

全球生物药CDMO供给紧平衡，平台型Biotech具重估潜力 ——韩国生物医药调研反馈

华创医药首席分析师 郑辰

执业编号：S0360520110002

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

华创医药资深分析师 王宏雨

执业编号：S0360523080006

邮箱：wanghongyu@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制

卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

第一部分

01

韩国生物医药：老龄化驱动需求，医疗终端与支付体系促进产品放量

02

三星生物：规模化制造与全球交付构筑CDMO领先地位

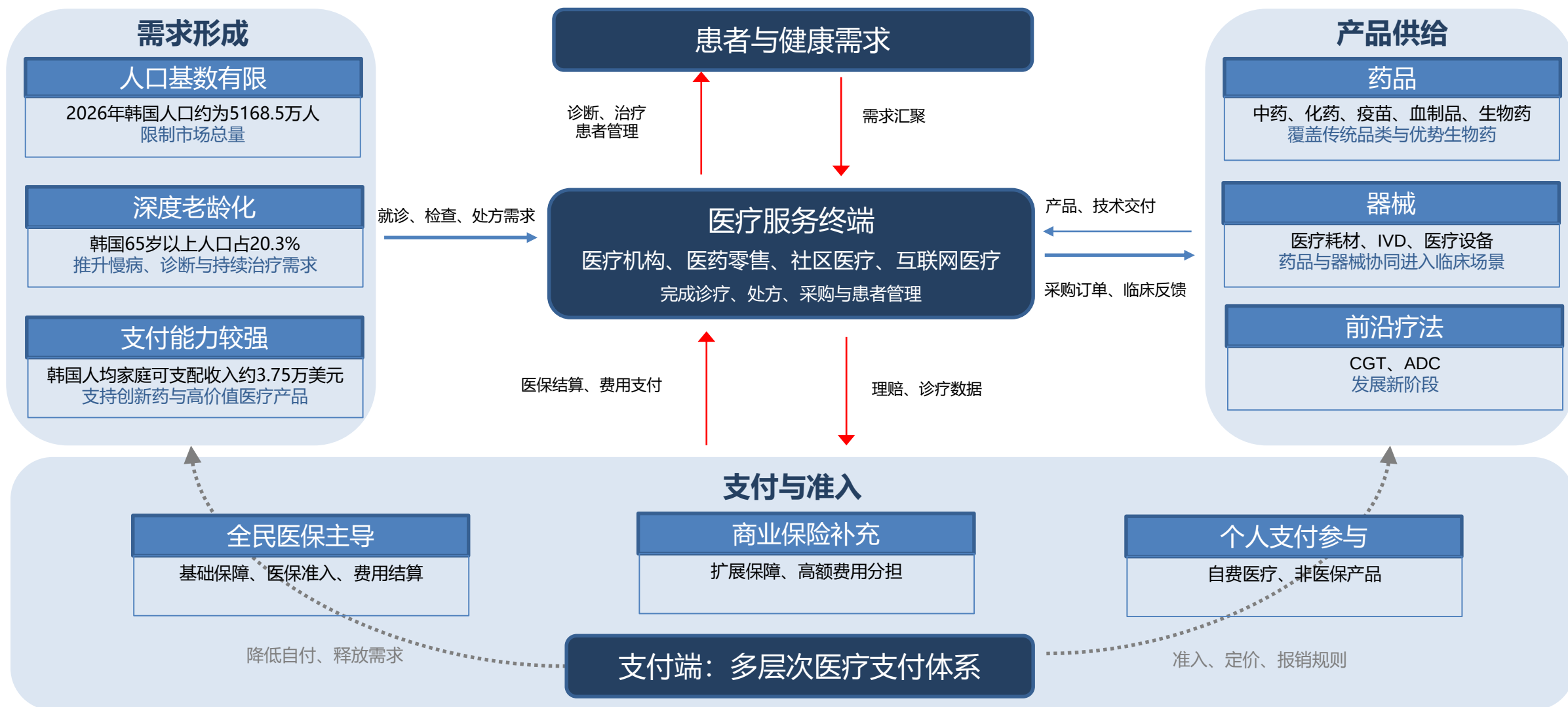
03

ABL Bio：正加速迈向全球化平台型生物科技公司

04

风险提示

韩国生物医药市场总览：老龄化驱动需求，医疗终端承接，支付机制决定放量

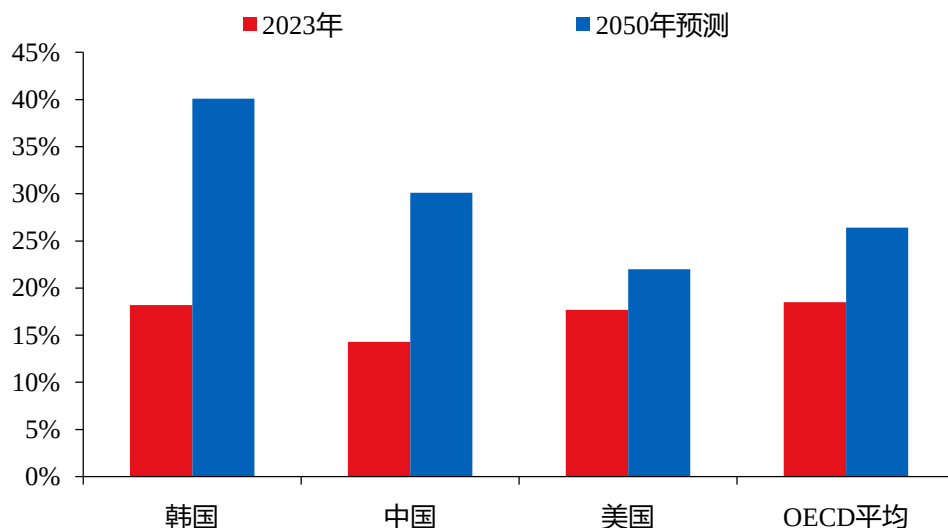


韩国生物医药市场并非依赖人口规模，而是由深度老龄化、密集医疗网络和多层次支付共同提高单个患者医疗价值

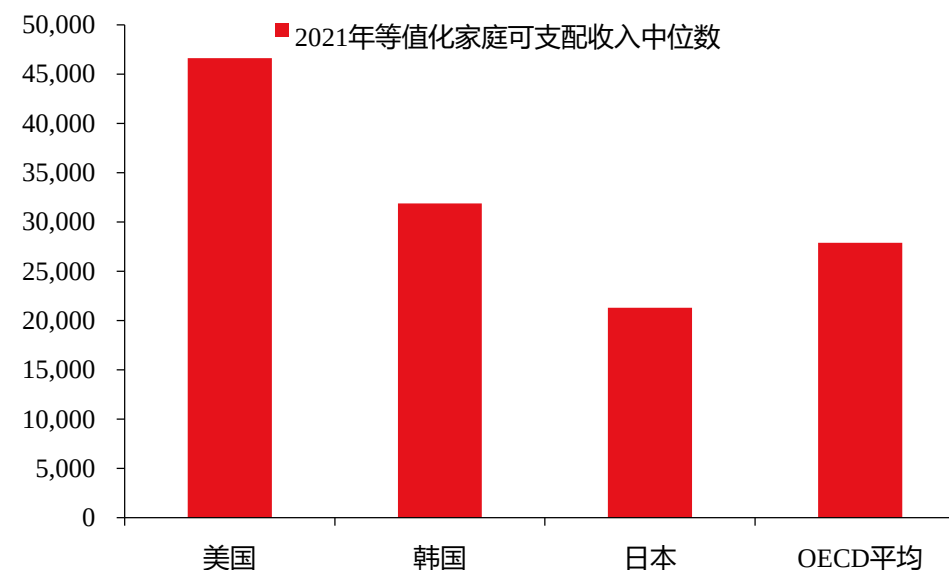
1、需求端：韩国人口规模有限，老龄化与购买力支撑医疗需求

- **韩国人口规模有限，但高老龄化与较强支付能力将持续推动单个患者医疗价值提升**
- **1) 韩国人口规模较小，医疗市场扩容更依赖单患者价值提升。**2025年韩国总人口约5,168万，仅为中国14.05亿的3.7%和美国3.42亿的15.1%。韩国市场医疗需求增长更多来自老年患者增加、诊疗频次提高、治疗渗透率提升及疗程延长，而非人口总量扩张。
- **2) 韩国老龄化水平较高，且未来老龄化速度领先。**按OECD统一口径，2023年韩国65岁以上人口占比为18.2%，高于中国的14.3%和美国的17.7%，略低于OECD平均的18.5%；预计到2050年将升至40.1%，高于中国的30.1%、美国的22.0%和OECD平均的26.4%。2023-2050年韩国老年人口占比将增加21.9个百分点，持续扩大慢病管理、肿瘤诊疗、长期用药及长期护理的患者基础。
- **3) 韩国居民支付能力处于较高水平，为高价值医疗产品提供市场基础。**2021年韩国等值化家庭可支配收入中位数为3.19万美元PPP，高于OECD平均的2.79万美元和日本的2.13万美元，但低于美国的4.66万美元，为创新药、高端医疗器械及高质量医疗服务提供了较好的支付基础。

2023与2050年（估计）65岁以上人口占比



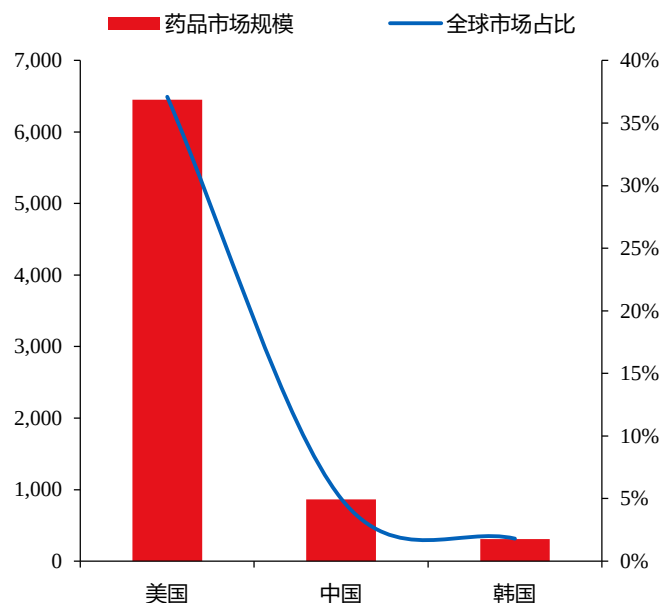
2021年等值化家庭可支配收入中位数（美元PPP）



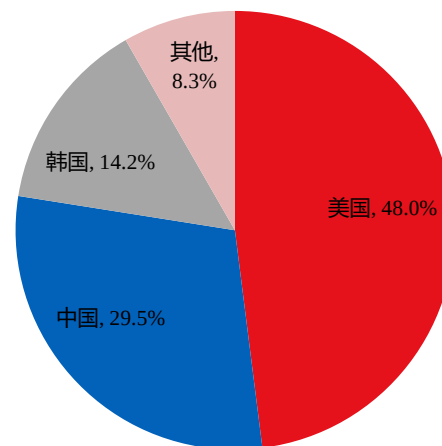
2、供给端：韩国药品研发与制造能力突出

- 韩国药品市场体量有限，但研发能力突出
- 1) 韩国药品市场规模明显低于美国和中国，但其在研药物数量达到3,386个，占全球研发管线的14.2%，仅次于美国和中国、位居全球第三，反映出较高的研发投入强度和创新的产业集群度。
- 2) 韩国药物研发管线中，生物药及生物类似药占比接近四成，与中美基本处于同一水平。叠加三星生物、Celltrion等企业形成的大规模生物药研发和制造能力，韩国正以生物药为重点参与全球供应链，并通过出口及CDMO服务突破本土市场容量限制。

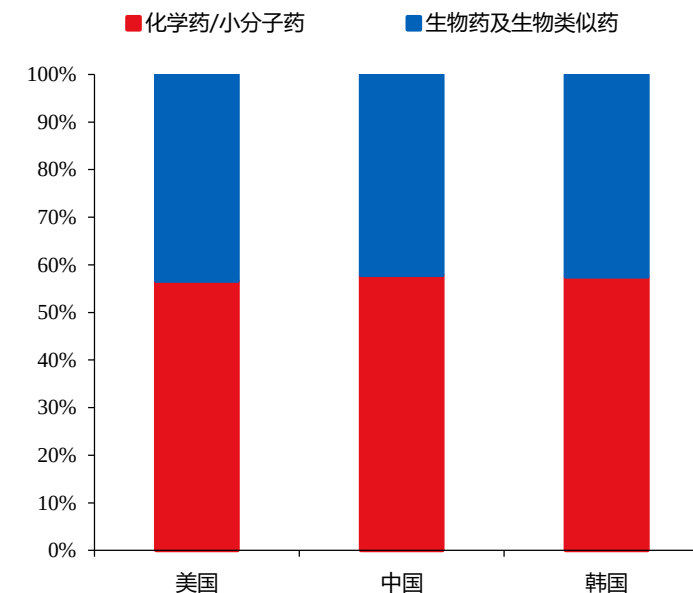
2025年中美韩药品市场规模（亿美



2025中美韩药品研发管线占比



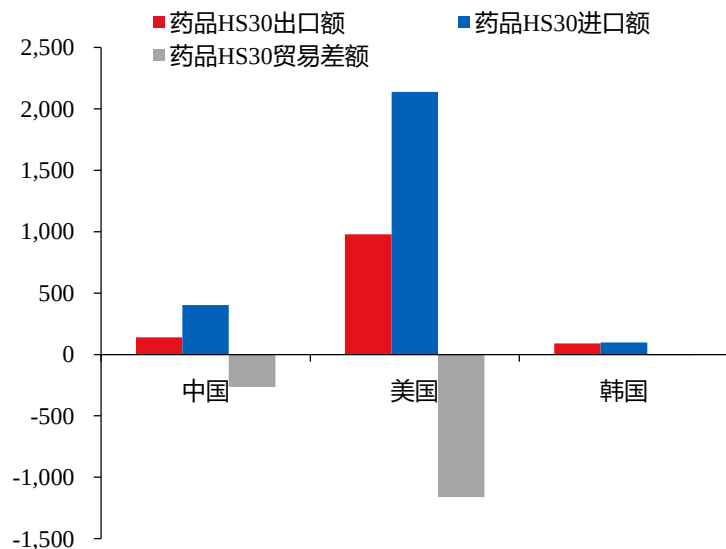
2025中美韩各类别药品市场规模占比



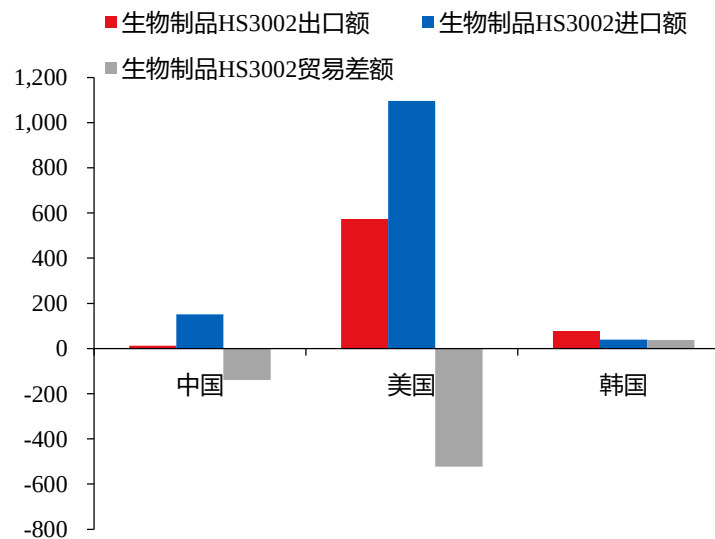
2、供给端：生物制品成为韩国药品出海支柱

- **韩国药品贸易规模不及中美，但生物制品出口竞争力突出**
- **1) 2025年美国药品进出口规模显著高于中国和韩国。**美国药品出口额和进口额分别为978.25亿美元和2138.23亿美元，中国分别为140.85亿美元和404.11亿美元，韩国分别为90.90亿美元和97.47亿美元。韩国药品出口额约为中国的64.5%，为美国的9.3%。
- **2) 生物制品是韩国相对中国更具优势的医药细分领域。**2025年韩国生物制品出口额为76.84亿美元，约为中国的6.2倍，但仅为美国的13.4%。韩国实现37.93亿美元贸易顺差，是三国中唯一实现生物制品贸易顺差的国家。
- **3) 韩国药品出口高度集中于生物制品。**2025年生物制品占韩国药品出口额的84.5%，高于美国的58.6%和中国的8.9%。生物制品占韩国药品进口额的39.9%，美国和中国分别为51.3%和37.5%。

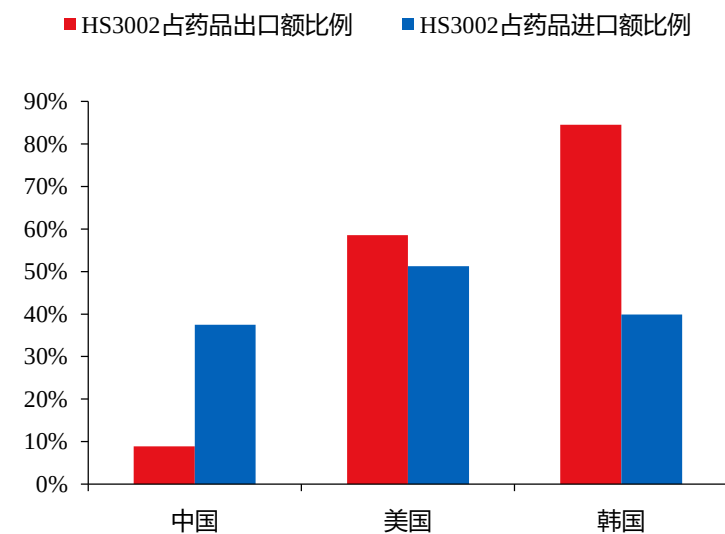
2025年中美韩药品进出口及贸易差额（亿美元）



2025年中美韩生物制品进出口及贸易差额（亿美元）



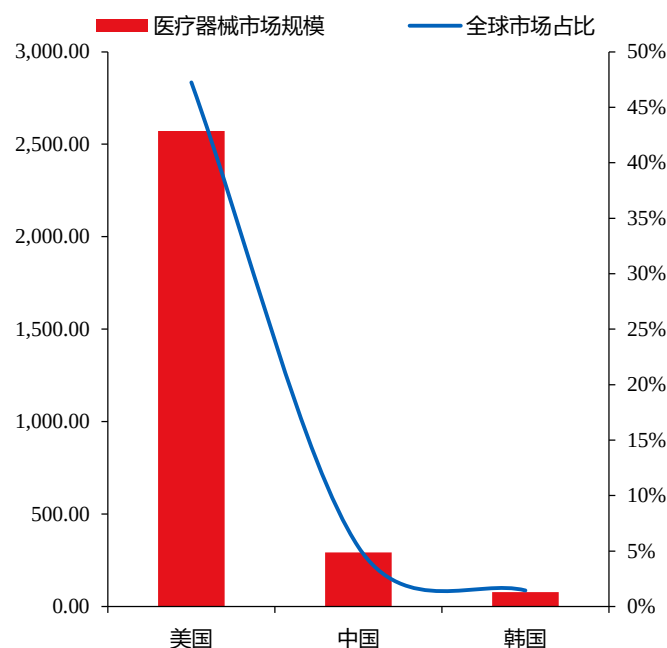
2025年中美韩生物制品进出口占药品比重



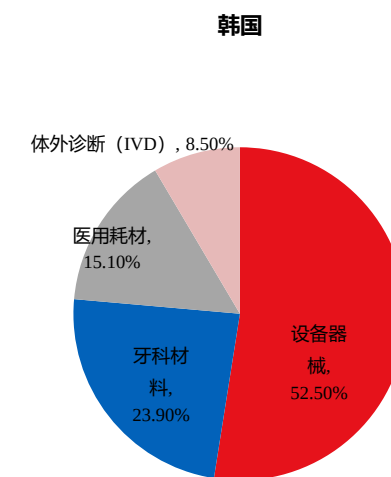
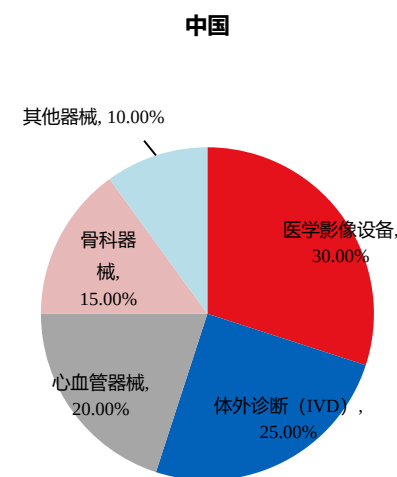
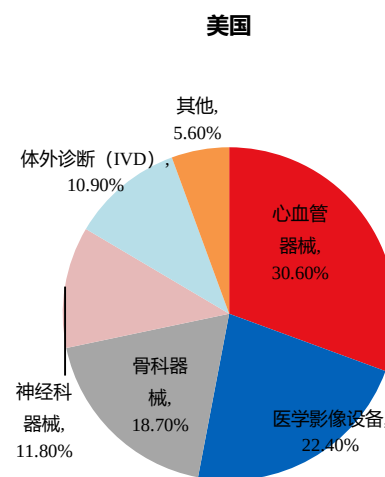
2、供给端：韩国医疗器械竞争聚焦设备与牙科赛道

- 韩国医疗器械市场体量偏小，产品结构集中于设备及牙科相关品类
- 1) 韩国医疗器械市场总体规模低于中美，单一市场可承接的商业化空间相对有限。从整体市场规模及全球市场占比看，韩国与中美仍存在明显差距，行业发展更适合围绕具备基础的细分领域进行布局。
- 2) 从韩国市场自身结构看，设备及牙科相关领域构成主要细分方向。2025年韩国医疗器械市场中，设备类占比52.5%，牙科材料及牙科设备合计占比39.0%，设备与牙科相关领域是韩国医疗器械市场的主要组成部分。

2024中美韩医疗器械市场规模（亿美



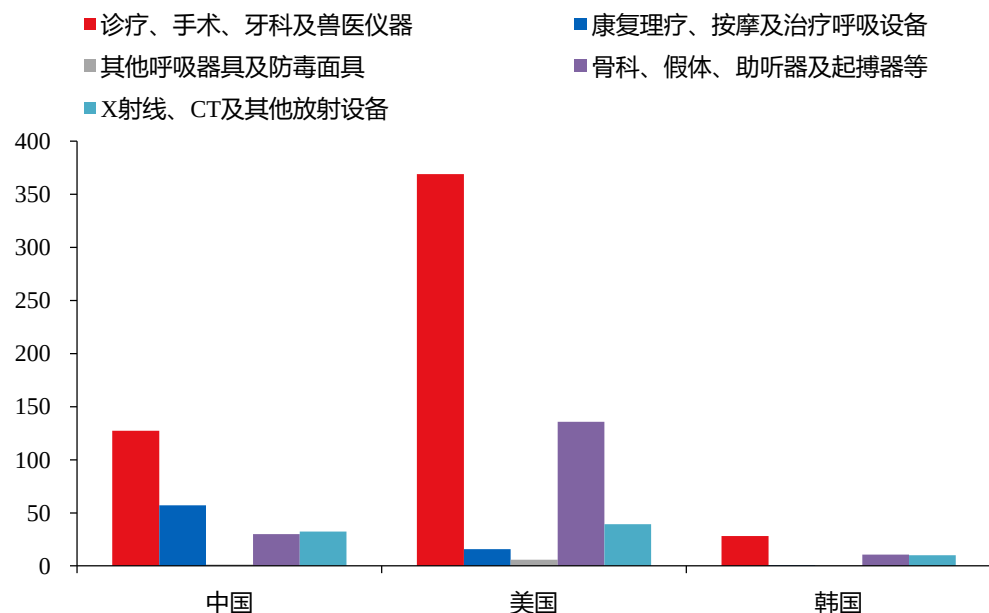
2025年中美韩医疗器械市场结构对比



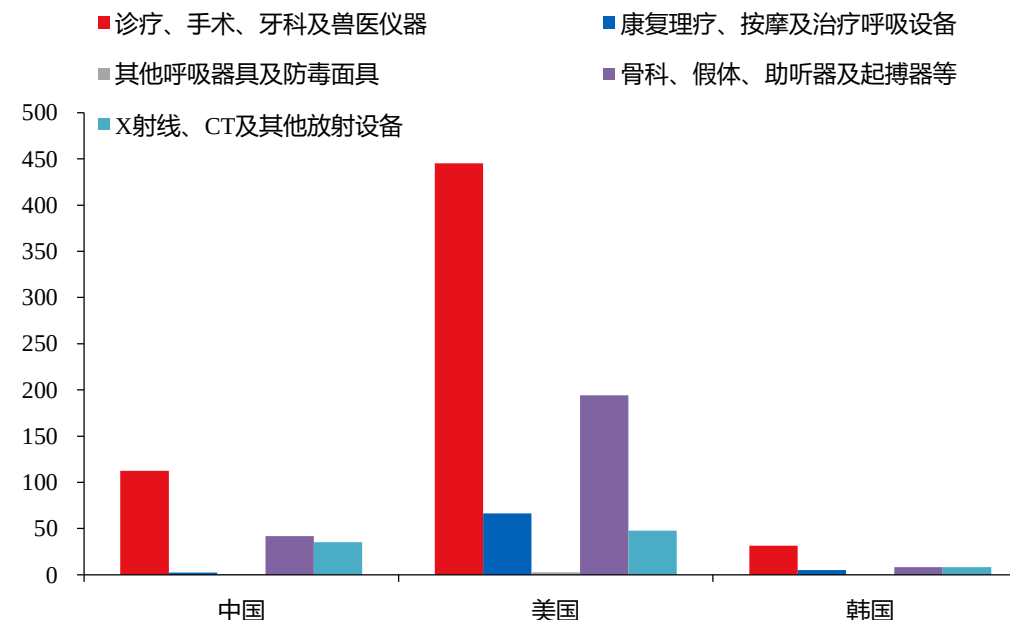
2、供给端：韩国医疗器械贸易呈现局部优势与整体短板

- 韩国医疗器械贸易规模远小于中美，仅骨科植入与影像设备实现贸易顺差
- 1) 韩国医疗器械整体贸易规模有限，尚未形成覆盖多品类的综合出口优势。2025年，韩国核心医疗器械出口额为49.78亿美元，仅相当于中国的20.1%和美国的8.8%；进口额为52.87亿美元，整体贸易接近平衡。
- 2) 韩国在骨科植入和影像设备领域具备相对出口优势，但诊疗及呼吸设备仍依赖进口。2025年，骨科及假体、影像设备分别实现2.53亿美元和1.80亿美元顺差；诊疗器械和康复及治疗呼吸设备则分别存在3.10亿美元和4.26亿美元逆差，反映其在部分高端诊疗设备领域仍具有较强进口依赖。

2025年中美韩医疗器械出口额（亿美元）



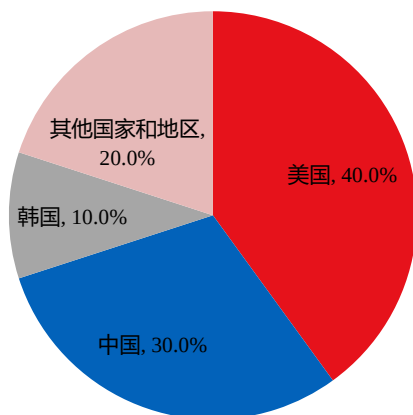
2025年中美韩医疗器械进口额（亿美元）



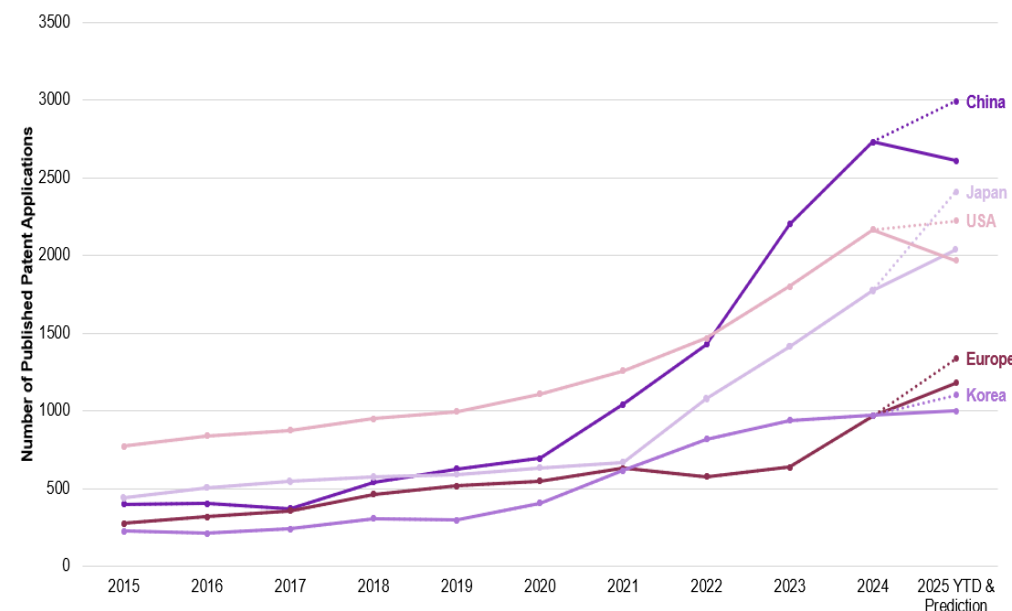
2、供给端：韩国ADC研发进入全球主要阵营

- 中美韩集聚全球八成ADC研发项目，中国专利产出领先，韩国研发份额位居全球第三
- 1) 韩国已成为全球ADC研发项目较为集中的国家之一。 韩国占全球ADC研发项目的10%，低于美国的40%和中国的30%，位居全球第三，但韩国与中美两国仍存在明显的项目规模差距。
- 2) 韩国ADC专利积累持续增加，但整体规模仍低于主要领先国家。 2025年，韩国ADC专利公开量预计为1,101件，约为美国2222件的一半、约为中国近3000件的37%。

2025年全球ADC临床研发项目地域分布



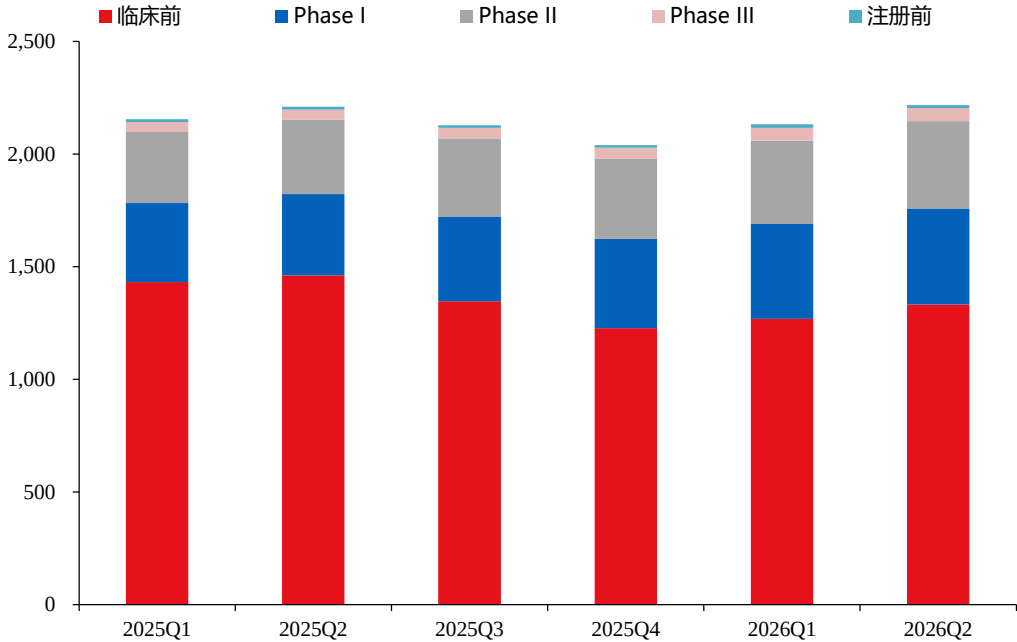
2015-2025年全球ADC专利公开量



2、供给端：韩国本土CAR-T实现商业化突破

- 韩国首款本土CAR-T获批，美中贡献近八成全球首次获批基因治疗及基因修饰细胞治疗产品
- 1) 美国和中国是全球基因与细胞治疗产品获批的主要市场。2025-2026H1，美国和中国分别有6款和5款产品实现全球首次获批，覆盖AAV基因治疗、基因修饰干细胞治疗、CAR-T细胞治疗等技术路线。
- 2) 韩国首款本土CAR-T产品Rimqarto获批，标志韩国正式进入自主CAR-T商业化阶段。2026H1，韩国本土开发的CD19 CAR-T产品Rimqarto获批，成为同期韩国唯一进入全球首次获批名单的基因修饰细胞治疗产品，标志韩国本土CAR-T由研发阶段进入获批上市阶段。
- 3) 全球管线回暖为韩国细胞治疗产业化打开空间。截至2026Q2，全球基因治疗在研项目回升至2,217项；以Rimqarto为起点，韩国有望将生物药制造与CDMO优势延伸至细胞治疗领域。

2025-2026H1全球基因治疗管线阶段分布（个）



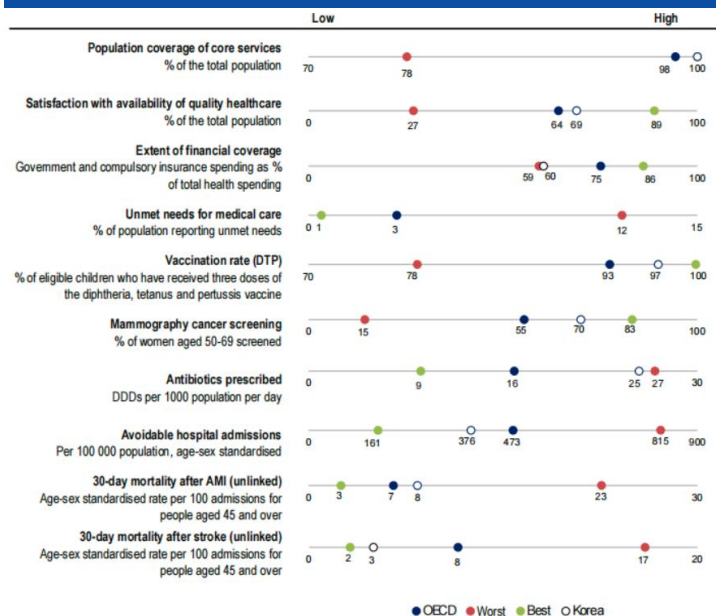
2025-2026年H1全球首次获批基因治疗产品

年份	国家	产品	类型/技术方向
2025	美国	Encelto	细胞型基因治疗
	美国	Zevaskyn	自体细胞型基因治疗
	美国	Papzimeos	腺病毒载体免疫基因治疗
	美国	Waskyra	基因修饰造血干细胞治疗
	中国	BBM-H901	AAV基因治疗
	中国	Hicara	CD19 CAR-T
	中国	Pulidekai	CD19 CAR-T
2026H1	印度/西班牙	Qartemi	CD19 CAR-T
	美国	Kresladi	基因修饰造血干细胞治疗
	美国	Otarmeni	病毒载体基因治疗
	中国	Huasueling	基因治疗
	中国	Satri-cel	CAR-T
	韩国	Rimqarto	CD19 CAR-T
	日本	Telomelysin	溶瘤病毒基因治疗

3、医疗服务终端：资源基础充足，结构性短板仍存

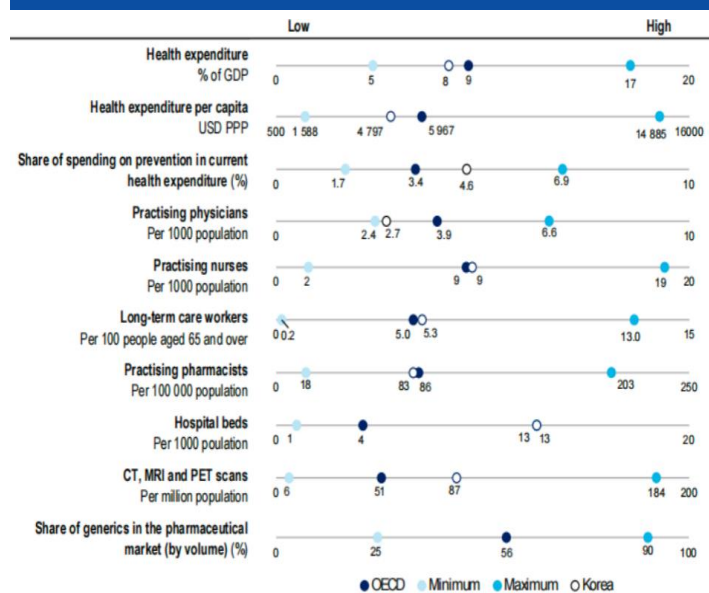
- 韩国医疗服务覆盖充分，床位与设备供给领先，但医疗人力仍是主要约束
- 1) 韩国医疗服务体系核心医疗服务覆盖率较高，但服务质量和医疗效率仍存在结构性差异。韩国疫苗接种等基础公共卫生指标表现较好，患者整体就医可及性较强；但医疗服务满意度未明显领先 OECD，医疗质量指标表现分化，部分急性疾病救治能力较强，但医疗效率指标仍有改善空间。
- 2) 韩国医疗资源总量并不低，但配置明显偏向医院端，基层医疗和长期照护供给相对不足。韩国医院床位以及 CT、MRI、PET 等大型设备配置较为充足，但医生、护士和长期照护人员密度相对有限，医疗资源结构仍需进一步优化。
- 3) 韩国医疗终端数量以诊所和药店为主。2025年各类诊所共71,575家、占医保服务机构的68.3%，药店25,497家、占24.3%，两者合计占比达到92.6%；医院级机构仅4,238家、占4.0%，但承载了较高的床位和大型设备供给，体现出“**基层终端广覆盖、住院资源集中化**”的服务结构。

韩国与OECD国家医疗服务可及性及质量指标比较（2025年版）



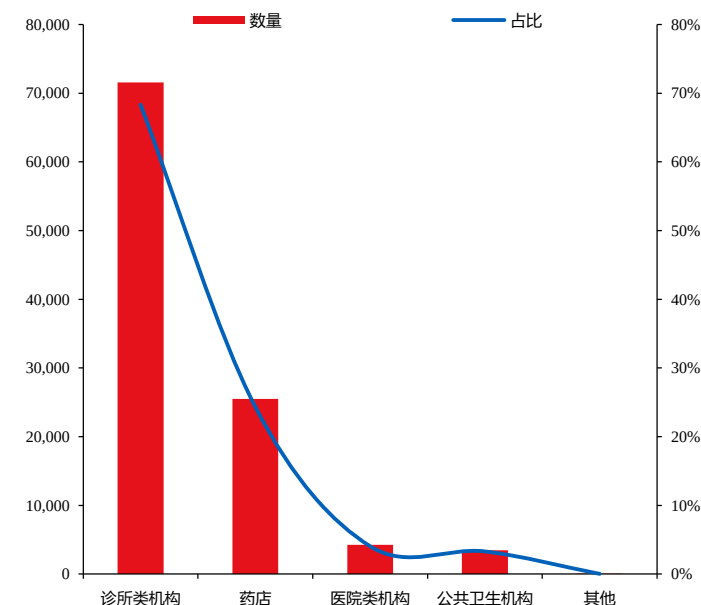
Note: AMI: Acute Myocardial Infarction. DDD: Defined Daily Dose.
Source: OECD Health Statistics 2025.

韩国与OECD国家医疗卫生资源配置指标比较（2025年版）



Note: CT: Computer Tomography; MRI: Magnetic Resonance Imaging; PET: Positron Emission Tomography.
Source: OECD Health Statistics 2025.

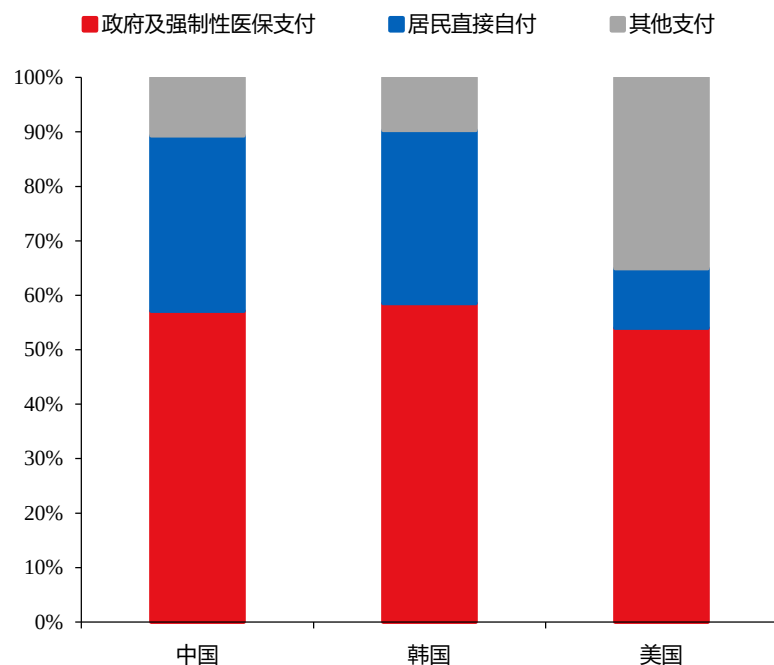
2025年韩国医疗服务终端构成



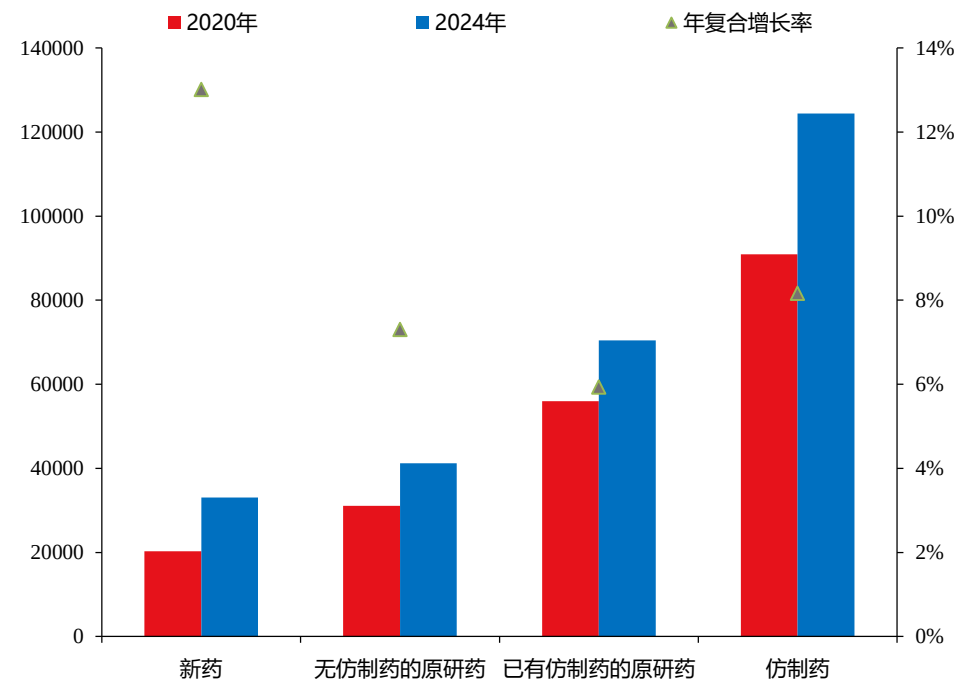
4、支付端：多层次支付体系支撑医疗需求兑现

- 韩国形成“全民医保主导、商业保险补充、个人支付参与”的多层次医疗支付体系
- 1) 韩国医疗费用以政府及强制性医保支付为主。2023年，政府及强制性医保支付约占韩国医疗费用的近六成，居民直接支付约占三成，其他支付约占一成，形成以公共医保为核心、个人支付参与的医疗支付结构。
- 2) 韩国医保药品费用保持全面增长。2020—2024年，新药、无仿制药的原研药、已有仿制药的原研药和仿制药费用均有所增加，其中仿制药费用规模最大，2024年达到约12.4万亿韩元，是医保药品费用的主要构成。

2023年中美韩医疗费用支付结构



2020-2024年韩国医保药品费用（亿韩元）结构及增长



第二部分

01 韩国生物医药：老龄化驱动需求，医疗终端与支付体系促进产品放量

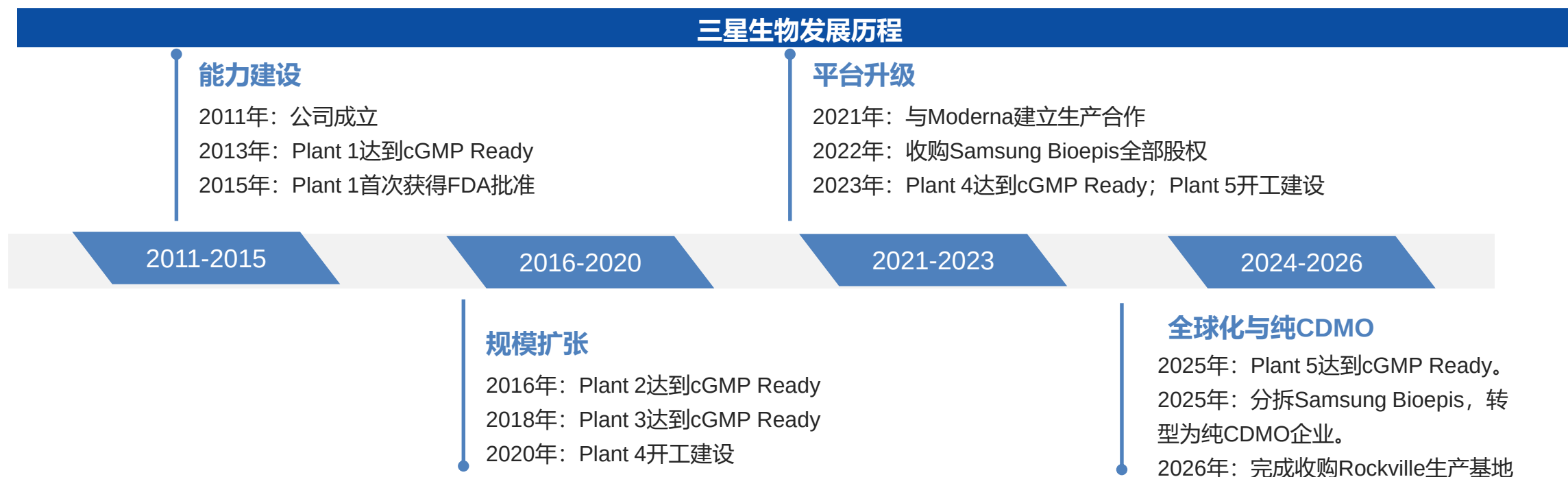
02 **三星生物：规模化制造与全球交付构筑CDMO领先地位**

03 ABL Bio：正加速迈向全球化平台型生物科技公司

04 风险提示

1、三星生物纯CDMO定位确立，全球化扩张提速

- **产能建设与平台升级并进，三星生物加速向全球纯CDMO龙头迈进**
- 1) 三星生物成立于2011年，总部位于韩国仁川松岛，是面向全球生物制药企业的合同开发与生产组织。公司早期以Plant 1建设和监管认证为起点，逐步建立生物药生产能力。2016-2023年，公司陆续推进Plant 2至Plant 5建设，并通过收购Samsung Bioepis、与Moderna合作等方式扩大业务规模和技术平台。2025年分拆Samsung Bioepis后，公司进一步聚焦纯CDMO业务，并通过扩充产能和布局海外基地加快全球化发展。
- 2) 公司目前承接单克隆抗体、双/多特异性抗体、mRNA及融合蛋白等生物药项目。公司已获得FDA、EMA和PMDA等监管机构455项以上批准，批次成功率达到99%，服务全球145家以上生物制药客户。



2、三星生物服务链条前移，一体化平台提升项目价值

- 公司将服务前移至研发和工艺开发阶段，并向ADC、mRNA等新业务延伸
- 1) 三星生物正由以商业化生产为主，向覆盖研究、开发、制造和质量检测的一体化服务平台延伸。公司服务已覆盖类器官研究、后期发现、细胞株开发、工艺与分析开发、临床及商业化原液生产、制剂生产和分析检测，有利于在更早阶段导入客户项目。
- 2) ADC和mRNA服务是三星生物在传统单抗之外的重要能力延伸。公司已布局ADC偶联以及mRNA-LNP的工艺开发和生产服务，进一步扩大可承接的药物类型和单个项目的服务范围。

三星生物主营业务		
业务分类	服务项目	服务内容
Research Services (研究服务)	Organoid Services (类器官服务)	基于患者来源类器官技术，支持精准药物筛选、新药研发及转化医学研究。结合肿瘤类器官模型、AI预测分析及多组学数据，辅助药效评估和靶点挖掘。
Development Services (开发服务)	Late Discovery (后期发现阶段)	通过S-DUAL®双特异性抗体开发平台、DEVELOPICK®快速开发性评估平台及S-CHOsient™瞬时表达系统，加速从研究阶段向开发阶段转化，支持双特异性抗体开发及临床前生物药研发。
	Cell Line Development (细胞株开发)	提供高质量细胞株开发服务，支持更快速的IND/IMPd申报，凭借生物制药开发及监管支持经验推动早期开发，降低成本和时间风险。
	Process Development (工艺开发)	基于质量源于设计（QbD）的阶段适配型工艺开发方法，采用JMP实验设计（DoE）技术及内部分析开发能力，实现上下游工艺精准控制和规模化扩展。
	Analytical Development (分析开发)	提供端到端生物药分析开发服务，覆盖单克隆抗体及非单抗类复杂分子，通过定制化分析方法开发策略支持不同生物治疗项目。
Manufacturing Services (制造服务)	Non-GMP / CGMP Manufacturing (非GMP / CGMP制造)	提供灵活的临床试验制造支持，覆盖小规模试验批次生产至大规模生物药制造，支持IND后制造流程并满足复杂法规和临床要求。
	Drug Substance (原液生产)	提供端到端原液制造服务，支持临床阶段至商业化生产衔接，遵循CGMP标准，具备1,000L–15,000L生物反应器规模以及一次性和不锈钢反应器生产模式。
Advanced Modalities (先进治疗模式)	Drug Product (制剂生产)	提供符合CGMP标准的生物药制剂生产服务，通过无菌灌装设施支持端到端生产流程，覆盖临床和商业化需求，并与工艺开发、原液生产实现衔接。
	Bioconjugation (生物偶联)	提供端到端生物偶联开发与制造服务，覆盖工艺开发、分析表征、制剂开发及制造执行，支持包括ADC的生物偶联项目规模放大。
Quality Services (质量服务)	mRNA	依托内部Bio R&D Lab开展mRNA-LNP技术研发，支持灵活、可规模化的mRNA制造，并提供可靠、按时交付能力。
	Analytical Testing Services (分析检测服务)	基于丰富GxP经验和先进分析平台，提供覆盖原材料、过程控制、放行检测、稳定性研究、方法验证及环境监测的全流程分析检测服务，且方法转移、验证及确认符合ICH Q2(R1)、FDA、EMA、PMDA等相关指南要求。

3、三星生物现有产能84.5万升，未来将增至138.5万升

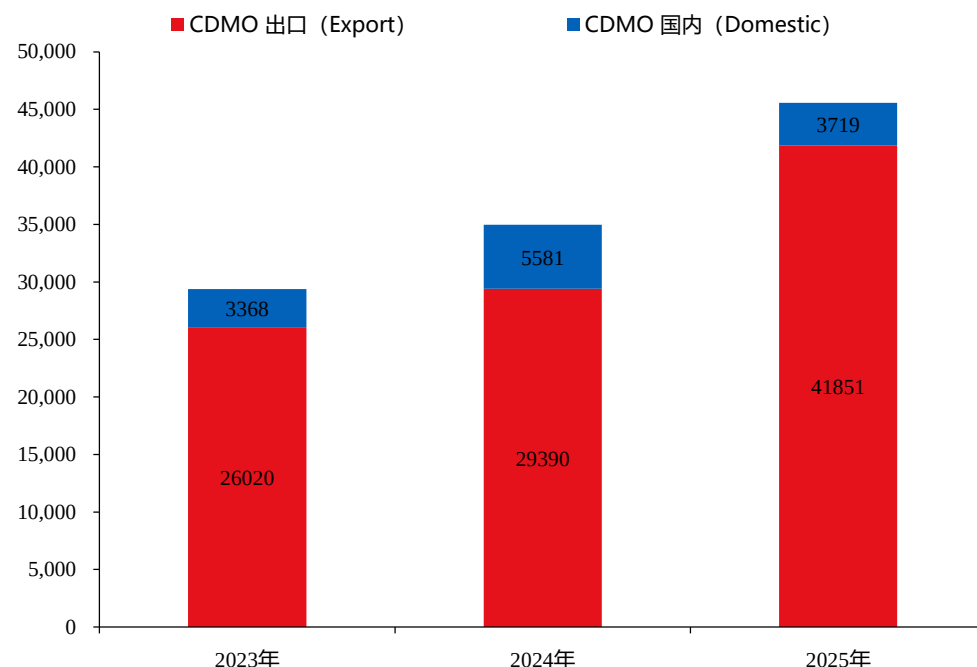
- 韩国工厂继续扩产，美国基地补充本地交付能力，全球生产网络进一步完善
- 1) 三星生物现有产能仍高度集中于韩国，Rockville收购是其生产网络全球化的起点。公司现有Plant 1-5和Rockville基地合计产能达到84.5万升，其中Plant 4产能为24万升，是目前产能规模最大的单座工厂；Rockville基地贡献6万升产能，并建立公司在美国的本地生产能力。
- 2) 标准化工厂复制将进一步扩大三星生物的产能领先优势。公司计划于2032年前建设Plant 6-8，每座工厂规划产能18万升，合计新增54万升；项目全部投产后，总产能预计达到138.5万升，较目前增长约64%，尚未包含Bio Campus III的潜在新增产能。

三星生物产能梳理			
现有产能			
地区	基地	产能	详细情况
Bio Campus I 韩国自建	Plant 1	30 kL	5 kL × 6
	Plant 2	155 kL	15 kL × 10; 1 kL × 3; 1 kL × 2
	Plant 3	180 kL	15 kL × 12
	Plant 4	240 kL	15 kL × 12; 10 kL × 6
Bio Campus II 韩国自建	Plant 5	180 kL	15 kL × 12
美国 (收购)	Rockville Campus	60 kL	20kL × 2; 10 kL × 2
韩国 (自建)	ADC Facility	500L	—
合计	—	845 kL	—
未来扩产计划			
地区	时间	项目	新增能力
Bio Campus II 韩国自建	2032	Plant 6	180 kL
	2032	Plant 7	180 kL
	2032	Plant 8	180 kL
	合计	—	540kL
Bio Campus III 韩国自建	2034	—	规划中

4、三星生物海外收入持续增长，规模效应加速释放

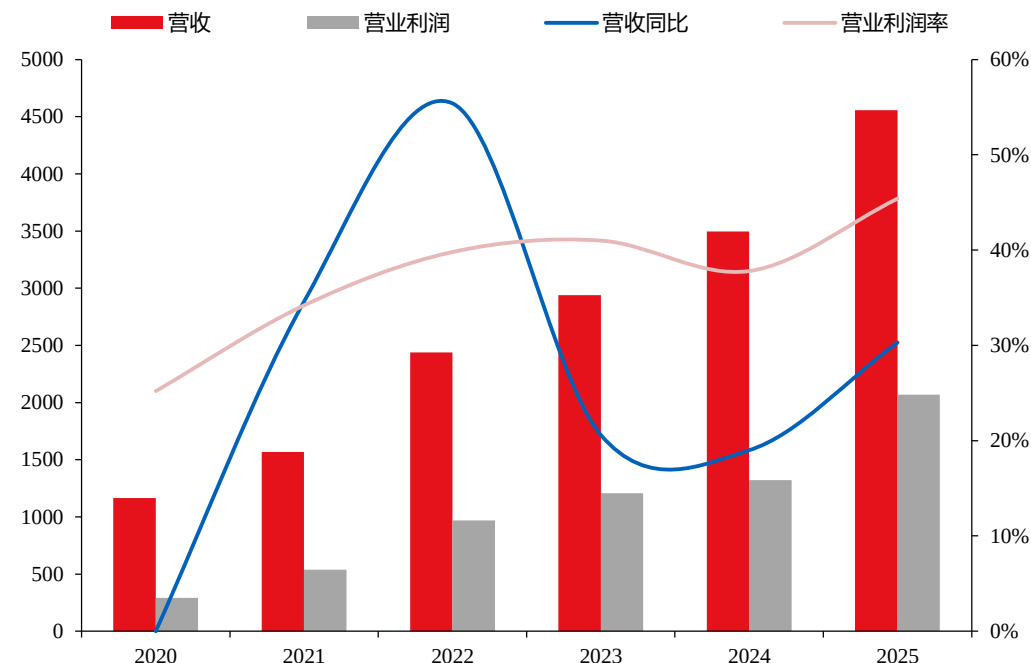
- **2025年CDMO销售额同比增长30.3%、出口占比达到91.8%，营业利润率进一步升至45.4%**
- **1) 海外市场是三星生物业绩增长的核心驱动力。**2025年，公司按分拆后CDMO口径实现销售额4.557万亿韩元，同比增长30.3%；其中出口销售额4.185万亿韩元，占比约91.8%，国内销售额约0.372万亿韩元。
- **2) 规模扩张推动公司盈利能力持续提升。**2020-2025年，公司营收和营业利润整体保持增长；2025年营业利润增至2.069万亿韩元，营业利润率进一步提升至45.4%。

2023-2025年公司CDMO销售额（亿韩元）



注：2025年资产与权益下降受Samsung Bioepis分拆等公司结构调整影响

2020-2025年公司业绩增长与盈利能力（十亿韩元）



数据来源：Samsung Biologics Financial Snapshot及Annual Business Report，华创证券

5、三星生物拟收购PolyPeptide切入TIDES，打开第二增长曲线

- 拟收购PolyPeptide切入TIDES CDMO，三星生物实现产品与区域布局双重扩张
- 1) 拟收购PolyPeptide将使三星生物快速获得多肽API的开发及商业化生产能力。2026年7月20日，三星生物宣布拟以每股44.31瑞郎发起全现金公开要约，收购PolyPeptide全部稀释后股本，对应股权价值约14.6亿瑞郎（要约价较2026年4月10日传闻前未受影响收盘价溢价40%）；交易预计于2026年末完成，交易完成后将获得覆盖美国、比利时、法国、印度和瑞典的6座生产基地，以及固相、液相多肽合成、纯化和冻干等技术能力。
- 2) 多肽业务将降低三星生物对抗体药CDMO的依赖，并打开GLP-1等高增长药物市场。PolyPeptide具备从临床研发到商业化生产的多肽服务能力，收购有助于三星生物从抗体药制造向多肽API延伸，同时扩大欧美地区的客户覆盖和本地交付能力。

PolyPeptide全球生产基地及多肽制造能力						
基地	国家/地区	面积	GMP制造能力/生产类型	关键设备及参数	其他能力	监管信息
Torrance	美国加州	120,000平方英尺 (约12,000m²)	支持中等规模和大规模固相GMP多肽制造；生产规模从多克级（multi-gram）到多公斤级（multi-kilograms）	5个固相合成单元；3个中间处理实验室；7个纯化区域；多个大型托盘冻干单元	设有开发区域，用于工艺开发和工艺优化；设有QC实验室支持开发和商业活动；近期建设GMP NeoAntigen Lab（NAPP™）	多次通过美国FDA及其他国际监管机构检查；获得超过10种商业化API批准
San Diego	美国加州	45,000平方英尺 (约4,500m²)	生产GMP级多肽和研究级多肽；GMP制造主要采用固相合成；批次规模通常最高约1kg	多个固相合成区域；中间处理区域；纯化区域；分离区域	约4,000平方英尺（约400m²）用于研究级多肽生产；支持毫克级至克级研究级多肽；支持同位素标记多肽和放射性标记多肽	多次通过美国FDA及其他国际监管机构检查
Braine-l’ Alleud	比利时	172,000平方英尺	GMP多肽制造，覆盖小规模到大规模项目	大规模液相能力；反应器最大规模6,300L大规模纯化和分离能力；工业规模喷雾干燥能力	—	已接受比利时FAMHP、韩国FDA、日本厚生劳动省检查
Strasbourg	法国	65,000平方英尺； 其中35,000平方英尺用于GMP制造	GMP级多肽制造；生产用于临床试验或商业应用的GMP级多肽	7个独立合成单元；固相反应器最大200L；液相反应器最大650L；8个独立纯化和分离区域；冻干设备最大200kg冰容量	生产研究级多肽（毫克级至克级）；生产生物活性多肽、非天然氨基酸和PolyPeptide目录中的building blocks	接受法国ANSM（代表欧盟）检查；2009年接受美国FDA检查
Ambarnath	印度马哈拉施特拉邦	1,462m²	主要采用固相多肽合成（SPPS）；目前生产全球销售的通用商业产品（generic commercial products）	—	采用绿色场地建设（green field facility）；符合马哈拉施特拉邦及印度联邦环境法规	—
Malmö	瑞典	100,000平方英尺 (约10,000m²)	大规模GMP制造；支持SPPS和LPPS项目	总液相制造反应器容量6,000L；SPPS反应器16L-600L；LPPS反应器215L-1500L；RPC柱20-60cm；IEC/低压柱30-100cm；大型托盘冻干设备最大288kg冰容量	大规模纯化能力；大规模多肽分离能力	通过多次预批准和常规现场检查；获得瑞典MPA GMP/GDP证书；接受日本MPDA和美国FDA检查；2024年起符合ISO 14001认证
Malmö扩产计划	瑞典	—	计划扩大固相多肽合成（SPPS）能力	SPPS能力计划翻倍	建设工作已经开始，包括配套储罐区（tank farm）	计划投资约1亿欧元；预计新增约100个永久岗位

第三部分

01 韩国生物医药：老龄化驱动需求，医疗终端与支付体系促进产品放量

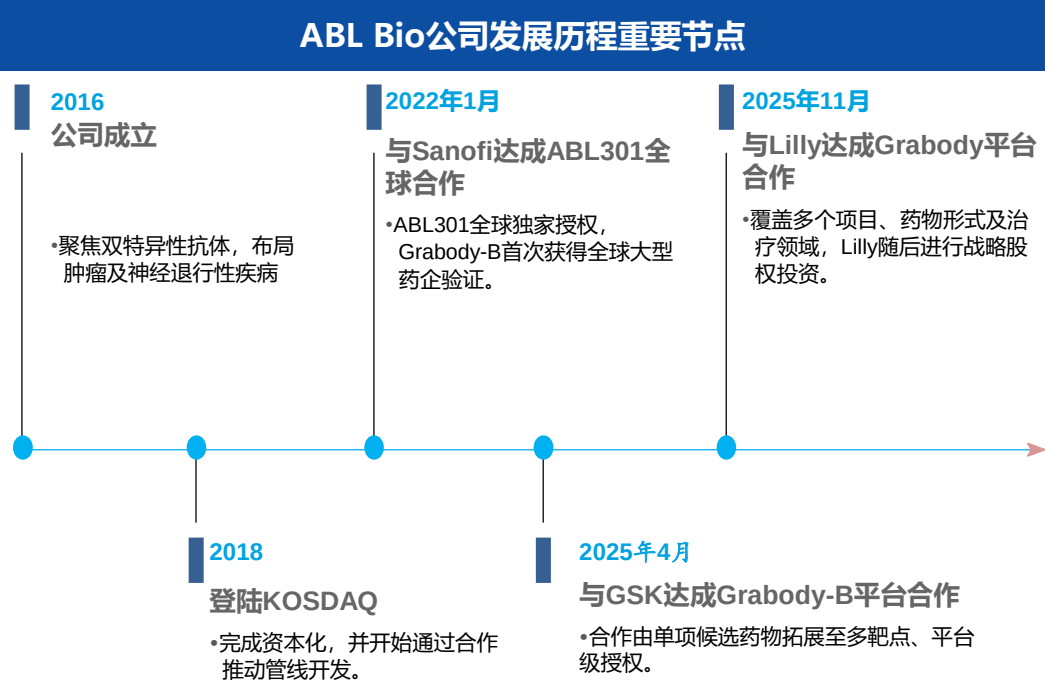
02 三星生物：规模化制造与全球交付构筑CDMO领先地位

03 ABL Bio：正加速迈向全球化平台型生物科技公司

04 风险提示

1、全球药企持续验证双抗平台价值，ABL Bio迈入全球化发展阶段

- **ABL Bio围绕抗体药物开发的核心技术瓶颈构建差异化平台，并通过连续MNC合作推动平台价值兑现**
- **1) 脑部递送、免疫激活安全性及ADC治疗窗口是抗体药物开发的主要技术瓶颈。** 相关需求推动抗体药物向脑部递送、肿瘤局部激活及双靶点精准递送方向升级。
- **2) ABL Bio已形成Grabody-B、Grabody-T及双特异性ADC三项技术布局。** 三项技术分别面向中枢神经系统疾病、肿瘤免疫及精准药物递送。
- **3) 连续达成全球合作表明公司平台价值得到国际药企验证。** 公司合作模式由2022年Sanofi单项资产授权，升级至2025年GSK及Lilly的平台级、多项目合作。



三大技术瓶颈与平台解决方案		
技术瓶颈	ABL Bio解决路径	作用机制
大分子抗体难以有效穿越血脑屏障，限制中枢神经系统疾病的药物开发	Grabody-B提高抗体进入脑组织的能力	结合IGF1R并利用受体介导的跨胞转运穿越血脑屏障
4-1BB全身激活可能引发肝毒性等安全性问题，限制有效剂量	Grabody-T将免疫激活集中于肿瘤微环境	同时结合肿瘤抗原与4-1BB，仅在肿瘤抗原存在时增强4-1BB信号
单靶点ADC易受抗原异质性及脱靶毒性影响，治疗窗口存在优化空间	双特异性ADC增强肿瘤选择性与药物内化	同时识别两种肿瘤相关抗原，提高肿瘤细胞结合和载荷递送的选择性

2、三大技术平台形成临床资产，核心管线进入价值验证期

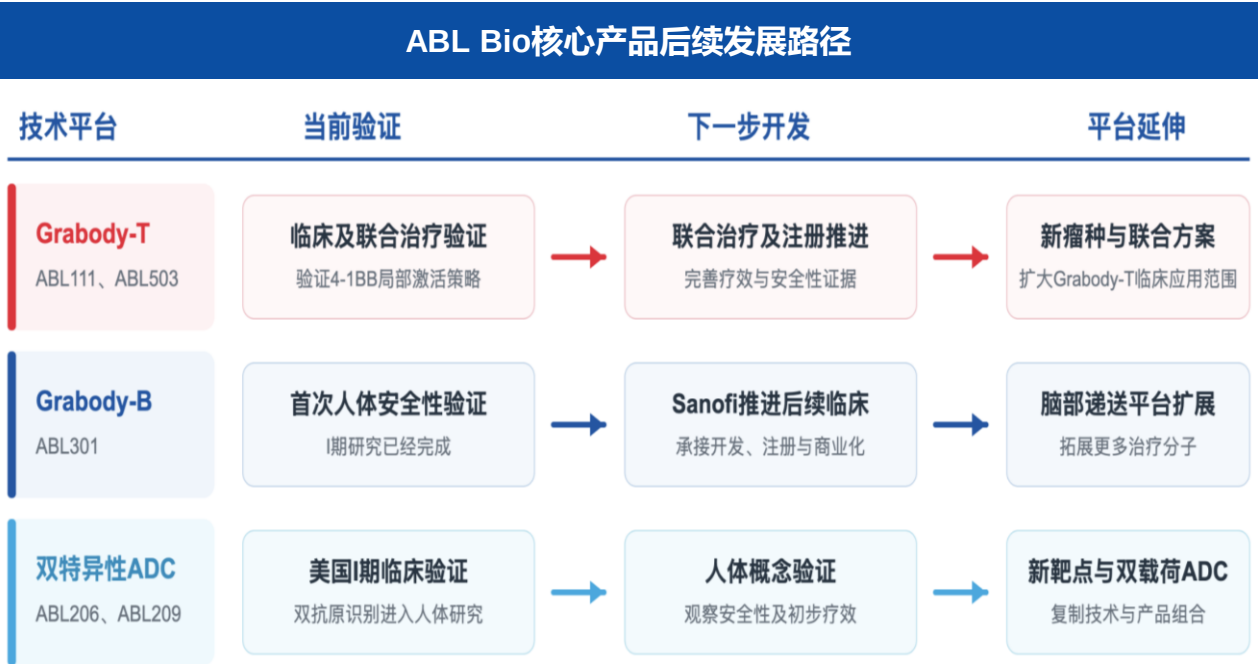
- ABL Bio已形成血管生成、Grabody-T、Grabody-B及ADC多层次产品梯队，核心资产覆盖肿瘤免疫、中枢神经系统疾病及精准药物递送
- 1) **ABL001**构成临床阶段最领先的资产。项目靶向VEGF-A和DLL4，由Compass Therapeutics推进胆道癌Ⅱ/Ⅲ期及其他实体瘤临床开发。
- 2) **Grabody-T**形成多产品肿瘤免疫管线。ABL111已进入Ⅱ期，ABL503处于Ⅰ期并拓展联合治疗；ABL102至ABL105围绕不同肿瘤抗原形成后续储备。
- 3) **Grabody-B**完成首次人体安全性验证。ABL301靶向α-synuclein和IGF1R，Ⅰ期研究已经完成，后续开发将由Sanofi负责。
- 4) **ADC**管线进入临床验证及扩展阶段。ABL202已进入Ⅰ期，ABL206和ABL209均已在美国开展Ⅰ期，公司同时储备ABL210等后续项目。

ABL Bio现有代表产品管线图

Platform	Code	Targets	Partner	Regulator	Indication	Non-clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3
Angiogenesis	ABL001 (CTX-009)	VEGF x DLL4	COMPASS Therapeutics L/O&Collaboration	FDA	BTC CRC OVC/Others	NCT04492033	NCT05506943		
							NCT05513742		
Grabody-B Bio studies by CDE	ABL301 (SAR446159)	α-syn x IGF1R	sanofi L/O&Collaboration	FDA	Parkinson's disease	NCT05756920			
	ABL503 (TJ-L14B)	PD-L1 x 4-1BB	I-MAB Collaboration	FDA	Solid cancer	NCT04762641	새 창 열림		
	ABL111 (TJ-CD4B)	CLDN18.2 x 4-1BB	I-MAB Collaboration	FDA	Solid cancer	NCT04900818			
Grabody-T First engages by CDE	ABL102	ROR1x4-1BB			Solid & Blood Tumor				
	ABL103	B7-H4 x 4-1BB			Breast cancer (Triple negative)	NCT06126666			
	ABL104 (YH32364)	EGFR x 4-1BB	YUHAN L/O&Collaboration		Gastric cancer				
	ABL105 (YH32367)	HER2 x 4-1BB	YUHAN L/O&Collaboration	식품의약품안전처	Gastric cancer	NCT05523947			
ADC	ABL202 (CS5001)	ROR1	基石药业 3rd Party L/O	FDA	Hematologic cancer/ Solid cancer	NCT05279300			
	ABL206	Target A,B (TOP1i)							
	ABL209	Target C,D (TOP1i)							
	ABL210	Target E,F (TOP1i)							

3、核心产品持续拓展，合作开发推动平台价值兑现

- 核心产品完成初步临床验证后，将通过注册推进、联合治疗、合作开发及平台复制持续扩大价值空间
- 1) Grabody-T率先向注册及联合治疗方向延伸。 ABL111持续推进一线胃癌临床及潜在注册路径，ABL503则通过新增瘤种队列和联合治疗研究扩大临床应用范围。
- 2) Grabody-B进入合作方主导的后续开发阶段。 ABL301完成 I 期研究后将由Sanofi负责后续临床、注册及全球商业化，并为公司带来潜在里程碑和销售提成。
- 3) 双特异性ADC承担下一代平台验证任务。 ABL206和ABL209进入人体临床后，将重点验证双抗原递送策略的安全性和初步疗效，并为新靶点组合及双载荷ADC开发奠定基础。



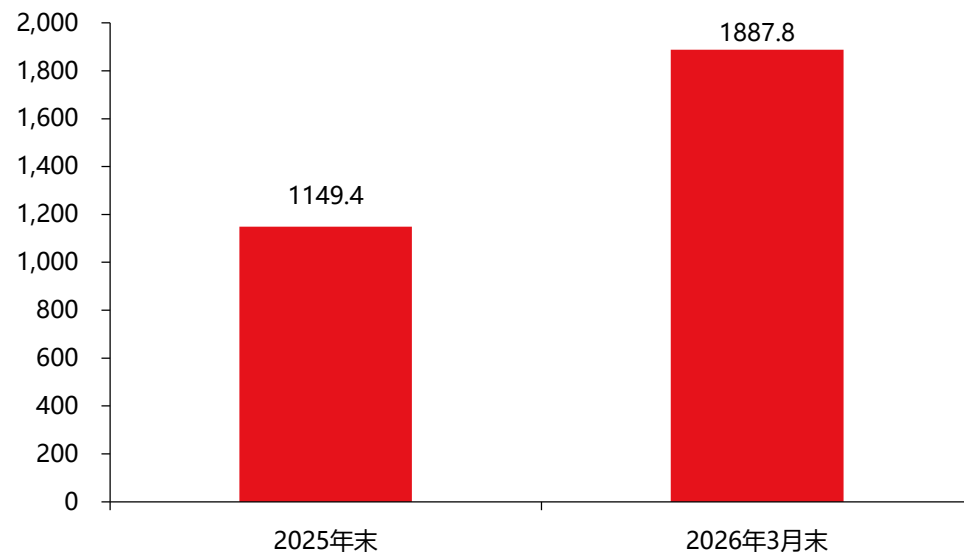
临床验证 → 后续开发 → 平台复制

商业价值兑换机制		
价值兑现方式	具体来源	对公司的意义
自主及合作研发	推进临床数据与注册路径验证	提升核心资产成功概率及议价能力
对外授权	获取首付款及研发里程碑	提前实现研发成果变现并补充现金
合作方推进	MNC承担后续临床及商业化投入	降低后期研发支出及开发风险
商业化收益	获得销售里程碑及销售提成	形成产品上市后的长期收入来源

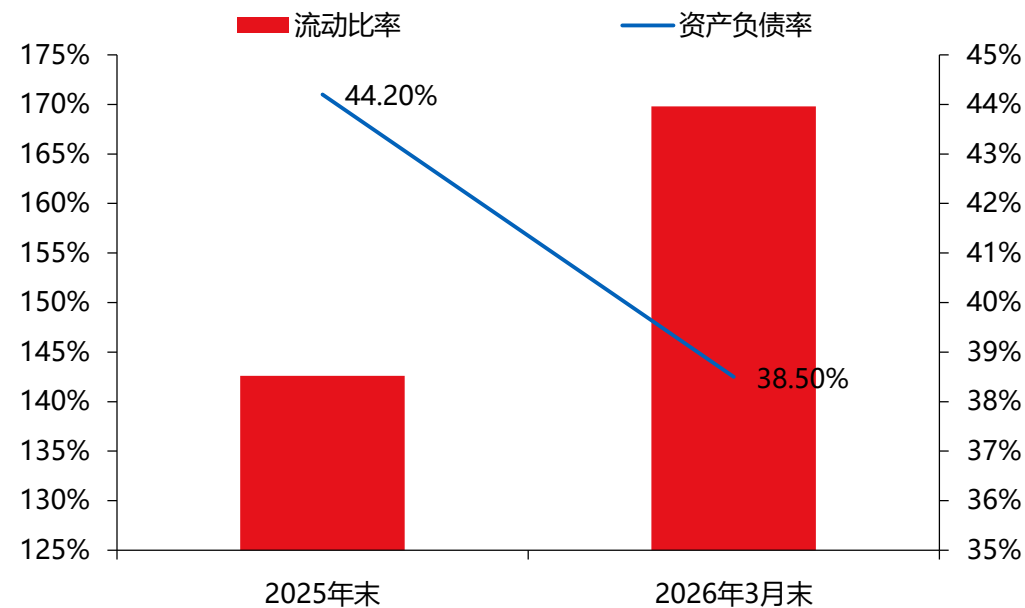
4、资金实力提升支撑研发价值兑现

- **资金储备扩张与资产负债表改善进一步增强公司支持多管线临床开发的能力**
- **1) 资金储备快速增长为公司后续研发投入提供有力保障。** 截至2026年3月末，公司持有资金达到1,887.8亿韩元，较2025年末增长64.2%，其中现金及现金等价物达到1,867.3亿韩元。
- **2) 流动性改善进一步增强公司短期资金保障能力。** 2026年3月末公司流动比率由2025年末的142.6%提升至169.8%，提升27.2个百分点。
- **3) 资产负债率下降持续优化公司财务结构。** 同期资产负债率由44.2%下降至38.5%，为核心管线推进和平台研发投入创造更稳健的财务基础。

公司持有资金增长（亿韩元）



资产流动比率（左轴）及资产负债率（右轴）



第四部分

01 韩国生物医药：老龄化驱动需求，医疗终端与支付体系促进产品放量

02 三星生物：规模化制造与全球交付构筑CDMO领先地位

03 ABL Bio：正加速迈向全球化平台型生物科技公司

04 风险提示

风险提示

- **全球生物医药投融资及研发外包需求不及预期。** 若创新药融资恢复较慢、跨国药企削减研发预算或临床管线推进放缓，生物药研发及CDMO外包需求可能低于预期。
- **全球生物药CDMO产能投放快于需求增长。** 三星生物、药明生物及Lonza等持续扩产，若商业化项目增长慢于产能释放，行业供给平衡可能被打破，产能利用率、项目报价及利润率将承压。
- **三星生物订单转化及新增产能爬坡不及预期。** CDMO项目收入受到技术转移、PPQ、监管审批及客户产品放量影响；若项目延期或终止，或Plant 5-8及Rockville基地爬坡较慢，可能影响业绩增长和资本回报。
- **PolyPeptide收购及业务协同不及预期。** 交易交割、跨区域整合、客户导入及多肽产能利用存在不确定性，若TIDES业务需求或协同效果低于预期，可能带来商誉减值及资本回报下降风险。
- **ABL Bio核心管线临床进展及平台验证不及预期。** ABL301、ABL111、ABL206和ABL209等仍处于临床验证阶段，若入组进度、安全性或有效性数据不及预期，或平台技术难以在不同项目间复制，将影响后续授权及估值。

免责声明

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。