

和铂医药-B (02142.HK)

2025 年年报点评：BD 持续兑现利润可期，AI 平台全面赋能新药研发

2026 年 05 月 06 日

买入（维持）

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 苏丰

执业证书：S0600525040005

suf@dwzq.com.cn

研究助理 邹行健

执业证书：S0600125040009

zouxj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万美元）	38.10	157.98	234.52	221.01	254.53
同比(%)	(57.43)	314.63	48.45	(5.76)	15.17
归母净利润（百万美元）	2.78	91.33	117.23	104.29	121.41
同比(%)	(87.81)	3,187.72	28.35	(11.04)	16.42
EPS-最新摊薄（美元/股）	0.00	0.10	0.13	0.12	0.14
P/E（现价&最新摊薄）	538.75	16.39	12.77	14.35	12.33

股价走势



投资要点

- **事件：**公司 2025 年实现营业收入 1.58 亿美元，同比增长 315%；实现经调整后净利润 1.01 亿美元，同比增长 1146%。
- **现金流与资产规模高速增长，财务结构持续优化夯实长期发展基础。** 2025 年底现金储备达 4.031 亿美元，较 2024 年年底增长 142%。经营性现金流同比+165%达 0.81 亿美元，得益于多个项目海外授权与战略合作推进，公司现金储备持续增强，为临床管线的稳步推进奠定了坚实的资金基础。3) 2025 年底净资产 3.67 亿美元，较 2024 年底增长 196%，财务结构的持续优化进一步夯实了资产质量，为公司长期可持续发展构筑了稳固的财务壁垒。
- **核心中后期管线进入价值释放阶段，具备较强兑现潜力。**公司围绕肿瘤、免疫、减肥代谢和中枢神经四大疾病领域布局 30+项临床及临床前资产，核心中后期产品潜在销售峰值合计超过 60 亿美元。其中，HBM9161（巴托利单抗）针对全身型重症肌无力已递交 BLA 并处于审评中，后续有望成为公司首个重要商业化产品；HBM9378 作为潜在同类最佳的超长效 TSLP 单抗，中重度哮喘全球 II 期已启动，预计 2026 年 Q3 读出中期数据，慢阻肺全球 II 期预计于 2026 年 Q2 启动；HBM4003 在 MSS CRC 中显示出较优疗效与安全性，已于 2026 年 2 月完成海外授权并建立 NewCo。
- **技术平台升级，AI 全面赋能新药研发。**2025 年 10 月，公司发布 HumAtrix™ AI 平台驱动的首个全人源 AIHCab 生成模型。该模型基于 900 万条 NGS（新一代测序）HCab 序列及海量公共数据库，通过微调蛋白质大语言模型，实现 AI 从头生成高潜力 HCab 候选序列，并针对靶点特异性进行二次优化。在 AIHCab 模型 de novo 生成的 107 个全新分子序列中，后续在湿实验中进一步验证，抗体命中目标靶点的比例达到 78.5%，其中 20 个分子被验证具备高活性、高纯度、高产量及特异性。基于该系统，AI HCab 模型有望加速全人源 HCab 在新一代治疗领域的应用，如多抗、XDC、invivo CAR-T 以及吸入或口服大分子药物，助力重塑新药研发格局。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司每年通过 BD 稳定获得现金流，我们将 2026-2027 年归母净利润由 0.47/0.63 亿美元上调至 1.17/1.04 亿美元，2028 年为 1.21 亿美元，公司抗体平台具备稀缺性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新药研发进展不及预期的风险；药品审批和上市时间不及预期的风险；合作方未能履行合约的风险；市场格局竞争加剧的风险。

市场数据

收盘价(港元)	13.07
一年最低/最高价	7.52/17.98
市净率(倍)	4.06
港股流通市值(百万港元)	11,748.12

基础数据

每股净资产(美元)	0.41
资产负债率(%)	26.62
总股本(百万股)	898.86
流通股本(百万股)	898.86

相关研究

《和铂医药-B(02142.HK)：全球稀缺抗体平台，In China for global 的 BD 领军者》

2025-08-26

内容目录

1. 平台出海合作元年，助推业绩创历史新高	4
2. 自免/肿瘤管线收获期至，发力减肥/神经等多疾病领域	6
3. 诺纳生物：全球领先的 AI 抗体+技术生科新范式，多项突破引领前沿创新	8
4. 盈利预测与估值	9
5. 风险提示	9

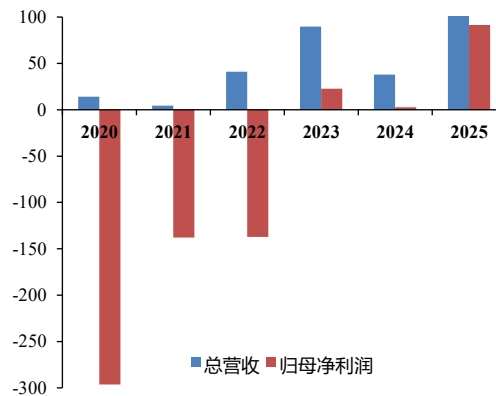
图表目录

图 1: 公司总营收及归母净利润 (百万美元)	4
图 2: 公司现金流与资产规模高速增长.....	4
图 3: 公司核心在研管线, BIC/FIC 管线抢占四大疾病领域千亿市场.....	6
图 4: 公司核心在研管线: 下一代复杂分子获初步验证.....	7
图 5: 诺纳生物 AI HCAb 生成模型显著提升结合分子多样性与结合成功率.....	8
表 1: 公司全球合作列表.....	5

1. 平台出海合作元年，助推业绩创历史新高

公司 2025 年实现营业收入 1.58 亿美元，同比增长 315%；实现经调整后净利润 1.01 亿美元，同比增长 1146%。分收入结构看，2025 年分子许可费同比增长 375%，研究及技术许可费同比增长 99%，主要受益于与跨国药企战略合作落地及创新产品海外授权贡献增加。

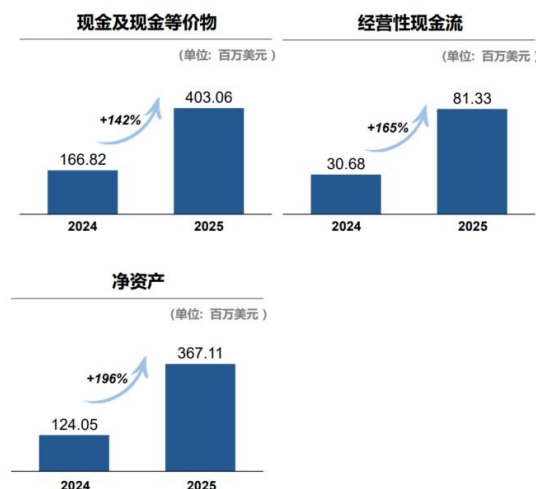
图1：公司总营收及归母净利润（百万美元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

现金流与资产规模高速增长，财务结构持续优化夯实长期发展基础。2025 年底现金储备达 4.03 亿美元，较 2024 年年底增长 142%。2025 年经营性现金流同比增长 165% 达 0.81 亿美元，得益于多个项目海外授权与战略合作推进，公司现金储备持续增强，为临床管线的稳步推进奠定了坚实的资金基础。2025 年底净资产 3.67 亿美元，较 2024 年底增长 196%，财务结构的持续优化进一步夯实了资产质量，为公司长期可持续发展构筑了稳固的财务壁垒。

图2：公司现金流与资产规模高速增长



数据来源：公司业绩演示材料，东吴证券研究所（汇率以公司业绩演示材料为基准）

全球合作新范式领导者，树立 Biotech 与跨国药企合作新标杆。公司自 2016 年成立以来（至 2025 年底），累计全球合作交易规模超 120 亿美元，通过 1) “走出去”+ “引进来”，成立联合创新中心，实现中国创新药生态可持续发展，整合全球与本土资源，共建高效研发与转化平台。2) 价值共创，通过 Co-Co 模式深度绑定战略伙伴，实现风险共担、收益共享与管线全球价值最大化释放。

表1：公司全球合作列表

合作方	合作内容	授权金额
阿斯利康	首期聚焦 2 个免疫学临床前资产，并拥有 2025-2029 年间每年对既定阶段多个新项目的许可选择权，且可延长 5 年，潜在合作期长达 10 年	首年合作金额：1.75 亿美元首付款、近期里程碑和额外新增项目的选择权行使费；44 亿美元研发及商业里程碑，及净销售额的分级特许权使用费
BMS	合作推进及加速多特异性抗体发现项目	总计 9,000 万美元的付款+高达 10.35 亿美元的开发及商业里程碑付款+基于未来产品净销售额的分级特许权使用费
大冢制药	HBM7020(BCMAxCD3)	总计 4,700 万美元的首付款和近期里程碑；高达 6.23 亿美元的研发和商业里程碑
Spruce	HBM9013(CRH 中和抗体)	3.95 亿美元总付款（首付款和里程碑）；持有 Spruce 约 3.8% 的发行在外股份总数以及约 3.1% 的完全稀释股份
Windward	HBM9378(超长效 TSLP)	9.7 亿美元总价值：4,500 万美元首付款和近期里程碑、WindwardBio 母公司股权
Solstice Oncology	HBM4003(下一代 CTLA-4)	12 亿美元总价值：5,500 万美元首付款和近期付款、5,000 万+美元 SolsticeOncology 股权

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 自免/肿瘤管线收获期至，发力减肥/神经等多疾病领域

截至 2025 年底，公司在研管线聚焦四大疾病领域，包括肿瘤、免疫、减肥代谢、中枢神经系统，拥有临床与临床前管线资产 30+，核心中后期产品潜在销售峰值超 60 亿美元，2026 年预计 IND 获批 3 个以上。

图3：公司核心在研管线，BIC/FIC 管线抢占四大疾病领域千亿市场



数据来源：公司业绩演示材料，东吴证券研究所

在炎症免疫和肿瘤领域，下一代产品全面进入复杂分子 2.0 时代；在中枢神经系统领域，聚焦经验证的中枢神经系统靶点，通过提升中枢递送效率与延长半衰期增强药效信号，打造下一代 BIC 与 FIC 产品；在减重代谢领域，公司拥有多通路调控的代谢领域创新生物药，有望成为下一代 BIC 与 FIC 减肥代谢疗法。

图4：公司核心在研管线：下一代复杂分子获初步验证

项目	靶点	进展	疗法	适应症	产品定位
免疫&炎症					
R7033	IL13/未披露靶点	PCC	双抗	自免疾病	新型IL4R联合疗法，聚焦不应答与难治人群
R7034	BCMA/CD19/未披露靶点	PCC	双抗/三抗	自免疾病	髓系细胞衔接器（MCE）创新组合
R7027	CD3/CD19/未披露靶点	PCC	三抗	自免疾病	下一代免疫细胞清除技术
肿瘤					
HBM9027	PD-L1/CD40	临床I期	双抗	胰腺瘤	下一代I/O领域产品
HBM7004	B7H4/CD3	IND-enabling	双抗	一线及以上非小细胞肺癌	"2+1" TCE联用治疗实体瘤
R3001	PD1/VEGF/未披露靶点	PCC	三抗	肿瘤疾病	下一代I/O领域基石
R3002	CD3/未披露靶点/未披露靶点	PCC	三抗	转移性去势抵抗性前列腺癌（mCRPC）	FIC，三特异性T细胞连接器（TCE）
R5003	未披露靶点/未披露靶点	PCC	双抗ADC	转移性去势抵抗性前列腺癌/神经内分泌前列腺癌（mCRPC/NEPC）	ADC FIC，新型肿瘤相关抗原（TAA）
中枢神经系统					
NEU2005	未披露靶点	PCC	双抗	神经系统疾病	血脑屏障穿透潜在BIC
NEU3001	未披露靶点	PCC	AOC	神经系统疾病	双重血脑屏障穿透机制FIC
减肥代谢					
LET003	未披露靶点	IND-enabling	单抗	减肥代谢	潜在BIC，增强并维持整体减重与减脂效果，同时保持瘦体重
LET001	未披露靶点	PCC	LYTAC	减肥代谢	FIC，基于人体遗传相关性证据的新靶点，通过LYTAC实现强效靶点清除
LET004	未披露靶点	PCC	双抗	减肥代谢	FIC，保持或增强瘦体重

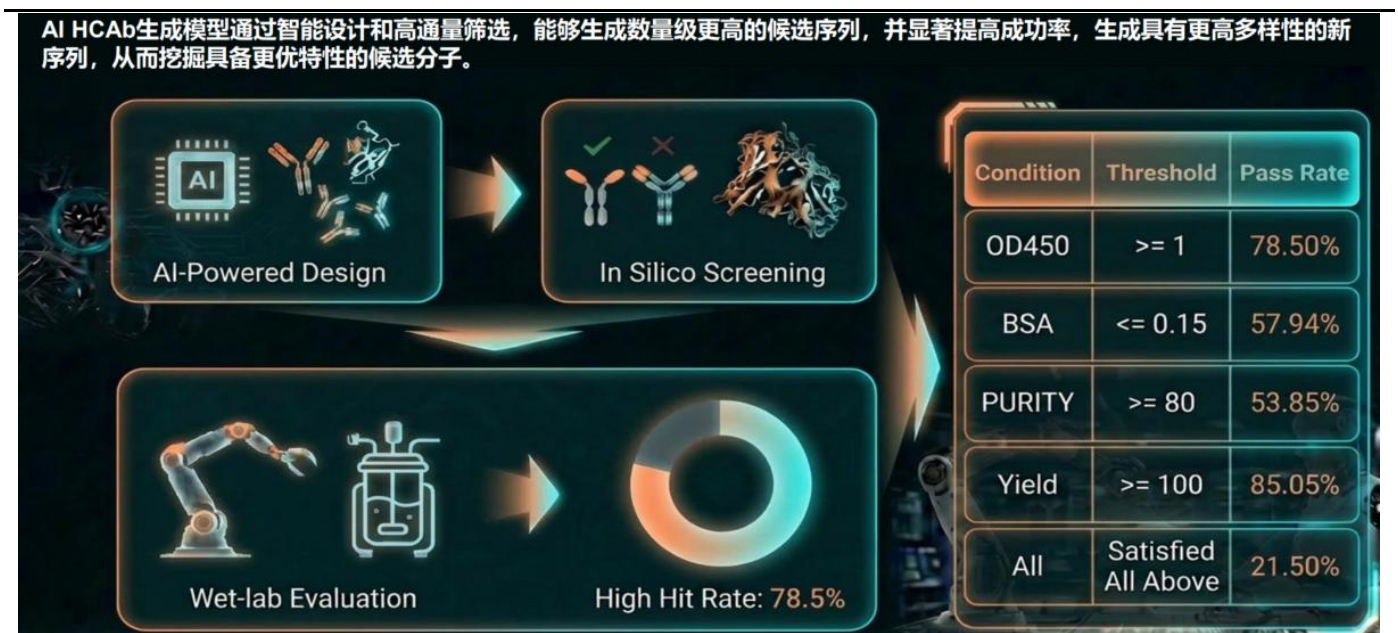
数据来源：公司业绩演示材料，东吴证券研究所

3. 诺纳生物：全球领先的 AI 抗体+技术生科新范式，多项突破引领前沿创新

2025 年 10 月，公司发布 Hu-mAtrIx™ AI 平台驱动的首个全人源 AI HCAb 生成模型。该模型基于 900 万条 NGS（新一代测序）HCAb 序列及海量公共数据库，通过微调蛋白质大语言模型，实现 AI 从头生成高潜力 HCAb 候选序列，并针对靶点特异性进行二次优化。该平台实现了 AI 设计、智能筛选与湿实验验证一体化的闭环流程，将抗体发现从大海捞针转变为 AI 精选。

AIHCAb 序列生成模型能够生成数量级更高的候选序列并显著提高成功率。数据显示，在 AIHCAb 模型 de novo 生成的 107 个全新分子序列中，后续在湿实验中进一步验证，抗体命中目标靶点的比例达到 78.5%，其中 20 个分子被验证具备高活性、高纯度、高产量及特异性。基于该系统，AIHCAb 模型有望加速全人源 HCAb 在新一代治疗领域的应用，如多抗、XDC、invivo CAR-T 以及吸入或口服大分子药物，助力重塑新药研发格局。

图5：诺纳生物 AI HCAb 生成模型显著提升结合分子多样性与结合成功率



数据来源：公司业绩演示材料，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

考虑公司每年通过 BD 稳定获得现金流，我们将 2026-2027 年归母净利润由 0.47/0.63 亿美元上调至 1.17/1.04 亿美元，2028 年为 1.21 亿美元，公司抗体平台具备稀缺性，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- (1) 新药研发进展不及预期；
- (2) 药品审批和上市时间不及预期；
- (3) 合作方未能履行合约的风险；
- (4) 市场格局竞争加剧的风险。

和铂医药-B 三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	445.86	565.91	674.38	801.79	营业总收入	157.98	234.52	221.01	254.53
现金及现金等价物	226.86	351.88	445.05	574.74	营业成本	8.73	6.40	8.10	10.20
应收账款及票据	5.93	13.03	18.42	14.14	销售费用	4.55	4.69	8.84	10.18
存货	6.38	1.78	2.25	2.83	管理费用	24.32	35.18	26.52	28.00
其他流动资产	206.70	199.22	208.66	210.07	研发费用	39.77	35.18	44.20	50.91
非流动资产	54.40	52.80	50.60	49.10	其他费用	0.00	0.94	0.88	1.27
固定资产	4.23	5.13	5.93	7.43	经营利润	80.61	152.14	132.46	153.97
商誉及无形资产	15.77	13.27	10.27	7.27	利息收入	12.17	3.97	6.16	7.79
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	2.04	3.02	3.02	3.02
其他长期投资	22.18	22.18	22.18	22.18	其他收益	2.81	5.33	5.33	5.33
其他非流动资产	12.22	12.22	12.22	12.22	利润总额	93.54	158.42	140.93	164.07
资产总计	500.26	618.71	724.97	850.88	所得税	1.32	41.19	36.64	42.66
流动负债	86.21	87.06	88.67	92.80	净利润	92.22	117.23	104.29	121.41
短期借款	56.01	56.01	56.01	56.01	少数股东损益	0.89	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	9.05	17.78	20.25	22.67	归属母公司净利润	91.33	117.23	104.29	121.41
其他	21.16	13.28	12.41	14.13	EBIT	83.41	157.47	137.79	159.30
非流动负债	46.94	46.94	46.94	46.94	EBITDA	85.94	160.27	141.09	162.30
长期借款	17.48	17.48	17.48	17.48					
其他	29.46	29.46	29.46	29.46					
负债合计	133.14	134.00	135.60	139.73					
股本	0.02	0.02	0.02	0.02	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	每股收益(美元)	0.10	0.13	0.12	0.14
归属母公司股东权益	367.13	484.72	589.38	711.16	每股净资产(美元)	0.41	0.54	0.66	0.79
负债和股东权益	500.26	618.71	724.97	850.88	发行在外股份(百万股)	898.82	898.82	898.82	898.82
					ROIC(%)	26.35	23.33	16.70	16.29
					ROE(%)	24.88	24.18	17.69	17.07
					毛利率(%)	94.47	97.27	96.34	95.99
					销售净利率(%)	57.81	49.99	47.19	47.70
					资产负债率(%)	26.62	21.66	18.70	16.42
					收入增长率(%)	314.63	48.45	-5.76	15.17
					净利润增长率(%)	3,187.72	28.35	-11.04	16.42
					P/E	16.39	12.77	14.35	12.33
					P/B	4.06	3.09	2.54	2.10
					EV/EBITDA	14.33	7.60	7.97	6.13

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 美元兑港元汇率为2026年5月6日的7.8358, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>