

奥赛康 (002755.SZ)

买入 (首次评级)

集采出清，轻装上阵，创新转型成果已现

投资要点:

► 主营业务集采出清，2024H1 扭亏为盈

1) **集采影响，历史业绩承压**：2019年开始，公司整体收入端承压，主要原因为消化类产品受到集采影响，消化领域收入从2019年的33.7亿下降到2023年的3亿，减量30.7亿；2) **集采出清，新品陆续上市，经营拐点已现**：公司目前大部分产品均被纳入国家集采，各业务端收入基本见底，随着新品陆续上市及放量（多粘菌素、右兰索拉唑、艾莎康唑等），公司经营迎来拐点，2024H1实现扭亏为盈，预计未来将持续贡献业绩增量。

► 转型创新：与信达商业化合作三代EGFR，加速转型进程

● 三代EGFR：与信达强强联合，有望实现快速放量

国内三代EGFR已有6款上市品种，奥赛康利厄替尼已申报上市。据米内网数据EGFR抑制剂中，三代EGFR占据75%的市场份额，三代EGFR中阿斯利康的奥希替尼占据主导地位，国产新药仍有较大替代空间。

2024年9月30日，奥赛康与信达生物宣布双方就利厄替尼片达成独家商业化合作。信达生物在肺癌领域具备丰富产品线，且拥有高效的商业化能力，有望助力利厄替尼实现快速放量。

● Claudin18.2：泛癌种潜在治疗理想靶点，公司国内进展靠前

Claudin18.2：泛癌种潜在治疗的理想靶点，在肿瘤细胞高表达、正常细胞低表达，且在多种癌症中均有表达。目前首个CLDN18.2靶向疗法已获美国FDA批准上市。**公司国内进展靠前**：国内CLND18.2单抗进展较快的企业包括安斯泰来（申请上市）、奥赛康（III期）、明济生物（III期）、创胜集团（III期）。

● IL15前药：细胞因子在癌症治疗中潜力巨大，前药技术优势明显

海外对标：2024年4月，首个IL-15激动剂N-803（ImmunityBio）获得FDA批准，用于与卡介苗联用治疗对卡介苗不响应且伴有原位癌的非肌层浸润性膀胱癌成年患者。**前药技术优势明显**：前药技术平台SmartKine®，旨在解决细胞因子成药性问题，实现选择性激活免疫系统，定点杀灭肿瘤细胞，其孵化的细胞因子前药ASKG315（IL-15-Fc融合蛋白）、ASKG915（IL-15/PD-1抗体融合蛋白）均处于I期临床。

► 盈利预测与投资建议

奥赛康作为消化领域领军企业，集采对消化业务影响明显，目前均已出清，24年上半年已实现扭亏为盈，且近几年仿制药新品陆续上市，预计将持续贡献业绩增量，公司经营明确反转。创新药布局成果初现，三代EGFR与信达商业化合作，claudin18.2、IL-15前药、铁剂、眼科双抗等管线进展稳步推进。我们预计公司2024-2026收入分别为16.7/19/23.4亿，与可比公司估值相比，公司PS低于平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

► 风险提示

新药研发失败风险，市场竞争加剧风险，产品降价风险。

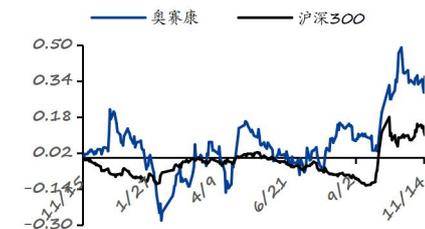
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,873	1,443	1,671	1,895	2,343
增长率	-40%	-23%	16%	13%	24%
净利润（百万元）	-226	-149	129	168	248
增长率	-159%	34%	187%	30%	48%
EPS（元/股）	-0.24	-0.16	0.14	0.18	0.27
市盈率（P/E）	-55.3	-84.0	96.9	74.5	50.4
市净率（P/B）	4.2	4.3	4.1	4.2	4.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2024-11-15
收盘价:	13.45元
总股本/流通股本(百万股)	928.16/928.15
流通A股市值(百万元)	12,483.64
每股净资产(元)	3.22
资产负债率(%)	20.97
一年内最高/最低价(元)	15.10/6.50

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：陈铁林(S0210524080007)
ct130598@hfzq.com.cn

相关报告

正文目录

1 奥赛康：经营拐点已现，转型创新收获在即	4
1.1 公司经营迎来拐点，24H1 实现盈利	4
2 传统业务：传统业务集采出清，新品格局较好，贡献增量	6
2.1 消化：集采出清，新品右兰索拉唑有望贡献增量	8
2.2 肿瘤：近几年收入端承压，收入占比持续提升	9
2.3 抗感染：多粘菌素、泊沙康唑持续增长，艾莎康唑贡献新增量	10
2.4 慢病：增长稳健，毛利率维持稳定	11
3 转型创新：三代 EGFR 与信达商业化合作，加速转型进程	12
3.1 三代 EGFR：与信达强强联合，有望快速放量	13
3.2 CLDN18.2：泛癌种潜在治疗理想靶点，公司国内进展靠前	14
3.3 细胞因子前药技术平台有望重塑肿瘤药物竞争格局	16
3.3.1 细胞因子在癌症治疗中潜力巨大，但受限于成药性问题	16
3.3.2 SmartKine®技术平台有望突破成药性难题，两款产品已进入临床阶段	16
3.3.3 ASKG315：首个由 SmartKine®孵化进入临床的细胞因子类药物	17
3.3.4 ASKG915：双功能分子有望弥补 PD-1 单药疗效不足的癌症治疗空白	18
3.3.5 海外对标：首款 IL-15 激动剂 Anktiva 已获得 FDA 批准上市	18
3.3.6 IL-15 靶点竞争格局	19
4 盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	21
5 风险提示	21

图表目录

图表 1：奥赛康发展历史	4
图表 2：股权结构（截至 2024.9.30）	4
图表 3：公司收入情况（亿元，%）	5
图表 4：公司归母净利润情况（亿元，%）	5
图表 5：公司分业务收入情况（亿元）	5
图表 6：盈利能力（%）	5
图表 7：公司费用率情况（%）	6
图表 8：公司主要品种情况	6
图表 9：公司消化领域收入（亿元）	8
图表 10：公司消化领域毛利率（%）	8
图表 11：公司消化类主要产品样本医院收入（米内网，亿元）	8
图表 12：公司消化业务近两年上市新品	9
图表 13：公司抗肿瘤业务收入（亿元，%）	9
图表 14：公司抗肿瘤业务毛利率（%）	9
图表 15：公司抗肿瘤类产品样本医院收入（亿元，米内网）	10
图表 16：公司抗肿瘤类产品 2021 年以来上市品种	10
图表 17：公司抗感染业务收入及占比（亿元，%）	11
图表 18：公司抗感染业务毛利率（%）	11
图表 19：公司抗感染类产品样本医院主要销售额（万元，米内网）	11
图表 20：公司抗感染领域近三年上市新品	11
图表 21：慢病类产品收入及占比情况（亿元，%）	12
图表 22：慢病类产品毛利率情况（%）	12
图表 23：公司主要慢病产品样本医院销售额（万元，米内网）	12
图表 24：公司慢病领域上市新品	12
图表 25：公司创新药研发进展（截至 2024 年 10 月）	13
图表 26：国内 EGFR 主要品种样本医院销售额情况（亿元）	14
图表 27：国内 EGFR 主要品种样本医院销售占比（%）	14



图表 28: 国内三代 EGFR 主要管线进展	14
图表 29: CLND18.2 单抗主要研发管线进展 (截至 2024 年 10 月)	15
图表 30: 细胞因子在肿瘤细胞破坏过程中的作用	16
图表 31: SmartKine®平台	17
图表 32: ASKG315 相比参照分子半衰期更长	17
图表 33: ASKG315 NK 细胞扩增效果更强劲且持久	17
图表 34: ASKG915 双功能分子设计	18
图表 35: ASKG915 相比 PD-1 单药抗肿瘤效果更优	18
图表 36: IL-15 在免疫中发挥多种作用	19
图表 37: Anktiva 结构和作用机制	19
图表 38: IL-15 靶点国内竞争格局	20
图表 39: 公司业绩拆分预测表	21
图表 40: 可比公司估值表 (统计数据截至 2024.11.15)	21
图表 41: 财务预测摘要	23

1 奥赛康：经营拐点已现，转型创新收获在即

消化领域领军企业，经历集采，转型创新。奥赛康成立于2003年，起源于1992年成立的南京海光应用化学研究所，19年成功上市。公司为消化领域领军企业，并向抗肿瘤、抗感染、慢病领域拓展。2020年开始受到新冠疫情、主要产品集采等的影响，公司业绩承压。目前公司主营业务迎来盈利拐点，创新药（三代EGFR、claudin18.2等、IL15前药等）有望陆续迎来进展，未来可期。

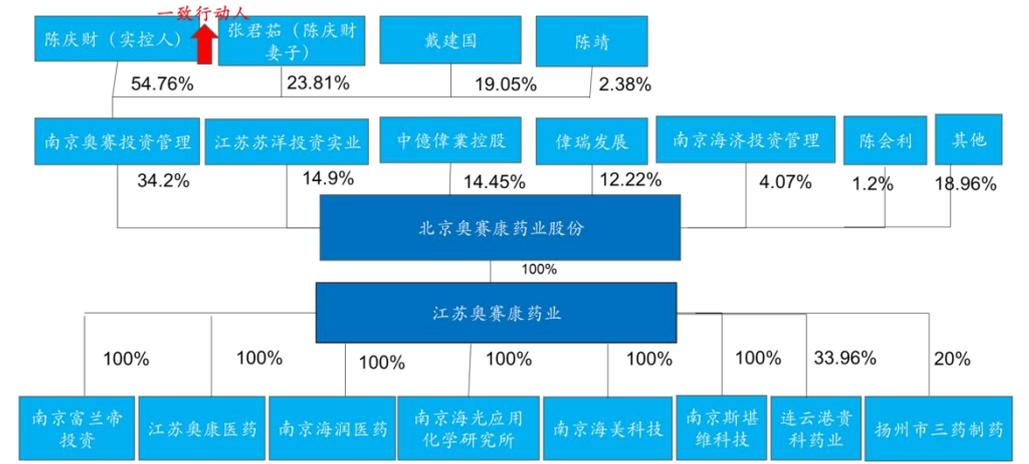
图表 1: 奥赛康发展历史



数据来源：公司官网，华福证券研究所

陈庆财博士为公司实际控制人，陈先生创立了江苏省最早的民营新药研发机构南京海光应用化学研究所，主导研发上市了中国第一支国产质子泵抑制剂注射剂，主导研发上市了20多款新药。

图表 2: 股权结构（截至 2024.9.30）



数据来源：ifind，华福证券研究所

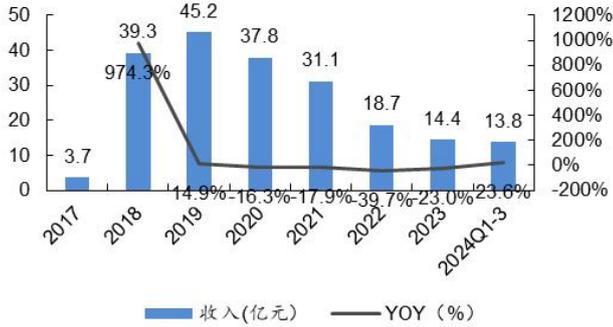
1.1 公司经营迎来拐点，24H1 实现盈利

公司迎来经营拐点，24Q1-3 实现盈利，增速亮眼。公司收入峰值为2019年的45.2亿，受到疫情和集采影响2023年降低至14.4亿元，减量为30.8亿，分领域看主要减量来自消化领域，从2019年33.7亿降低至2023年3亿，减量为30.7亿。归母净利润峰值为2019年的7.8亿，受到收入下降以及研发费用增加的影响2022-2023年表现亏损。2024Q1-3公司收入端实现13.8亿，同比增长23.6%，归母净利润1.3



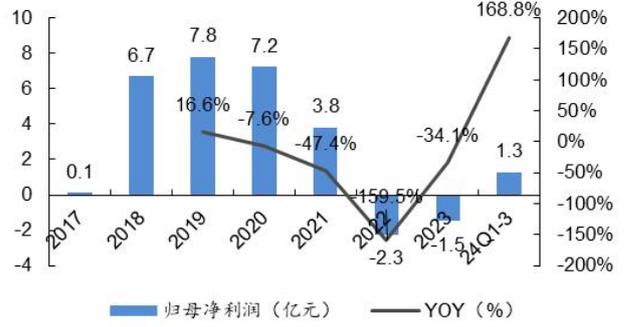
亿，扭亏为盈。

图表 3: 公司收入情况 (亿元, %)



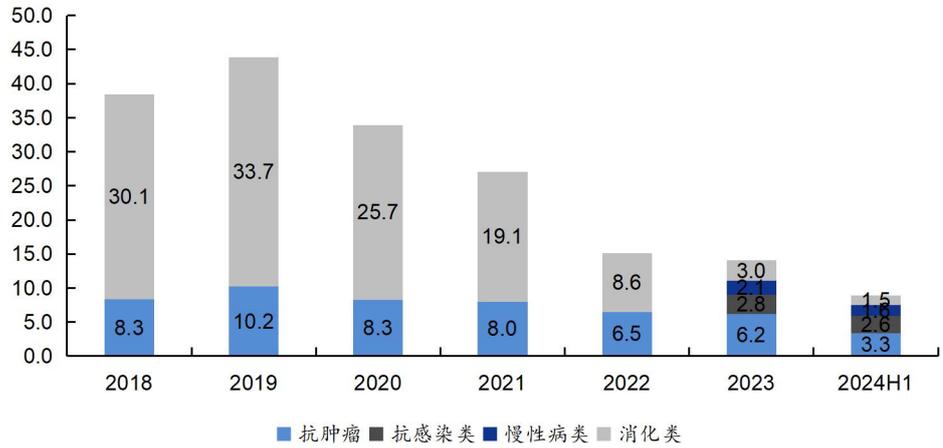
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 4: 公司归母净利润情况 (亿元, %)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

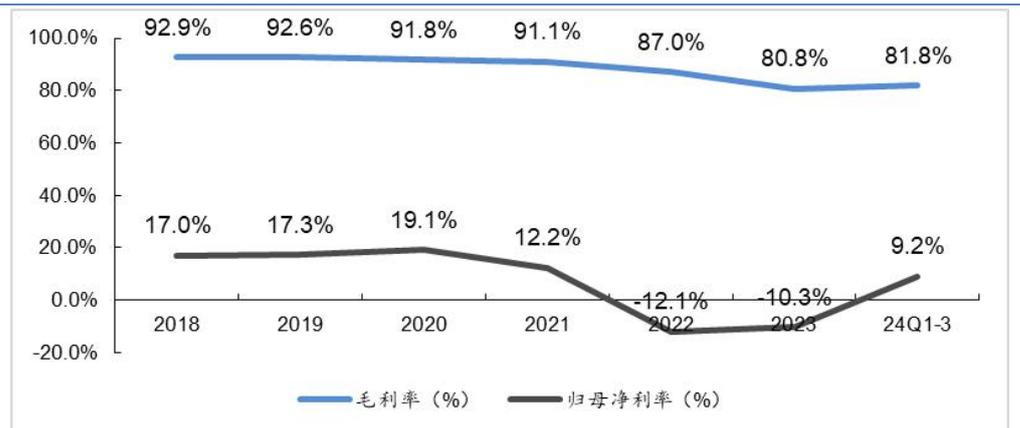
图表 5: 公司分业务收入情况 (亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2024Q1-3 公司盈利能力迎来拐点。2023 年公司毛利率为 80.8% (相比 2019 年降低 11.8 pct)、归母净利率为 -10.3% (相较 2019 年降低 27.6 pct), 2024Q1-3 公司毛利率为 81.8%, 归母净利率为 9.2%, 盈利能力显著修复。

图表 6: 盈利能力 (%)

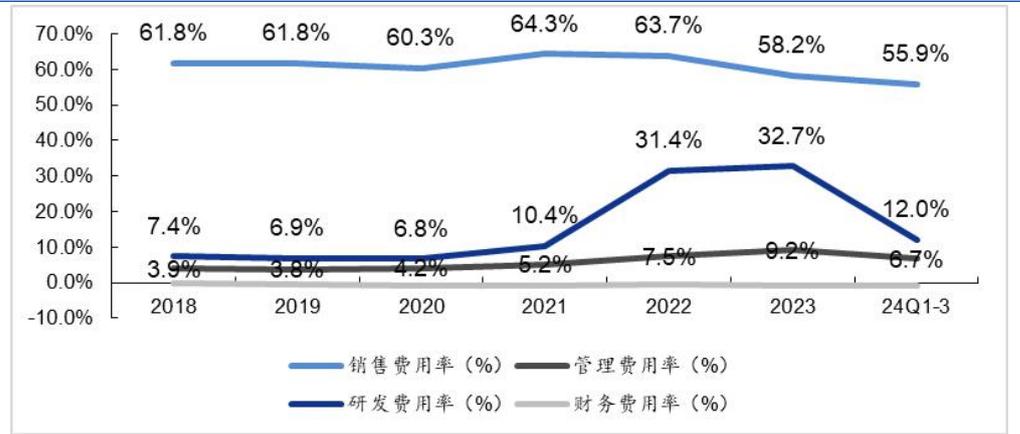


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



2022-2023 年研发费用增量明显。从费用率趋势来看，销售费用率随着产品陆续进入集采，整体呈现降低趋势，从 2019 年的 61.8% 降低至 2024Q1-3 的 55.9%，研发费用率从 2019 年的 6.9% 提升至 2024Q1-3 的 12%，其中 2022-2023 年研发费用分别为 5.9/4.7 亿，研发费用率达到 31.4%/32.7%；管理费用率有所增加，2019 年为 3.8%，2024Q1-3 为 6.7%。

图表 7: 公司费用率情况 (%)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2 传统业务: 传统业务集采出清, 新品格局较好, 贡献增量

公司主要产品涵盖四大治疗领域: 消化、肿瘤、感染、慢病。消化领域大多产品均已集采 (奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑钠等), 消化领域新品右兰索拉唑有望贡献增量, 感染领域新品较多, 多粘菌素、艾沙康唑等, 有望成为未来增长主要来源。

图表 8: 公司主要品种情况

治疗领域	产品名称	药品通用名	产品功能或用途
消化	奥西康	注射用奥美拉唑钠	适用于消化性溃疡出血、吻合口溃疡出血; 应激状态时并发的急性胃黏膜损害、非甾体类抗炎药引发的急性胃黏膜损伤; 预防重症疾病应激状态及胃手术后引起的上消化道出血等; 口服疗法不适用时的十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎以及 Zollinger-Ellison 综合症。
	奥丽瑞	注射用右兰索拉唑	口服疗法不适用的伴有出血的胃、十二指肠溃疡。
	奥罗沙	注射用盐酸罗沙替丁醋酸酯	本品适用于上消化道出血 (由消化性溃疡、急性应激性溃疡、出血性胃炎等引起) 的低危患者。
	奥胜明	艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂	胃食管反流病 - 反流性食管炎的治疗 - 已经治愈的食管炎患者预防复发的长期治疗 - 胃食管反流病的症状控制与适当的抗菌疗法联合用药根除幽门螺杆菌。并且 - 愈合与幽门螺杆菌相关的十二指肠溃疡 - 预防与幽门螺杆菌相关的消化性溃疡复发需要持续非甾体抗炎药 (NSAID) 治疗的患者 - 与使用 NSAID 治疗相关的胃溃疡治疗。
	奥一明	注射用艾司奥美拉唑钠	口服疗法不适用的急性胃或十二指肠溃疡出血以及胃食管反流病。
	奥维加	注射用兰索拉唑	口服疗法不适用的伴有出血的十二指肠溃疡。
	奥加明	注射用雷贝拉唑钠	口服疗法不适用的胃、十二指肠溃疡出血。
	潘美路	注射用泮托拉唑钠	适用于中、重度反流性食管炎; 十二指肠溃疡、胃溃疡、急性胃黏膜病变、复合性胃溃疡等引起的急性上消化道出血。



抗肿瘤	奥诺先	注射用右雷佐生	适用于接受多柔比星治疗累积量达 300mg/m ² ，并且医生认为继续使用多柔比星有利的女性转移性乳腺癌患者，可减少多柔比星引起的心脏毒性的发生率和严重程度。
	奥先达	注射用奈达铂	适用于头颈部癌、小细胞肺癌、非小细胞肺癌、食管癌、卵巢癌等实体瘤。
	奥锐安	注射用替莫唑胺	适用于新诊断的多形性胶质母细胞瘤，开始先与放疗联合治疗，随后作为维持治疗；常规治疗后复发或进展的多形性胶质母细胞瘤或间变性星形细胞瘤。
	奥锐安	替莫唑胺胶囊	本品用于治疗：新诊断的多形性胶质母细胞瘤，开始先与放疗联合治疗，随后作为维持治疗。常规治疗后复发或进展的多形性胶质母细胞瘤或间变性星形细胞瘤。
	奥维亚	甲磺酸仑伐替尼胶囊	适用于既往未接受过全身系统治疗的不可切除的肝细胞癌患者。
	奥哌柏	哌柏西利胶囊	适用于激素受体（HR）阳性、人表皮生长因子受体 2（HER2）阴性的局部晚期或转移性乳腺癌，应与芳香化酶抑制剂联合使用作为绝经后女性患者的初始内分泌治疗。
	奥维丽	枸橼酸托瑞米芬片	适用于治疗绝经后妇女雌激素受体阳性/或不详的转移性乳腺癌。
	奥速宁	注射用福沙匹坦双葡甲胺	用于与其他止吐药物联合给药，适用于成人和 12 岁以上的儿童患者预防：（1）高度致吐化疗药物（HEC）初次和重复治疗过程中出现的急性和迟发性恶心和呕吐；（2）中度致吐化疗药物（MEC）初次和重复治疗过程中出现的迟发性恶心和呕吐。
	奥地西	注射用地西他滨	适用于 IPSS 评分系统为中危-1、中危-2 和高危的初治、复治骨髓增生异常综合征（MDS）患者，包括原发性和继发性的 MDS，按照 FAB 分型所有的亚型：难治性贫血、难治性贫血伴环形铁粒幼细胞增多、难治性贫血伴原始细胞增多、难治性贫血伴原始细胞增多-转化型、慢性粒-单核细胞白血病。
	奥名润	多西他赛注射液	乳腺癌：适用于局部晚期或转移性乳腺癌的治疗；联合曲妥珠单抗，用于 HER2 基因过度表达的转移性乳腺癌患者的治疗，此类患者先期未接受过转移性癌症的化疗；联合阿霉素及环磷酰胺用于淋巴结阳性的乳腺癌患者的术后辅助化疗。非小细胞肺癌：适用于局部晚期或转移性非小细胞肺癌的治疗，即使是在以顺铂为主的化疗失败后。前列腺癌：联合强的松或强的松龙用于治疗激素难治性转移性前列腺癌。胃癌：联合顺铂和 5-氟尿嘧啶（TCF 方案）用于治疗既往未接受过化疗的晚期胃癌，包括食管胃结合部腺癌。
	奥天成	注射用培美曲塞二钠	与顺铂联合，适用于局部晚期或者转移性非鳞状细胞型非小细胞肺癌患者的一线化疗。单药适用于经 4 个周期以铂类为基础的一线化疗后未出现进展的局部晚期或转移性的非鳞状细胞型非小细胞肺癌患者的维持治疗。单药适用于既往接受一线化疗后出现进展的局部晚期或转移性非鳞状细胞型非小细胞肺癌患者的治疗。与顺铂联合用于治疗无法手术的恶性胸膜间皮瘤。
	奥达路	注射用唑来膦酸浓溶液	与标准抗肿瘤药物治疗合用，用于治疗实体肿瘤骨转移患者和多发性骨髓瘤患者的骨骼损害。用于治疗恶性肿瘤引起的高钙血症（HCM）。
欧丽	盐酸帕洛诺司琼注射液	适用于预防高度致吐化疗引起的急性恶心、呕吐；预防中度致吐化疗引起的恶心、呕吐。	
抗感染	奥替加	注射用替加环素	适用于 18 岁以上患者在下列情况下由特定细菌的敏感菌株所致感染的治疗：复杂性腹腔内感染、复杂皮肤及软组织感染、社区获得性肺炎等。
	爱多奥	注射用硫酸艾沙康唑	适用于治疗成人患者下列感染：侵袭性曲霉病侵袭性毛霉菌。
	爱宣奥	泊沙康唑注射液； 泊沙康唑肠溶片 (国内独家代理)	适用于预防 18 岁和 18 岁以上因重度免疫缺陷而导致侵袭性曲霉菌和念珠菌感染风险增加的患者。例如接受造血干细胞移植（HSCT）后发生移植物抗宿主病（GVHD）的患者或化疗导致长时间中性粒细胞减少症的血液系统恶性肿瘤患者。
	奥佳泽	注射用多黏菌素 B 甲磺酸钠	适用于治疗成人和儿童（包括新生儿）中由需氧型革兰氏阴性菌敏感性菌株引起的、可选治疗手段有限的严重感染。
	奥伏立	注射用伏立康唑	本品是一种广谱的三唑类抗真菌药，适用于治疗成人和 2 岁及 2 岁以上儿童患者的下列真菌感染：（1）侵袭性曲霉病。（2）非中性粒细胞减少患者的念珠菌血症。（3）对氟康唑耐药的念珠菌引起的严重侵袭性感染（包括克柔念珠菌）。（4）由足放线病菌属和镰刀菌属引起的严重感染。本品主要用于进展性、可能威胁生命的真菌感染患者的治疗。预防接受异基因造血干细胞移植（HSCT）的高危患者的侵袭性真菌感染。
奥新泽	注射用达托霉素	复杂性皮肤及软组织感染（cSSSI）：治疗由对本品敏感的金黄色葡萄球菌（包括甲氧西林耐药菌株）、化脓链球菌、无乳链球菌、停乳链球菌似马亚种及粪肠球菌（仅用于万古霉素敏感的菌株）导致的成人和儿童患者（1~17 岁）	



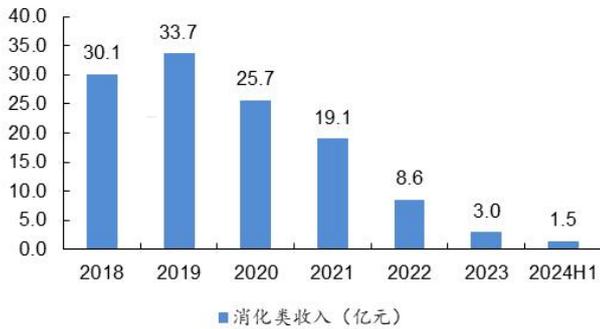
			的复杂性皮肤及软组织感染。成人金黄色葡萄球菌（包括甲氧西林敏感和甲氧西林耐药）血流感染（菌血症），以及伴发的右侧感染性心内膜炎。儿童患者（1~17岁）金黄色葡萄球菌血流感染（菌血症）：本品可用于治疗儿童患者（1~17岁）的金黄色葡萄球菌血流感染（菌血症）。
慢性病	奥心怡	沙格列汀片	适用于2型糖尿病的单药和双药联合治疗。
	奥贝怡	恩格列净片	适用于治疗2型糖尿病。
	奥法罗	地拉罗司分散片	适用于治疗年龄大于2岁的β-地中海贫血患者因频繁输血所致慢性铁过载；也用于治疗10岁及10岁以上非输血依赖性地中海贫血综合征患者的慢性铁过载。
	奥立来	艾曲泊帕乙醇胺片	本品适用于既往对糖皮质激素、免疫球蛋白等治疗反应不佳的成人和6岁及以上儿童慢性免疫性（特发性）血小板减少症（ITP）患者，使血小板计数升高并减少或防止出血。本品仅用于因血小板减少和临床条件导致出血风险增加的ITP患者。
其他	奥康宁	注射用帕瑞昔布钠	适用于手术后疼痛的短期治疗。

数据来源：公司2024年半年报，华福证券研究所

2.1 消化：集采出清，新品右兰索拉唑有望贡献增量

消化类业务集采出清。公司消化业务收入峰值为2019年的33.7亿元，2023年收入为3亿元，降幅明显，主要原因为消化类产品大部分纳入国家集采，毛利率从2019年的93.9%降低至2023年的72.8%。2024H1实现收入1.5亿元，收入或将见底。

图表9：公司消化领域收入（亿元）



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表10：公司消化领域毛利率（%）



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表11：公司消化类主要产品样本医院收入（米内网，亿元）



数据来源：米内网，华福证券研究所



新品右兰索拉唑有望带来业绩增量。公司消化类近两年上市的产品主要有注射用福沙匹坦二甲葡胺、注射用右兰索拉唑、艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂、注射用盐酸罗沙替丁醋酸酯，其中右兰索拉唑为改良型新药，目前格局较好，有望为消化业务带来业绩增量。

图表 12: 公司消化业务近两年上市新品

药品	创新类型	中国上市年代	医保目录	全国药品集中采购	上市厂家数(品种)
注射用福沙匹坦二甲葡胺	仿制药	2024 年	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	7
注射用右兰索拉唑	改良型新药	2024 年	国家 2023 乙类	否	2
艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂	仿制药	2023 年	国家 2023 乙类	全国药品集中采购 (第九批)	5
注射用盐酸罗沙替丁醋酸酯	仿制药	2023 年	非医保	否	13

数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

2.2 肿瘤: 近几年收入端承压, 收入占比持续提升

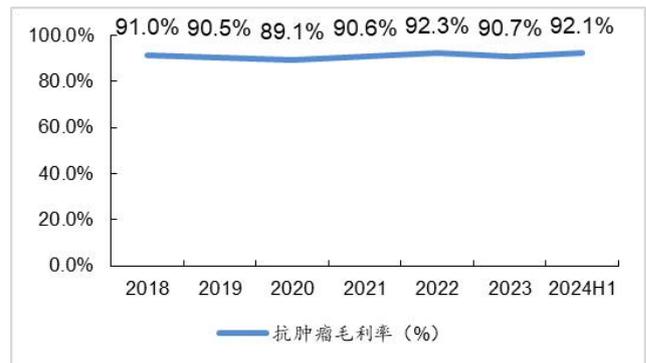
公司抗肿瘤产品收入峰值在 2019 年为 10.2 亿元, 随着多西他赛注射液等品种陆续进入集采, 2023 年收入下滑到 6.2 亿元, 2024H1 为 3.3 亿元, 收入端预计见底。由于消化领域降幅更明显, 因此抗肿瘤类产品收入占比有所提升, 2019 年为 22.6%, 2023 年为 42.8%。毛利率维持稳定, 近四年毛利率维持在 90%以上。

图表 13: 公司抗肿瘤业务收入 (亿元, %)

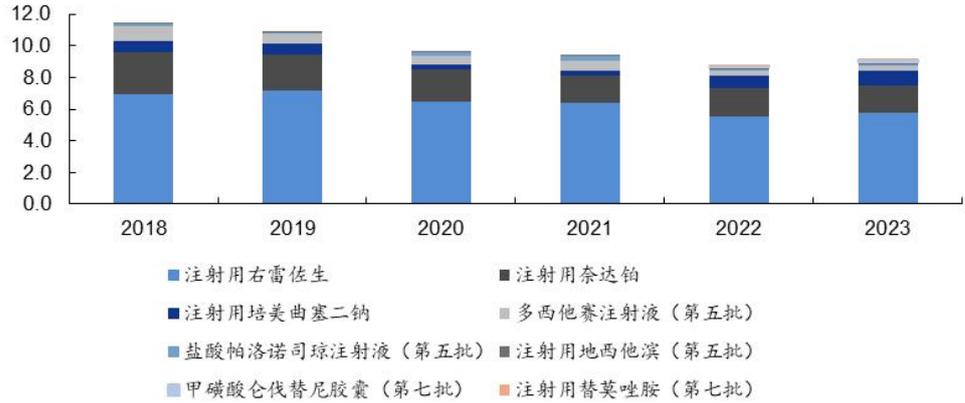


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 14: 公司抗肿瘤业务毛利率 (%)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所


图表 15: 公司抗肿瘤类产品样本医院收入 (亿元, 米内网)


数据来源: 米内网, 华福证券研究所

新品陆续上市, 有望持续带来业绩增量。公司 2021 年到现在共上市 13 个抗肿瘤类仿制药, 其中艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂进入国家第九批集采, 甲磺酸仑伐替尼胶囊&注射用替莫唑胺进入国家第七批集采, 塞瑞替尼胶囊于 2023 年上市, 目前国内上市厂家数 (品种) 仅两家。陆续获批的仿制药新品预计将持续带来增量。

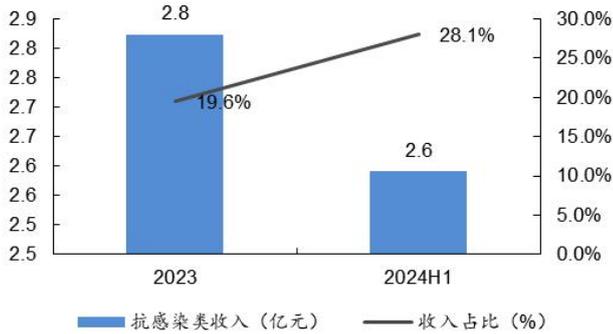
图表 16: 公司抗肿瘤类产品 2021 年以来上市品种

药品	创新类型	中国上市年代	全国药品集中采购	上市厂家数(品种)
注射用福沙坦二甲葡胺	仿制药	2024 年	否	7
枸橼酸托瑞米芬片	仿制药	2024 年	否	3
艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂	仿制药	2023 年	全国药品集中采购 (第九批)	5
塞瑞替尼胶囊	仿制药	2023 年	否	2
替莫唑胺胶囊	仿制药	2023 年	否	10
替莫唑胺胶囊	仿制药	2023 年	否	10
注射用唑来膦酸浓溶液	仿制药	2023 年	否	13
哌柏西利胶囊	仿制药	2022 年	否	14
哌柏西利胶囊	仿制药	2022 年	否	14
哌柏西利胶囊	仿制药	2022 年	否	14
甲磺酸仑伐替尼胶囊	仿制药	2021 年	全国药品集中采购 (第七批)	14
注射用替莫唑胺	仿制药	2021 年	全国药品集中采购 (第七批)	4
注射用右雷佐生	仿制药	2021 年	否	7

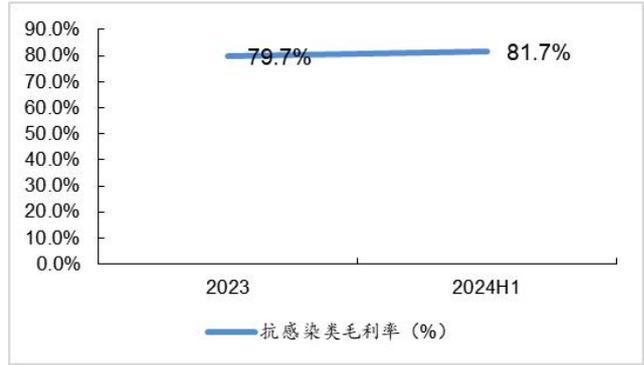
数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

2.3 抗感染: 多粘菌素、泊沙康唑持续增长, 艾莎康唑贡献新增量

公司抗感染业务增速明显, 毛利率维持稳定。2023 年收入 2.8 亿, 占比 19.6%, 2024H1 收入 2.6 亿元, 占比 28.1%。随着收入水平提升, 毛利率有所提升, 2023 年为 79.7%, 2024H1 为 81.7%。米内网数据显示, 近两年多粘菌素及泊沙康唑注射药剂维持高增长, 放量明显。


图表 17: 公司抗感染业务收入及占比 (亿元, %)


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 18: 公司抗感染业务毛利率 (%)


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 19: 公司抗感染类产品样本医院主要销售额 (万元, 米内网)

产品名称	销售额 (万元)						增长率 (%)				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
注射用多黏菌素 E 甲磺酸钠	--	--	--	--	2403	9160	--	--	--	--	281.18
泊沙康唑注射液	--	--	--	408	5213	7192	--	--	--	1177.98	37.97
注射用替加环素	3183	3946	5327	4797	4452	4843	23.97	35	-9.95	-7.2	8.79

数据来源: 米内网, 华福证券研究所

公司 2021 年至今, 抗感染领域共上市 5 个新品, 其中艾沙康唑、多粘菌素格局较好, 国内均只有 2 家上市厂家数 (品种)。剩余品种包括: 注射用伏立康唑、泊沙康唑注射液、注射用达托霉素。

图表 20: 公司抗感染领域近三年上市新品

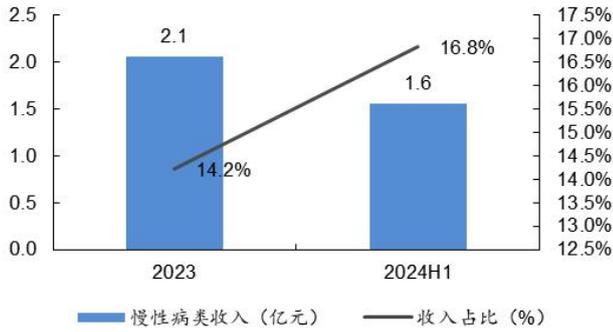
药品	中国上市年代	医保目录	全国药品集中采购	上市厂家数(品种)
注射用硫酸艾沙康唑	2024 年	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	2
注射用伏立康唑	2023 年	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	22
泊沙康唑注射液	2021 年	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	15
注射用达托霉素	2021 年	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	11
注射用多粘菌素 E 甲磺酸钠	2021 年	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	2

数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

2.4 慢病: 增长稳健, 毛利率维持稳定

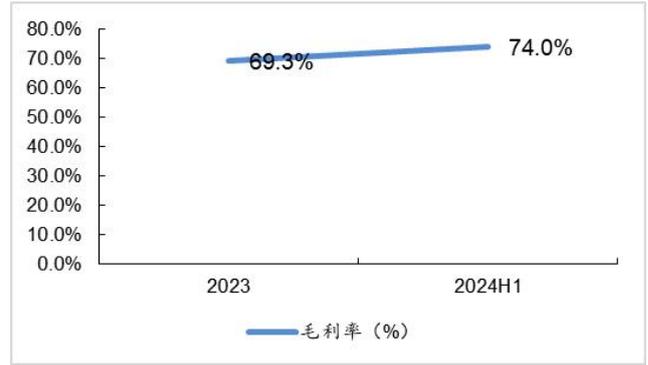
公司慢性病产品 2023 年收入 2.1 亿元, 占比 14.2%, 2024H1 收入 1.6 亿元, 占比 16.8%, 上量明显。毛利率提升明显, 2023 年为 69.3%, 2024H1 为 74%。据米内网数据, 公司目前主要三个品种中, 第五批集采中的沙格列汀片贡献主要收入, 剩余两个未集采品种体量较小: 注射用盐酸艾司洛尔+地拉罗司分散片。

图表 21: 慢病类产品收入及占比情况 (亿元, %)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 22: 慢病类产品毛利率情况 (%)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 23: 公司主要慢病产品样本医院销售额 (万元, 米内网)

产品名称	销售额 (万元)						增长率 (%)				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
沙格列汀片(第五批)	--	37	1710	6635	8136	9397	--	4465.53	287.96	22.63	15.5
注射用盐酸艾司洛尔	469	561	854	1079	1476	1647	19.66	52.34	26.38	36.77	11.54
地拉罗司分散片	--	--	--	15	287	310	--	--	--	1771.51	8.15

数据来源: 米内网, 华福证券研究所

2021-2024 年公司慢病领域主要上市 3 个产品, 地拉罗司分散片 (国内 4 家)、恩格列净片、艾曲泊帕乙醇胺片。

图表 24: 公司慢病领域上市新品

药品	中国上市年代	医保目录	全国药品集中采购	上市厂家数(品种)
艾曲泊帕乙醇胺片	2024 年	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	11
恩格列净片	2021 年	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	23
地拉罗司分散片	2021 年	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	4

数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

3 转型创新: 三代 EGFR 与信达商业化合作, 加速转型进程

在研管线丰富, 主要品种包括: 三代 EGFR、CLDN18.2 单抗, 及 IL15 前药。公司在研管线中, 进展较快的为第三代 EGFR 利厄替尼, 拟用于治疗非小细胞肺癌, 目前已申报上市。其次为 CLDN18.2 单抗, 拟用于治疗胃癌、胃食管交界处癌、胰腺癌, 目前处于 III 期临床阶段, 公司 IL-15 前药 ASKG315 目前处于 I 期临床阶段。除此之外麦芽酚铁目前处于 III 期、眼科双抗 ASKG712 目前处于 I 期临床阶段。



图表 25: 公司创新药研发进展 (截至 2024 年 10 月)

通用名	剂型	创新类型	药品类别	靶点	适应症	本企业进度	首次申请临床	首次批准临床	适应症(受理号)	申请事项	CDE 承办日期	审评结论
利厄替尼	片剂	创新药	化学药品	EGFR T790M; BTK; ITK	非小细胞肺癌	申请上市	2017-01-07	2017-09-05	非小细胞肺癌	申请上市	2024-08-13	暂无
ASKB589	注射剂	创新药	生物制品	CLDN18.2	胰腺癌; 胃癌; 食管胃交界癌	Phase III	2020-04-10	2020-07-06	胰腺癌; 食管胃交界癌	申请临床(首次)	2020-04-16	批准临床(首次)
ASK0912	注射剂(冻干)	创新药	化学药品	not available	尿路感染; 肺部感染; 流感; 腹腔感染; 脑膜炎	Phase I	2022-03-16	2022-05-27	尿路感染; 肺部感染; 流感; 腹腔感染; 脑膜炎	申请临床(首次)	2022-03-16	批准临床(首次)
ASKC202	片剂	创新药	化学药品	c-Met	实体瘤; 非小细胞肺癌	Phase I	2021-12-03	2022-02-14	实体瘤	申请临床(首次)	2021-12-03	批准临床(首次)
ASKC202	片剂	创新药	化学药品	c-Met	实体瘤; 非小细胞肺癌	Phase I	2021-12-03	2022-02-14	非小细胞肺癌	申请临床	2023-08-22	批准临床
ASKG315	注射剂(冻干)	创新药	生物制品	IL-15	实体瘤	Phase I	2022-06-16	2022-08-18	实体瘤	申请临床(首次)	2022-06-16	批准临床(首次)
ASKG712	注射剂	创新药	生物制品	VEGF; Ang2	湿性年龄相关性黄斑变性; 糖尿病黄斑水肿	Phase I	2021-11-01	2022-01-14	湿性年龄相关性黄斑变性; 糖尿病黄斑水肿	补充申请	2023-05-24	批准临床
ASKG915	注射剂	创新药	生物制品	IL-15; PD1	癌症	Phase I	2023-02-11	2023-04-18	癌症	申请临床(首次)	2023-02-11	批准临床(首次)
麦芽酚铁	胶囊剂	创新药	化学药品	Fe	缺铁	Phase I	2021-01-20	2021-03-26	缺铁	申请临床(首次)	2021-01-21	批准临床(首次)
ASKC852	片剂	创新药	化学药品	ALK5	实体瘤	批准临床	2021-04-23	2021-06-24	实体瘤	申请临床(首次)	2021-04-23	批准临床(首次)

数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

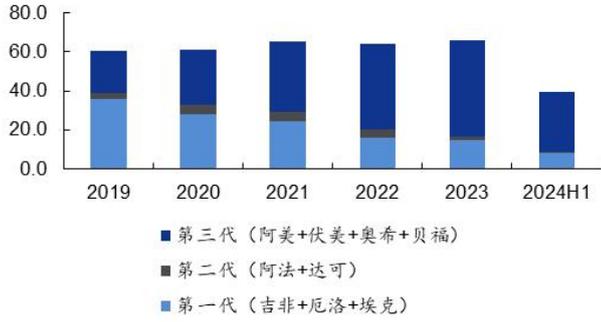
3.1 三代 EGFR: 与信达强强联合, 有望快速放量

国内 2022 年新发肺癌患者约 106 万人, 位居癌症新发数第一。2022 年, 全球肺癌新发病例数为 248 万, 占比 12.4%, 高居第一。肺癌大致可分为非小细胞肺癌和小细胞肺癌, 其中非小细胞肺癌约占 80%-85%, 其中包括鳞癌、腺癌等组织学亚型; 据 *J Thorac Oncol* 文章报道, 亚洲 EGFR 总体突变率为 51.4%。

EGFR 突变: EGFR 基因两种主要的突变为 19 外显子缺失(约占 45%)和 21 外显子 L858R 突变(约占 40%), 二者均可导致酪氨酸激酶结构域活化, 且均为 EGFR - TKIs 的敏感性突变。还有一些少见突变如 T790M、20ins、L861Q、G719X、S768I 及其复合型位点的氨基酸替换突变, 占有 EGFR 突变的比例<10%。

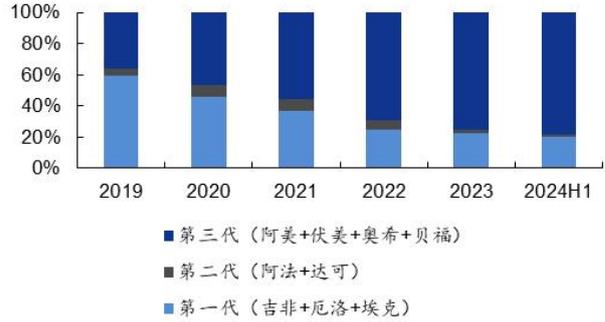
第三代 EGFR-TKI (奥西替尼、阿美、伏美、贝福、利厄、瑞齐等): 是不可逆的酪氨酸激酶抑制剂, 国内三代 EGFR 已有 6 款上市品种, 奥赛康利厄替尼已申报上市。根据米内网数据, 国内 EGFR 在样本医院市场规模 2023 年达到 66 亿元, 其中三代 EGFR 为 49.4 亿元, 占比 75%。三代 EGFR 中奥希替尼仍占据主要市场, 占比 56.6%, 国产创新药仍有较大替代空间。

图表 26: 国内 EGFR 主要品种样本医院销售额情况 (亿元)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所

图表 27: 国内 EGFR 主要品种样本医院销售占比 (%)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所

图表 28: 国内三代 EGFR 主要管线进展

通用名	剂型	集团	靶点	本企业进度
甲磺酸瑞齐替尼	胶囊剂	信达/石药	EGFR T790M	已上市
甲磺酸瑞厄替尼	片剂	圣和药业	EGFR T790M	已上市
甲磺酸伏美替尼	片剂	艾力斯	EGFR T790M; EGFR exon 20; HER2 exon 20	已上市
甲磺酸贝福替尼	胶囊剂	贝达药业	EGFR T790M	已上市
甲磺酸奥希替尼 (专利到期)	片剂	阿斯利康	EGFR T790M	已上市
甲磺酸阿美替尼	片剂	豪森药业	EGFR T790M	已上市
马来酸艾维替尼	胶囊剂	艾森医药	EGFR T790M; BTK	申请上市 (Other)
利厄替尼	片剂	奥赛康	EGFR T790M; BTK; ITK	申请上市
甲磺酸兰泽替尼	片剂	赛默飞世尔科技; 强生	EGFR T790M	申请上市
YK-029A	片剂	海南越康生物医药有限公司; 苏州浦合医药科技有限公司	EGFR T790M; EGFR exon 20	Phase III
TY-9591	片剂	浙江同源康医药股份有限公司	EGFR T790M	Phase III
RX518	胶囊剂	苏州润新生物科技有限公司	EGFR T790M	Phase III
FHND9041	胶囊剂	中国生物制药; 正大集团; 正大天晴	EGFR T790M	Phase III

数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

与信达强强联合, 有望实现快速放量。2024 年 9 月 30 日, 奥赛康与信达生物宣布双方就利厄替尼片达成独家商业化合作。奥赛康负责合作产品的商业化生产及供货, 并根据合作协议向信达生物支付销售推广服务费。信达生物将按合作协议约定向奥赛康药业支付首付款、注册里程碑和销售里程碑款项。信达生物在肺癌领域具备丰富产品线, 且拥有高效的商业化能力, 有望助力利厄替尼实现快速放量。

3.2 CLDN18.2: 泛癌种潜在治疗理想靶点, 公司国内进展靠前

Claudin18.2 肿瘤细胞高表达、正常细胞低表达: Claudin18.2 在正常组织中通常

埋藏在紧密连接的超分子复合物中，仅在胃黏膜分化的上皮细胞表面表达，很难与正常组织中的单克隆抗体接触到。然而恶性肿瘤发生后紧密连接蛋白会遭到破坏，使得肿瘤细胞的 Claudin18.2 表位暴露出来，从而可与靶向 Claudin18.2 的大分子药物结合；**癌症转移后依然高表达**：Claudin18.2 蛋白的癌症患者即使到了后期转移阶段，其他部位的肿瘤细胞依然会高表达；**多癌种均有表达**：Claudin18.2 可以表达于胃癌 (60%~80%)、胰腺癌(50%)、肺癌(40%~60%)、食管癌(30%~50%)、乳腺癌，结肠癌，肝癌和卵巢癌等。

首个 CLDN18.2 靶向疗法获美国 FDA 批准上市。10月19日，安斯泰来宣布美国 FDA 批准其靶向 Claudin18.2 (CLDN18.2) 抗体 Vyloy 与含氟嘧啶和铂类的化疗方案联合，用于局部晚期不可切除或转移性、HER2 阴性的胃癌或胃食管结合部(GEJ)腺癌成人患者的一线治疗。

安斯泰来公布的 SPOTLIGHT 试验结果显示：与安慰剂组相比，接受 Vyloy 与 mFOLFOX6 联合疗法患者的疾病进展与死亡风险显著降低 24.9%，达成试验主要终点。Vyloy 联合疗法组患者的中位无进展生存期为 10.61 个月 (vs 8.67 个月)，中位总生存期为 18.23 个月 (vs 15.54 个月)。两组患者发生严重治疗伴发不良反应 (TEAEs) 的比率相似，分别为 44.8%与 43.5%。

安斯泰来公布的 GLOW (全球 III 期) 中国患者 (145 位) 亚组试验结果显示：佐妥昔单抗联合 CAPOX 对比安慰剂联合 CAPOX 一线治疗 Claudin 18.2 阳性、HER2 阴性的局部晚期不可切除或转移性胃癌或胃食管交界处腺癌患者的疗效。**1) 显著降低疾病进展或死亡风险：**相比于安慰剂联合 CAPOX 组，佐妥昔单抗联合 CAPOX 将疾病进展或死亡风险降低了 39%；**2) 延长 mPFS：**佐妥昔单抗治疗组和安慰剂组的中位无进展生存期分别为 8.3 个月和 6.1 个月；**3) 延长 OS：**佐妥昔单抗治疗组和安慰剂组的中位总生存期分别为 14.5 个月和 10.7 个月。

国内 CLND18.2 单抗进展较快的企业包括安斯泰来 (申请上市)、奥赛康 (III 期)、明济生物 (III 期)、创胜集团 (III 期)。

图表 29: CLND18.2 单抗主要研发管线进展 (截至 2024 年 10 月)

药品名称	研发机构	疾病	美国阶段	欧洲阶段	中国阶段
佐妥昔单抗	Ganymed Pharmaceuticals(Astellas Pharma)(原研)	胃癌;胃食管交界处癌;胃食管癌;食管腺癌;胰腺癌;食管癌	获批上市	批准上市	申请上市
ASKB589	AskGene Pharma(原研)	胃癌;胃食管交界处癌;胰腺癌	临床前	临床前	III 期临床
M108	明济生物(原研)	胃癌;胃食管交界处癌;实体瘤;胰腺癌	临床前	临床前	III 期临床
osemitamab	创胜集团(原研)	胃食管交界处癌;胃癌;胆管癌;胆道癌;胰腺癌;实体瘤;胆囊癌;胰腺导管癌;胰腺癌	I/II 期临床	临床前	III 期临床
ZL-1211	再鼎医药(原研)	实体瘤	I/II 期临床	临床前	I/II 期临床
LM-102	礼新医药(原研)	食管癌;胆道癌;胃癌;卵巢癌;胃食管交界处癌;胰腺癌;实体瘤;胆管癌	I 期临床	临床前	I/II 期临床
MIL93	天广实(原研)	实体瘤;胃食管交界处癌;胃癌;胰腺癌;胆道癌	临床前	临床前	I/II 期临床
IBI360	信达生物(原研)	实体瘤	临床前	临床前	I 期临床
AB011	科济药业(原研)	实体瘤;胰腺癌;胃癌	临床前	临床前	I 期临床

BIO-008	以岭药业(原研)	胃癌;胰腺癌;胃食管交界处癌;实体瘤	临床前	临床前	I期临床
DR30303	道尔生物(原研)	胃食管交界处癌;胰腺癌;胃癌;实体瘤	临床前	临床前	I期临床
BA1105	博安生物(原研)	实体瘤;胃癌;胰腺癌;食管癌	临床前	临床前	I期临床
JS012	君实生物(原研)	实体瘤	临床前	临床前	I期临床
NBL-015	NovaRock Biotherapeutics(原研);Flame Biosciences(Leap Therapeutics)	胰腺癌;胆管癌;卵巢癌;胃癌;胃食管交界处癌;非小细胞肺癌;实体瘤	临床前	临床前	I期临床

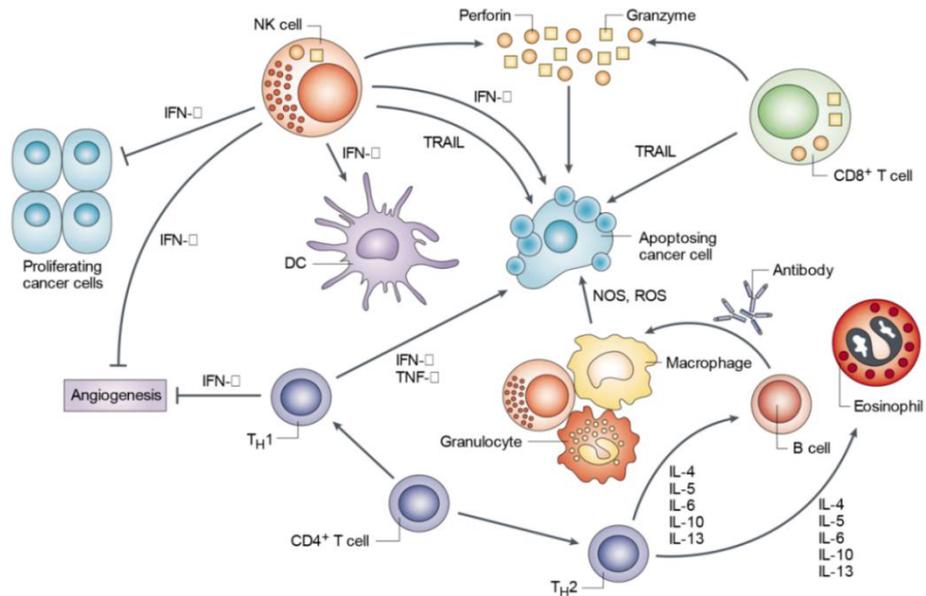
数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

3.3 细胞因子前药技术平台有望重塑肿瘤药物竞争格局

3.3.1 细胞因子在癌症治疗中潜力巨大, 但受限于成药性问题

细胞因子是已被临床验证过的天然免疫刺激物, 在癌症免疫治疗中具有巨大的应用潜力, 但由于药代动力学短暂、系统毒性较大以及治疗窗狭窄等特点导致其成药性较差, 阻碍了细胞因子药物的大规模应用。

图表 30: 细胞因子在肿瘤细胞破坏过程中的作用

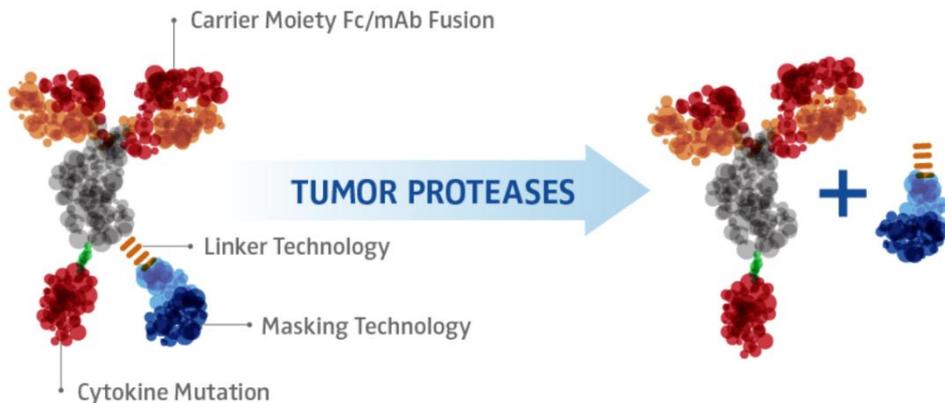


数据来源: Dranoff, G. Cytokines in cancer pathogenesis and cancer therapy. Nat Rev Cancer 4, 11 - 22 (2004)., 华福证券研究所

3.3.2 SmartKine®技术平台有望突破成药性难题, 两款产品已进入临床阶段

AskGene 自主开发的具有全球知识产权的细胞因子前药技术平台 SmartKine®, 旨在通过工程改造解决细胞因子类药物成药性问题, 实现选择性激活免疫系统, 定点杀灭肿瘤细胞。该平台孵化的细胞因子前药 ASKG315、ASKG915 已进入临床阶段, 另有多个分子处于早期开发及筛选阶段。

图表 31: SmartKine®平台



数据来源: ASKGene 官网, 华福证券研究所

AskGene 的细胞因子前药技术平台 SmartKine®平台具备多种优势:

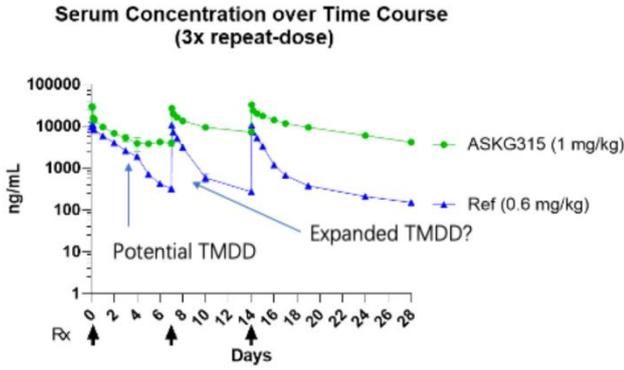
1. **避免 cytokine sink 效应:** 传统细胞因子药物由于 **cytokine sink** 效应导致在人体内的半衰期较短。SmartKine®平台采用专有的掩蔽技术并且对前药分子进行整体工程改造, 从而改善药物的药代动力学特点, 延长治疗暴露时间。
2. **选择性免疫细胞激活:** SmartKine®平台具有疾病位点选择性, 能够通过肿瘤靶向抗体将细胞因子递送到特定位点, 从而实现对特定疾病部位免疫细胞亚群的选择性激活。
3. **真正的双功能分子:** SmartKine®平台可使得细胞因子与抗体的活性协同发挥, 而非仅仅将抗体作为载体。
4. **降低系统毒性:** 传统的细胞因子前药需频繁或持续给药, 毒性较大。SmartKine®平台通过改善药代动力学特点, 显著降低了系统毒性。

3.3.3 ASKG315: 首个由 SmartKine®孵化进入临床的细胞因子类药物

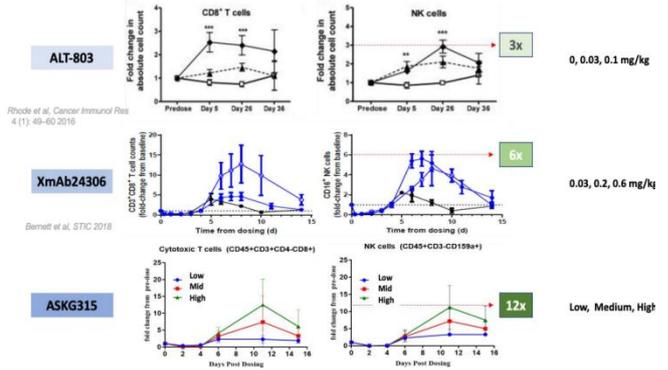
ASKG315 是一款 **IL-15 前药-Fc 融合蛋白**, 是 SmartKine®技术平台孵化的首个进入临床阶段的细胞因子类药物。ASKG315 在正常的系统循环中主要以完整的前药形式存在, 在肿瘤微环境中被定点激活, 并选择性激活 NK 细胞及 CD8+ T 细胞, 在提高药物疗效的同时显著降低系统毒性。ASKG315 拟用于恶性晚期实体瘤的治疗, 并于 2023 年 7 月获批联合 PD-1 治疗恶性晚期实体瘤的临床试验, 目前正在进行临床 I 期研究。

图表 32: ASKG315 相比参照分子半衰期更长

图表 33: ASKG315 NK 细胞扩增效果更强劲且持久



数据来源: ASKGene 官网, 华福证券研究所

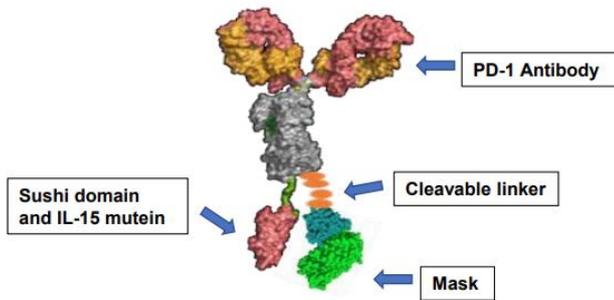


数据来源: ASKGene 官网, 华福证券研究所

3.3.4 ASKG915: 双功能分子有望弥补 PD-1 单药疗效不足的癌症治疗空白

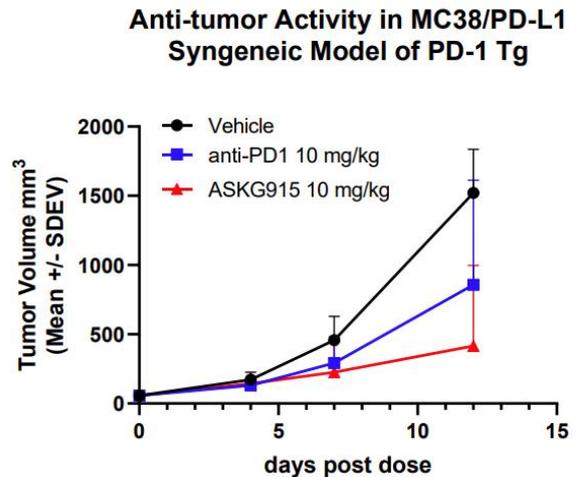
ASKG915 是一款基于 SmartKine® 技术平台开发的 **PD-1 抗体/IL-15 前药双功能融合分子**, ASKG915 在正常的系统循环中以完整的前药形式存在, 可通过 PD-1 抗体实现肿瘤靶向性并可在肿瘤微环境中靶向激活免疫细胞, 从而提高药物疗效并显著降低系统毒性。ASKG915 拟用于治疗晚期实体瘤, 特别适用于对 PD-1 单药疗效不佳的癌种, 已于 2023 年 8 月在美国完成 I 期首例患者给药, 目前中国的临床 I 期研究也在开展当中。

图表 34: ASKG915 双功能分子设计



数据来源: ASKGene 官网, 华福证券研究所

图表 35: ASKG915 相比 PD-1 单药抗肿瘤效果更优



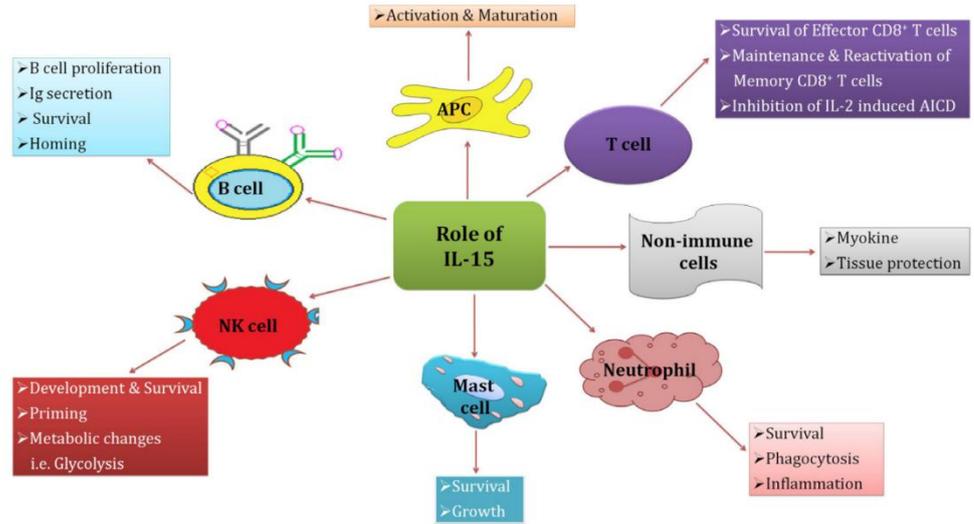
数据来源: ASKGene 官网, 华福证券研究所

3.3.5 海外对标: 首款 IL-15 激动剂 Anktiva 已获得 FDA 批准上市

IL-15 抗肿瘤的特性源于其对 CD8+ 效应 T 细胞的刺激活性, 同时 IL-15 可活化 NK 细胞、NKT 细胞和 $\gamma \delta$ T 细胞, 并且能诱导 B 淋巴细胞增殖和分化, 以及增加免疫球蛋白分泌, 在癌症治疗领域有着巨大应用潜力。

IL-15 与 IL-2 生物学功能类似, 但与 IL-2 相比, IL-15 不会引起活化 T 细胞的凋亡, 能够维持记忆性 T 细胞的存活和稳态增殖, 并且不会扩增 Treg 细胞。此外, IL-15 对血管内皮细胞没有作用, 故而不会诱发系统性毒副作用。

图表 36: IL-15 在免疫中发挥多种作用

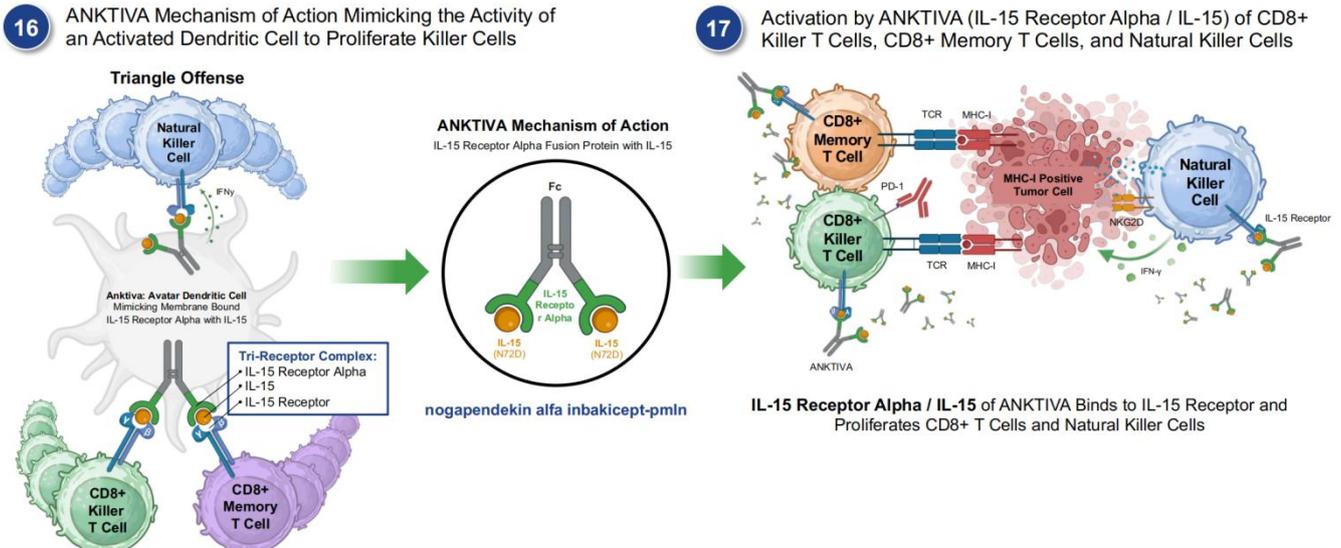


数据来源: Manoj Patidar, Naveen Yadav, Sarat K. Dalai, Interleukin 15: A key cytokine for immunotherapy, Cytokine & Growth Factor Reviews, ScienceDirect, 华福证券研究所

2024 年 4 月 22 日, 生物技术公司 ImmunityBio 宣布其开发的 IL-15 超级激动剂 N-803 (商品名: Anktiva) 获得 FDA 批准上市用于与卡介苗 (BCG) 联用治疗对卡介苗不响应且伴有原位癌的非肌层浸润性膀胱癌 (NMIBC) 成年患者, 这些患者伴或不伴有乳头状瘤。Anktiva 是第一款获 FDA 批准上市的 IL-15 激动剂。

N-803 由 IL-15 突变体(IL-15 N72D)与 IL-15 受体 α 链和 Fc 受体构成。一方面, ImmunityBio 引入 Fc 片段来延长 N-803 的半衰期; 另一方面, 对 IL-15 N72D 位点突变来增强其生物活性。与体内的天然、非复合 IL-15 相比, N-803 具有更好的药代动力学特性、更长的淋巴组织存活时间和更强的抗肿瘤活性。

图表 37: Anktiva 结构和作用机制



数据来源: ImmunityBio, 华福证券研究所

3.3.6 IL-15 靶点竞争格局

IL-15 作为肿瘤治疗的潜力靶点, 一直被寄予厚望, 但此前因成药性较差导致研发进展缓慢, ImmunityBio 的 N-803 临床成功并获得 FDA 批准, 重新点燃了针对 IL-15



靶点的研发热情，各企业也纷纷入场布局相应管线。

图表 38: IL-15 靶点国内竞争格局

药品名称	靶点	研发机构	作用机制	中国阶段	中国阶段开始日期
VG161	IL-15;IL-15R α ;PDL1 ;IL-12	中国生物技术股份有限公司; Virogin Biotech(原研)	溶瘤病毒	II 期临床	2021-12-02
IAP0971	IL-15;PD1	盛禾生物(原研)	PD1/IL-15 抗体融合蛋白	I/II 期临床	2022-05-31
SHR1501	IL-15	恒瑞医药(原研)	IL-15-Fc 融合蛋白	I/II 期临床	2022-05-31
SAR445877	IL-15;PD1	Kadmon(Sanofi)(原研)	PD1/IL-15 抗体融合蛋白	I/II 期临床	2023-01-16
FL115	IL-15;IL-15R α	复融生物(原研)	IL-15/IL-15R α -Fc 融合蛋白	I/II 期临床	2024-05-16
HY07121	IL-15;IL-15R α ;TIGI T;PD1	汇宇制药(原研)	PD1/IL-15/TIGIT/IL-15R α 抗 体融合蛋白	I/II 期临床	2024-07-30
BJ-001	IL-15	博际生物(原研)	IL-15-Fc 融合蛋白	I 期临床	2021-12-10
QLF32004	IL-15	齐鲁制药(原研)	NA	I 期临床	2021-10-27
VG2025	IL-15;IL-12	Virogin Biotech(原研)	溶瘤病毒	I 期临床	2022-06-20
ASKG315	IL-15	AskGene Pharma(原研)	IL-15-Fc 融合蛋白	I 期临床	2022-09-14
SIM0237	IL-15;IL-15R α ;PDL1	先声药业(原研)	PDL1/IL-15/IL-15R α 抗体融合 蛋白	I 期临床	2023-02-14
ASKG915	IL-15;PD1	AskGene Pharma(原研)	IL-15/PD1 抗体融合蛋白	I 期临床	2023-08-15
BAT7205	IL-15;PDL1	百奥泰(原研)	PDL1/IL-15 抗体融合蛋白	I 期临床	2024-01-02
BGB-R046	IL-15	百济神州(原研)	NA	I 期临床	2024-07-03

数据来源：医药魔方，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 抗肿瘤类产品：业务规模预计已见底，结合仿制药新品陆续获批（塞瑞替尼胶囊等）预计将在 25 年贡献业绩增量，且公司三代 EGFR 若在 25 年进入医保谈判，则 26 年开始贡献业绩增量，同时带动毛利率提升，因此我们预计 24-26 年收入增速分别为 0%/5%/35.9%，24-26 年毛利率分别为 90.7%/90.7%/92%。

(2) 抗感染类产品：作为公司新业务，增量明显，老产品艾沙康唑、多粘菌素格局较好，国内均只有 2 家上市厂家数，且艾莎康唑等新品也陆续获批，预计将维持较好的增长态势，我们预计 24-26 年收入增速分别为 65%/20%/20%，毛利率分别为 81.7%/82%/82%。

(3) 慢性病类产品：公司新业务，增长明显，目前第五批集采中的沙格列汀片贡献主要收入，后续新品起量，预计维持较好增长，预计 24-26 年收入增速分别为 47%/25%/20%，毛利率分别为 74%/75%/76%。

(4) 消化类产品：公司消化类业务经历集采，现已出清，随着新品右兰索拉唑的放量，预计将实现增长，我们预计 24-26 年收入增速分别为-15%/10%/10%，毛利



率预计分别为 72%/73%/74%。

图表 39: 公司业绩拆分预测表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3106.7	1872.6	1443.5	1670.5	1895.4	2342.9
YOY (%)		-39.7%	-22.9%	15.7%	13.5%	23.6%
毛利率 (%)	91.1%	87.0%	80.8%	81.6%	81.6%	82.9%
抗肿瘤类	799.7	651.4	617.0	617.0	647.8	880.2
YOY (%)		-18.5%	-5.3%	0.0%	5.0%	35.9%
毛利率 (%)	90.6%	92.3%	90.7%	90.7%	90.7%	92.0%
抗感染类			282.3	465.9	559.0	670.8
YOY (%)				65.0%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)			79.7%	81.7%	82.0%	82.0%
慢性病类			205.1	301.6	376.9	452.3
YOY (%)				47.0%	25.0%	20.0%
毛利率 (%)			69.3%	74.0%	75.0%	76.0%
消化类	1906.0	856.0	299.0	254.2	279.6	307.5
YOY (%)		-55.1%	-65.1%	-15.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	93.1%	88.5%	72.8%	72.0%	73.0%	74.0%
其他	400.9	365.2	40.0	32.0	32.0	32.0
YOY (%)		-8.9%	-89.0%	-20.0%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	82.2%	73.9%	55.3%	53.0%	53.0%	53.0%

数据来源: ifind, 华福证券研究所

4.2 投资建议

奥赛康作为消化领域领军企业, 集采对消化业务影响明显, 目前均已出清, 24年上半年已实现扭亏为盈, 且近几年仿制药新品陆续上市, 预计将持续贡献业绩增量, 公司经营明确反转。创新药布局成果初现, 三代 EGFR 与信达商业化合作, claudin18.2、IL-15 前药、铁剂、眼科双抗等管线进展稳步推进。我们预计公司 2024-2026 收入分别为 16.7/19/23.4 亿, 且与可比公司估值相比, 公司 PS 低于平均水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 40: 可比公司估值表 (统计数据截至 2024.11.15)

名称	市值(亿元)	收入(亿元)			PS		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600276.SH 恒瑞医药	3,042.8	269.6	305.3	354.9	11.3	10.0	8.6
002653.SZ 海思科	365.7	39.9	48.7	59.6	9.2	7.5	6.1
002294.SZ 信立泰	344.8	40.1	46.6	55.8	8.6	7.4	6.2
平均值					9.7	8.3	7.0
002755.SZ 奥赛康	124.8	16.7	19.0	23.4	7.5	6.6	5.3

数据来源: ifind, 华福证券研究所

5 风险提示

新药研发失败风险: 创新药研发具有研发投入大、周期长、风险高等特点, 临



床进展存在不确定性，若研发进展不及预期或研发失败，可能无法产生预期收益。

市场竞争加剧风险：近年来，仿制药市场竞争加剧，上市品种数量快速增长，公司仿制药新品中有部分品种当下格局较好，若未来同类品种上市数量增加，可能对该业务收入造成影响。

产品降价风险：国家目前集中采购常态化、医保目录持续优化，药品价格呈现下降趋势，若公司当下未进入集采的产品，未来被纳入集采范畴，可能对该业务收入造成影响。



图表 41: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,047	1,109	1,008	1,098
应收票据及账款	141	150	156	185
预付账款	15	14	16	19
存货	167	156	177	208
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	816	786	799	818
流动资产合计	2,186	2,215	2,156	2,328
长期股权投资	105	105	105	105
固定资产	434	434	433	432
在建工程	36	36	36	36
无形资产	98	97	94	92
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	664	669	670	670
非流动资产合计	1,337	1,340	1,337	1,335
资产合计	3,524	3,555	3,493	3,663
短期借款	114	0	0	220
应付票据及账款	38	65	73	83
预收款项	2	1	1	2
合同负债	14	30	34	42
其他应付款	211	211	211	211
其他流动负债	53	48	50	55
流动负债合计	432	354	369	613
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	82	82	82	82
非流动负债合计	82	82	82	82
负债合计	513	435	450	695
归属母公司所有者权益	2,900	3,024	2,966	2,920
少数股东权益	111	96	77	48
所有者权益合计	3,011	3,120	3,043	2,968
负债和股东权益	3,524	3,555	3,493	3,663

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-27	241	183	233
现金收益	-131	176	210	290
存货影响	-26	11	-21	-30
经营性应收影响	67	-8	-7	-33
经营性应付影响	44	25	8	11
其他影响	19	36	-6	-5
投资活动现金流	12	-90	-85	-85
资本支出	-23	-85	-84	-85
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	36	-5	-1	0
融资活动现金流	291	-89	-199	-57
借款增加	69	-114	0	220
股利及利息支付	-1	-202	-260	-323
股东融资	206	0	0	0
其他影响	17	227	61	46

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,443	1,671	1,895	2,343
营业成本	277	307	346	395
税金及附加	19	22	25	30
销售费用	840	923	1,038	1,287
管理费用	133	112	120	139
研发费用	472	234	259	298
财务费用	-10	-25	-27	-17
信用减值损失	2	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	12	0	0	0
投资收益	14	0	0	0
其他收益	39	22	22	22
营业利润	-220	120	157	232
营业外收入	28	13	15	19
营业外支出	9	7	8	8
利润总额	-201	126	164	243
所得税	6	12	16	24
净利润	-207	114	148	219
少数股东损益	-59	-15	-19	-28
归属母公司净利润	-148	129	167	247
EPS (按最新股本摊薄)	-0.16	0.14	0.18	0.27

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-22.9%	15.7%	13.5%	23.6%
EBIT 增长率	-22.1%	-148.0%	35.8%	64.1%
归母公司净利润增长率	-34.2%	-186.7%	30.2%	47.8%
获利能力				
毛利率	80.8%	81.6%	81.8%	83.2%
净利率	-14.4%	6.8%	7.8%	9.4%
ROE	-4.9%	4.1%	5.5%	8.3%
ROIC	-13.1%	5.4%	7.7%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	14.6%	12.2%	12.9%	19.0%
流动比率	5.1	6.3	5.8	3.8
速动比率	4.7	5.8	5.4	3.5
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转天数	44	31	29	26
存货周转天数	201	189	174	176
每股指标 (元)				
每股收益	-0.16	0.14	0.18	0.27
每股经营现金流	-0.03	0.26	0.20	0.25
每股净资产	3.12	3.26	3.20	3.15
估值比率				
P/E	-84	97	74	50
P/B	4	4	4	4
EV/EBITDA	-18	12	10	7

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn