

2020年9月25日

云顶新耀 (1952.HK)

IPO 深度分析

证券研究报告

生物医药

云顶新耀 (1952.HK) IPO 深度分析

报告摘要

公司概况

- 公司是处于商业化阶段的生物制药公司，专注于开发及商业化针对肿瘤、免疫、心肾及抗感染领域的创新疗法。于2017年7月由医疗私募股权公司CBC集团创立。
- 公司现开发出八款极具前景的临床候选药物，有关药物覆盖肿瘤、免疫学、心肾疾病及感染性疾病。
- 公司仍处于盈利前阶段，FY2018/2019，以及截至2019年及2020年3月31日止三个月，经营亏损净额分别为127.2/176.1/30.3/151.0百万元人民币。亏损净额主要来自研发开支、授权引进产品费用、一般行政开支及分销和销售开支。

行业状况及前景

- 中国肿瘤药物市场增长稳定。根据弗若斯特沙利文报告，中国肿瘤药物总销售额预期由2019年1,827亿元增长至2024年3,672亿元人民币，5年CAGR 15.0%。预计到2030年进一步增长至6,598亿元人民币，5年CAGR 10.3%；
- 中国新型抗生素的市场非常强劲。根据弗若斯特沙利文报告，预计中国革兰氏阴性MDR (G-MDR) 抗生素市场将从2019年的205亿元增至2024年的351亿元，5年CAGR 11.4%，到2030年将进一步增至人民币557亿元，5年CAGR 8.0%。

优势与机遇

- 授权引进的核心产品 **Trodelyv** (靶向 trop2 的 ADC 药物) 在多种实体瘤中具有广阔应用前景，获国际制药巨头看好。公司的合作伙伴 Immunomedics (Trodelyv 原研厂家) 上周获得吉利德 210 亿美金认购，产品在非小细胞肺癌等大适应症上的应用前景获得国际制药巨头背书。
- 高效低风险的授权引进模式。与全球的生物制药公司建立强大的合作伙伴关系，在欧美四个城市设有经验丰富的业务开发团队，可筛选出差异化、风险低且商业化潜力巨大的候选药品。
- 获得顶尖资本青睐。公司引入 GIC (新加坡政府投资公司)，贝莱德基金，Cormorant、高瓴资本，清池资本、奥博资本基金等作为基石投资者。
- 高素质和执行力的临床开发团队。截至2020年6月30日，临床开发团队包括62位成员，其中约16%持有医学博士学位及博士学位。团队大部分成员拥有跨国公司临床开发经验，具有设计及执行全球试验以及区域试验的丰富经验。

(转下页)

IPO 专用评级: 7

-- 评级分为 0 至 10, 10 为最高

-- 评级基于以下标准:

1. 公司营运 (0-3): 2
2. 行业前景 (0-3): 2
3. 招股估值 (0-2): 1
4. 市场情绪 (0-2): 2

主要发售统计数字

上市日期	10月9日
发行股数(百万股)	63.547
-- 当中旧股数目及占比	0; 0%
发行后总股本(百万股)	283.690
发行价范围(港元)	50-55
发行后市值(亿港元)	141.85-156.03
备考预测盈利(百万港元)	--
备考预测市盈率(倍)	--
备考每股净资产(港元)	13.89-15.44
备考市净率(倍)	3.56-3.60

保荐人: 高盛、BofA Securities

账簿 Citi、中金公司、瑞信、Noaura、
管理人: Brocade River

会计师 PWC

资料来源: 公司招股书

陈霜凝 PhD 行业分析师
sharonchen@eif.com.hk
+852-2213 1403

赵宁达 行业分析师
zhaond@essence.com.cn
+86-21-3508 2550

弱项与风险

- 产品研发和获批进度可能不及预期；
- 产品商业化和销售可能不及预期；
- 依赖授权方申请及维护专利，可能出现专利保护不到位，或与竞争对手出现专利纠纷。

发行所得款用途

假设发售价每股52.50港元，公司预计此次发售所得款项净额约3,132.4百万港元。计划将用约60% (1,879.4百万港元)，进行4款支柱产品的开发和商业化。用约15% (469.9百万港元) 为管线中其他候选药物的进行中及计划临床试验、登记备案及潜在商业化提供资金。约15.0% (469.9百万港元) 将用于为业务发展活动及拓展药品管线提供资金。约10.0% (313.2百万港元) 作为营运资金及一般行政用途。

基石投资者

公司此次引入贝莱德基金、CBC、Cormorant、GIC、Hillhouse Capital、Janchor Partners、Octagon Investments、RA Capital、Rock Springs Capital、Invus、Lake Bleu Prime、奥博资本基金、Indus、Surveyor、Tybourne、Woodline Fund作基石投资者，将认购此次发售49.89%-54.88%的股份。

估值和投资建议

- 从估值来看，**对公司核心产品和处于关键临床阶段的产品进行估值，我们认为公司的合理市值在200亿港币以上。**且随着临床管线产品进一步推进上市，估值将稳步提升，公司长期发展动力充足。短期存在约30%的上涨空间。
- 从保荐人过往两年 IPO 保荐业绩看，高盛和美银证券所保荐项目涨多过跌。
- 综合考虑公司成熟高效的商业化开发平台，优质的产品线，以及获得顶尖资本青睐，我们给予 IPO 专用评级“7”，推荐申购。

目录

1 主营业务：公司专注于肿瘤、免疫、心肾及抗感染领域的新药开发.....	4
2 历史沿革：17年由CBC集团创立.....	6
4 管理层：高管团队具有丰富的行业经验.....	8
5 业绩情况：处于盈利前阶段.....	8
6 成熟的商业化能力.....	10
7 投资建议.....	10
8 风险提示.....	11

1 主营业务：公司专注于肿瘤、免疫、心肾及抗感染领域的新药开发

云顶新耀是一家生物制药公司，业务包括潜在首创或差异化疗法的许可授权、临床开发及商业化，以满足大中华及亚太区其他新兴市场尚未得到满足的医疗需求。

公司以引进授权业务模式运作，产品管线中的所有八种候选药物（包括两种核心候选药物）及其相关专利均已从第三方获得授权，有关药物覆盖肿瘤、免疫学、心肾疾病及感染性疾病。

下表概述产品管线。

	分子 (療法)	合作方	商業權利 (授權時間)	臨床開發 計劃	適應症	IND 批准	研發進度 授權後	中國3期/關鍵		臨床狀況	
								規劃	招募	全球	其他APAC
腫瘤	Trodelvy / sacituzumab Govitecan (ADC)	Immunomedics	大中華、南韓、蒙古、東南亞 (2019年4月)	本地、多區域及全球試驗	mTNBC (3L) HR+/HER2-(3L) mUC (2/3L) mTNBC (1L) 亞洲籃子試驗	✓	IND已批准 關鍵試驗	█		美國的BLA已批准	尋求基於美國批准的BLA批准；包括南韓及台灣的多區域試驗
								█		3期	
								█		2/3期 ¹	
								█		2期	
	FGF401 (小分子)	NOVARTIS	全球 (2018年6月)	本地試驗	HCC	✓	進行1b/2期試驗			1/2期	
免疫	Etrasimod (小分子)	ARENA	大中華、南韓 (2017年12月)	多區域及全球試驗	潰瘍性結腸炎 其他自體免疫性疾病 (CD及AD)	✓	PK橋接試驗完成、進行3期試驗	█		3期	包括南韓及台灣的多區域試驗
								█		2/3期 ²	
心腎	Nefecon (小分子)	calliditas	大中華、新加坡 (2019年6月)	全球試驗	IgA腎病	✓	收到HGRAC及EC批准	█		3期	尋求基於美國批准的NDA批准
	Ralinepag (小分子)	United Therapeutics	大中華、南韓 (2017年12月)	全球試驗	PAH	✓	進行3期試驗	█		3期	
感染性疾病	Xerava (eravacycline) (小分子)	TETRAPHASE	大中華、南韓、東南亞 (2018年2月)	本地試驗	cIAI	✓	PK橋接試驗完成、進行3期試驗、新加坡NDA批准	█		美國及歐盟的NDA已批准	新加坡的NDA批准；尋求基於美國批准的NDA批准
	Taniborbactam (小分子)	VenatoRx	大中華、南韓、東南亞 (2018年9月)	全球試驗	cUTI	✓	3期試驗	█		3期	
	SPR206 (小分子)	SPERO	大中華、南韓、東南亞 (2019年1月)	全球試驗	革蘭氏陰性感染					1期	

縮寫：mTNBC = 轉移性三陰性乳癌；HR+/HER2- = 荷爾蒙受體陽性/人類表皮生長因子受體2陰性；mUC = 轉移性尿路上皮細胞癌；HCC = 肝細胞癌；CD = 克隆氏症；AD = 異位性皮膚炎；IgA = 免疫球蛋白A；PAH = 肺動脈高壓；cIAI = 複雜性腹腔內感染；cUTI = 複雜性泌尿道感染；IND = 試驗用新藥；BLA = 生物製品許可申請；NDA = 新藥申請；歐盟 = 歐洲聯盟；1L = 一線治療；2L = 二線治療；3L = 三線治療；東南亞 = 東南亞；美國 = 美國；大中華 = 中國、香港特別行政區、澳門特別行政區及台灣。

附註：

- (1) 3L mUC的2期試驗是關鍵試驗；
- (2) Arena正在就克隆氏症進行2/3期計劃及就異位性皮膚炎進行2b期疾患；
- (3) 規劃；
- (4) 進行中

资料来源：公司招股书；安信国际

公司在肿瘤、免疫、心肾及抗感染领域四个治疗领域中，开发出 8 个处于临床后期，具备庞大市场潜力的同类首创或同类最佳候选药物。

- **肿瘤科的支柱资产 sacituzumab govitecan (Trodelyv)，是同类首创的 TROP-2 靶向抗体药物偶联物(ADC)。** TROP-2 是一种膜抗原，在许多常见的上皮癌中过度表达。根据弗若斯特沙利文报告，存在 TROP-2 过度表达的癌症的总新发病例数超过 3.5 百万起，占 2019 年中国全部 4.4 百万起癌症发病个案超过 78.9%，因此，sacituzumab govitecan 可能具有广谱的抗肿瘤效果。
- 与许可伙伴 Immunomedics 最初开发 sacituzumab govitecan 用于治疗乳腺癌及尿路上皮细胞癌。于 2020 年 4 月，基于客观缓解率(33.3%)及无进展生存期(5.5 个月)，sacituzumab govitecan 获美国 FDA 加速审批可用于治疗过往至少已接受二线转移性疾病治疗的转移性三阴性乳腺癌(mTNBC)患者。于 2020 年 7 月，Immunomedics 宣布 ASCENT 研究(一个 3 期、随机、确认性试验)取得阳性结果，在过往已就转移性疾病接受最少二线治疗的 mTNBC 患者身上，sacituzumab govitecan 大幅提升其无进展生存期(PFS)、总生存期(OS)及客观缓解率(ORR)。
- 公司于 2020 年 4 月在中国就 sacituzumab govitecan 作为 mTNBC 三线治疗的临床试验取得国家药监局的 IND 批准。于 2020 年及 2021 年，预期会开展 mTNBC 三线治疗桥接注册性试验、HR+/HER2-mBC 三线治疗注册性试验、转移性尿路上皮细胞癌二/三线治疗注册性试验，以及亚洲篮子研究，当中包括具有高 TROP-2 表达的多种癌症类型的病患。公司就此支柱产品引进授权 21 项专利及专利申请。

- **感染性疾病方面的支柱资产及核心候选药物之一为 eravacycline (Xerava)。** 这是一种潜在同类最佳新型全合成静脉给药的四环素类药物，通过与 30S 核糖体亚基结合来阻止细菌蛋白质的合成。Eravacycline 对有多种耐药性(MDR)的及常见于中国的革兰氏阴性病原体(如肠杆菌目及鲍曼不动杆菌)展现出广泛及强大的体外抑制作用。
- 根据弗若斯特沙利文报告，革兰氏阴性 MDR 抗生素市场为中国感染性疾病增长速度最快的市场之一，2019 年的市场规模达人民币 205 亿元；预期于 2024 年时将扩大至人民币 351 亿元，并于 2030 年时扩大至人民币 557 亿元，2019 年至 2024 年的复合年增长率为 11.4%，而 2024 年至 2030 年的复合年增长率为 8.0%。
- Eravacycline (Xerava)目前于美国及欧盟获批准用于治疗复杂性腹腔内感染(cIAI)。公司的许可伙伴 Tetrphase Pharmaceuticals 已于 2009 年至 2018 年间在美国完成了 21 项临床试验(受试者超过 2,700 人)。在该等研究中，eravacycline 对由革兰氏阳性及革兰氏阴性病原体(包括耐药菌株)而受感染的患者展现出高临床治愈率。公司于 2020 年 4 月收到新加坡卫生科学局的 NDA 批准，准许 eravacycline 用于治疗 cIAI，新加坡为公司拥有 eravacycline 独家商业权的地区之一。公司已于中国完成 1 期 PK 桥接试验，并正于中国进行 cIAI 的 3 期注册性试验，用于支持中国的注册申请。公司就此支柱产品引进授权 20 项专利及专利申请。

- **免疫学方面的支柱资产及核心候选药物之一为 etrasimod。** 这是一种潜在同类最佳的第二代 1-磷酸鞘氨醇受体(S1PR)1、4 及 5 口服调节剂。etrasimod 最初的适应症为溃疡性结肠炎(UC)，但其后发现有机会适用于克隆氏症(CD)及自体免疫性皮肤病(如异位性皮炎)，该等疾病过往在中国被漏诊及治疗不足。
- 根据弗若斯特沙利文报告，UC 于 2019 年在中国的市场规模达人民币 34 亿元；预期于 2024 年时将扩大至人民币 81 亿元，复合年增长率为 18.9%。Etrasimod 的耐受性良好，并在公司许可伙伴 Arena Pharmaceuticals 于弥患中度至严重 UC 的患者身上进行的随机双盲 2b 期临床试验中达到预定的疗效终点。由于 etrasimod 为口服，且与注射式生物制剂(现时的治疗标准)的临床疗效相若，其已作好准备成为中国中度至严重 UC 的首选治疗方法。

- 公司已于中国完成 1 期 PK 桥接试验，并正于中国大陆、南韩及台湾进行 UC 的 3 期注册性试验。公司就此支柱产品引进授权 15 项专利及专利申请。
- 心肾疾病方面的支柱资产为 **Nefecon**，是一种潜在首创用于治疗 **IgA 肾病 (IgAN)** 的候选药物。IgAN 是中国肾小球肾炎和慢性肾病的常见病因。即使得到治疗，约 50% 的 IgAN 患者会于 30 年内发展至末期肾病(ESRD)。
- 根据弗若斯特沙利文报告，2019 年中国有 2.18 百万名 IgAN 病患。Nefecon 是布地奈德的口服靶向释放制剂，而布地奈德是一种安全性和功效已得到验证的强效糖皮质激素受体。Nefecon 的创新制剂让布地奈德可靶向递送至小肠中产生异常 IgA 抗体的部位，有助提升疗效及降低与全身使用布地奈德相关的副作用。在公司许可伙伴 Calliditas 进行的随机双盲 2b 期临床试验中，Nefecon 在降低蛋白尿水平及 eGFR 稳定度方面具有统计意义。
- 公司于 2019 年就 Nefecon 用于 IgAN 取得 IND 批准，并已与 Calliditas 合作加入全球 3 期注册性试验，而首名受试者于 2020 年 9 月在中国随机选出。公司就此支柱产品引进授权两项专利及专利申请。

2 历史沿革：17 年由 CBC 集团创立

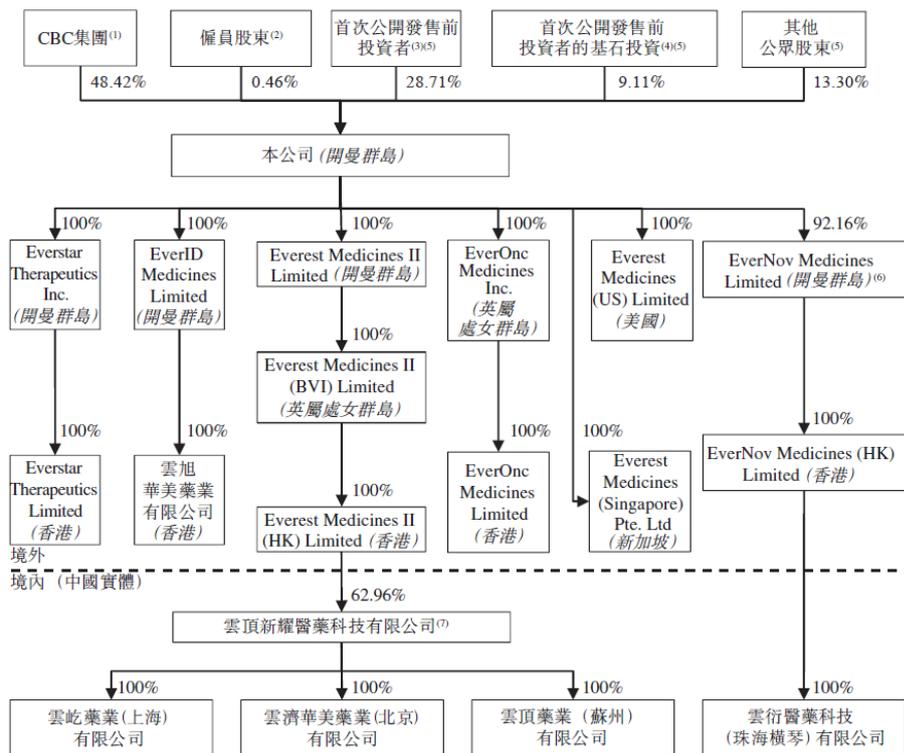
本公司于 2017 年 7 月由 CBC 集团创立，而 CBC 集团为一家医疗私募股权公司，在制药、生物科技、医疗技术及医疗服务方面拥有多样化被投资公司组合。公司现已打造了一个扩展性平台、组建了一支经验丰富及具有国际视野的管理团队，并已开发出八款极具前景的临床候选药物，覆盖肿瘤、免疫学、心肾疾病及感染性疾病。关键业务里程碑概述如下。

年份	事件
2017年	A輪融資籌集50百萬美元 與Arena就etrasimod及ralinepag訂立許可協議
2018年	B輪融資籌集60百萬美元 與Tetraphase就eravacycline訂立許可協議 與Novartis就FGF401訂立許可協議 首次就eravacycline提交IND及首次IND批准
2019年	收購Everest II及其有關sacituzumab govitecan、Nefecon、taniborbactam及SPR206的許可 用於治療IgA腎病的Nefecon於中國獲得IND批准 開展eravacycline用於治療複雜腹腔內感染的試驗 開展etrasimod用於治療潰瘍性結腸炎的試驗 開展taniborbactam用於治療複雜尿路感染的試驗 開展ralinepag用於治療肺動脈高壓的試驗
2020年	C輪融資籌集310百萬美元 用於治療晚期或轉移性實體瘤的FGF401於中國獲得IND批准 用於治療3L mTNBC的sacituzumab govitecan於中國獲得IND批准 用於治療複雜腹腔內感染的eravacycline於新加坡首次獲得NDA批准 與嘉善政府進行戰略合作以建立製造能力 開展FGF401與pembrolizumab聯合用於治療晚期實體瘤患者的試驗

资料来源：公司招股书；安信国际

3 股权结构

此次发售后公司股权结构如下图所示



资料来源：公司招股书；安信国际

4 管理层：高管团队具有丰富的行业经验

高管团队具有深厚的行业资历和国际化视野，拥有多次成功开发新型疗法、引领公司在不断转变的监管环境中前进，以及在中国商业化创新药物的佳绩。

下表载列有关董事、高级人员及其他主要员工的若干资料。

姓名	年齡	職位	職責及責任	加入本集團的日期	獲委任為董事的日期
傅唯先生	38歲	執行董事、主席	本集團整體策略規劃與業務發展；提名委員會主席及薪酬委員會成員	2017年7月	2017年7月
薄科瑞博士	64歲	執行董事、首席執行官	本集團整體管理	2020年2月	2020年2月
何穎先生	48歲	執行董事、總裁、首席財務官	財務策略、財務管理及投資者關係	2018年6月	2018年12月
張曉帆先生	36歲	執行董事、首席運營官	監督日常營運	2017年11月	2017年11月
龔聿波先生	35歲	非執行董事	為董事會提供專業意見及判斷	2020年6月	2020年6月
譚擘先生	46歲	獨立非執行董事	監督並為董事會提供獨立判斷；薪酬委員會主席及審核與提名委員會成員	本文件日期	本文件日期
李軼梵先生	52歲	獨立非執行董事	監督並為董事會提供獨立判斷；審核委員會主席及提名委員會成員	本文件日期	本文件日期
蔣世東先生	52歲	獨立非執行董事	監督並為董事會提供獨立判斷；審核及薪酬委員會成員	本文件日期	本文件日期

姓名	年齡	職位	職責及責任	加入本集團的日期	獲委任為高級管理層的日期
Jason Brown博士	48歲	首席業務拓展官	管理我們的聯盟及業務發展	2017年7月	2019年8月
朱煦女士	50歲	首席醫學官 (感染性疾病)	臨床開發	2017年10月	2017年10月
朱正纓博士	47歲	首席醫學官 (內科)	臨床開發	2017年11月	2017年11月
時陽女士	44歲	首席醫學官 (腫瘤科)	臨床開發	2019年2月	2019年2月
胡新輝博士	46歲	高級副總裁 (化學、製造及控制)	化學、製造及控制	2018年11月	2018年11月

资料来源：公司招股书；安信国际

5 业绩情况：处于盈利前阶段

公司于往绩记录期间并无产生任何收益，且预计从产品销售中不会产生任何收益，除非及直至现有或未来候选药物中的一种药物获得监管批准及商业化为止。于往绩记录期间内的各个年度，已产生经营亏损净额。

于截至2018年及2019年12月31日止年度以及截至2019年及2020年3月31日止三个月，经营亏损净额分别为127.2/176.1/30.3/151.0百万元人民币。于截至2018年及2019年12月31日止年度以及截至2019年及2020年3月31日止三个月，经营及投资活动所用的现金净额分别为人民币513.3/136.0/76.9/135.5百万元人民币。于2020年3月31日，营运资金为负人民币498.9百万元。

• 综合损益及其他全面收益表概要

	截至12月31日止年度		截至3月31日止三個月	
	2018年	2019年	2019年	2020年
	(人民幣千元)			
	(未經審核)			
一般及行政開支	(72,096)	(53,851)	(8,112)	(68,148)
研發開支	(55,911)	(150,888)	(22,808)	(80,184)
分銷及銷售開支	—	—	—	(2,800)
其他收入	1,009	29,253	1,055	226
其他虧損	(184)	(626)	(433)	(73)
經營虧損	(127,182)	(176,112)	(30,298)	(150,979)
融資成本淨額	(1,325)	(1,947)	(403)	(573)
向投資者發行的金融工具公平值變動	(863,167)	(36,453)	129,824	455,511
除所得稅前(虧損)/溢利	(991,674)	(214,512)	99,123	303,959
所得稅開支	—	—	—	—
本公司權益持有人應佔年度/期間				
(虧損)/溢利	(991,674)	(214,512)	99,123	303,959
本公司權益持有人應佔年度/期間全面				
(虧損)/收益總額	(1,023,333)	(229,826)	117,047	277,311

• 资产负债概要

	於12月31日		於3月31日
	2018年	2019年	2020年
	(人民幣千元)		
非流動資產			
物業及設備	3,003	7,725	9,720
使用權資產	15,675	38,352	44,915
無形資產	314,746	1,663,449	1,739,012
投資	—	293,000	278,849
其他非流動資產	179,933	3,261	2,883
	513,357	2,005,787	2,075,379
流動資產			
應收關聯方款項	24,093	18,616	4,061
預付款項及其他流動資產	2,219	6,476	6,885
現金及現金等價物	183,503	106,061	73,465
	209,815	131,153	84,411
總資產	723,172	2,136,940	2,159,790
非流動負債			
向投資者發行的金融工具	1,496,466	2,463,933	2,095,165
租賃負債	10,918	30,216	31,149
其他非流動負債	3,432	—	—
	1,510,816	2,494,149	2,126,314
流動負債			
向投資者發行的金融工具	126,283	395,318	452,029
租賃負債	5,820	10,543	18,089
貿易及其他應付款項	25,136	80,779	96,138
應付關聯方款項	2,686	17,233	17,092
	159,925	503,873	583,348
總負債	1,670,741	2,998,022	2,709,662
流動資產/(負債)淨值	49,890	(372,720)	(498,937)
權益及負債總額	723,172	2,136,940	2,159,790

• 现金流量表概要

	截至12月31日止年度		截至3月31日止三個月	
	2018年	2019年	2019年	2020年
	(人民幣千元)			
	(未經審核)			
營運資金變動前經營活動所用的				
現金流出淨額 ⁽¹⁾	(104,098)	(173,518)	(22,152)	(113,775)
營運資金變動 ⁽¹⁾	(2,869)	84,861	(24,713)	29,742
經營活動所用的現金淨額	(106,967)	(88,657)	(46,865)	(84,033)
投資活動所用的現金淨額	(406,325)	(47,365)	(30,002)	(51,472)
融資活動所得/(所用)的現金淨額	461,370	61,996	(994)	102,945
匯率變動對現金及現金等價物的影響	9,305	(3,416)	(3,794)	(36)
現金及現金等價物減少淨額	(42,617)	(77,442)	(81,655)	(32,596)
年/期初現金及現金等價物	226,120	183,503	183,503	106,061
年/期末現金及現金等價物	183,503	106,061	101,848	73,465

6 成熟的商业化能力

生产方面，CMC 团队主要负责所有 CMC 相关活动，包括流程、分析及配方开发及临床前、临床及商业供应制造支持。截至 2020 年 6 月 30 日，CMC 团队有六名成员，其中四名持有哲学博士学位，于制药业拥有丰富 CMC 经验。目前使用伙伴的全球供应链为大多数临床试验提供供应，且计划使用该供应链启动初步商业活动。除 FGF401 之外，每个管线产品目前均是由各自的许可人供应。合作伙伴已投入大量资源以确保其全球供应链具有全球质量及规模。

临床开发方面，临床开发团队由多个职能部门组成，包括医疗科学、临床手术、监管、以及数据管理及统计数字，并由三位首席医学官领导，其各自负责治疗领域之一。截至 2020 年 6 月 30 日，临床开发团队包括 62 位成员，其中约 16% 持有医学博士学位及博士学位。团队的大部分成员均于跨国公司拥有临床开发经验，具备设计及执行全球试验以及当地及区域试验的丰富经验。

商业化推广方面，计划透过内部销售团队及与业内顶尖公司组成战略伙伴建立商业能力，以提升及扩大业务覆盖面。已开始组建一支在多种不同疾病领域均拥有丰富销售、营销及市场准入战略知识的商业领导团队。该团队现时包括专长于国际销售、营销、市场准入、医疗事务及新产品规划的高级行政人员。商业领导团队将专注于快将推出市场的资产，即 eravacycline 及 sacituzumabgovitecan，两款均为专科药物。公司目标为于未来 18 个月内建立内部销售队伍。

7 投资建议

➤ 从估值来看，对公司核心产品和处于关键临床阶段的产品进行估值，我们认为公司的合理市值在 200 亿港元以上。且随着临床管线产品进一步推进上市，估值将稳步提升，公司长期发展动力充足。短期存在约 30% 的上涨空间。

产品	适应症	进度	达到峰值销售年份	适应症患者数 (千人)	治疗时间 (月)	峰值渗透率	峰值市占率	医保后价格 (千元/月)	临床试验成功率	估值乘数	估值 (亿元)	
Trodely/sacituzumab	mTNBC	3L	III期临床	2028	13.0	6	20%	25%	10	95%	8	3.1
Govitecan	HR+ /HER2-	3L	III期临床	2028	132.0	6	15%	25%	10	60%	8	23.8
Govitecan (ADC)	mUC	2/3L	III期临床	2028	80.6	6	15%	25%	10	60%	8	8.7
	mTNBC	1L	III期临床	2028	12.0	7	20%	25%	10	60%	8	2.0
	其它(包括NSCLC)		亚洲篮子试验	2028	1,000.0	7	15%	25%	10	20%	8	42.0
Etrasimod	溃疡性结肠炎		III期临床	2030	918.3	12	15%	5%	0.5	60%	6	1.5
	CD		III期临床	2028	282.7	12	15%	5%	0.5	60%	6	0.5
	AD		III期临床	2028	65,900.0	12	1%	5%	0.5	60%	6	7.1
Nefecon	IgA 肾病		III期临床	2028	2,360.0	9	10%	30%	0.5	70%	6	19.1
Ralinepag	PAH		III期临床	2028	90.0	12	30%	20%	10	60%	6	23.3
Xerava (eravacycline)	cIAI		III期临床	2027	2,900.0	10 (天)	20%	15%	0.5 (千元/天)	95%	8	33.1
Taniborbactam	cUTI		III期临床	2028	8,100.0	10 (天)	5%	20%	0.5 (千元/天)	60%	6	14.6
合计											178.7 (亿元人民币)	
											205.6 (亿港元)	

➤ 从保荐人过往两年 IPO 保荐业绩看，高盛和美银证券所保荐项目涨多过跌。

- 综合考虑公司成熟高效的商业化开发平台，优质的产品线，以及获得顶尖资本青睐，我们给予 IPO 专用评级“7”，推荐申购。

8 风险提示

- 产品研发和获批进度可能不及预期；
- 产品商业化和销售可能不及预期；
- 依赖授权方申请及维护专利，可能出现专利保护不到位，或与竞争对手出现专利纠纷。

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010