

# ADC创新领军者，管线全球价值兑现在即

——科伦博泰（6990.HK）深度报告

股票投资评级：买入|首次覆盖

盛丽华/徐智敏

中邮证券研究所 医药团队

中邮证券

## ➤ 公司概况：科伦系创新核心载体，ADC平台树立标杆，多款创新药进入医保收获期

公司是开发抗体偶联药物(ADC)的先行者之一，已积累十余年ADC研发经验，亦是首家与前十大生物制药跨国公司建立ADC合作的中国公司。公司已上市四大品种覆盖肿瘤多赛道。1) SKB264，佳泰莱：2L+三阴性乳腺癌（TNBC）、2L/3L EGFR突变非小细胞肺癌（NSCLC）、2L+HR+/HER2-乳腺癌；2) A166，舒泰莱：2L+HER2阳性乳腺癌；3) A167，科泰莱：复发或转移性鼻咽癌；4) A140，达泰莱：结直肠癌。

公司商业化能力成熟，同时叠加医保加持，产品可及性大幅提升。

## ➤ 核心品种sac-TMT全球多项三期密集展开，借力默沙东掘金全球市场

sac-TMT系默沙东ADC产品矩阵的中坚力量，sac-TMT在妇科肿瘤，HR+乳腺癌和1L的TNBC，NSCLC的EGFRwt分型中均具备FIC机会，同时在前线的TNBC和EGFRm的NSCLC中均具备差异化路径有望惠及更广的患病人群。1) 乳癌：sac-TMT系HR+/HER2-BC潜在BIC TROP2 ADC，2L+人群mPFS 8.3mo，HR为0.35，同时单药/联合方案有望攻克1LHR+/HER2-BC；TNBC来看：sac-TMT 2L标准疗法已确立，1L治疗2期数据积极，有望在TroFuse-011的全球三期持续兑现潜力。2) NSCLC：sac-TMT领衔TROP2 ADC，精准切入EGFR突变的NSCLC患者（后线），sac-TMT正在快速往前线拓展，国内海外均开展了1L联合K药方案，从Lung01数据来看，两者互补潜力进一步夯实。3) 其他：在子宫内膜癌、胃癌、宫颈癌、卵巢癌等缺乏有效TROP2 ADC方案的癌种，以及PD-L1低表达TNBC、pMMR子宫内膜癌等细分人群，有望填补临床空白。

## ➤ 平台实力持续验证，创新资产逐步兑现全球价值

2022年5月起，公司与默沙东就ADC资产达成了4笔交易，包括SBK264、SKB315、7个临床前ADC项目和SKB571，交易对价最高可超118亿美元。我们认为从时间跨度和交易频次来看，默沙东对科伦博泰的认可并非局限于SKB264单一品种，而是上升到ADC平台能力认可。MK-3120/MK-2750/MK-6204均已进入全球临床阶段。非肿瘤领域：公司管线中单抗/ADC形式多样，多领域持续推进。

➤ **盈利预测和投资建议：**公司为创新药研发型公司，随着临床成熟度提升，已迈入收获期。预计26/27/28年公司收入为25/41/66亿元，同比增长22%/64%/61%，归母净利润为-1.3/5.0/14.5亿元。公司国内商业化进展顺利，ADC管线稳步推进，借力默沙东有望掘金海外市场，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 | **科伦系创新核心载体，ADC平台树立标杆**
- 二 | **核心品种sac-TMT全球多项三期密集展开，借力默沙东掘金全球市场**
- 三 | **平台实力持续验证，创新资产逐步兑现全球价值**
- 四 | **盈利预测和投资建议**



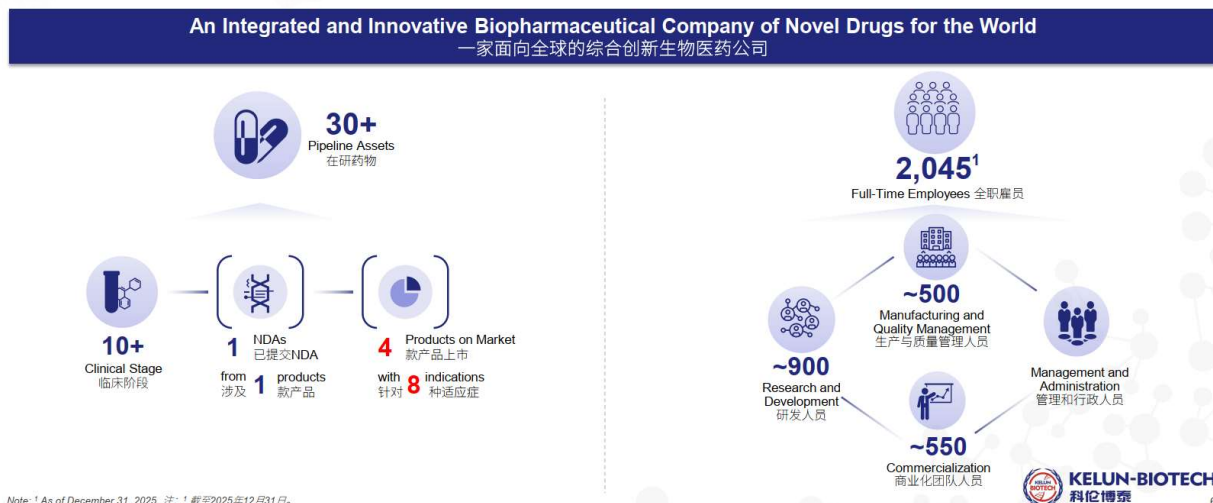
## 科伦系创新核心载体，ADC平台树立标杆

- 1.1 简况：公司深耕ADC发展多年，中国ADC标杆药企
- 1.2 OptiDC™平台，ADC 创新的核心护城河
- 1.3 管线布局丰富层次分明，4款产品放量在即
- 1.4 收入稳步增长，费用支出稳健

# 1.1 简况：公司深耕ADC发展多年，系中国ADC标杆药企

- 四川科伦博泰生物医药股份有限公司(6990.HK)（以下简称“公司”）是一家专注于创新药物研发、制造及商业化的生物医药公司，自2016年成立以来，始终致力于解决中国乃至全球的医疗需求。公司是开发抗体偶联药物(ADC)的先行者之一，已积累十余年ADC研发经验，亦是首家与前十大生物制药跨国公司建立ADC合作的中国公司。
- 作为中国抗体药物偶联物（ADC）领域的先行者与头部创新生物制药企业，依托十余年技术深耕打造的OptiDC™ 全链条自主可控 ADC 平台，构建了从靶点发现、分子设计、工艺开发、临床研究到规模化生产、全球商业化的完整创新药研发运营体系。公司已实现 4 款核心创新药在国内获批上市，覆盖非小细胞肺癌、乳腺癌、鼻咽癌、结直肠癌等高发恶性肿瘤治疗领域，其中核心产品芦康沙妥珠单抗（SKB264）成为全球首个获批肺癌适应症的 TROP2 ADC 药物，临床疗效与分子设计均具备全球同类最优（BIC）潜质。

图表1：科伦博泰公司概况



资料来源：公司25业绩演示材料，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.1 发展历程

- 公司发展历程可划分为三大核心阶段：
  - 技术积淀期（2010-2020年）：专注 ADC、大分子、小分子三大技术平台搭建，完成 OptiDC™ ADC 平台核心技术攻关，积累靶点、连接子、载荷、偶联工艺等核心知识产权，启动首批核心产品临床前研究与 IND 申报；
  - 临床突破期（2020-2024年）：核心产品 SKB264、A166、A167、A140 陆续进入临床 III 期，与默沙东达成 ADC 资产全球合作，完成港股上市，纳入 MSCI、富时、恒生指数系列；
  - 商业化兑现期（2024年至今）：4 款核心产品国内获批上市，纳入国家医保，商业化团队规模化落地，默沙东主导全球 III 期临床推进，公司从研发型 Biotech 向商业化 Biopharma 转型。

图表2：公司发展历程

## 阶段一：技术积淀期 (2010-2020年)

- 2010 科伦药业正式布局创新生物药领域，为科伦博泰设立铺垫 切入大分子 / ADC 创新赛道起点
- 2016 科伦博泰生物正式成立，定位专注抗体、ADC、双抗等创新生物药研发 独立创新研发主体诞生
- 2018 自主搭建 OptiDC™ ADC 专有技术平台，建立差异化 linker + 毒素 + 偶联技术体系 具备自研全球一流 ADC 的底层能力

## 阶段二：临床突破期 (2020-2024年)

- 2020 核心管线 SKB264(TROP2ADC) 率先进入临床阶段 王牌管线正式迈入临床开发
- 2022.05 SKB264 授予默沙东中国以外全球独家权益，里程碑最高 11.8 亿美元 国产 TROP2ADC 里程碑式出海
- 2022.07 SKB315(CLDN18.2ADC) 授权默沙东全球权益 第二条重磅 ADC 管线出海
- 2022.12 一次性打包 7 款临床前 ADC 授权默沙东，首付款 1.75 亿美元，总里程碑最高 93 亿美元 创下当时国内 ADC 单笔授权金额纪录
- 2023 科伦博泰 港交所成功上市；多条 ADC / 双抗管线推进至 II/III 期 登陆资本市场，加速管线研发
- 2024.08 默沙东行使 SKB571(EGFR×cMet 双抗 ADC) 全球独家选择权 双方新增重要 ADC 合作品种

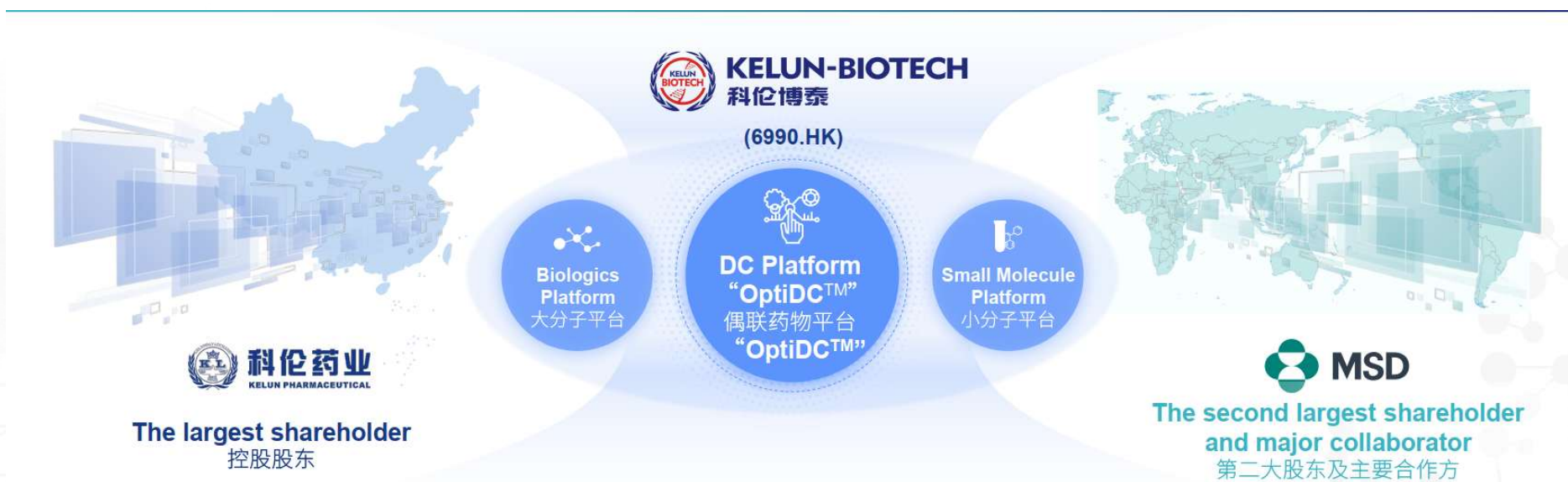
## 阶段三：商业化兑现期 (2024年至今)

- 2024 SKB535、SKB410 等多款授权 ADC 陆续获批临床，默沙东全球临床启动 多款合作 ADC 进入全球早期临床
- 2025.03 SKB264 (芦康沙妥珠单抗) 国内获批晚期 EGFR 突变 NSCLC 三线适应症，公司首款 ADC 正式商业化
- 2025.09 SKB264 再获批 EGFR 突变 NSCLC 二线治疗适应症，完成 EGFR 突变 NSCLC 2L/3L 全线获批
- 2025 与默沙东联合开展的 TroFuse 全球注册 III 期研究 全面铺开，覆盖肺癌、乳腺癌、妇科肿瘤，进入全球多中心注册收获期
- 2026 至今 SKB264 医保落地、商业化放量；SKB571 等双抗 ADC 推进 II 期；持续丰富 ADC / 双抗前沿管线

# 1.1 公司股权结构：科伦药业控股，默沙东为第二大股东

- 公司控股股东：科伦药业，通过直接持股+间接员工持股平台合计持股约65.95%；第二大股东：默沙东，持股比例5.77%，全球核心合作伙伴，提供全球临床开发、注册申报、商业化运营的技术与资源支持；其他股东：包括国际长线机构投资者等，股权结构稳定，契合创新药企业长期发展需求。

图表3：公司股东概览



## 1.2 OptiDC™平台，ADC 创新的核心护城河

- 公司是中国首批及全球为数不多建立内部开发ADC及新型偶联药物开发平台的生物制药公司之一，该平台支持公司在ADC及新型偶联药物的整个生命周期内进行系统开发。公司的ADC及新型偶联药物平台OptiDC™由三个能力支柱支持：对生物靶点和疾病的深入了解、经过测试和验证的偶联药物设计与开发专业知识以及偶联药物核心组件库。
- 就肿瘤疾病而言，通过(i)开发靶向新型靶点的单克隆抗体、双表位和双特异性抗体ADC；(ii)将细胞毒性分子扩展至常见拓扑异构酶及微管蛋白抑制剂以外；及(iii)优化公司偶联技术，以实现有效载荷（包括双有效载荷）偶联位置和数量的精确控制。

图表4: OptiDC™平台强项



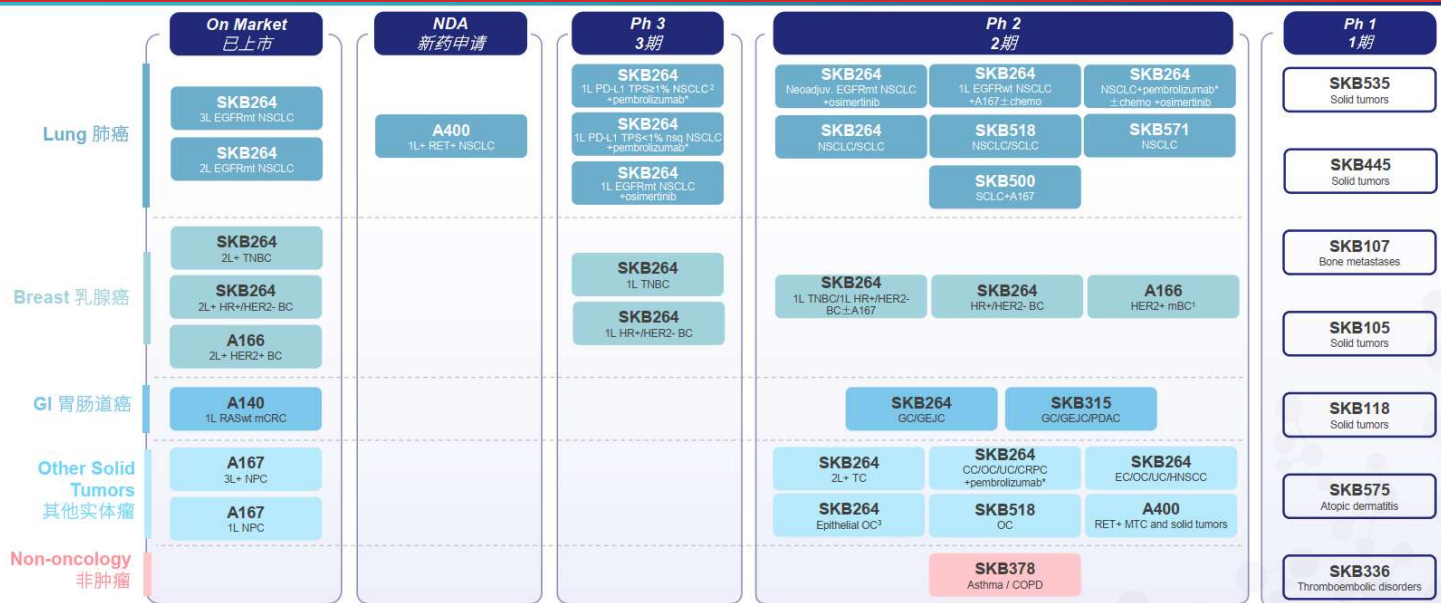
资料来源：公司JPM演示材料，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.3 管线布局丰富层次分明，4款产品放量在即

- **已上市核心产品：**四大品种覆盖肿瘤多赛道。1) SKB264，佳泰莱：2L+三阴性乳腺癌（TNBC）、2L/3L EGFR突变非小细胞肺癌（NSCLC）、2L+HR+/HER2-乳腺癌；2) A166，舒泰莱：2L+HER2阳性乳腺癌；3) A167，科泰莱：复发或转移性鼻咽癌；4) A140，达泰莱：结直肠癌。
- **后期管线打开第二增长曲线：**富马酸卢博替尼（A400）：RET 抑制剂/SKB378：TSLP 单抗，布局哮喘、慢性阻塞性肺疾病（COPD）/SKB315：Claudin18.2 ADC/SKB410（Nectin-4 ADC）、SKB571（EGFR/c-MET 双抗 ADC）、SKB535（未披露靶点 ADC），由默沙东主导全球 III 期临床，预计2026-2028 年陆续读出数据。

图表5：公司管线布局丰富，层次分明



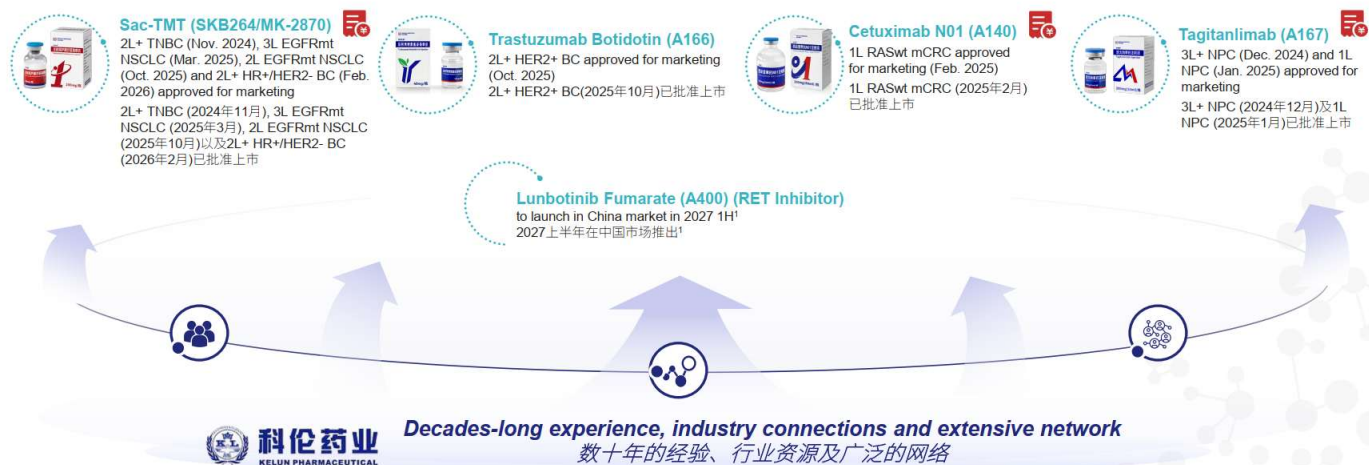
资料来源：科伦博泰演示材料，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.3 管线布局丰富层次分明，4款产品放量在即

- **公司商业化能力成熟：**公司组建600余人的专业化团队，覆盖市场、销售、医学事务、战略规划、大客户合作、营销合规等全职能，按乳腺癌、肺癌、其他瘤种划分专项团队，实现适应症精准推广。覆盖全国30个省份、300+城市、1200+家三甲医院，与60+家一级经销商、400+家DTP药房建立长期合作，实现医院、零售、线上三渠道全覆盖。
- **医保加持，产品可及性大幅提升。**Sac-TMT（佳泰莱®）/ Tagitanlimab（科泰莱®）/ Cetuximab N01（达泰莱®）首次成功入选国家基本医保目录，并于2026年1月1日正式实施。2025年，佳泰莱®、科泰莱®和达泰莱®已完成31个省挂网，舒泰莱®已完成5个省挂网。为了进一步减轻用药患者的经济负担，公司积极推动sac-TMT（佳泰莱®）参与省级及地市级“惠民保”计划的投保工作，目前已覆盖超过14个省份和30多个城市。

图表6：公司4款产品获批上市适应症及节点

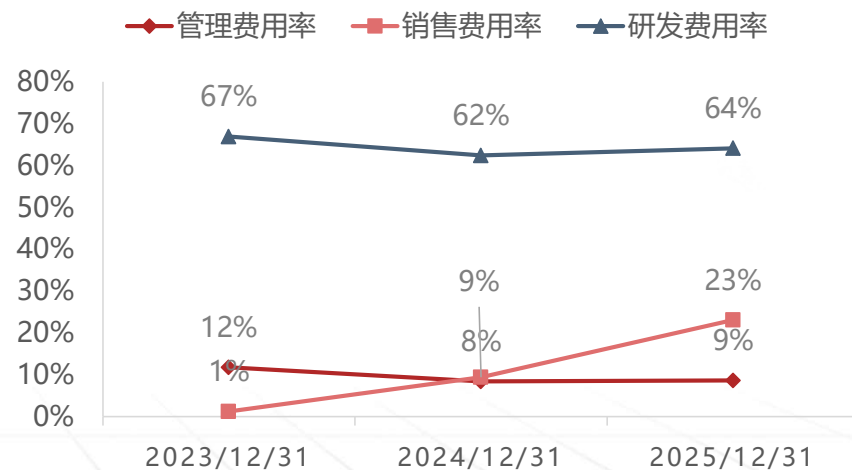
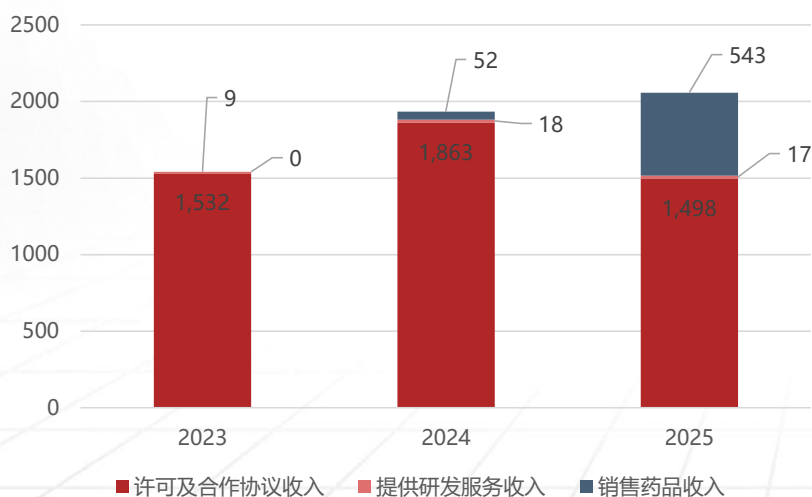


资料来源：科伦博泰演示材料，中邮证券研究所  
 请参阅附注免责声明

## 1.4 收入稳步增长，费用支出稳健

- 公司过去5年收入快速提升，自2021年的0.32亿元快速提升至2025年的20.6亿元，近三年均维持15亿元+的收入水平，稳步增长。从结构来看，许可及合作协议的收入仍为收入的主要贡献部分，自2025年公司创新药产品获批上市商业化进度迅速，亦达到5.4亿元的收入，随着2026年的进一步放量，支撑公司收入结构的多元化驱动。
- 毛利率层面，23-25年分别为49.28%/65.89%/71.86%，稳步提升。费用率层面，创新系安身立命之本，公司维持高强度研发支出。据测算，研发费用率维持在60%+；管理费用率维持~10%左右水平；随着创新药进入收获期，销售费用率稳步提升到25年的23%。我们认为随着全球试验进展+医保放量，共同驱动公司的收入持续提升，将各项支出切实的转化为经济效益。

图表7：公司近年财务表现（单位：百万元）



资料来源：科伦博泰业绩演示材料，Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 二

## 核心品种sac-TMT全球多项三期密集展开，借力默沙东掘金全球市场

- 2.1 乳腺癌：国内率先建立治疗标准，国际有望争先
- 2.2 NSCLC：sac-TMT领衔TROP2 ADC突围泛癌治疗
- 2.3 其他：瞄准妇科肿瘤细分人群有望填补临床空白

## 2 sac-TMT系默沙东ADC产品矩阵的中坚力量

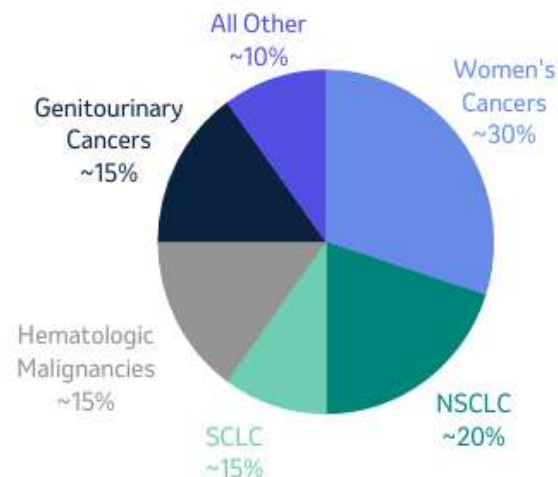
- 默沙东预计在2035年前后现有的临床成熟管线预计贡献超250亿美金的收入商业化机遇，其中ADC占比过半。适应症角度来看，占比前三的：妇科肿瘤的占比预计达到~30%，肺癌-NSCLC占比20%，肺癌的SCLC占比15%。
- 增长驱动力来看，默沙东认为ADC的产品矩阵预计贡献过半。适应症角度来看，妇科肿瘤和血液肿瘤的布局的加深和新适应症拓展（如SCLC，前列腺癌等）将成为增长的重要来源。

图表8：默沙东临床后期管线蕴含250亿+美金商业机遇，ADC贡献过半

**> \$25B**  
**Pipeline opportunity by the mid-2030s<sup>1</sup>, more than half in ADCs**

Growing presence in women's cancers and hematologic malignancies  
 Expanding into new tumor types (e.g. SCLC, prostate)

Mid-2030s Revenue Opportunity by Tumor

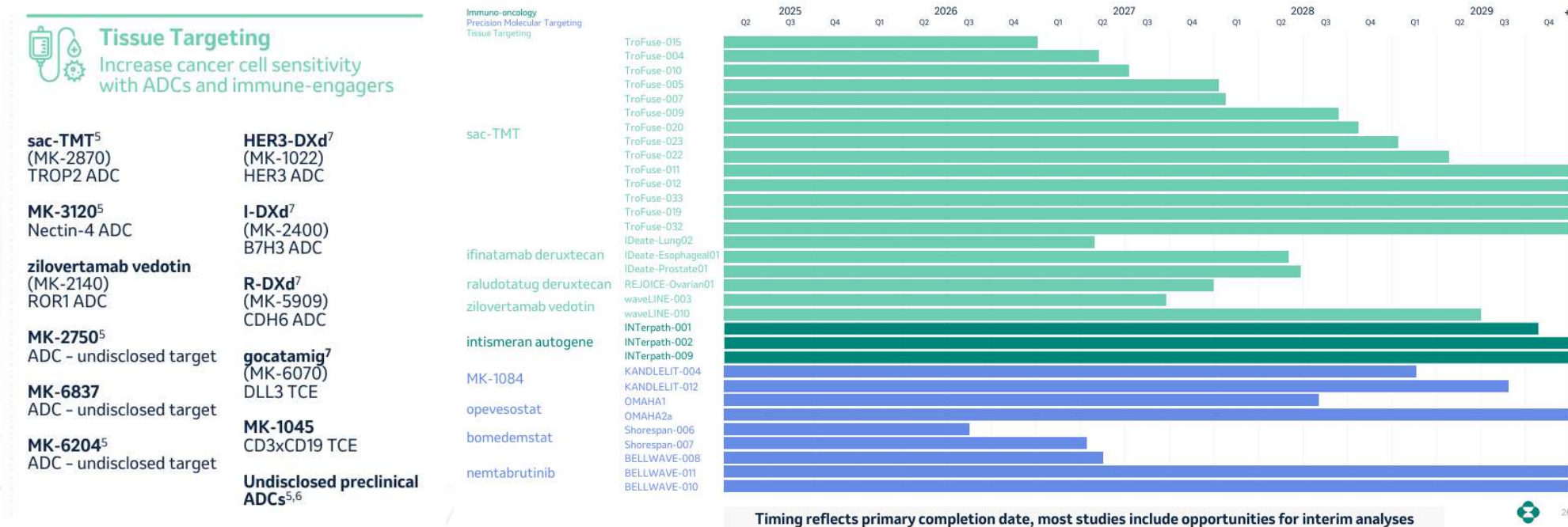


1. Non-risk adjusted annual sales by the mid-2030s; excludes innovation from marketed products, subcutaneous pembrolizumab, early phase programs or additional business development

## 2 sac-TMT系默沙东ADC产品矩阵的中坚力量

- 从ADC资产来看，默沙东多靶点布局：TROP2、HER3、Nectin-4、B7H3、CDH6和ROR1。从现有的临床试验开展来看，sac-TMT已开展接近20项的临床试验，系默沙东ADC产品矩阵中的中坚力量。
- 同时，sac-TMT在2026-2030年预计持续读出不同适应症数据，推进上市进度，逐步释放商业潜力。

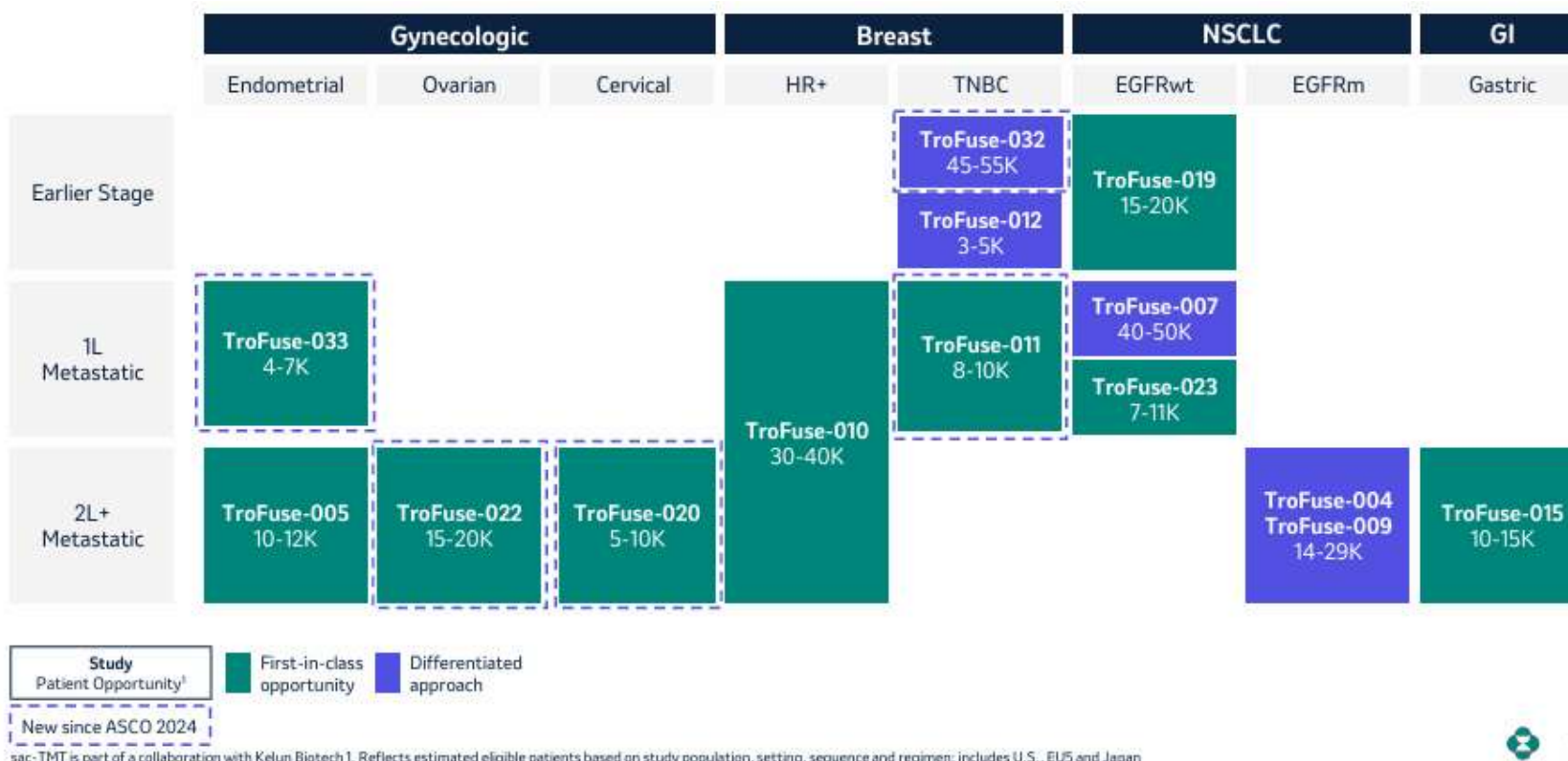
图表9：sac-TMT及其他管线资产（部分）的临床试验布局和数据读出节点



## 2 sac-TMT具备广泛的治疗潜力并具备多个潜在FIC机会

- sac-TMT致力于广泛的疾病领域和治疗场景，并拥有多个潜在的“首创新药”（FIC）机会。从默沙东演示材料来看，sac-TMT在妇科肿瘤，HR+乳腺癌和1L的TNBC，NSCLC的EGFRwt分型中均具备FIC机会，同时在前线的TNBC和EGFRm的NSCLC中均具备差异化路径有望惠及更广的患病人群。

图表10: sac-TMT已布局瘤种和对应G7流行病学人数



## 2.1 乳腺癌：国内率先建立治疗标准，国际有望争先

- 从流行病学角度来看（G7，2025），乳腺癌分为HER2+占比15~20%，HR+的占比65~75%，比例最高；三阴（TNBC）占比10~15%。
- 我们认为TROP2ADC正在逐步成为TNBC的基石疗法，后线到一线逐步证明临床价值，辅助治疗患者有望进一步获益。2025年ESMO大会上，三项关键III期临床研究——TROPION-Breast02（TB-02）、ASCENT-03与BEGONIA研究相继发布，标志着TROP2ADC在晚期TNBC（mTNBC）一线治疗中取得重磅突破。而在HR+/HER2-亚型中，TROP2和HER2ADC已成为内分泌治疗和CDK4/6抑制剂耐药后的关键后线标准治疗，有望在2L+及更早的治疗中，利用联用方案进一步发挥临床价值。
- 公司TROP2ADC(sac-TMT)在国内率先验证，凭借确证的临床获益已被国内多部最高级别肿瘤诊疗指南纳入推荐。在CSCO乳腺癌诊疗指南（2025版）晚期/转移性三阴性乳腺癌（TNBC）二线及以上治疗（I级推荐，1A类证据，紫杉类失败后最高级别推荐），HR+/HER2-乳腺癌后线标准治疗方案。全球角度来看，默沙东开设TroFuse-010试验拓展1L及2L+HR+的人群（预计可惠及3~4万人，G7统计口径，下同），TNBC领域来看，TroFuse-011拓展1LTNBC人群（8千~1万人）、TroFuse-012（3~5千人）和TroFuse-032（4.5~5.5万人）拓展早期TNBC，预计分别对应术后和术前的辅助治疗。Sac-TMT在两大适应症的1L治疗中均有FIC机会。

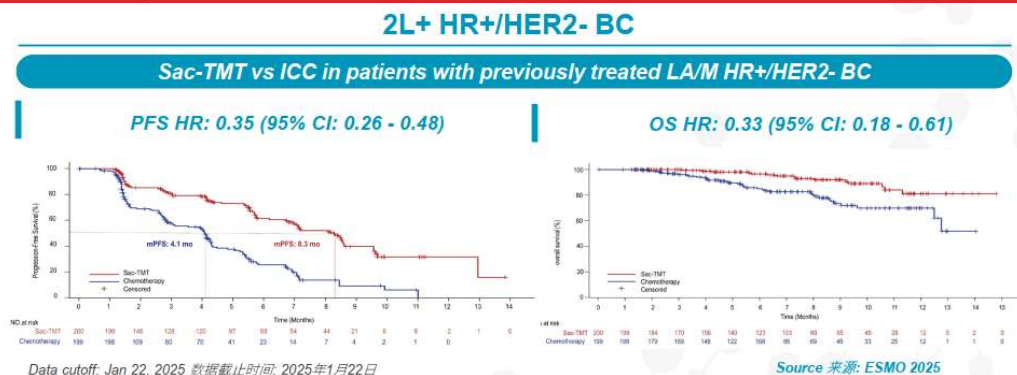
## 2.1 乳腺癌：HR+/HER2-治疗背景

- HR+/HER2-乳腺癌（BC）是发病率最高的乳腺癌亚型，约占全球乳腺癌病例总数的55%。约5%~10%的HR+/HER2-乳腺癌患者确诊时为晚期，全球范围内该人群的5年生存率约为30%。HR+/HER2-乳腺癌的TROP2表达水平远高于HER2+乳腺癌。
- 全球范围：HR+/HER2-乳腺癌的年新发病例数由2017年的110万例增至2022年的130万例，预计到2030年将达到150万例。中国范围：国内HR+/HER2-乳腺癌的年新发病例数由2017年的17.34万例增至2022年的18.76万例，预计到2030年将达到20.38万例。
- 治疗模式：内分泌治疗，如芳香化酶抑制剂（AI）及选择性ER降解剂（SERD），是美国及中国晚期HR+/HER2-BC标准疗法的基石。美国晚期HR+/HER2-BC的一线及二线治疗方案包括各类内分泌治疗方案，例如AI联合CDK4/6抑制剂、SERD联合或不联合CDK4/6抑制剂，以及用于携带PIK3CA突变患者的内分泌治疗联合PI3K抑制剂或哺乳动物雷帕霉素靶蛋白抑制剂的联合方案。中国的治疗模式与美国类似，另一种二线方案为AI+西达本胺（一种表观遗传调控剂）。据估计，40~50%的晚期HR+/HER2-BC患者会对内分泌治疗产生耐药性，这类患者目前可用的有效治疗方案有限，因此对有效的非内分泌疗法存在明确的临床需求。

## 2.1 sac-TMT系HR+/HER2-BC潜在BIC TROP2 ADC

- sac-TMT国内2L+HR+/HER2-BC（即内分泌治疗耐药后、晚期阶段至少一线化疗失败后的后线治疗）已获批上市。国内外1LHR+/HER2-BC（即内分泌治疗耐药后、晚期阶段未经过化疗的患者）均进入3期阶段，全球试验代号TroFuse-10。
- III期OptiTROP-Breast02研究证实，芦康沙妥珠单抗(sac-TMT)组的中位PFS较ICC组有显著延长(8.3个月对比4.1个月；HR, 0.35；95%CI, 0.26-0.48；P<0.0001)，且在不同HER2表达水平的患者中均观察到临床获益(PFS的HR：在HER2不表达患者中为0.39, 95%CI, 0.26-0.57；在HER2低表达患者中为0.31, 95%CI, 0.20-0.48)。（数据截至2025年1月22日）
- 对比同靶点ADC戈沙妥珠单抗（SG），德达博妥单抗（Dato-Dxd）来看，sac-TMT的mPFS/ORR和OS的HR值均展现了更优异的疗效趋势，有望成为BIC TROP2 ADC。

图表11：OptiTROP-Breast02试验结果



资料来源：科伦博泰演示材料、中邮证券研究所

图表12：sac-TMT系HR+/HER2-BC潜在BIC TROP2 ADC

药物	试验名称	mPFS(月)	mOS(月)	PFS HR值	安全性
芦康沙妥珠单抗	OptiTROP-Breast02	8.3	HR=0.33趋势	0.35	中性粒细胞减少、贫血
戈沙妥珠单抗	TROPiCS-02	5.5	14.5	0.65	中性粒细胞减少、腹泻
德达博妥单抗	TROPION-Breast01	6.9	未成熟	0.63	口腔炎、恶心

资料来源：医药魔方、科伦博泰演示材料、阿斯利康官网、中邮证券研究所

## 2.1 乳腺癌：单药/联合方案有望攻克1L HR+/HER2-BC

- ▶ 格局来看，T-DXd（HER2ADC）是目前唯一一个将治疗线数成功前移至内分泌治疗失败后一线的ADC。基于DESTINY-Breast06研究，它已获批用于治疗既往接受过内分泌治疗、未经化疗的HR+/HER2低表达晚期乳腺癌患者。在DB06研究中，对于未经化疗的患者，T-DXd相比化疗显著延长中位无进展生存期（13.2个月vs8.1个月），客观缓解率达57%。三大TROP2 ADC仍处于3期临床阶段，其中SG公布了结果，PFS未达到主要终点（代号ASCENT-07）。
- ▶ 据临床专家观点，临床选择时需区分研究人群特征。若患者为HER2 IHC1+或2+/FISH-，HER2ADC应是优选。对于HER2 IHC0且化疗经治患者，TROP2ADC是合理选择。HER2表达存在异质性，转移灶状态可能与原发灶有出入，有条件建议转移灶再活检明确HER2状态。
- ▶ TROP2 ADC进展来看，我们认为SG的单药方案失利并不能宣告TROP2ADC整体的失利。sac-TMT凭借连接子、载荷毒性上等不同设计，在后线人群中取得了更优异的疗效数据，有望在前线的治疗中持续发挥作用。此外TroFuse-010试验设计了不同的给药方案：sac-TMT单药vs sac-TMT+K药vsTPC，我们认为通过联用的方案亦可有望发挥协同作用提升sac-TMT在前线的临床价值作用。

图表13：TROP2 ADC 在研1L HR+/HER2- BC试验

药物	研究名称	NCT编号	研究阶段	招募人数	启动时间	预计完成时间	当前状态	首要主要终点	对照组
Dato-DXd	TROPION-Breast06	NCT07205822	III期	100	2025年	2028年	招募中	PFS	单臂
sac-TMT	OptiTROP-Breast04	NCT06081959	III期	376	2023年	2026年 (Primary) /2027年	招募中	PFS	TPC
sac-TMT	TroFuse-010	NCT06312176	III期	1200	2024年	2027年 (Primary) /2031年	招募中	PFS	化疗（±帕博利珠单抗）

资料来源：Clinicaltrials.gov，中邮证券研究所（注：时间节点参考Clinicaltrials.gov，不代表实际完成）

## 2.1 乳腺癌：TNBC治疗背景

- 三阴性乳腺癌（TNBC）是侵袭性极强的乳腺癌亚型，约占全球和中国乳腺癌病例总数的15%。其特征为缺乏雌激素受体、孕激素受体和HER2受体，而这三类受体是其他乳腺癌亚型中常见的可作用治疗靶点。相较于其他乳腺癌亚型，TNBC的预后更差，约85%的TNBC患者在确诊时已处于晚期，全球范围内五年生存率仅约12%。TROP2在约88%的TNBC患者中呈高表达。
- 全球TNBC发病数从2017年的30.67万例增长至2022年的35.22万例，预计2030年将达到40.88万例。在中国，TNBC发病数从2017年的4.73万例增至2022年的5.12万例，预计2030年将达到5.56万例。
- **晚期TNBC的临床治疗长期面临靶点匮乏、方案单一、疗效有限的多重困境。**靶点缺失导致治疗高度依赖化疗，但即便一线化疗可获得一定短期缓解，二线及后线治疗疗效断崖式下降。有数据显示，接受 $\geq 2$ 线单药化疗的晚期TNBC患者，中位无进展生存期（PFS）不足3个月，客观缓解率（ORR）仅11%，且化疗伴随严重不良反应，极大降低患者生活质量。
- 免疫检查点抑制剂（ICI）与PARP抑制剂为TNBC带来新选择，但适用范围极为有限。免疫治疗仅对PD-L1阳性人群显效，且易出现继发性耐药；PARP抑制剂仅适用于gBRCA1/2胚系突变患者，虽可延长PFS，但总生存期（OS）改善未达统计学显著性。

## 2.1 乳腺癌：TROP2 ADC正成为泛TNBC疗法基石

- TROP2作为跨膜糖蛋白，在80%以上TNBC中呈高表达，而在正常组织中表达极低，成为理想的泛TNBC治疗靶点。同时TROP2 ADC进展迅速：对于PD-L1高表达人群，采用TROP2 ADC联合免疫治疗；对于不适合免疫或PD-L1低表达人群，采用TROP2ADC单药治疗，均获得优于传统化疗的PFS数据，甚至超过了既往TNBC一线化疗联合免疫约9个月的PFS水平。因此，TROP2ADC在一线人群的应用已得到NCCN指南推荐。具体而言，TROPION-Breast02与ASCENT-03为不适合免疫治疗的TNBC患者提供了更优的一线治疗选择。Dato-DXd首次实现一线PFS和OS双重获益，中位PFS延长5.3个月，中位OS从18.7个月延长至23.7个月，NCCN指南（2026v2版）已将其推荐为一线治疗。
- 根据阿斯利康演示材料，其旗下TROP2ADC Dato-DXd在TNBC领域1L治疗，早期的辅助和新辅助重点布局，按照10%的比例测算，惠及人群预计分别可到1.4万和5.4万。

图表14：阿斯利康乳癌管线布局

	Early		Metastatic			
	Neoadjuvant	Adjuvant	1st line	2nd line	3rd line	4th line +
Est. epi (G7, 2025)	540k		135k	100k	75k	60k
HER2-positive 15-20%	Enhertu → THP DESTINY-Breast11	NST → residual disease → Enhertu DESTINY-Breast05	Enhertu ± pertuzumab DESTINY-Breast09	Enhertu DESTINY-Breast03		Enhertu DESTINY-Breast01/02
HR-positive 65-75%		Good outcomes with current SoC for low-risk patients  CTx → camizestrant ± abemaciclib CAMBRIA-2  CTx → AI ± CDK4/6i 2-5 yrs → camizestrant CAMBRIA-1	RECURRENCE camizestrant + palbociclib SERENA-4  AI + CDK4/6i → camizestrant + CDK4/6i SERENA-6 ESR1m 35%  Truqap + Faslodex + CDK4/6i CAPitello292  saraparib + camizestrant EvoPAR-Breast01 tBRCAm, PALB2m 9%	Truqap + Faslodex CAPitello291 PIK3CA, AKT1, PTEN alt. 40%  Enhertu DESTINY-Breast06 HER2-low (1+, 2+) 60% HER2-ultralow (0-1+) 25%		Datroway TROPION-Breast01  Enhertu DESTINY-Breast04 HER2-low (1+, 2+) 60%
TNBC 10-15%	Datroway + Imfiri TROPION-Breast04	NST → residual disease → Datroway ± Imfiri TROPION-Breast03	Datroway + Imfiri PD-L1-eligib. TROPION-Breast05 30%  Datroway PD-L1-inelig. TROPION-Breast02 70%	DESTINY-Breast04 HER2-low (1+, 2+) 35%		HER2-low (1+, 2+) 35%
gBRCAm 5% of HR-positive 15% of TNBC		CTx → Lynparza OlympiA		Lynparza OlympiAD		

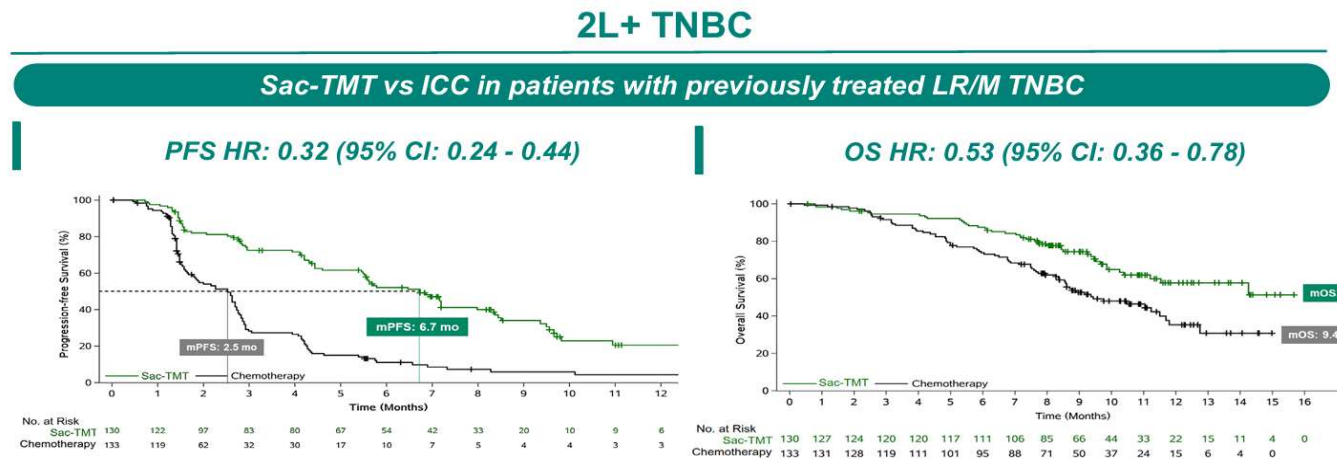
Key: DXd ADC IO ngSERD AKTI PARPI launched and established SoC launched indication

资料来源：阿斯利康公司演示材料，中邮证券研究所

# 2.1 乳腺癌： sac-TMT 2L标准疗法已确立， 拓展前线治疗新边界

- **OptiTROPBreast01**确立了Sac-TMT在TNBC二线标准治疗地位，其中位PFS达6.7个月，显著优于化疗组的2.5个月，较化疗组延长4.2个月，相对提升约2.7倍；疾病进展或死亡风险降低68%（HR=0.32，95%CI：0.24 - 0.44，P<0.00001），且在各亚组中均观察到一致的获益趋势。在生存获益方面，即便化疗组中有21.1%的患者后续接受了ADC治疗，芦康沙妥珠单抗组的中位OS仍未达到，而化疗组中位OS仅9.4个月，死亡风险降低47%（HR=0.53，95%CI：0.36 - 0.78，P=0.0005），可为患者带来持续且稳健的生存获益。在客观缓解方面，芦康沙妥珠单抗组ORR为45.4%，显著高于化疗组的12.0%，缓解率提升近4倍。

图表15: sac TMT 2L+ TNBC数据



Data cutoff: Nov 30, 2023 数据截止时间: 2023年11月30日

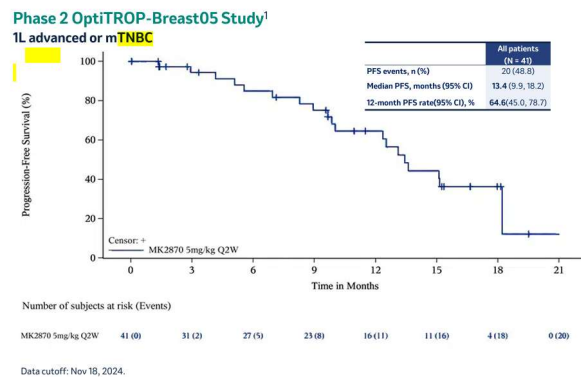
Source 来源: ASCO 2024

资料来源：科伦博泰公司演示材料，中邮证券研究所

## 2.1 乳腺癌： sac-TMT 2L标准疗法已确立， 拓展前线治疗新边界

- ▶ II期OptiTROP-Breast05研究于2025年ASCO年会上公布关键研究结果，突破了晚期TNBC一线治疗的传统疗效边界。截至中位随访18.6个月，研究结果显示显著优于传统一线治疗的临床获益，整体ORR达70.7%（29/41，3例未确认部分缓解），疾病控制率（DCR）高达92.7%；在PD-L1CPS<10%的亚组中，ORR与DCR分别为71.9%和93.8%。患者中位PFS达13.4个月，12个月PFS为64.6%，实现了对肿瘤的长期稳定控制；中位缓解持续时间（DoR）为12.2个月，有效延缓了疾病复发，为患者带来了持续且稳定的临床获益潜力。
- ▶ 安全性方面，≥3级治疗相关不良事件发生率为63.4%，主要表现为中性粒细胞计数减少（46.3%）、白细胞计数减少（34.1%）、贫血（12.2%）、口腔炎（9.8%）、淋巴细胞计数减少（7.3%）和疲劳（7.3%）。未出现治疗相关死亡事件，亦无神经病变或间质性肺病等不良事件报道，整体安全性特征良好，具备作为一线长期治疗方案的应用条件。
- ▶ 尽管3期仍在进行中，我们认为从早期亚组分析可看出sac-TMT的潜力，其ORR表现优异，有望在TroFuse-011的全球三期持续兑现潜力。

图表16: sac TMT 1L TNBC Phase 2试验



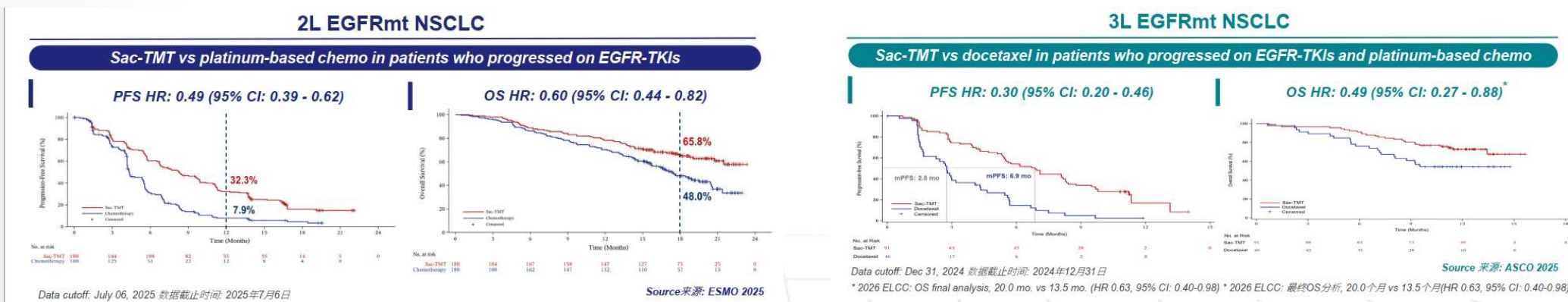
- Demonstrated **promising anti-tumor activity** as 1L treatment for patients with advanced or metastatic **TNBC** irrespective of **PD-L1 status**
  - **ORR of 70.7%** and **DCR of 92.7%** at 18.6 months of median follow-up
- Showed **manageable safety profile**, with no unexpected safety signals identified
- **Initiated several global Phase 3 studies** evaluating sac-TMT in **TNBC**: TroFuse-011, TroFuse-012, TroFuse-032

资料来源：默沙东演示材料，中邮证券研究所

## 2.2 NSCLC: sac-TMT领衔TROP2 ADC突围泛癌治疗

- 肺癌 (LC) 是全球第二大常见癌症，也是癌症死亡的主要原因。非小细胞肺癌 (NSCLC) 是最常见的LC亚型，占全球全部LC病例的85%以上。约55%的NSCLC患者在确诊时已为晚期，美国及中国晚期NSCLC患者的五年生存率分别约为8%及低于5%。约64%至75%的NSCLC患者存在TROP2过度表达。
- Sac-TMT是全球首个专门针对EGFR突变NSCLC后线治疗获批的TROP2 ADC，于2025年3月4日获中国国家药品监督管理局 (NMPA) 批准。其中位OS达20.0个月，显著优于标准治疗多西他赛。全球首个在EGFR突变NSCLC后线治疗中OS突破20.0个月的TROP2 ADC确证性研究，数据已支持芦康沙妥珠单抗在中国获批该适应症。
- 同时sac-TMT于2025年9月在中国获批2L EGFR突变NSCLC适应症 (仅经EGFR-TKI治疗失败，未接受过含铂化疗的患者)，中位随访18.9个月后，sac-TMT组的中位PFS为8.3个月，化疗组为4.3个月 (HR值为0.49)，sac-TMT组的OS明显长于化疗组 (HR为0.60;) ;18个月OS率分别为65.8%和48.0%。客观缓解率 (ORR) 分别为60.6%和43.1%。

图表17: sac-TMT 2L/3L EGFRmt NSCLC临床数据



## 2.2 NSCLC: sac-TMT领衔TROP2 ADC突围泛癌治疗

- 从公司布局来看，**sac-TMT**优先精准切入EGFR突变的NSCLC患者，并且通过后线患者的治疗中逐步证明治疗的竞争力，同时快速在审查获批阶段形成先发优势。国内的1LEGFR突变NSCLC处于关键3期阶段，联合奥希替尼的方案我们认为有望持续放大在EGFR突变患者中的治疗潜力。
- 同时，**sac-TMT**正在快速往前线拓展，有望成为K药的黄金搭档。目前国内开展1LNSCLCEGFRwt（联合A167）、1L NSCLC PD-L1TPS $\geq$ 1%和PD-L1阴性（联合K药）；海外来看，2LEGFR突变和2L+驱动基因阳性临床试验采用单药疗法，在1L鳞状NSCLC和1L NSCLC PD-L1TPS $\geq$ 50%均采用联合K药的方案。
- 从2024的OptiTROP-Lung01的数据来看，**芦康沙妥珠单抗**和PD-1/PD-L1抑制剂之间的**互补机制**被进一步夯实。试验分为1A和1B，均采用sac-TMT和A167（PD-L1抑制剂）联合的方案，不同在于1A队列Q3W给药，1B队列Q2W给药。1B队列（Q2W方案）的亚组分析结果显示，鳞状及非鳞状NSCLC患者ORR分别为84.0%和72.5%；PD-L1表达（TPS评分）为1%、1%~49%和 $\geq$ 50%的患者ORR分别为63.2%、81.3%及87.0%。

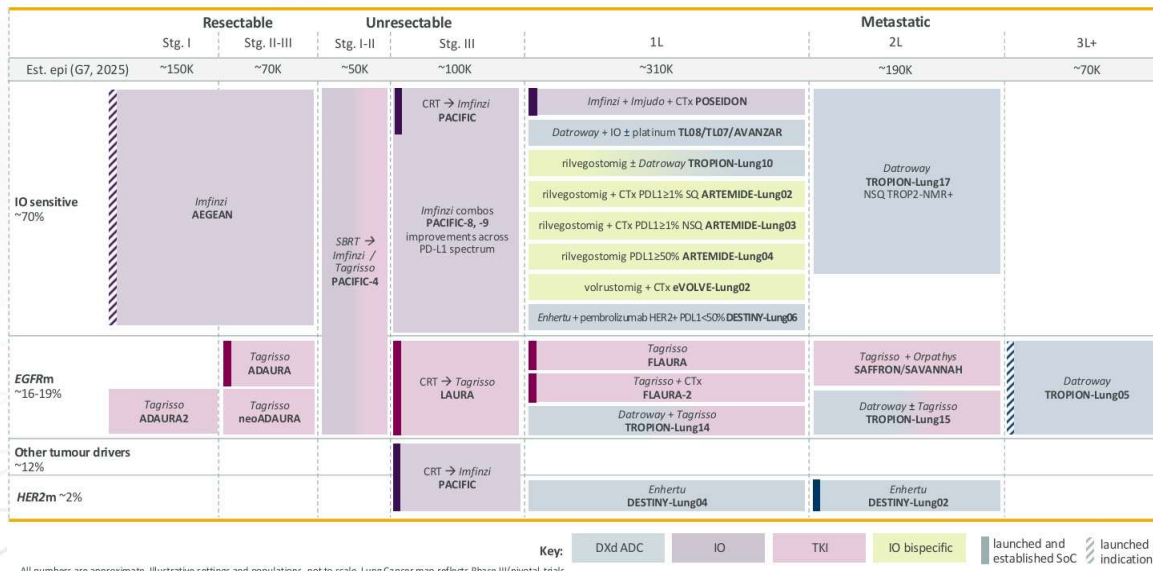
图表18：早期数据来看，芦康沙妥珠单抗和PD-1/PD-L1抑制剂之间的互补机制被进一步夯实

	Cohort 1A Sac-TMT (5 mg/kg Q3W) + KL-A167 (1200 mg Q3W) N = 40	Cohort 1B Sac-TMT (5 mg/kg Q2W) + KL-A167 (900 mg Q2W) N = 63
Median follow-up, mo	14.0	6.9
ORR, <sup>a</sup> n/N (%) [95% CI]	18/37 (48.6) [31.9, 65.6]	45/58 (77.6) [64.7, 87.5]
PR, n (%)	18 (48.6)	45 (77.6)
Confirmed PR, n (%)	16 (43.2)	40 (69.0)
SD, n (%)	17 (45.9)	13 (22.4)
PD, n (%)	2 (5.4)	0
DCR, <sup>b</sup> n/N (%)	35/37 (94.6)	58/58 (100.0)
Median DOR (95% CI), mo	NR (8.3, NE)	NR (6.6, NE)
Median PFS (95% CI), mo	15.4 (6.7, NE)	NR (8.4, NE)
6-mo PFS rate (95% CI), %	69.2 (51.2, 81.6)	84.6 (71.4, 92.1)

## 2.2 NSCLC: sac-TMT领衔TROP2 ADC突围泛癌治疗

- 如前文所述，sac-TMT在2L/3L EGFRmt NSCLC患者中确证了优秀的有效性，从而在1L拓展中采用联用奥希替尼/K药的方案分别针对EGFRmt/IO 敏感的患者。在海外的开发策略上，由于AZ的Dato已获批3L+的EGFRm NSCLC适应症，默沙东直接采取2L+的方式进行临床开展，sac-TMT有望在全球临床试验持续验证有效性，同时我们看好其安全性优势。
- 前车之鉴：**在TROPION-Lung01中，Dato-DXd对比多西他赛在全人群实现PFS改善，但OS未达到主要终点；最终数据显示，ITT人群mOS为12.9个月vs11.8个月，HR=0.94，未达统计学差异。然而最终将lung01的EGFRm 亚组人群和lung05数据合并亦支撑了Dato在3L的获批。由此可见，对于TROP2 ADC单药的使用在肺癌适应症中仍需要对人群进行更细分以确保成药性。从AZ和默沙东对于前线的选择来看，均选择了联用的方案以拓展TROP2 ADC的疗效优势。

图表19：阿斯利康在NSCLC试验布局



资料来源：阿斯利康演示材料，中邮证券研究所

## 2.3 其他：瞄准妇科肿瘤细分人群有望填补临床空白

- 从默沙东对sac-TMT的开发策略来看，从肺癌、乳腺癌的核心赛道，到妇科肿瘤、胃癌的空白赛道，从后线、二线到一线、新辅助/辅助/维持治疗，构建了完整的开发矩阵。尤其在子宫内膜癌、胃癌、宫颈癌、卵巢癌等缺乏有效TROP2 ADC方案的癌种，以及PD-L1低表达TNBC、pMMR子宫内膜癌等细分人群，有望填补临床空白。

图表20：sac-TMT的全球开发策略

Registrational Study	Tumor Type	Patient Population	Potential First-in-Class	Combo/ Novel Approach	Biomarker Approach
TroFuse-004	NSCLC	3L EGFRm NSCLC			
TroFuse-005	Endometrial	Post platinum & post I/O endometrial cancer	✓		
TroFuse-007	NSCLC	PD-L1 TPS ≥ 50%			
TroFuse-009	NSCLC	2L non-squamous EGFRm NSCLC			
TroFuse-010	Breast	HR+/HER2- unresectable LA or mBC	✓	✓	
TroFuse-011	Breast	LA or mTNBC PD-L1 at CPS <10	✓	✓	
TroFuse-012	Breast	TNBC did not achieve pCR at surgery			
TroFuse-015	Gastric	3L+ advanced/metastatic gastroesophageal adenocarcinoma	✓		
TroFuse-019	NSCLC	Adjuvant NSCLC (no pCR post surgery)	✓	✓	
TroFuse-020	Cervical	2L metastatic cervical cancer	✓		✓
TroFuse-022	Ovarian	Platinum sensitive recurrent OC	✓		✓
TroFuse-023	NSCLC	mNSCLC maintenance treatment (post KEYTRUDA + chemo)	✓	✓	
TroFuse-032	Breast	Neoadjuvant TNBC or HR-low/HER2- breast cancer		✓	
TroFuse-033	Endometrial	pMMR endometrial cancer	✓	✓	✓

**Comprehensive companion diagnostic work ongoing, including digital pathology**

c-TMT is part of collaboration with Kelun Biotech



## 平台实力持续验证，创新资产逐步兑现全球价值

3.1 与默沙东全球长期战略合作，ADC平台远期价值待重估

3.2 非肿瘤：单抗/ADC形式多样，多领域持续推进

## 3.1与默沙东全球长期战略合作，ADC平台远期价值待重估

- 全球化布局是科伦博泰的核心差异化优势，公司走出了自主研发+海外授权的轻资产出海模式，成为国产ADC出海的标杆。自2022年5月起，公司与默沙东就ADC资产达成了4笔交易，包括SBK264、SKB315、7个临床前ADC项目和SKB571，交易对价最高可超118亿美元。我们认为从时间跨度和交易频次来看，默沙东对科伦博泰的认可并非局限于SKB264单一品种，而是上升到ADC平台能力认可。即便在SKB315权益退回后，默沙东仍继续推进SKB410、SKB571、SKB535等合作资产，说明其对平台的整体信心并未削弱，反而在动态优化管线组合。
- 里程碑付款与授权持续增厚利润表现，有效对冲研发风险。截至2025年末公司累计已收到默沙东支付款项7.29亿美元，其中2025年度收款9681.64万美元。从现金流角度来看，在临床推进过程中便可以通过里程碑付款持续兑现现金流，更好的将创新药自身的研发风险进行了有效对冲。

图表21：科伦博泰与默沙东达成的项目授权概览

合作项目	交易时间	首付款/一次性付款	后续里程碑	其他经济效益	当前进展
SKB264/sacTMT	2022年5月	1.02亿美元四笔一次性付款，另有4700万美元短期款口径	3.8亿美元开发里程碑+7.8亿美元销售里程碑，或表述为后续里程碑不超过13.6亿美元	分级特许权使用费	默沙东已启动全球TroFuse系列注册研究
SKB315 (CLDN18.2ADC)	2022年7月	3500万美元不可退还首付款	累计不超过9.01亿美元	未进一步展开	2024年9月默沙东退回全球权益，科伦博泰收回项目
7个临床前ADC候选项目	2022年12月	1.75亿美元不可退还首付款	累计不超过93亿美元	部分可抵销研发费用报销	部分项目推进中，临床前/IND阶段
SKB571 (双抗ADC)	2024年8月	3750万美元独家选择权行权费	达成特定开发及销售里程碑后继续支付	商业化后分级特许权使用费	中国区进行中，默沙东已行使全球选择权

资料来源：科伦药业公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 3.1 与默沙东全球长期战略合作，ADC平台远期价值待重估

- 除sac-TMT外，多款合作ADC资产快速进入全球临床阶段：MK-3120/MK-2750/MK-6204。
  - MK-3120/SKB410:Nectin-4ADC, 处于全球I/II期临床（剂量递增+扩展），预计重点为尿路上皮癌、乳腺癌。采用Topo I抑制剂毒素，区别于以MMAE为毒素的同类路径，潜在优势在于减少传统MMAE相关的皮肤和神经毒性，从而为既往治疗失败患者提供替代方案。
  - MK-2750/SKB571：，中国II期/全球I/II期, 单药治疗EGFR突变合并c-Met异常（扩增/过表达/突变）的晚期NSCLC（包括奥希替尼耐药后人群），系同靶点双抗ADC中进度领先的项目。
  - MK-6204/SKB535：尚未公开的新型靶点ADC，目前处于1期阶段。

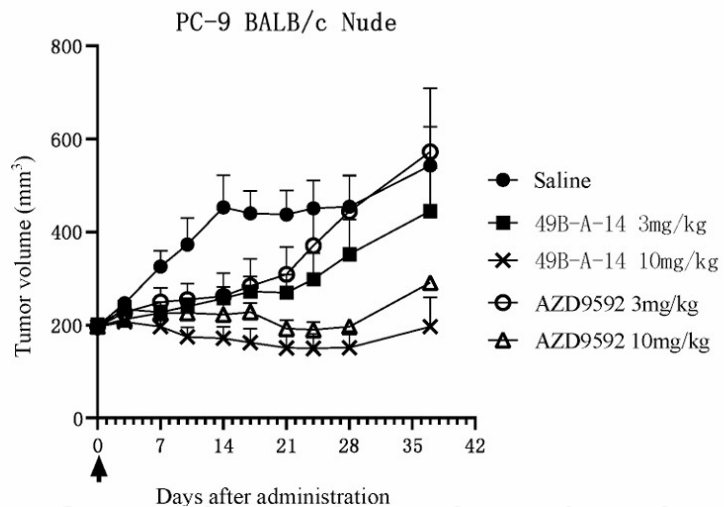
图表22：默沙东ADC项目矩阵：科伦博泰多款合作项目快速进入临床

	MK-2870	MK-2400	MK-5909	MK-1022	MK-2140	MK-3120	MK-2750	MK-6204	MK-6837
<b>Generic Name</b>	sacituzumab tirumotecan (sac-TMT)	ifinatumab deruxtecan (I-DXd)	raludotatug deruxtecan (R-DXd)	patritumab deruxtecan (HER3-DXd)	zilovertamab vedotin	Undisclosed	Undisclosed	Undisclosed	Undisclosed
<b>Target</b>	TROP2	B7H3	CDH6	HER3	ROR1	Nectin-4	Undisclosed	Undisclosed	Undisclosed
<b>Partner</b>	Kelun Biotech	Daiichi Sankyo	Daiichi Sankyo	Daiichi Sankyo	N/A	Kelun Biotech	Kelun Biotech	Kelun Biotech	N/A
<b>Status</b>	Phase 3	Phase 3	Phase 2/3	Phase 2	Phase 3	Phase 1	Phase 1	Phase 1	Phase 1
<b>Current Tumor Types<sup>1</sup></b>	Breast, Cervical, Endometrial, Gastric, NSCLC, Ovarian	ESCC, SCLC, Prostate	Ovarian	Breast	DLBCL	Advanced Solid Tumors	Advanced Solid Tumors	Advanced Solid Tumors	Advanced Solid Tumors

### 3.1 SKB571：同靶点双抗ADC中进度领先

- 科伦博泰相关专利内容公开 (W02025103450)，显示SKB571为一款EGFR/c-Met双抗ADC药物。和阿斯利康的EGFR/c-Met双抗ADC药物AZD9592一样，SKB571同样为二价的非对称结构，Fab端为c-Met抗体，scFv端为EGFR抗体。构造方面，SKB571使用了科伦新的OptiDCTM平台的高亲水性毒素—连接子策略，整体上还是在GGFG-Dxd的基础上进行优化改进，DAR值为6。体内活性方面，在多种肿瘤模型中，SKB571均显示出比AZD9592更强的肿瘤抑制活性。
- 进展来看，SKB571登记了一项在非小细胞肺癌中的2期临床试验NCT07230405，该临床预计于2025年12月启动，入组人数为190例，系当前进度最快的同靶点管线。

图表23：SKB571在肿瘤模型中的疗效较AZD9592更强



资料来源：UmabsDB、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表24：EGFR/c-Met双抗全球研发格局

项目名称	靶点	公司	毒素	状态
SKB571	EGFR/c-Met	科伦博泰	TOPOi	ph2
AZD9592	EGFR/c-Met	阿斯利康	TOPOi	ph1
PRO1286	EGFR/c-Met	普方生物\Genmab	TOPOi	ph1
ALK202	EGFR/c-Met	安领科	TOPOi	ph1
DM005	EGFR/c-Met	多玛生物	TOPOi	ph1
HS-20122	EGFR/c-Met	翰森制药	TOPOi	ph1
KY-0301	EGFR/c-Met	科舜药业	undisclosed	ph1
TQB6411	EGFR/c-Met	正大天晴	TOPOi	ph1
VBC101	EGFR/c-Met	橙帆医药	TOPOi	ph1
GQ1033	EGFR/c-Met	启德医药	TBD	临床前
KA-2886-LD38	EGFR/c-Met	诗健生物	TOPOi	临床前
SCR-A006	EGFR/c-Met	先声药业	TOPOi	临床前
SWY2321	EGFR/c-Met	石药集团	TOPOi	临床前

资料来源：UmabsDB、中邮证券研究所

## 3.2 非肿瘤：单抗/ADC形式多样，多领域持续推进

- 从年报演示材料来看，公司希望通过OptiDC™平台探索将非细胞毒payload用于自身免疫等非肿瘤疾病。
  - 从进展来看，SKB378是公司非肿瘤管线中最先具备外部验证意义的资产。SKB378为新型全人源TSLP单抗，已通过NewCo模式授权给Windward Bio，交易总金额最高可达9.7亿美元。合作方已于2025年7月启动全球II期POLARIS试验，评估其在哮喘患者中的长效给药方案，预计初步数据将在2026年年中公布。
  - SKB575为一款TSLP/IL-13长效双抗，已批准IND用于治疗特应性皮炎，从适应症布局角度来看，有望和SKB378进一步夯实在Th2型炎症中的布局。
  - SKB336 (FXI/FXIa单抗)。该产品旨在用于预防和治疗血栓栓塞性疾病，核心逻辑在于靶向FXI/FXIa有望在维持抗血栓疗效的同时降低出血风险。

图表25：公司肿瘤/非肿瘤管线资产概览

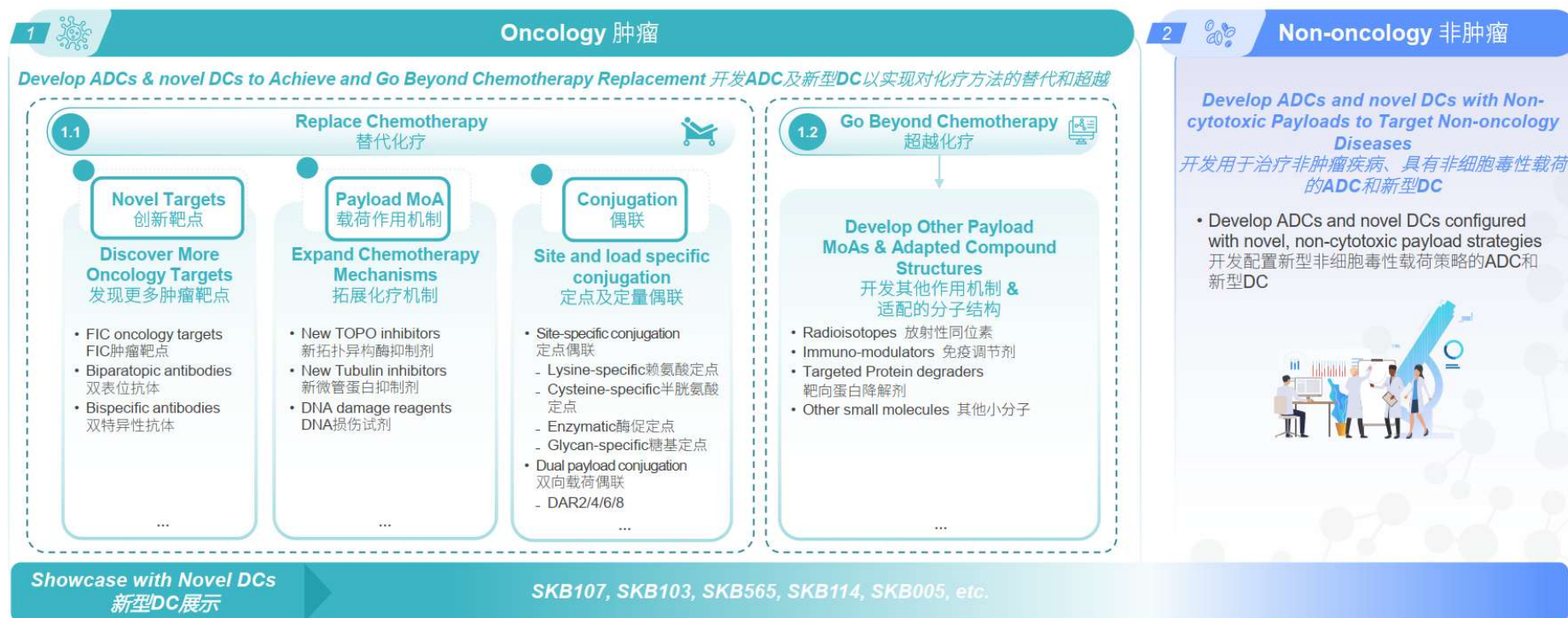
1 Oncology 肿瘤		2 Non-oncology 非肿瘤	
On Market 已上市	Ph 2	Ph 1	Ph 2
<b>Sac-TMT (SKB264/MK-2870)<sup>1</sup></b> TROP2 ADC First TROP2 ADC approved for LC globally 全球首款获得获批肺癌适应症的TROP2 ADC药物 2L/3L EGFRmt NSCLC, 2L+ TNBC, 2L+ HR+/HER2- BC	SKB315 Claudin 18.2 ADC	SKB107 RDC	SKB378 / WIN378 <sup>3</sup> TSLP mAb
<b>Trastuzumab botidotin (A166)</b> HER2 ADC First domestically developed HER2 ADC approved for 2L+ HER2+ BC in China 国内首款获批2L+ HER2+ BC的国产HER2 ADC	SKB410 / MK-3120 <sup>1</sup> Nectin-4 ADC	SKB445 ADC	Ph 1 SKB575 TSLP/undisclosed target bsAb
<b>Cetuximab N01 (A140)</b> EGFR mAb 1L RAS wild-type mCRC	SKB571 / MK-2750 <sup>1</sup> bsADC	SKB535 / MK-6204 <sup>1</sup> ADC	SKB336 FXI / FXIa mAb
<b>Tagitanlimab (A167)</b> PD-L1 mAb First PD-L1 mAb approved for NPC globally 全球首款获准用于NPC治疗的PD-L1单抗	SKB500 ADC	SKB105 / CR-003 <sup>4</sup> ITGB6 ADC	
NDA Stage NDA阶段 <b>Lunbotinib Fumarate (A400 / EP0031)<sup>2</sup></b> Next-generation RET inhibitor 下一代RET抑制剂	SKB518 ADC		

Note: <sup>1</sup> Licensing collaboration with MSD; <sup>2</sup> Licensing collaboration with Eisai/see Pharma; <sup>3</sup> Licensing collaboration with Windward Bio; <sup>4</sup> Collaboration with Crescent Biopharma. 注: <sup>1</sup> 跟默沙东的许可合作; <sup>2</sup> 跟Eisai/see的许可合作; <sup>3</sup> 跟Windward Bio的许可合作; <sup>4</sup> 跟Crescent Biopharma的合作。

# 平台实力持续验证，创新资产逐步兑现全球价值

- 公司在肿瘤领域持续通过新靶点、新payload-linker设计、双特异性结构和新型偶联形式解决传统ADC在耐药性、安全窗和异质性上的痛点。在非肿瘤层面，开发配置新型非细胞毒性载荷策略的ADC和新型DC。
- 随着临床进展，我们看好公司ADC的平台实力持续在全球兑现，带动ADC平台的价值重估。

图表26：公司技术平台开发策略：多管齐下



# 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

- **盈利预测和投资建议：** 公司为创新药研发型公司，随着临床成熟度提升，已迈入收获期。预计26/27/28年公司收入为25/41/66亿元，同比增长22%/64%/61%，归母净利润为-1.3/5.0/14.5亿元。公司国内商业化进展顺利，ADC管线稳步推进，借力默沙东有望掘金海外市场，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表27：盈利预测和财务指标

单位/百万	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2058	2502	4115	6633
(+/-)(%)	6%	22%	64%	61%
归母净利润	-382	-128	502	1447
(+/-)(%)	-43%	67%	493%	188%
EPS	-1.66	-0.55	2.15	6.21
P/E	-217.36	-754.35	192.03	66.60

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 4.2风险提示

- 1) 创新药临床推进进度不及预期：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)

图表28: 财务报表和主要财务比率

附录: 公司财务预测表

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	5,149	4,908	5,646	7,430
现金	3,244	2,782	3,025	4,092
应收账款及票据	94	83	137	221
存货	241	157	180	260
其他	1,569	1,886	2,304	2,856
<b>非流动资产</b>	840	869	898	927
固定资产	636	686	736	786
无形资产	88	68	48	28
其他	116	115	115	114
<b>资产总计</b>	5,989	5,777	6,545	8,357
<b>流动负债</b>	1,004	972	1,289	1,707
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	409	209	240	347
其他	596	763	1,049	1,360
<b>非流动负债</b>	117	117	117	117
长期债务	0	0	0	0
其他	117	117	117	117
<b>负债合计</b>	1,121	1,089	1,406	1,824
普通股股本	233	233	233	233
储备	4,633	4,453	4,904	6,299
<b>归属母公司股东权益</b>	4,867	4,688	5,138	6,534
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	4,867	4,688	5,138	6,534
负债和股东权益	5,989	5,777	6,545	8,357
<b>现金流量表</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>经营活动现金流</b>	-180	-257	274	1,023
净利润	-382	-128	502	1,447
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	100	0	0	0
营运资金变动及其他	101	-129	-228	-424
<b>投资活动现金流</b>	411	-153	20	96
资本支出	-126	-30	-30	-30
其他投资	537	-123	50	126
<b>筹资活动现金流</b>	1,728	0	0	0
借款增加	-43	0	0	0
普通股增加	1,777	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-6	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	1,907	-462	243	1,067

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	2,058	2,502	4,115	6,633
其他收入	0	0	0	0
<b>营业成本</b>	579	376	432	624
销售费用	475	626	1,029	1,658
管理费用	179	213	329	531
研发费用	1,320	1,601	2,058	2,653
财务费用	-57	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	-356	-137	517	1,492
所得税	26	-10	16	45
<b>净利润</b>	-382	-128	502	1,447
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-382	-128	502	1,447
EBIT	-413	-137	517	1,492
EBITDA	-313	-137	517	1,492
EPS (元)	-1.66	-0.55	2.15	6.21

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	6.46%	21.59%	64.47%	61.17%
归属母公司净利润	-43.19%	66.56%	492.83%	188.33%
<b>获利能力</b>				
毛利率	71.86%	84.97%	89.51%	90.59%
销售净利率	-18.56%	-5.11%	12.19%	21.81%
ROE	-7.85%	-2.73%	9.77%	22.15%
ROIC	-9.11%	-2.73%	9.77%	22.15%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.73%	18.85%	21.49%	21.82%
净负债比率	-66.65%	-59.35%	-58.88%	-62.63%
流动比率	5.13	5.05	4.38	4.35
速动比率	4.80	4.84	4.18	4.12
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.40	0.43	0.67	0.89
应收账款周转率	26.51	28.13	37.31	37.03
应付账款周转率	1.65	1.22	1.92	2.13
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-1.66	-0.55	2.15	6.21
每股经营现金流	-0.77	-1.10	1.18	4.39
每股净资产	20.87	20.10	22.03	28.02
<b>估值比率</b>				
P/E	-217.36	-754.35	192.03	66.60
P/B	17.29	20.56	18.76	14.75
EV/EBITDA	-258.65	-681.29	180.42	61.86

请参阅

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

# 感谢您的信任与支持!

## THANK YOU

**盛丽华 (首席分析师)**

**SAC编号: S1340525060001**

**徐智敏 (分析师)**

**SAC编号: S1340525100003**

## 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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

## 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：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

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