

CLDN18.2 ADC 展现同类最优潜力，TCE 驱动 BD 合作加速

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	6.79/6.79
总市值/流通(亿港元)	33.83/33.83
12个月内最高/最低价(港元)	8.16/2.6

相关研究报告

<<【太平洋医药】德琪医药深度报告：聚焦肿瘤领域的创新先锋，TCE 2.0 蓄势待发 (2025.06.04) >>

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师：戎晓婕

E-MAIL: rongxj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525070001

事件：

近日公司发布 2025 年年度报告。

观点：

公司亏损显著收窄，在手现金 7.34 亿元。2025 年，公司实现收入 1.05 亿元（同比+14.5%），收入的提升主要得益于核心产品希维奥（塞利尼索）在内地市场的渗透率稳步提升以及商业化合作的不断深化。公司研发费用为 1.69 亿元（同比-34.7%），销售费用为 0.69 亿元（同比-6.2%），行政开支为 0.87 亿元（同比-17.7%）。年内亏损为 2.39 亿元，同比减亏 25.1%。截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有现金及银行结余 7.34 亿元（未包括 UCB 合作首付款及近期付款）。

ATG-201 与 UCB 达成重磅 BD 合作，ATG-022 展现同类最优潜力临床加速推进。2026 年 3 月，公司与 UCB 就 ATG-201 (CD19×CD3) 达成全球独家授权协议，将获得高达 8000 万美元的首付款及近期里程碑付款，以及最高约 11 亿美元的里程碑付款，以及分级特许权使用费。ATG-022 (CLDN18.2 ADC) 在 CLDN18.2 不同表达水平的晚期胃癌患者中均展现出强劲的抗肿瘤活性：CLDN18.2 中高度表达 (IHC2+>20%) 患者中，2.4 mg/kg 剂量组 ORR 达 42.4%，mPFS 为 6.67 个月，mOS 为 14.72 个月；1.8 mg/kg 剂量组 ORR 达 46.7%，mPFS 为 6.97 个月，Grade≥3 TRAE 为 17.1%；在低/超低表达 (IHC2+≤20%) 患者中也观察到 28.6% 的 ORR。ATG-022 已获 CDE 突破性治疗药物认定 (BTD)，并于 2025 年 12 月获批开展联合帕博利珠单抗及化疗一线治疗胃癌的 Ib/II 期临床，预计第三季度启动注册临床。此外，ATG-037 (CD73) 联合帕博利珠单抗在 CPI 耐药的黑色素瘤患者中疗效突出，公司与君实生物达成临床合作，将探索 ATG-037 与 JS207 (PD-1/VEGF) 在肿瘤患者中的联合治疗潜力。

重点关注 TCE 平台潜在的丰厚 BD 合作机会，以及核心管线密集的数据读出。1) 基于专有的 AnTenGager TCE 平台，公司目前已储备 10 余个针对自身免疫疾病、实体瘤及血液恶性肿瘤的在研项目，未来有望通过资产和平台层面的合作，持续为公司带来丰沛的现金流。2) ATG-022 单药治疗末线胃癌临床数据、及针对非胃肠道肿瘤数据预计 2026 ESMO 读出，联合帕博利珠单抗及化疗一线治疗胃癌数据预计 2026Q4 读出，下半年启动后线胃癌的注册临床试验。3) ATG-037 (CD73) 联合帕博利珠单抗治疗 CPI 耐药肿瘤的 STAMINA 试验数据预计于 2026Q4 读出。

投资建议：

我们分别使用 DCF 法和 NPV 法进行估值并取二者平均数，测算出目标市值为 62.51 亿港元，对应股价为 9.20 港元，维持“买入”评级。

风险提示：研发或销售不及预期风险，行业政策风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	1.05	6.92	3.34	3.81
营业收入增长率(%)	14.56%	557.08%	-51.81%	14.13%
归母净利 (亿元)	-2.39	5.45	2.57	1.01
净利润增长率(%)	25.10%	328.10%	-52.80%	-60.61%
摊薄每股收益 (元)	-0.35	0.80	0.38	0.15
市盈率 (PE)	-12.88	5.65	11.96	30.36

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

资产负债表 (亿)				
	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7.83	18.67	16.87	17.60
现金	7.34	15.84	15.44	15.95
应收账款及票据	0.27	1.80	0.87	0.99
存货	0.08	0.09	0.10	0.14
其他	0.14	0.94	0.45	0.51
非流动资产	4.74	4.69	4.64	4.60
固定资产	0.52	0.47	0.42	0.38
无形资产	0.08	0.08	0.08	0.08
其他	4.14	4.14	4.14	4.14
资产总计	12.57	23.35	21.51	22.20
流动负债	2.64	7.97	3.55	3.23
短期借款	0.60	0.60	0.60	0.60
应付账款及票据	0.08	0.10	0.11	0.15
其他	1.96	7.27	2.84	2.48
非流动负债	3.51	3.51	3.51	3.51
长期债务	1.91	1.91	1.91	1.91
其他	1.60	1.60	1.60	1.60
负债合计	6.15	11.47	7.05	6.73
普通股股本	0.00	0.00	0.00	0.00
储备	6.46	11.91	14.49	15.50
归属母公司股东权益	6.42	11.88	14.45	15.47
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	6.42	11.88	14.45	15.47
负债和股东权益	12.57	23.35	21.51	22.20

现金流量表 (亿)				
	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-1.28	5.13	-1.97	-1.30
投资活动现金流	1.16	3.46	1.67	1.90
筹资活动现金流	-0.03	-0.09	-0.09	-0.09
现金净增加额	-0.15	8.50	-0.39	0.51

资料来源: 携宁, 太平洋证券

利润表 (亿)				
	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1.05	6.92	3.34	3.81
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	0.17	0.21	0.24	0.33
销售费用	0.69	0.70	0.34	0.84
管理费用	0.87	0.92	0.44	1.10
研发费用	1.69	1.78	0.86	2.13
财务费用	0.02	0.02	-0.07	-0.06
除税前溢利	-2.39	6.42	3.03	1.19
所得税	0.00	0.96	0.45	0.18
净利润	-2.39	5.45	2.57	1.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-2.39	5.45	2.57	1.01

预测指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14.56%	557.08%	-51.81%	14.13%
归属母公司净利润	25.10%	328.10%	-52.80%	-60.61%
毛利率	83.57%	96.98%	92.79%	91.46%
销售净利率	-227.01%	78.81%	77.18%	26.64%
ROE	-37.22%	45.92%	17.81%	6.56%
ROIC	-26.50%	38.01%	14.84%	5.34%
资产负债率	48.89%	49.13%	32.80%	30.33%
净负债比率	-75.16%	-112.18%	-89.48%	-86.92%
流动比率	2.97	2.34	4.75	5.46
速动比率	2.94	2.33	4.73	5.41
P/E	-12.88	5.65	11.96	30.36
P/B	4.79	2.59	2.13	1.99
EV/EBITDA	-8.74	2.69	5.94	14.80

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面许可任何机构和任何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。