

加科思-B (01167.HK) 2025 年报点评

pan-KRAS 抑制剂疗效数据优异

事项:

- 加科思发布 2025 年年度业绩,首次披露了 pan-KRAS 抑制剂 JAB-23E73 的疗效数据,具有同类最佳潜力。

评论:

- pan-KRAS 抑制剂 JAB-23E73 初步数据优于 RMC-6236。** 中国剂量爬坡已完成,美国 I 期进行中,联用化疗的 1L PDAC 适应症 Ib/III 临床已获 CDE 批准,公司预计 2026H1 在中国启动单药二期试验及 1L PDAC 联合用药的临床试验,2026H2 在中国启动 PDAC 注册临床。公司首次公布 JAB-23E73 的优异数据:
 - 国内胰腺癌亚组 ≥ 160 mg 日剂量的 13 例疗效可评估患者中 (2 例 2L、11 例 3L+), ORR 为 38.5%, DCR 为 84.6%。而泛 KRAS 抑制剂领域进展最快的 RMC-6236 此前的 I 期数据显示,在具有 KRAS G12X 突变的 160-300 mg 剂量组中,2L PDAC 的 ORR 为 29% (n=42), 3L+ PDAC 的 ORR 为 22% (n=63)。
 - 国内 9 个剂量水平入组的 42 例患者中,3 级 TRAE 发生率为 11.9%,无 4/5 级 TRAE;就皮肤毒性而言,皮疹的发生率为 14.3%,粘膜炎/口腔炎为 4.8%,并且均为 1-2 级。而 RMC-6236 ≥ 3 级 TRAE 发生率为 34%,皮疹发生率 (所有级别/ ≥ 3 级) 为 91%/8%,粘膜炎/口腔炎 (所有级别/ ≥ 3 级) 为 44%/4%。
- KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞已贡献收入,适应症积极拓展中。** 戈来雷塞首个适应症 2L+ NSCLC 已于 2025 年 5 月获批上市,2025 年实现销售分成 855 万;2025 年 12 月正式纳入医保,2026 年有望进一步放量。联用 SHP2 抑制剂治疗 1L NSCLC 的 III 期注册临床正在进行中,此外,单药治疗 2L+ PDAC、单药及与西妥昔单抗联合治疗 CRC 的 II 期注册临床也在开展中。
- 下一代 ADC 平台具备多靶点、多适应症扩展潜力。** 公司在 ADC 领域推进的平台技术创新,有望突破传统药物治疗效果瓶颈。1) tADC 平台以小分子靶向药为载荷:首个候选药物 EGFR G12Di tADC 以 EGFR 抗体递送高活性 KRAS G12Di,已确定 PCC,预计 2026H2 提交 IND。2) iADC 平台以免疫招募剂为载荷:首个候选药物 HER2-STING iADC 以 HER2 抗体递送 STING 激动剂,已确定 PCC,预计 2026H2 提交 IND。
- 投资建议:公司 2026 年一季度末现金储备将超 20 亿,预计 2026 年转亏为盈,pan-KRAS 抑制剂前景可期,与阿斯利康合作有望加速兑现全球价值。** 考虑到公司 2025 年最新业绩进展和收入确认节奏,我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 6.70、4.93 和 4.55 亿元;归母净利润为 4.17、2.34 和 1.67 亿元 (26-27 年前值 3.13/1.92 亿元)。根据创新药管线估值方法 (基于风险调整的现金流折现法),给予公司整体估值 92.22 亿港元,对应目标价为 11.65 港元,维持“强推”评级。
- 风险提示:** 对外合作不达预期、临床进度不达预期、竞争格局变动

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	54	670	493	455
同比增速(%)	-65.6%	1,152.2%	-26.5%	-7.7%
归母净利润(百万元)	-146	417	234	167
同比增速(%)	6.2%	385.5%	-43.8%	-28.8%
每股盈利(元)	-0.18	0.53	0.30	0.21
市盈率(倍)	-33	12	21	29
市净率(倍)	6.3	4.1	3.4	3.0

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为 2026 年 3 月 13 日收盘价

强推 (维持)

目标价: 11.65 港元

当前价: 6.99 港元

华创证券研究所

证券分析师: 刘浩

邮箱: liuhao@hcyjs.com

执业编号: S0360520120002

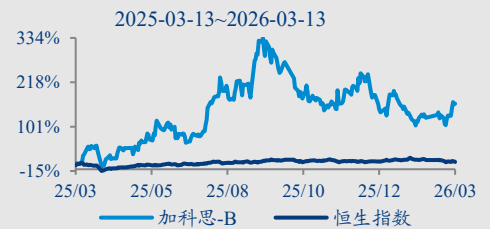
联系人: 吴昱爽

邮箱: wuyushuang@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	79,175.51
已上市流通股(万股)	78,667.28
总市值(亿港元)	55.34
流通市值(亿港元)	54.99
资产负债率(%)	40.92
每股净资产(元)	0.97
12 个月内最高/最低价(港元)	11.60/2.60

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《加科思-B (01167.HK) 深度研究报告: pan-KRAS 抑制剂价值重估空间大》

2026-02-24

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币					单位:百万人民币				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	374	632	908	1,123	营业总收入	54	670	493	455
应收款项合计	20	65	49	53	主营业务收入	54	670	493	455
存货	0	0	0	0	其他营业收入	0	0	0	0
其他流动资产	760	790	766	742	营业总支出	224	253	279	310
流动资产合计	1,154	1,487	1,724	1,918	营业成本	1	1	2	5
固定资产净额	65	73	76	73	营业开支	224	252	277	305
权益性投资	3	1	1	2	营业利润	-171	417	213	145
其他长期投资	17	35	23	25	净利息支出	-19	-28	-30	-27
商誉及无形资产	65	81	97	86	权益性投资损益	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	其他非经营性损益	6	18	18	14
其他非流动资产	0	1	0	0	非经常项目前利润	-146	463	260	186
非流动资产合计	151	190	198	186	非经常项目损益	0	0	0	0
资产总计	1,304	1,677	1,922	2,104	除税前利润	-146	463	260	186
应付账款及票据	44	85	82	82	所得税	0	46	26	19
短期借贷及长期借贷当期到期部分	6	6	6	6	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	177	179	175	180	持续经营净利润	-146	417	234	167
流动负债合计	226	269	262	267	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0	净利润	-146	417	234	167
其他非流动负债	307	205	222	232	优先股及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	307	205	222	232	归属普通股股东净利润	-146	417	234	167
负债总计	534	474	484	499	EPS (摊薄)	-0.18	0.53	0.30	0.21
归属母公司所有者权益	771	1,203	1,438	1,605	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
股东权益总计	771	1,203	1,438	1,605	成长能力				
负债及股东权益总计	1,304	1,677	1,922	2,104	营业收入增长率	-65.6%	1,152.2%	-26.5%	-7.7%
现金流量表					单位:百万人民币				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	归属普通股股东净利润增长率	6.2%	385.5%	-43.8%	-28.8%
经营活动现金流	0	374	232	152	获利能力				
净利润	-146	417	234	167	毛利率	98.9%	99.8%	99.5%	98.8%
折旧和摊销	0	19	21	24	净利率	-272.7%	62.2%	47.6%	36.7%
营运资本变动	171	-16	23	2	ROE	-17.2%	42.2%	17.7%	11.0%
其他非现金调整	-25	-46	-47	-41	ROA	-11.0%	28.0%	13.0%	8.3%
投资活动现金流	0	-58	-30	-13	偿债能力				
资本支出	0	-42	-42	-10	资产负债率	40.9%	28.2%	25.2%	23.7%
长期投资减少	-2	-16	11	-2	流动比率	5.1	5.5	6.6	7.2
少数股东权益增加	0	0	0	0	速动比率	5.1	5.5	6.6	7.2
其他长期资产的减少/(增加)	2	-1	1	0	每股指标(元)				
融资活动现金流	0	-57	74	75	每股收益	-0.18	0.53	0.30	0.21
借款增加	-50	0	0	0	每股经营现金流	0.00	0.47	0.29	0.19
股利分配	0	0	0	0	每股净资产	0.97	1.52	1.82	2.03
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
其他融资活动产生的现金流量净额	50	-57	74	75	P/E	-33	12	21	29
					P/B	6.3	4.1	3.4	3.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

医药组团队介绍

研究所所长助理、首席分析师：郑辰

复旦大学金融学硕士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

联席首席分析师：刘浩

中科院有机化学博士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

医疗器械组组长、资深分析师：李婵娟

上海交通大学会计学硕士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

中药和流通组组长、高级分析师：高初蕾

中国科学院理学博士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

高级分析师：王宏雨

复旦大学金融硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

高级分析师：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

分析师：张良龙

复旦大学生物化学与分子生物学硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

分析师：陈俊威

悉尼大学会计学和商业分析硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：段江瑶

伦敦大学学院细胞生物学硕士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：赵建韬

北京大学电子信息硕士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：吴昱爽

复旦大学生物医学研究院博士，2025 年加入华创证券研究所。2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

研究员：孙芊荟

清华大学生物医学工程硕士，2025 年加入华创证券研究所。2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522