.7%)
2	3(11.5%)	Decreased platelet count	14 (53.8%)
SPD, median (range)	2970 (234-30398)	Hypokalemia	12 (46.2%)
Prior line, median (range)	3 (1-10)	Decreased lymphocyte count	10 (38.5%)
Prior treatment		Elevated aspartate aminotransferase	9 (34.6%)
CAR-T	2(7.7%)	Elevated alanine aminotransferase	6 (23.1%)
Bispecific antibody	5(19.2%)		
BTK	3(11.5%)		

	MRG001+Orelabrutinib (N=21)
Best overall response	
CR	5
PR	9
SD	4
PD	3
CRR	23.8%
ORR	66.7%
DCR	85.7%
mDoR (95% CI), months	10.2 (1.4, NA)
mPFS (95% CI), months	13.1 (2.9, NA)
mOS (95% CI), months	NR(4.9, NA)



三

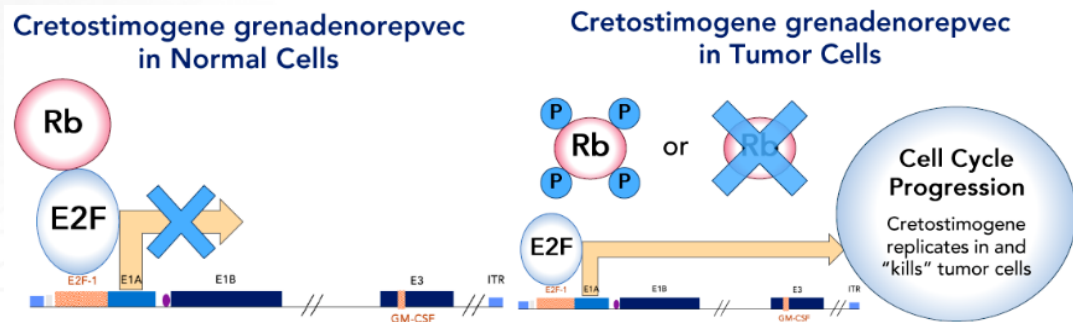
引进溶瘤病毒具备BIC潜质，新品出海已有突破

- 3.119年引进溶瘤病毒疗法，切入膀胱癌广阔存量市场
- 3.2CG-0070临床III期数据证实BIC潜质
- 3.3早研管线已有出海记录，TCE项目进入临床

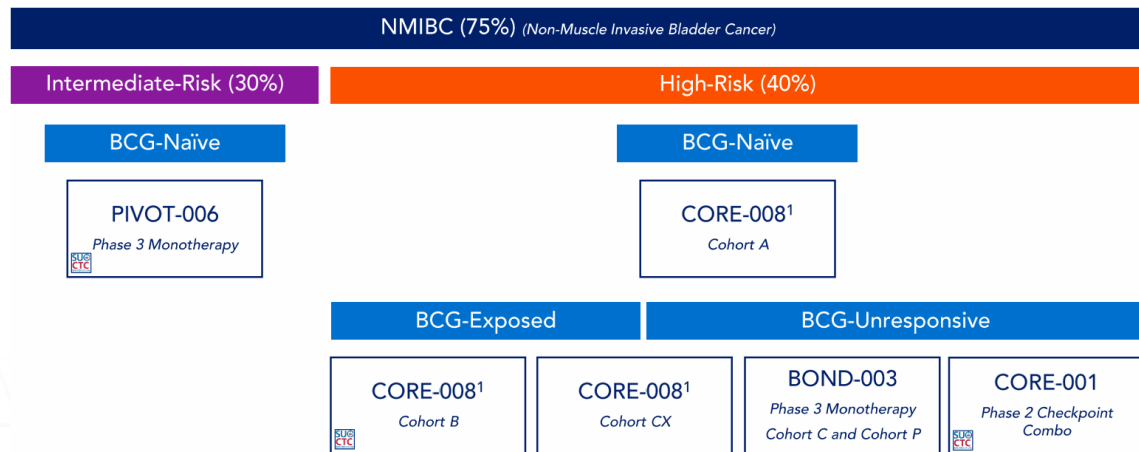
3.1 19年引进溶瘤病毒疗法，切入膀胱癌广阔存量市场

- CG0070/Cretostimogene为一款膀胱灌注给药的工程化5型腺病毒溶瘤病毒，嵌入了两种编码基因-肿瘤选择性启动子E2F-1和GM-CSF基因，可以选择性地在Rb调控缺陷的肿瘤细胞内复制，最终裂解肿瘤细胞，进而释放肿瘤抗原以及GM-CSF，通过双重杀瘤作用可以将抗肿瘤活性最大化。公司于19年3月自CG Oncology引进CG0070国内权益，首付款450万美元、里程碑6000万美元以及销售净额高个位数百分比分成，目前CG0070美国单药用于高危BCG不响应NMIBC已向FDA启动滚动BLA申请，预计26年完成，国内则处于关键注册桥接试验阶段。
- 膀胱癌是一种在膀胱组织中起源于尿路上皮的恶性肿瘤，22年全球和中国新发病例各为61.4和9.3万人，其中非肌层浸润性膀胱癌（NMIBC）占新发病例75%，NMIBC可进展为MIBC，NMIBC的5年OS率可达到90%，存量患者人群数量庞大；经尿道膀胱肿瘤切除术（TURBT）为其首选方案，术后辅助灌注疗法减少复发（国内化疗灌注为主，欧美BCG为主），二线除膀胱切除外无较好疗法。NMIBC根据复发风险可分为低危（约占30%）、中危（占30%）和高危（40%）。

图表37：CG0070作用机制



图表38：CG0070适应症布局



3.2 CG-0070临床III期数据证实BIC潜质

- 根据CG Oncology更新的CG0070用于高危BCG不响应NMIBC的III期BOND-003试验C亚组（伴原位癌）数据，110例患者主要终点任何时间CR率为75.5%，12个月CR率为46.4%，24个月CR率为41.8%。24个月时，96.4%的患者没有进展到MIBC，响应患者中83.6%的患者避免了根治性膀胱切除术，相较于竞品如强生吉西他滨膀胱内给药系统TAR-200，CG0070实现了NMIBC领域历史最佳的持久性疗效数据，且G3+TRAE比例为0，疗效与安全性俱佳。在近期更新的用于高危BCG不响应Ta/T1期NMIBC的P亚组数据同样展示出这一优势。参考25/09获得FDA批准上市的TAR-200，强生预期全球销售峰值约50亿美元，CG0070市场潜力巨大。

图表39：CG0070在高危BCG不响应CIS NMIBC与竞品的对比

Trial (Status)	BOND-003 COHORT C (Ph3 Ongoing)	SunRISe-1 (Approved)	QUILT 3.032 (Approved)	NCT02773849 (Approved)	KEYNOTE-057 (Approved)
Drug	Cretostimogene	TAR-200	N-803 + BCG	Nadofaragene	Pembrolizumab
Mechanism	Oncolytic Immunotherapy	Gemcitabine via In-Dwelling Device	IL-15 Superagonist + BCG combo	Gene Therapy Secreting IFN	Checkpoint Inhibitor
RoA	Intravesical	Transurethral Procedure	Intravesical	Intravesical	Intravenous
Efficacy Population	110	83	77	98	96
CR at Any Time	75.5% (83/110) [95% CI: 66% - 83%]	82.4% (70/83) [95% CI: 73% - 90%]	62.3% (48/77) [95% CI: 51% - 73%]	51.0% (50/98) ⁵ [95% CI: 41% - 61%]	40.6% (39/96) [95% CI: 31% - 51%]
CR at 12 Mo	46.4% (51/110) [95% CI: 37% - 56%]	K-M: 45.9% (39/83)	36.4% (28/77) ⁴	24.3% (25/103)	18.8% (18/96)
CR at 24 Mo	41.8% (46/110)² [95% CI: 33% - 52%]	Not Reported	24.7% (19/77) ⁴	19.4% (20/103)	9.4% (9/96) ⁶
12M DOR	K-M: 64.2% [95% CI: 52% - 74%]	Observed: 52.9% K-M: 56.2%	58%	46%	46%
24M DOR	K-M: 60.1% [95% CI: 48% - 70%]	K-M: 51.8%	40%	Not Reported	Not Reported
Free from Progression to MIBC	96.4% at 24 month	94.3%	100%	94%	89%
Cystectomy Free Survival	88.2% at 12 month 81.3% at 24 month³	86.6% at 12 month ³	59% ³	64% at 24-month	84%
Median Time to AE Resolution	1 Day	3.1 weeks	Not Reported	Not Reported	Not Reported
Grade 3+ TRAE	0%	13%	Not reported; 16% SAE	4%	13%
TR discontinuation	0%	3.5%	7%	3%	11%

3.2 CG-0070临床III期数据证实BIC潜质

图表40: CG0070在高危BCG不响应Ta/T1期NMIBC与竞品的对比

Trial (Status)	BOND-003 COHORT P (Ph3 Ongoing) ¹	SunRISe-1 ²	QUILT 3.032 ³	NCT02773849 ^{4,5}	KEYNOTE-057 ⁶
Drug	Cretostimogene	TAR-200	N-803 + BCG	Nadofaragene	Pembrolizumab
Mechanism	Oncolytic Immunotherapy	Gemcitabine via In-Dwelling Device	IL-15 Superagonist + BCG combo	Gene Therapy Secreting IFN	Checkpoint Inhibitor
RoA	Intravesical	Transurethral Procedure	Intravesical	Intravesical	Intravenous
Efficacy Population	N=54	N=52	N=72	N=50	N=132
EFS/DFS/HG-RFS					
3 month	95.7 [95% CI: 83.8, 98.9]	Not Reported	92.8% [95% CI]*	72.9 [95% CI: 58.2-84.7]	87.7 [95% CI: 80.7-92.3]
6 month	84.6 [95% CI: 68.6, 92.9]	85.3 [95% CI: 71.6-92.7]	75.9% [95% CI]*	62.5 [95% CI: 47.4-76.0]	53.1 [95% CI: 44.1-61.2]
9 month	80.4 [95% CI: 62.3, 90.4]	81.1 [95% CI: 66.7- 89.7]	Not Reported	58.3 [95% CI: 43.2-72.4]	Not Reported
12 month	Not Yet Reached	74.3% [95% CI: 59.2-84.6]	55.4 [95% CI: 42.0-66.8]	43.8 [95% CI: 29.5-58.8]	43.5 [95% CI: 34.9-51.9]
24 month	Not Yet Reached	Not Reported	48.3 [95% CI: 34.5-60.7]	33.3 [95% CI: 20.4-48.4]	34.9 [95% CI: 26.4-43.4]
Safety					
Grade 3+ TRAE	0 (0%)	13.5%	Not Reported	4%	14%
TR discontinuation	0 (0%)	7.7%	7%	3%	11%
SAEs	0 (0%)	5.8% including sepsis, spinal fracture (procedure related), and UTI	16%**	11%	13%

3.3 早研管线已有出海记录，TCE项目进入临床

- 近年来随着平台产出逐步丰富，公司在研项目出海也有所斩获。25年1月公司与ArriVent达成协议，将自研CDH17 ADC (TOPI毒素) MRG007海外权益以4700万美元首付及近期里程碑、11.6亿美元潜在里程碑以及未来商业化分成授权给ArriVent，目前其国内I/II期试验已完成首例患者入组，美国获得IND批件。25年8月公司与Excalipoint达成NewCo协议，将自研CD3/4-1BB/DLL3三抗药物CTM012及CTM013以1000万美元首付、8.475亿美元潜在里程碑以及未来商业化分成授权给Excalipoint，目前已进入临床I期阶段，公司IO领域临床转化开始体现成果。

四

盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测和投资建议

4.2 风险提示

4.3 财务报表和主要财务比率

4.1 盈利预测和投资建议

- **核心假设:** 1) 普特利单抗未进医保, 适应症稳定, 预计25-27年收入为4.2/5/5.5亿元, 毛利率稳定; 2) MRG003于25年上市, 假设联合用于2L+NPC、单药用于2L+HNSCC分别于26和27年上市贡献收入, 根据适应症新发人数和竞争力分析, 预计25-27年收入0.6/3.0/5.5亿元; 3) MRG004A假设单药用于后线PDAC于27年获批上市贡献收入, 根据适应症新发人数和竞争力分析, 预计27年收入1.7亿元; 4) 25年公司BD收入主要由MRG007和CTM012贡献, 根据首付款预计25年规模为3.8亿元, 26-27年暂假设以已出海项目里程碑收入为主, 预计为2.0/2.0亿元; 5) CDMO业务预计25-27年收入稳定为0.15亿元。6) 毛利率假设25-27年稳定在90%以上, 期间费用支出额稳中略增。
- **盈利预测和投资建议:** 公司为创新药研发型公司, 目前仍处于新药研发投入期, 预计25/26/27年公司收入为8.8/10.2/14.9亿元, 同比增长138%/16%/47%, 归母净利润为-0.2/0.1/2.8亿元。公司ADC管线稳步推进, 商业化进展顺利, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表41: 盈利预测和财务指标

盈利预测	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15.57	225.35	367.79	876.05	1,016.14	1,489.46
增长率 (%)	—	1347.2%	63.2%	138.2%	16.0%	46.6%
EBITDA	-604.70	78.90	-307.03	112.41	124.16	409.52
归母净利润	-689.05	-22.10	-411.38	-19.85	8.29	280.25
增长率 (%)	31.8%	96.8%	-1761.8%	95.2%	141.8%	3280.0%
每股收益EPS	-0.42	-0.01	-0.24	-0.01	0.00	0.16
每股净资产	0.54	0.54	0.41	0.61	0.62	0.78
市盈率 (P/E)	-15.75	-378.90	-9.83	-427.07	1,022.39	30.25
市净率 (P/B)	12.19	7.01	5.74	7.68	7.59	6.05

资料来源: 依据公司公告及相关假设预测、中邮证券研究所

4.2风险提示

- 1) 创新药临床推进进度不及预期：国家药监局的审评标准动态调整可能延长研发周期；临床试验设计的复杂性可能使得临床进度不及预期。
- 2) 创新药临床数据不及预期：关键指标未达预设目标等风险；临床试验设计与执行缺陷等影响最终临床数据。
- 3) 创新药上市后销售情况不及预期：产品上市后可能面临市场准入、医保谈判与集采压力；产品销售额可能受企业商业化策略影响。
- 4) 地缘政治风险。

4.3 财务报表和主要财务比率 (单位: 百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	646	1,168	1,374	1,757
现金	401	885	1,045	1,378
应收账款及票据	46	73	99	124
存货	23	67	75	87
其他	176	142	155	168
非流动资产	1,635	1,664	1,660	1,646
固定资产	930	942	948	949
无形资产	464	489	489	484
其他	241	233	223	213
资产总计	2,281	2,832	3,034	3,403
流动负债	1,044	1,180	1,369	1,438
短期借款	538	588	638	688
应付账款及票据	236	311	375	347
其他	269	280	356	402
非流动负债	555	554	554	554
长期债务	256	256	256	256
其他	299	298	298	298
负债合计	1,599	1,733	1,923	1,991
普通股股本	1,711	1,804	1,804	1,804
储备	-1,008	-700	-687	-403
归属母公司股东权益	703	1,104	1,117	1,402
少数股东权益	-21	-6	-5	10
股东权益合计	682	1,098	1,112	1,411
负债和股东权益	2,281	2,832	3,034	3,403
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-196	233	298	465
净利润	-411	-20	8	280
少数股东权益	-13	15	1	15
折旧摊销	100	102	104	104
营运资金变动及其他	128	135	185	66
投资活动现金流	-62	-201	-173	-166
资本支出	-62	-140	-110	-100
其他投资	0	-61	-63	-66
筹资活动现金流	232	448	30	29
借款增加	96	50	50	50
普通股增加	209	417	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-73	-19	-20	-21
现金净增加额	-25	484	160	332

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	368	876	1,016	1,489
其他收入	0	0	0	0
营业成本	75	80	90	125
销售费用	146	219	254	298
管理费用	92	105	122	149
研发费用	438	394	457	536
财务费用	17	15	11	10
除税前溢利	-424	-5	9	295
所得税	0	0	0	0
净利润	-424	-5	9	295
少数股东损益	-13	15	1	15
归属母公司净利润	-411	-20	8	280
EBIT	-407	10	20	305
EBITDA	-307	112	124	410
EPS (元)	-0.24	-0.01	0.00	0.16

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	63.21%	138.19%	15.99%	46.58%
归属母公司净利润	-1761.77%	95.17%	141.77%	3279.97%
获利能力				
毛利率	79.66%	90.87%	91.14%	91.61%
销售净利率	-111.85%	-2.27%	0.82%	18.82%
ROE	-58.53%	-1.80%	0.74%	19.99%
ROIC	-27.59%	0.51%	1.01%	12.97%
偿债能力				
资产负债率	70.11%	61.22%	63.36%	58.52%
净负债比率	57.65%	-3.74%	-13.59%	-30.71%
流动比率	0.62	0.99	1.00	1.22
速动比率	0.60	0.93	0.95	1.16
营运能力				
总资产周转率	0.16	0.34	0.35	0.46
应收账款周转率	8.80	14.75	13.88	13.88
应付账款周转率	0.34	0.29	0.36	0.36
每股指标 (元)				
每股收益	-0.24	-0.01	0.00	0.16
每股经营现金流	-0.11	0.13	0.17	0.26
每股净资产	0.41	0.61	0.62	0.78
估值比率				
P/E	-9.83	-427.07	1,022.39	30.25
P/B	5.74	7.68	7.59	6.05
EV/EBITDA	-14.42	75.05	67.06	19.64

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

盛丽华 (首席分析师)

SAC编号: S1340525060001

邮箱: shenglihua@cnpsec.com

陈灿 (分析师)

SAC编号: S1340525070001

邮箱: chencan@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES