

艾力斯-U (688578.SH)

伏美替尼顺利出海，早期管线稳步推进

核心观点：

- **公司发布 2021 年中报：**2021 年上半年，公司实现营收 1.21 亿元，研发投入 0.93 亿元 (YoY-2.73%)，归母净利润-0.78 亿元，伏美替尼商业化带来营收快速提升。
- **针对伏美替尼临床优势，管线研发进展顺利。**(1) 二线治疗已于 21 年 3 月获批上市；(2) 一线治疗的 III 期临床预计将于年底申报 NDA，并有望于 22 年获批，进度处于第一梯队；(3) 辅助治疗的 III 期临床于 21 年 6 月 30 日完成首例受试者入组；(4) 20 外显子插入的 Ib 期临床试验顺利推进中；(5) 研究者发起的临床试验，包括联合安罗替尼一线治疗、新辅助治疗、联合贝伐珠单抗治疗 EGFR 罕见突变等研究。
- **伏美替尼海外权益授权 ArriVent，国际化步伐正式开启。**21 年 7 月，公司公告授权 ArriVent 在海外（全球除中国大陆及港澳台地区）独家开发及商业化伏美替尼的权利，公司已收到 4,000 万美元的首付款，并将收到累计不超过 7.65 亿美元的研发和销售里程碑款项，以及 ArriVent 一定比例的股份。ArriVent 的管理层具有海外知名药企的管理及研发经验，此次海外授权将有助于伏美替尼在海外市场的顺利推广，有望使得伏美替尼造福更多海外患者。
- **早期管线持续推进，注重未被满足的临床需求。**公司重点推进在研产品 KRAS G12C 抑制剂、KRAS G12D 抑制剂、第四代 EGFR-TKI、RET 抑制剂和 SOS1 抑制剂等临床急需靶向抗癌药物的研发，其中 KRAS G12C 抑制剂及 RET 抑制剂预计将于 2022 年申报 IND。
- **盈利预测与投资建议。**我们采用 DCF 方法对公司进行估值，预计 3% 的永续增长率，给予公司 8.37% 的 WACC，得到公司合理价值 43.76 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**伏美替尼商业化不及预期；研发管线推进不及预期。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1	1	389	1,343	2,141
增长率 (%)	-86.4	-10.9	69204.4	245.5	59.5
EBITDA (百万元)	-386	-349	-82	275	614
归母净利润 (百万元)	-398	-311	175	286	590
增长率 (%)	-308.1	21.9	156.5	63.0	106.4
EPS (元/股)	-1.10	-0.69	0.39	0.64	1.31
市盈率 (P/E)	-	-	72.64	44.55	21.59
ROE (%)	-33.6	-10.8	3.5	5.3	9.8
EV/EBITDA	0.73	-	-	32.66	13.48

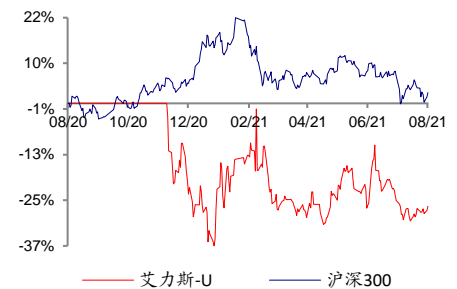
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	28.01 元
合理价值	43.76 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-25

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

相关研究：

- 艾力斯-U (688578.SH) :研 2021-04-30
发管线稳步推进，艾弗沙放量可期
- 艾力斯-U (688578.SH) :伏 2021-03-04
美替尼获批上市，商业化正式起航
- 艾力斯-U (688578.SH) :艾 2020-12-30
弗沙空间广阔，静待商业化助力公司蜕变

联系人：

肖鸿德 021-38003668

xiaohongde@gf.com.cn

在研管线

图1：艾力斯研发管线

药物名称	靶点	适应症	临床进度					
			临床前	IND	I期	II期	III期	NDA
伏美替尼	EGFR/EGFR T790M	EGFR T790M+晚期NSCLC二线治疗（注1）						
		EGFRm+晚期NSCLC一线治疗（注2）						
		II-III期NSCLC术后辅助治疗（注2）						
		EGFR 外显子 20 插入突变的晚期NSCLC						
		EGFR 外显子 20 插入突变的晚期NSCLC（美国）						
KRAS G12C抑制剂	KRAS G12C	NSCLC、结直肠癌、胰腺癌						
KRAS G12D抑制剂	KRAS G12D	NSCLC、结直肠癌、胰腺癌						
第四代EGFR-TKI	EGFR C797S	NSCLC						
RET抑制剂	RET	NSCLC						
SOS1抑制剂	SOS1	NSCLC、结直肠癌、胰腺癌						

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注1：CDE 同意公司可根据伏美替尼 III 期临床试验结果申请二线治疗适应症有条件上市，因此 III 期临床标记为粉红色

注2：CDE 同意公司开展针对一线治疗适应症伏美替尼与一代 EGFR-TKI 头对头比较的优效性 III 期临床试验，无需再就一线治疗开展 I 期和 II 期临床试验，因此伏美替尼一线治疗 IND 申请、临床 I 期、临床 II 期标注为粉红色

盈利预测与投资建议

预计公司2021年-2023年的营业收入均来自伏美替尼，随着伏美替尼适应症的不断拓展，同时预计21年下半年被纳入医保提升可及性，以及第三代EGFR-TKI对第一代EGFR-TKI的取代，伏美替尼有望快速放量。根据以下假设，我们预计公司2021年-2023年营业总收入分别为3.89亿元、13.43亿元及21.42亿元，同比增速69204.4%、245.5%及59.5%；归母净利润分别为1.75亿元、2.86亿元及5.90亿元，2022年及2023年同比增长63.4%、106.3%。

表1：盈利预测核心假设表

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4.6	0.6	0.6	388.7	1342.9	2141.5
增速（%）		-86.4%	-10.9%	69204.4%	245.5%	59.5%
伏美替尼收入				388.7	1342.9	2141.5
其他收入	4.6	0.6	0.6	0	0	0
营业成本	3.0	0.3	0.2	38.9	127.6	192.7
毛利	1.6	0.4	0.4	349.8	1215.3	1948.7
毛利率（%）	34.9%	57.1%	71.2%	90.0%	90.5%	91.0%
销售费用	0.0	0.0	92.2	194.4	537.2	813.8
销售费用率（%）	0.0%	0.0%	16432.4%	50.0%	40.0%	38.0%
研发费用	92.5	162.0	178.0	190.0	241.7	270.0
研发费用率（%）	2001.9%	25725.4%	31728.8%	48.9%	18.0%	12.6%
管理费用	17.0	232.2	90.4	58.3	174.6	267.7
管理费用率（%）	368.2%	36875.8%	16118.7%	15.0%	13.0%	12.5%
财务费用	5.9	5.6	-4.5	-34.3	-68.3	-82.2
财务费用率（%）	127.2%	893.5%	-794.5%	-8.8%	-5.1%	-3.8%
营业利润	-97.4	-397.5	-310.5	199.2	324.8	670.4

营业外收支	0.9	-16.2	-0.1	259.0	0.0	0.0
利润总额	-97.4	-397.5	-310.5	199.2	324.8	670.4
所得税费	0.0	0.0	0.0	23.9	39.0	80.4
所得税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	12.0%	12.0%	12.0%
归母净利润	-97.4	-397.5	-310.5	175.3	285.8	589.9
归母净利率 (%)	-2108.1%	-63123.3%	-55361.4%	45.1%	21.3%	27.5%
股本				450.0	450.0	450.0
EPS (元/股)				0.39	0.64	1.31

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

我们采用DCF法对公司进行估值,预计公司3%的永续增长率,给予公司8.37%的WACC,可得到公司的合理价值为197亿元,对应每股合理价值为43.76元/股。我们看好公司优质的研发管线与优秀的管理团队,维持“买入”评级。

表2: WACC测算表

指标	数值
WACC	8.37%
股权成本	10.50%
债券成本	4.00%
股权 beta	1
无风险收益率	2.50%
市场风险溢价	8.00%
目标资产负债率	30.00%
企业所得税率	15.00%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表3: 公司自由现金流测算(单位:百万元)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
伏美替尼收入	389	1343	2141	2735	3162	3454	3829	4287	4310	4070
其他产品收入							100	200	500	800
总收入	389	1343	2141	2735	3162	3454	3929	4487	4810	4870
EBIT 利润率		19.0%	27.4%	31.5%	25.0%	30.0%	32.0%	35.0%	38.0%	38.0%
EBIT	(95)	255	587	860	790	1036	1257	1570	1828	1851
实际所得税税率				12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
息税前税后利润(NOPLAT)	(84)	225	516	757	696	912	1106	1382	1608	1629
加: 折旧与摊销	13	20	27	29	30	32	33	35	37	38
减: 营运资金的增加	79	17	27	29	32	34	37	40	43	46
减: 资本性投资	100	122	141	152	164	178	192	207	224	242
公司自由现金流量 FCFF	(249)	105	375	604	530	732	911	1170	1378	1379

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表4: 艾利斯DCF估值

指标	数值
WACC	8.37%
永续增长率	3.0%
终值(百万元, 2029年)	26,449
风险调整净现值(百万元)	16,629
净负债(2020E, 百万元)	-
投资/非核心资产价值	3,061
少数股东权益	-
股票价值(百万元)	19,690
发行股数(百万股)	450
归属股东的每股净现值(元)	43.76

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

风险提示。伏美替尼一线临床进展不及预期; 伏美替尼辅助治疗不及预期; 临床前药物研发推进不及预期, 伏美替尼未能纳入医保。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	986	2,679	4,713	5,092	5,731
货币资金	393	366	3,061	3,765	4,460
应收及预付	29	29	68	215	342
存货	0	11	13	40	58
其他流动资产	564	2,274	1,571	1,071	871
非流动资产	343	308	394	497	611
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	127	128	195	273	356
在建工程	11	78	98	123	153
无形资产	68	69	69	69	69
其他长期资产	136	32	32	32	32
资产总计	1,328	2,987	5,107	5,589	6,342
流动负债	144	109	69	227	345
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	18	42	32	105	158
其他流动负债	126	67	37	122	186
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	144	109	69	227	345
股本	360	450	450	450	450
资本公积	1,043	2,957	4,913	4,913	4,913
留存收益	-218	-529	-324	-1	635
归属母公司股东权益	1,184	2,878	5,039	5,361	5,997
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,328	2,987	5,107	5,589	6,342

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-459	-197	-149	289	590
净利润	-398	-311	175	286	590
折旧摊销	10	12	13	20	27
营运资金变动	-62	123	-79	-17	-27
其它	-9	-22	-259	0	0
投资活动现金流	-622	-1,743	889	415	105
资本支出	-89	-88	189	-85	-95
投资变动	0	0	700	500	200
其他	-533	-1,654	0	0	0
筹资活动现金流	1,152	1,913	1,956	0	0
银行借款	20	0	0	0	0
股权融资	1,391	1,943	0	0	0
其他	-258	-30	1,956	0	0
现金净增加额	270	-27	2,695	704	695
期初现金余额	246	393	366	3,061	3,765
期末现金余额	785	366	3,061	3,765	4,460

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-86.4%	-10.9%	69204.245.5%	245.5%	59.5%
营业利润增长	-288.0%	18.6%	80.7%	643.5%	106.4%
归母净利润增长	-308.1%	21.9%	156.5%	63.0%	106.4%
获利能力					
毛利率	57.1%	71.2%	90.0%	90.5%	91.0%
净利率	-63123.0%	-5536.0%	45.1%	21.3%	27.5%
ROE	-33.6%	-10.8%	3.5%	5.3%	9.8%
ROIC	-30.6%	-12.6%	-1.7%	4.2%	8.6%
偿债能力					
资产负债率	10.8%	3.6%	1.3%	4.1%	5.4%
净负债比率	12.2%	3.8%	1.4%	4.2%	5.7%
流动比率	6.86	24.58	68.43	22.42	16.63
速动比率	6.66	24.22	68.18	22.19	16.40
营运能力					
总资产周转率	0.00	0.00	0.08	0.24	0.34
应收账款周转率	0.99	1.95	6.08	6.64	6.64
存货周转率	2.50	0.05	30.42	33.41	36.87
每股指标 (元)					
每股收益	-1.10	-0.69	0.39	0.64	1.31
每股经营现金流	-1.27	-0.44	-0.33	0.64	1.31
每股净资产	3.29	6.40	11.20	11.91	13.33
估值比率					
P/E	—	—	72.64	44.55	21.59
P/B	—	4.45	2.53	2.38	2.12
EV/EBITDA	0.73	—	—	32.66	13.48

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1	1	389	1,343	2,141
营业成本	0	0	39	128	193
营业税金及附加	2	2	3	7	11
销售费用	0	92	194	537	814
管理费用	232	90	58	175	268
研发费用	162	178	190	242	270
财务费用	6	-4	-34	-68	-82
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	8	0	0	0
投资净收益	13	15	0	0	0
营业利润	-381	-310	-60	325	670
营业外收支	-16	0	259	0	0
利润总额	-398	-311	199	325	670
所得税	0	0	24	39	80
净利润	-398	-311	175	286	590
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-398	-311	175	286	590
EBITDA	-386	-349	-82	275	614
EPS (元)	-1.10	-0.69	0.39	0.64	1.31

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。