

投資評級

推薦（首次覆蓋）

基本資料

公司名稱	創勝集團
所屬行業	醫藥
成立日期	2010-08-20
註冊資本	87,938 USD
註冊地址	開曼群島
員工人數	363
董事長	趙奕寧

主要股東

股東名稱	持股比例
錢雪明	13.09%
LAV Fund	15.84%
中國國有企業結構調 整基金股份有限公司	8.85%

交易資料

收盤價(港元)	3.55
5日漲跌幅(%)	1.14
10日漲跌幅(%)	2.6
5日移動平均(元)	3.56
10日移動平均(元)	3.51
10日日均成交量(千股)	53.5

報告日期：2022-09-29

連絡人：余石麟

joe.yu@valuable.com.hk

請務必閱讀最後特別聲明與免責條款

創勝集團(6628.HK)

CLDN18.2 靶點全球領先，TST001 喜迎捷報

核心觀點

創勝集團是全球範圍內開發的第二個 Claudin18.2 靶向抗體治療候選藥物的公司，是全球市場 CLDN18.2 靶點領導者。核心管理團隊成員來自全球著名藥企，平均擁有逾 20 年的生物醫藥從業經驗，且在先導物發現、臨床前研究、臨床開發及運營、工藝開發及製造、法規事務以及業務拓展、跨國公司合作等重要領域都傑出的往績。

成長邏輯

公司擁有自上而下的一體化的研發及生產優勢。綜合生物製藥平台，將候選藥物從藥物發現，轉化研究，工藝開發推進至商業階段，成果包括自主發現及開發十種候選藥物中的九種藥物，並擁有該九候選藥物的全球權利。公司 CDMO 業務降本增效，以更低的價格向公司的客戶提供更強大的細胞系選擇，我們預期公司 CDMO 業務全年將繼續實現穩健增長。

9 月 13 號在 2022 年歐洲腫瘤內科學會(ESMO)年會上壁報形式公佈其具有增強 ADCC 活性的人源化靶向 Claudin18.2 單克隆抗體 TST001 (Osemitamab) 聯合卡培他濱和奧沙利鉑(CAPOX)作為局部晚期或轉移性胃癌及胃食管連接部(G/GEJ)癌一線治療的 I/II 期臨床試驗中劑量擴展隊列研究的中期安全性和療效數據。其展現了良好的耐受性和令人鼓舞的抗腫瘤活性，公司表示 III 期臨床試驗目前正處於計劃階段。TST001 在胃癌及胰腺癌治療方面擁有著巨大的市場潛力。

中國骨質疏鬆的診斷率和治療意識仍很低，隨著醫療開支及人均年齡的增長，預期醫生及老年人將更關注這方面的投入。TST002 於 2021 年 7 月 6 日獲國家藥監局正式受理，憑藉禮來的臨床數據有助加快了在中國的監管程序，今年 4 月中國 I 期研究成功完成首例低骨密度患者給藥。公司將 Blosozumab 開發作為每 2 至 3 個月靜脈給藥一次的藥物，從而可能帶來更佳的療效及良好的患者依從性。考慮到已在 2 期研究中獲得概念驗證，公司計劃在 1 期研究的劑量擴展階段結束後啟動 3 期研究。

估值

綜合 TST001 及 TST002 所處之臨床階段採用 DCF 方法對公司進行估值：WACC=6.43%，永續增長率=3.0%，得到公司估值為 60.76 億港元，對應股價 13.64。

風險提示：研發進度不及預期，價格競爭

目錄

1 CLDN18.2 全球領導者，構建國際化團隊	4
1.1 公司簡介	4
1.2 管理及研究經驗豐富的國際化團隊	5
2 自上而下的一體化的研發及生產優勢	6
2.1 研發實力	6
2.2 生產優勢	6
3 公司里程碑及股權結構	7
4 CDMO 業務	8
4.1 公司 CDMO 業務	8
4.11 對 CDMO 市場的看法	8
5 核心產品	9
5.1 TST001	9
5.11 TST001 簡介	9
5.12 作用機理	9
5.13 市場規模	10
5.14 臨床進度	13
5.15 收入預測	15
5.2 TST002 (BLOS0ZUMAB)	18
5.21 TST002 簡介	18
5.22 作用機制	18
5.23 市場規模	19
5.24 臨床進度	20
5.25 收入預測	21
6 其它管線的進展	22
7 估值	22

圖表目錄

圖表 1:	公司在研管線.....	4
圖表 2:	公司里程碑.....	7
圖表 3:	股權架構.....	8
圖表 4:	Claudin 18.2 作用機制.....	9
圖表 5:	美國胃癌 Claudin 18 市場規模.....	10
圖表 6:	中國胃癌 Claudin 18 市場規模.....	11
圖表 7:	美國胰腺癌 Claudin 18 市場規模.....	12
圖表 8:	中國胰腺癌 Claudin 18 市場規模.....	12
圖表 9:	TST001 經臨床前數據證實具備同類最優/同類首創設計潛力.....	14
圖表 10:	TST001 體內抗腫瘤活性由於 IMAB362, 與 PD-1 抑制劑具有協同作用.....	14
圖表 11:	TST001 中國收入預測.....	15
圖表 12:	TST001 中國收入預測曲線.....	16
圖表 13:	TST001 美國收入預測.....	17
圖表 14:	TST001 美國收入預測曲線.....	17
圖表 15:	TST002 作用機制.....	18
圖表 16:	中國硬骨素市場規模.....	19
圖表 17:	TST002 中國收入預測.....	21
圖表 18:	TST002 中國收入預測曲線.....	21
圖表 19:	創勝集團 DCF 模型.....	23
圖表 20:	DCF 估值.....	23
圖表 21:	創勝集團財務報表預測.....	23

1 CLDN18.2 全球領導者，構建國際化團隊

1.1 公司簡介

公司前身於2010年註冊成立於英屬處女群島，2012年10月成立邁博斯生物醫藥（蘇州）有限公司，於2018年12月公司的全資附屬公司與Just Biotherapeutics Asia Inc.（其中包括）訂立合併協議及計劃，更名為創勝集團醫藥有限公司。公司是一家集臨床階段的在生物藥發現、研發、工藝開發和生產方面具有全面綜合能力的生物製藥公司。全球化策略及搭建了全球的業務佈局有助於運營效率的提高，開發管線已有十個治療用抗體新藥分子，涵蓋腫瘤、骨科和腎病等領域。

作為CLDN18.2靶點全球市場領導者之一，公司是全球範圍內開發的第二個Claudin18.2靶向抗體治療候選藥物的公司，進展方面的可見於9月13號在2022年歐洲腫瘤內科學會(ESMO)年會上壁報形式公佈其具有增強ADCC活性的人源化靶向Claudin18.2單克隆抗體TST001(Osemi tamab)聯合卡培他濱和奧沙利鉑(CAPOX)作為局部晚期或轉移性胃癌及胃食管連接部(G/GEJ)癌一線治療的I/II期臨床試驗中劑量擴展隊列研究的中期安全性和療效數據，公司表示III期臨床試驗目前正處於計劃階段。

圖表1：公司在研管線

候選藥物	靶點	適應症	臨床試驗地區	臨床前	IND	Ia期	Ib/IIa期	關鍵III/III期	權利	合夥人
TST001	Claudin 18.2	一線胃癌或胃食管結合部癌	全球	聯合化療					全球	內部
		晚期胃癌	中國	單藥						
		晚期胰腺癌	全球	單藥						
		其他晚期實體瘤	全球	單藥						
		二線胃癌	全球	聯合化療						
		一線胃癌或胃食管結合部癌	全球	聯合納武利尤單抗/化療						
		二/三線胃癌或胃食管結合部癌	全球	聯合納武利尤單抗						
TST005	PD-L1/TGF-β 雙重功能	實體瘤 (HPV陽性及NSCLC等)	全球	單藥				全球	內部	
TST003	BMP拮抗劑 (FIC)	實體瘤	全球	單藥				全球	內部	
TST006	Claudin 18.2/PD-L1 雙特異性(FIC)	實體瘤	全球	單藥				全球	內部	
TST010	未披露	實體瘤	全球	單藥				全球	內部	
MSB0254	VEGFR2	實體瘤	中國	單藥				全球	內部	
MSB2311	PD-L1	TMB-H實體瘤	中國	單藥					全球	內部
		實體瘤	中國	聯合VEGFRi						
TST002	硬骨素	骨質疏鬆	中國	單藥				美國III期 已完成	大中華	Lilly
TST004	MASP2	IgA腎病 TMA	全球	單藥					全球	ALEBUND
TST008	MASP2三重功能 (FIC)	SLE	全球	單藥					全球	內部

資料來源：公司官網、華盛證券整理

1.2 管理及研究經驗豐富的國際化團隊

公司核心管理團隊成員來自全球著名藥企，平均擁有逾 20 年的生物醫藥從業經驗，且在先導物發現、臨床前研究、臨床開發及運營、工藝開發及製造、法規事務以及業務拓展、跨國公司合作等重要領域都傑出的往績。

錢雪明博士（首席執行官），錢博士擁有 20 年商業化抗體發現和開發的經驗。曾任北京盛諾基醫藥科技的高級副總裁兼研發主管、安進首席科學家，領導多個項目團隊，發現新型的自身免疫性和代謝疾病（骨骼和腎臟）治療用抗體藥物。他是多項抗體專利的主要發明者。畢業於復旦大學生物物理學系，並分別在哥倫比亞大學和奧爾巴尼醫學中心獲得神經學與生理學碩士學位和神經學與藥理學博士學位。

Caroline Germa 博士（全球藥物開發執行副總裁及首席醫學官），Caroline Germa 博士是一位傑出的醫學腫瘤學家和藥物開發領導者，擁有超過 20 年的從早期臨床試驗到後期臨床試驗和註冊的藥物開發全流程的行業經驗，特別是領導了多項關鍵腫瘤資產的後期臨床開發，尤其是 Ribociclib（CDK4/6 抑制劑—Kisqali）和 Neratinib 全球註冊策略及批准。並曾就職於阿斯利康、百時美施貴寶、諾華、輝瑞、法國禮來及賽諾菲—安萬特。法國巴黎及裡爾大學醫學博士學位和醫學腫瘤學家學位，以及乳腺疾病和免疫學碩士學位。

黃光誠博士（執行副總裁，首席技術官）黃光誠博士在工藝開發及放大、技術轉移，生產和法規支持方面擁有近 30 年經驗，先後在重組蛋白、單克隆抗體和基因治療方面參與 7 個商業和 6 個中 / 後期項目，是先進的連續流生產技術平台開發的專家。曾就職於健贊、賽諾菲。麻省理工學院生物化學工程博士。

葉峰博士（技術運營執行副總裁，首席運營官）葉峰博士擁有豐富的生產和品質管制及企業運營經驗，從事生物製藥行業超過 20 年，曾先後任職於先靈葆雅、葛蘭素史克、安進等多家國際著名製藥公司，負責領導生物藥品生產和品質管制方面的工作。美國藥學家協會（AAPS）、美國統計學會（ASA）、國際製藥工程協會（ISPE）會員，美國北卡羅來納大學教堂山分校生物統計學博士。

楊曉明博士（全球工藝與產品開發執行副總裁）楊曉明博士在生物醫藥行業擁有超過 30 年產品與工藝開發及放大、技術轉移、新設備啟動、GMP 生產和 IND/BLA 申報經驗。他曾任默克高級項目工程師和商業生產領域的負責人，艾爾建生物工藝部門經理，安進工藝和產品開發科學總監。羅格斯大學生物化學工程博士。

2 自上而下的一體化的研發及生產優勢

2.1 研發實力

公司擁有一個綜合生物製藥平台，將候選藥物從藥物發現，轉化研究，工藝開發推進至商業階段，成果包括自主發現及開發十種候選藥物中的九種藥物，並擁有該九候選藥物的全球權利。從藥物的發現開始運用獨特的發現技術解決研發難題，臨床開發在同類公司中較為獨特的優勢，免疫耐受屏障突破技術平台（IMTB）使公司能夠生成針對難以在嚙齒動物中生成的非保守及保守蛋白質的抗體及透過使用傳統平台發現難以發現的隱藏表位。這有助於獲得具有更廣泛的表位多樣性、差異化的生物學特性（特異性、親和力及 PK）及理想的 CMC 特性的先導候選抗體，從而甄選具有增強的成藥性及知識產權保護的候選分子。利用 IMTB 技術平台，公司已生成 TST001（靶向 Claudin 18.2 保守表位）及、TST005、TST003 和 TST010。

轉化研究平台助力腫瘤對試驗藥的反應模型及更好瞭解 PK/PD 情況，為臨床研究的設計及開展提供指引，並評估使用靶向不同信號通路疾病藥物的聯合療法選擇。包括以免疫組織化學法篩選抗體進行靶點檢測及為臨床試驗篩選患者而制定免疫組織化學檢測法，有助於招募對藥物治療甄選適應症反應可能性高的患者，盡量提高潛在試驗成功率。

生物藥的 CMC 開發包括候選分子成藥性驗證、細胞系開發、細胞培養/純化工藝開發、分析方法開發、製劑開發、GMP 生產等，在候選藥物的早期研發到上市後的整個生命週期都起著至關重要的作用。在 IND 申報和臨床開發中，擁有高效 CMC 開發能力的製藥企業通常能在競爭中佔據優勢。公司 CMC 開發團隊能力全面，全方位覆蓋生物藥開發的各個技術環節。

臨床開發，將有潛力的新藥分子轉化為有效的治療手段，公司管理團隊來自全球大型製藥企業，以全球化策略最大程度提高營運效率，利用美國高效的監管審批路徑加上中國病人數多的優勢，加快全球臨床試驗申請，設計的試驗之核心目標是讓各試驗的臨床資料用於匯總分析及全球註冊，能做到降本增效。

2.2 生產優勢

公司位於杭州醫藥港的 GMP 生產基地採用擁有自主知識產權模組化理念進行設計，模組化 GMP 設施 T-BLOC 具有高度的靈活性和可擴展性，能夠大幅降低重新配置生產條件時的經濟成本，生產基地設

計之初便將產品安全和工藝穩定性的保障納入考量。

技術改進方面，公司正在開發及啟用一體化連續流生物工藝(IGB)的連續製造平台，將專有的、高生產率、連續的上游灌注工藝與原有(默克集團共同開發)的自動化連續下游生產工藝整合，以最低的商品成本獲得最大的設施產量，提高工藝的穩健性，儘量降低運營風險。公司已實現業界領先的 >6g/L 的日容積生產率，且多條細胞系產量較傳統分批補料工藝提高 10 倍。

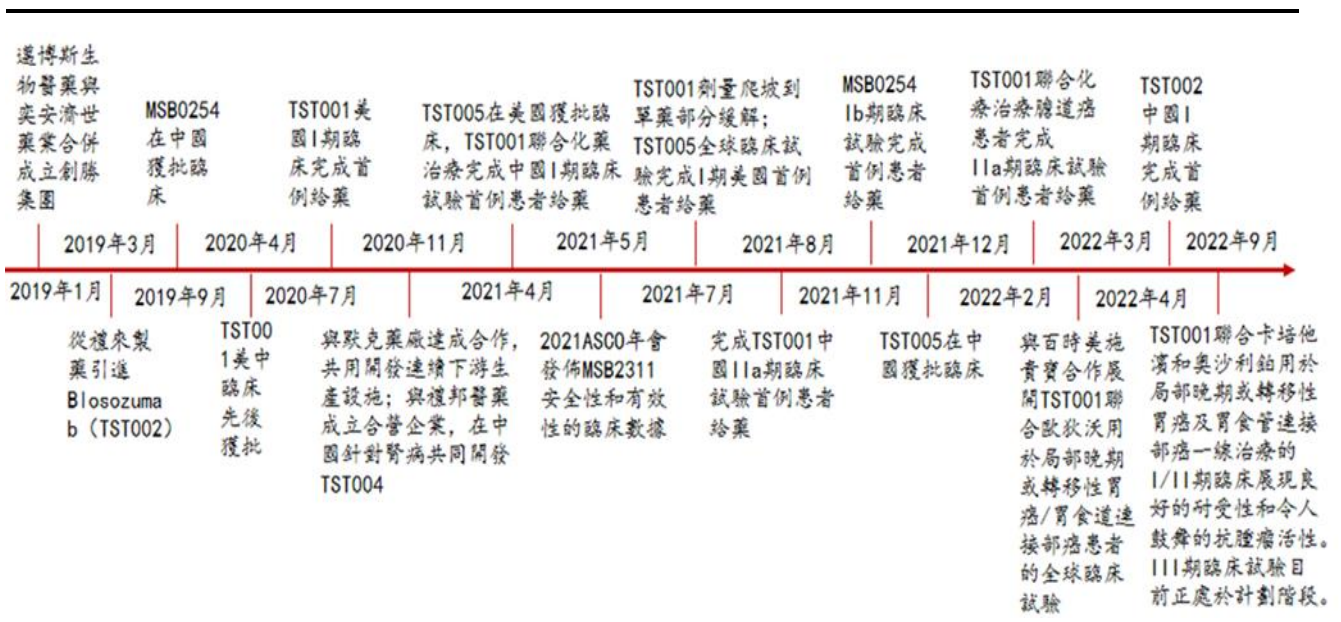
2022年4月附屬公司奕安濟世順利通過了歐盟質量授權人(QP)審計，公司有著健全而成熟的質量管理體系(QMS)可確保符合 GMP 規定，資質符合在歐盟進行的臨床研究提供樣品，同期奕安濟世分別獲得國家藥監局及 FDA 的許可，將 TST001 工藝由流加工藝轉為強化灌注工藝，將產能提高了八倍以上。

3 公司歷史及股權結構

公司里程碑

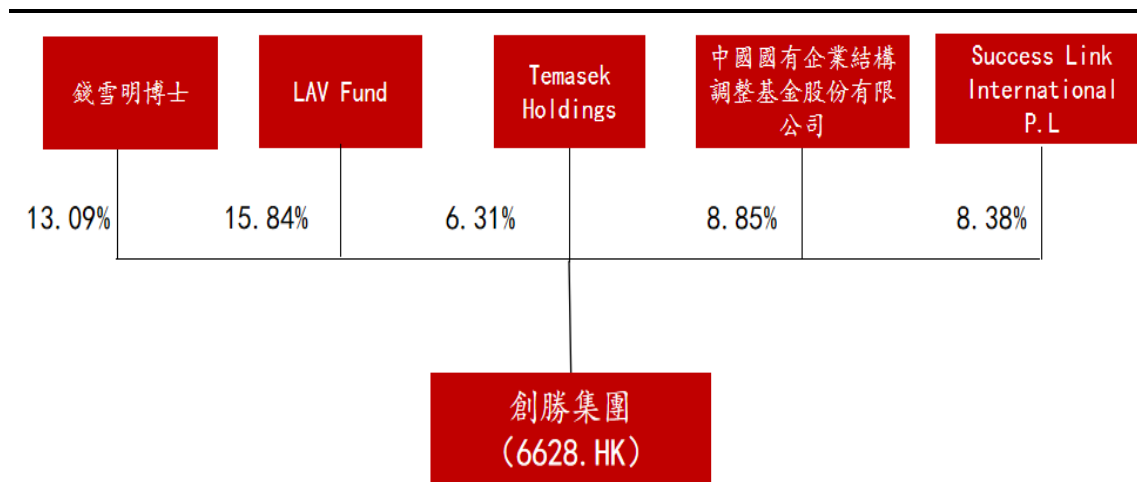
公司曾獲得眾多知名機構投資者參與基石投資，包括 LAV Fund、淡馬錫、中國國有企業結構調整基金、卡達投資局、高瓴資本及紅杉資本等。

圖表2： 公司里程碑



資料來源：公司公告及公開、華盛證券整理

圖表3：股權架構



資料來源：公司公告、披露易、華盛證券整理

4 CDMO 業務

4.1 公司 CDMO 業務

公司無獲准於商業銷售的產品，收入以 CDMO 服務及研發服務組成，2022 年中期業績顯示收入為人民幣 21.8 百萬元人民幣。公司管線產品商業化銷售之前 CDMO 及政府補助（1H22：13.9 百萬）將是主要收入來源，上半年公司新增超過 15 名新客戶，並擴大了在分析檢測、配方研究、顆粒調查及藥品灌裝方面的服務，公司計劃開始為尋求連續工藝開發的客戶提供探索性實驗服務，以吸引 ICB 平台的合同交易。公司 CDMO 業務繼續降本增效，以更低的價格向公司的客戶提供更強大的細胞系選擇，我們預期公司 CDMO 業務全年將繼續實現穩健增長。

4.11 對 CDMO 市場的看法

跟蹤今年 6 月全球醫藥融資額顯示環比增 41%，5 及 6 月國內融資額環比增長 58%及 58%。6 月份全球新開藥物臨床為 602 個，環比增長 10%，同比增長 31%，二三期為主。國內 1 類新藥 IND 申報數量同比增加 32%，6 月新開臨床新開 I-III 期臨床試驗數量分別增加 41%/104%/26%。公司的生產基地擁有多個 200-2000L 原液生產線和一條全自動帶隔離器的製劑灌裝生產線，並預留了線擴增空間，預計未來年產能可超過一噸。目前為止 GMP 生產基地已經運營 4 年，承接內外部項目的五十餘批 GMP 批次生產，成功率達 100%。得益於全球醫藥研發開支的復蘇及公司的產能擴張，我們預期 2022 至 2024 年 CDMO 業務的 CAGR 約為 36%，2022/2023/2024 年之收入分別為：7,033/9,706/12,618 萬。

5 核心產品

5.1 TST001

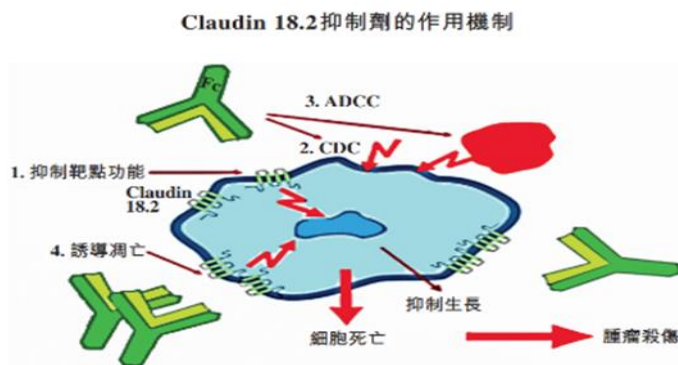
5.11 TST001 簡介

TST001 是全球範圍內開發的第二個 Claudin18.2 靶向抗體治療候選藥物，潛在同類最優人源化抗體，擁有同類最優潛力，在中國排名首位，由公司通過其獨立開發的免疫耐受突破（IMTB）技術平台開發。Claudin 18.2 是一種緊密連接蛋白，在正常組織中，該蛋白的表達僅局限於胃部的分化上皮細胞，公開數據表明，Claudin 18.2 經常在胃食管癌、胰腺癌、肺癌及其他類型的實體瘤中過度表達。TST001 為特異性靶向及結合 Claudin 18.2 具有更高的親和力，增強的抗體依賴性細胞毒性（ADCC）和補體依賴性細胞毒性（CDC）活性，在多個 PDX 的動物實驗當中展示出更強的抗腫瘤活性，也展示了與多個其他通路抑制劑的潛在協同作用。美國食品和藥品監督管理局（FDA）已授予 TST001 用於治療胃癌及胃食管連接部癌的孤兒藥資格認定。

5.12 作用機理

Claudin 18.2 位於細胞外膜，有暴露的細胞外環供單抗結合，生物學特徵令 Claudin 18.2 成為一種有吸引力的靶向治療分子。然而 Claudin 18.2 有高度保守的跨物種蛋白質序列，加上其所處位置，令產生具有高度結合能力的 Claudin 18.2 靶向抗體十分困難。TST001 分子的明確定向增強了對腫瘤細胞的親和力及提高了與 NK 細胞作用的效率，通過 ADCC 和 CDC 機制殺死表達 Claudin18.2 的腫瘤細胞。TST001 使用優化的糖工程工藝生產，令抗體 Fc 區的岩藻糖水平大幅降低，進而提高對 FcR（尤其是自然殺傷細胞表達的 FcR III）的親和力。對腫瘤上的 Claudin 18.2 結合力增強及對自然殺傷細胞上的 FcR 的結合力增強導致腫瘤細胞與自然殺傷細胞間的作用效率提升。

圖表4： Claudin 18.2 作用機制



資料來源：Journal of Hematology & Oncology (2017) 10:105

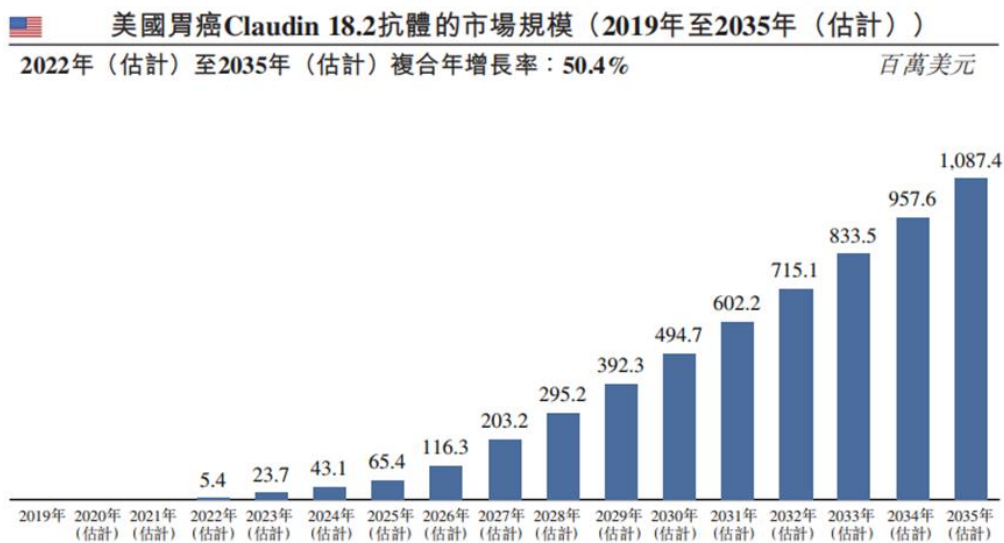
資料來源：公司招股書、華盛證券整理

5.13 市場規模

胃癌市場

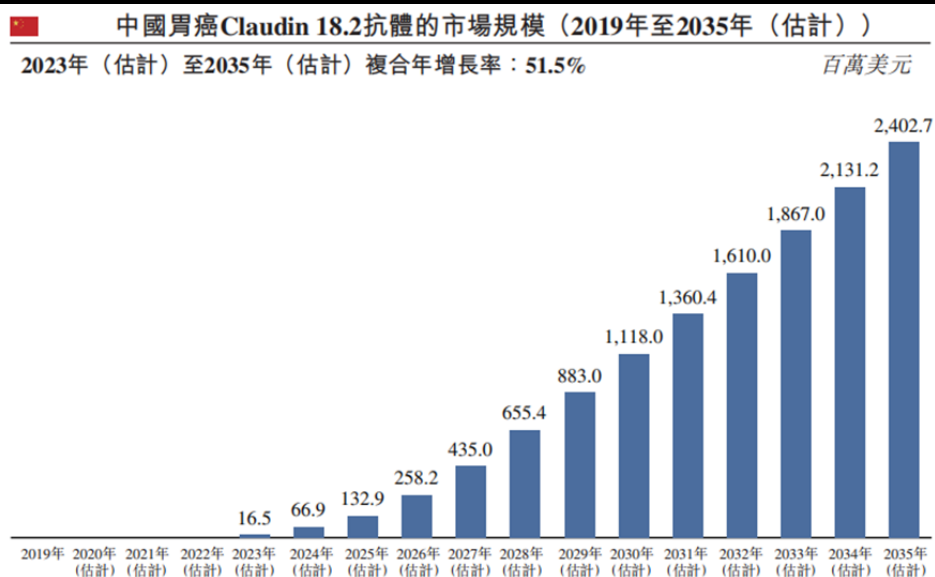
胃癌是全球最常見的消化系統癌症之一，也是全球癌症死亡的第三大主要原因，轉移性胃及胃食管交界處癌患者的整體5年生存率更是不足20%，主要危險因素包括吸煙及不良飲食及肥胖。胃癌主要由胃黏膜屏障受損引起，胃黏膜屏障受損會增加癌基因表達及幹細胞的基因突變機率。致癌物質將新的原細胞分化為低分化、失控的異常細胞，逐漸侵佔正常胃細胞的空間，最終導致器官衰竭和死亡。在全球範圍內，胃癌的發病人數於2019年達到1,057.5千人，根據招股檔數據預計到2035年，美國和中國的胃癌 Claudin 18.2 抑制劑市場規模將分別達到1,087.4百萬美元和2,402.7百萬美元，兩國2023年至2035年的複合年增長率約為51%。中國胃癌的發病人數於2019年達到500.3千人，預計到2030年將達到599.8千人，在中國及全球層面依然有大量未被滿足的需求。

圖表5：美國胃癌 Claudin 18 市場規模



資料來源：公司招股書、華盛證券整理

圖表6：中國胃癌 Claudin 18 市場規模



資料來源：公司招股書、華盛證券整理

中國約 80% 的胃癌患者於確診時處於晚期轉移階段，而晚期轉移性胃癌患者中 HER2 陽性相對較少 (<20%)，目前胃癌靶向療法（如赫賽汀）可用於治療 HER2 陽性患者，除化療外 HER2 陰性患者（尤其是一線胃癌患者）獲批的治療方案有限。就先前接受過治療的胃癌而言，已有多種藥物獲 FDA 批准，包括於 2014 年上市的 Cyramza（其靶向 VEGFR2，作為單藥療法或聯用化療及 PD-1 生物製劑用於治療二線胃癌）、可瑞達及歐狄沃（用於治療三線胃癌，於 2017 年獲批及於 2020 年上市）。在中國，僅阿帕替尼及 PD-1 獲批准用於治療三線胃癌患者。但 Claudin 18.2 被認為是胃癌新的治療靶點，其表達率高達 90% 以上，Claudin 18.2 抑制劑和 PD-(L)1 抑制劑的聯合治療可能成為胃癌患者的潛在聯合治療方法。就高表達率 (>75%) 的患者而言，80% 的美國患者及 50% 的中國患者將使用 Claudin 18.2 抗體。

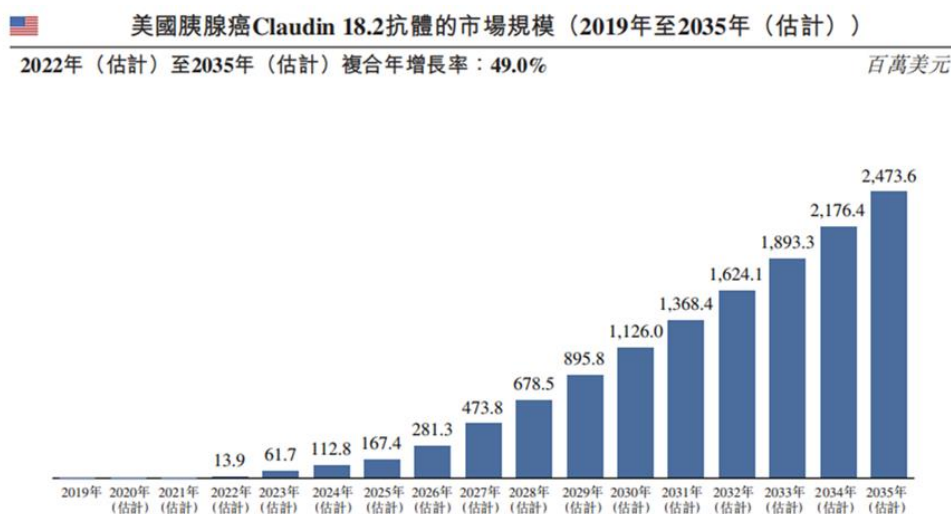
Claudin 18.2 是一種被確定為胃癌治療潛在靶點的胃特異性膜蛋白。安斯泰來的 zolbetuximab (Claudin 18.2 抗體) 2 期臨床結果表明，其聯合化療能夠大幅延長 Claudin 18.2 過度表達的晚期胃癌患者的無進展及整體生存期。進行中的全球 3 期試驗正在測試，其與化療聯用治療 Claudin 18.2 表達 (>75% 的腫瘤細胞具有 2++ 強度) 的一線胃癌患者能否較單獨標準化療延長無進展生存期，有可能將成為 Claudin 18.2 表達 (>75% 的腫瘤細胞具有 2++ 強度) 的一線胃癌患者的新治療選擇。

胰腺癌市場

胰腺癌是消化系統的另一種癌症，並有能力入侵其他組織的癌症，在美國和中國都很常見，由於初期病症模糊及檢測手段不便，大部

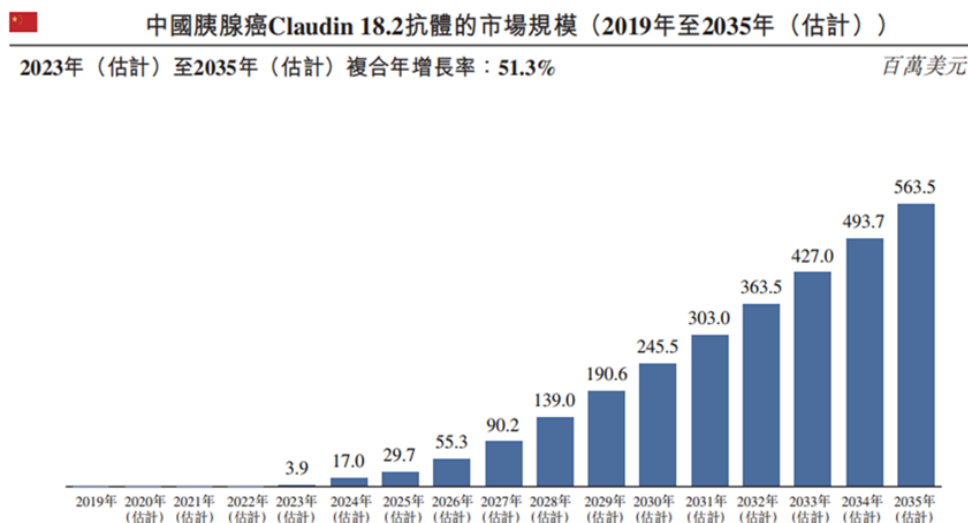
分患者處於局部晚期和轉移階段，已經錯過外科手術的最佳時機。根據 NCCN 指引，化療是轉移性胰腺癌的首選方案，該指引顯示一線治療的 ORR 約為 25%，OS 為 6 至 11 個月。厄洛替尼是一種 EGFR 靶向藥物，用於晚期胰腺癌患者的三線治療。該藥物可以與化療藥物吉西他濱一起使用，但整體效果並不顯著。在全球，胰腺癌的發病人數於 2019 年達到 480.5 千人，據招股檔數據預計到 2035 年，美國和中國的胰腺癌 Claudin 18.2 抑制劑市場規模將分別達到 2,473.6 百萬美元和 563.5 百萬美元，兩國 2023 至 2025 年的復合增長率分別為 49% 及 51.3%。中國胰腺癌的發病人數於 2019 年達到 108.4 千人，預計到 2030 年將增至 149.4 千人。

圖表7： 美國胰腺癌 Claudin 18 市場規模



資料來源：公司招股書、華盛證券整理

圖表8： 中國胰腺癌 Claudin 18 市場規模



資料來源：公司招股書、華盛證券整理

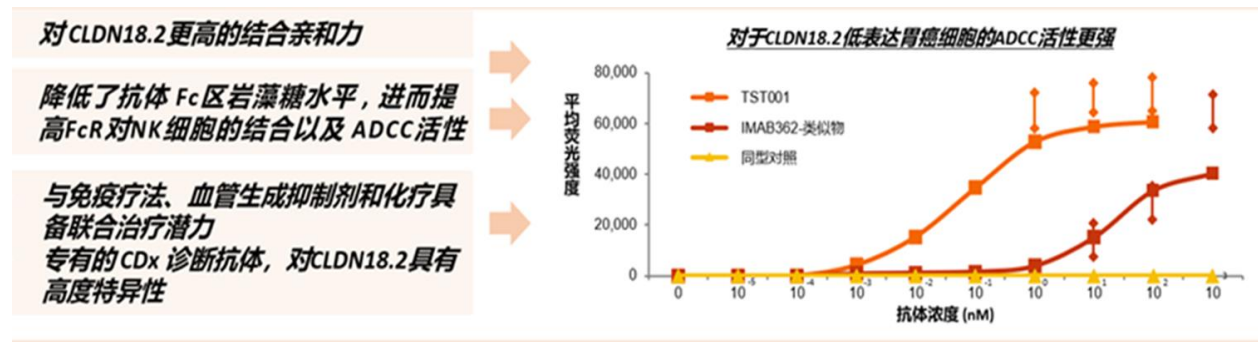
中國約 76% 的胰腺癌患者處於局部晚期或轉移階段，僅 15% 的患者適合根治性切除治療，多數晚期確診者只能接受放療而無法接受手術而選擇一線及二線治療包括聯合化療，放療。全球範圍內尚無用於胰腺癌的生物製劑，免疫療法（如 PD-(L)1 抑制劑）對治療胰腺癌無效。因此胰腺癌患者中 Claudin 18.2 的表達率約為 40%，與目前相對缺乏的治療方法相比，Claudin 18.2 靶向藥物可能對胰腺癌具有潛在的積極作用，我們認同 Claudin 18.2 的抗體與標準化療聯合治療一線胰腺癌可能性的觀點。在美國有 3 種潛在的 Claudin 18.2 胰腺癌靶向候選藥物正在進行臨床試驗，其中處於 II 期階段的安斯泰來的 zolbetuximab 聯合化療用於胰腺癌一線治療是最有希望的療法，TST001 則是另一種在進行 I 期試驗的候選藥物。

Claudin 18.2 抑制劑的競爭優勢主要體現在高表達率和聯合化療治療/單藥治療的安全性，其在胃癌中的表達率為 96%，在胰腺癌中的表達率超過 40%。對於晚期轉移性胃癌患者，HER2 表達率小於 20%，而 Claudin 18.2 的中高表達率為 50% 左右。於 FAST 研究中僅 14% 的 Claudin 18.2 陽性患者共同表達 HER2，表明 Claudin 18.2 可能被視為胃癌治療的非重疊靶標，Claudin 18.2 具有成為治療胃癌和胰腺癌首選藥物的潛力。另外，對於全身化療仍然是胰腺癌、膽管癌等缺乏靶向治療藥物的癌症，Claudin 18.2 表達率高的特定是有助於其成為一線治療的條件。與單一化療相比，Zolbetuximab（Claudin 18.2 抗體）將平均 PFS 從 4.8 個月延長至 7.9 個月，中位 OS 從 8.4 個月延長至 13.2 個月。對於 70% 以上腫瘤細胞高、中表達 Claudin 18.2 的患者，採用 EOX 聯合 Zolbetuximab 治療，患者的中位 OS 是單獨 EOX 治療的近兩倍（16.7 個月對比 9 個月），且未出現明顯的三級不良反應增加。

5.14 臨床進度

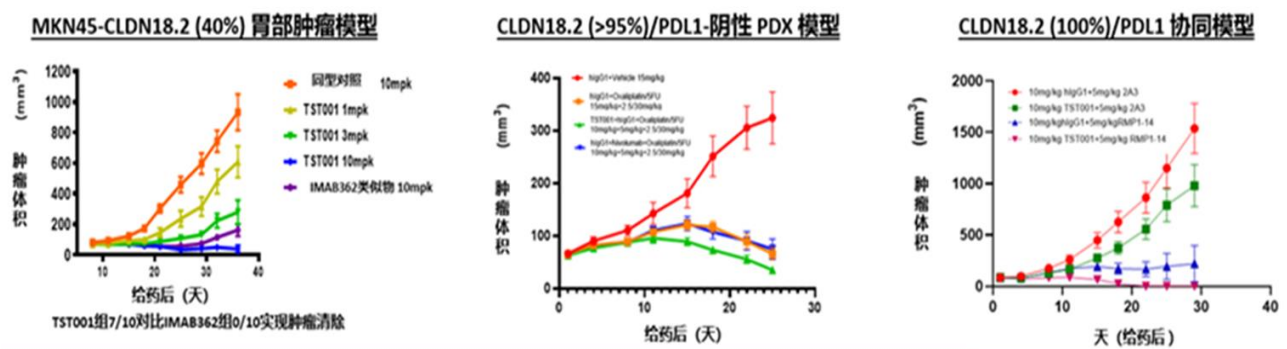
臨床前資料顯示 TST001 具有良好的特異性，對 CLDN18.2 更高的結合親和力（10 倍以上），提高 FcR 對 NK 細胞的集合及 ADCC 活性（增加 30-100 倍），TST001 表現優於化療（IMAB362），與 PD-1 抑制劑具有協同作用。

圖表9： TST001 經臨床前數據證實具備同類最優/同類首創設計潛力



資料來源：公司演示資料、華盛證券

圖表10： TST001 體內抗腫瘤活性由於 IMAB362, 與 PD-1 抑制劑具有協同作用



資料來源：公司演示資料、華盛證券

2022年3月22日, 公司宣佈與美國百時美施貴寶 (Bristol Myers Squibb) 達成全球臨床研究合作協定, 開展創勝集團在研產品 Claudin18.2 人源化單抗 TST001 聯合百時美施貴寶 PD-1 抑制劑歐狄沃® (納武單抗) 用於治療不可切除的局部晚期或轉移性胃癌及胃食管連接部癌患者的全球臨床試驗。

此次合作包括兩項開放性、多中心的 I/II 期全球臨床研究, 分別在中美兩地開展。旨在評估 TST001 聯合歐狄沃®對於無論既往是否接受過治療的 Claudin18.2 表達的不可切除的局部晚期或轉移性胃癌及胃食管連接部癌患者的安全性、耐受性和抗腫瘤療效。

今年9月13號歐洲腫瘤內科學會 (ESMO) 年會上, 公司以壁報形式公佈其具有增強 ADCC 活性的人源化抗 Claudin18.2 單克隆抗體 TST001 聯合卡培他濱和奧沙利鉑 (CAPOX) 作為局部晚期或轉移性胃癌及胃食管連接部癌一線治療的 I/II 期臨床試驗中劑量擴展隊列研究的中期安全性和療效資料。

共有 51 例患者入組並接受了治療, 其中包括在擴展階段 (中位隨訪時間為 65 天) 以 6mg/kg Q3W 劑量接受 TST001 (Osemitamab) 聯合

CAPOX 治療的 36 例患者。有可測量病灶且至少有過一次治療後腫瘤評估的 15 例患者中，根據 RECIST1.1 標準最佳總體應答為：11 例 (73.3%) 獲得部分緩解，4 例 (26.7%) 疾病穩定，疾病控制率達 100%。其中，8 名 Claudin18.2 中/高表達患者中的 6 名，以及 5 名 Claudin18.2 未知表達的患者中的 5 名取得了部分緩解，73.3% 部分緩解和疾病控制率達 100%，所有 51 例入組的患者都接受了安全性和耐受性評估。

總結：數據顯示 TST001 單藥和化療聯合用藥都具備較好的耐受性，PK 值相對平坦，更重要的是其的耐受性與化療類似，效果同時反映在中國和美國的病人。臨床資料顯示該藥產生較輕的副作用，治療中出現的不良事件主要為 1-2 級，只有 7 位病人 (或 17%) 產生較嚴重的 3 級不良事件。資料表明 TST001 (Osemitamab) 聯合 CAPOX 用於 Claudin18.2 陽性胃癌及胃食管連接部癌患者一線治療，展現了良好的耐受性和令人鼓舞的抗腫瘤活性，鑒於耐受性和顯著的療效公司正在考慮 3 期臨床試驗。

5.15 收入預測

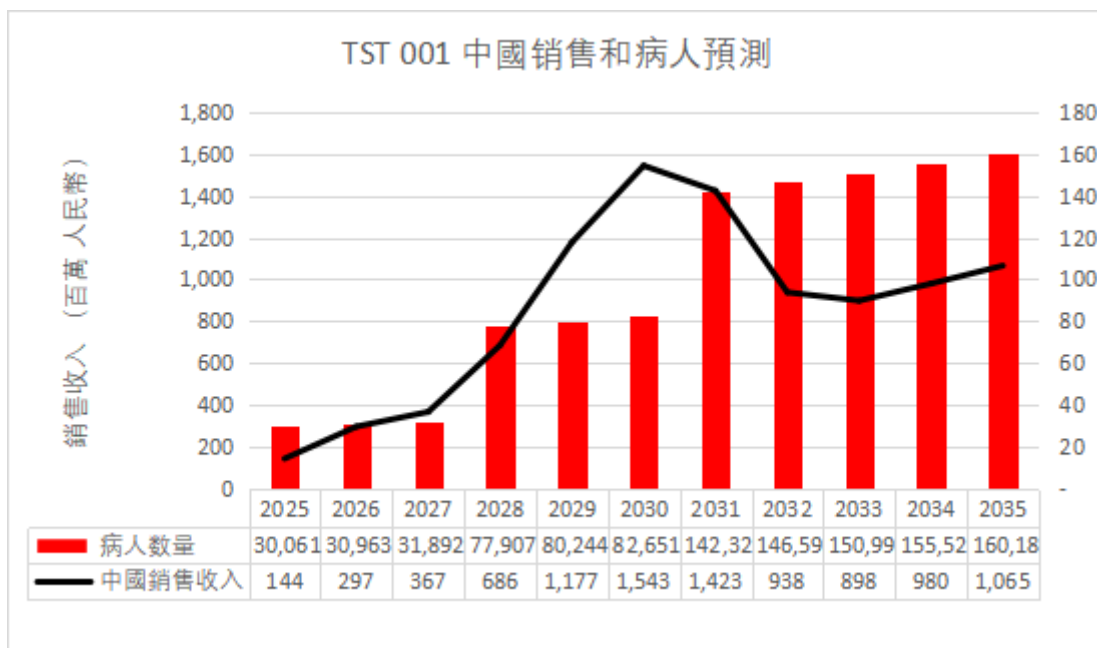
TST001 分別於中美兩國銷售，中國銷售通過同內部銷售團隊，及 CSO 的外部行銷和分銷夥伴關係進行，海外銷售則與跨國合作夥伴進行深入商討，以為該藥品的全球開發及商業化開闢道路。

圖表 11： TST001 中國收入預測

獨佔期結束														
胃癌-中國(百萬) RMB	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
有能力支付藥的病人														
病人-可負擔16萬	22,755	23,438	24,141	24,865	25,611	26,379	27,171	27,986	28,825	29,690	30,581	31,498	32,443	33,416
病人-可負擔8萬	53,968	55,587	57,254	58,972	60,741	62,563	64,440	66,373	68,365	70,415	72,528	74,704	76,945	79,253
病人-可負擔4萬	90,224	92,931	95,719	98,590	101,548	104,594	107,732	110,964	114,293	117,722	121,254	124,891	128,638	132,497
藥品價格的市場														
市場-可負擔16萬	3,641	3,750	3,863	3,978	4,098	4,221	4,347	4,478	4,612	4,750	4,893	5,040	5,191	5,347
市場-可負擔8萬	4,317	4,447	4,580	4,718	4,859	5,005	5,155	5,310	5,469	5,633	5,802	5,976	6,156	6,340
市場-可負擔4萬	3,609	3,717	3,829	3,944	4,062	4,184	4,309	4,439	4,572	4,709	4,850	4,996	5,146	5,300
市場競爭對手				2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	4
先發優勢				1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1	1	0.8	0.7	0.7	0.7
市場佔有率				50.00%	50.00%	50.00%	33.33%	33.33%	33.33%	33.33%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
市場滲透率				5.00%	10.00%	12.00%	30.00%	50.00%	70.00%	75.00%	80.00%	85.00%	90.00%	95.00%
16萬年費用下創勝收入				119	246	304								
8萬年費用下創勝收入							567	973	1,276					
4萬年費用下創勝收入										1,177	776	743	810	881
獨佔期結束														
胰腺癌-中國(百萬) RMB	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
有能力支付藥的病人														
病人-可負擔16萬	4,755	4,898	5,045	5,196	5,352	5,513	5,678	5,848	6,024	6,205	6,391	6,582	6,780	6,983
病人-可負擔8萬	11,278	11,616	11,965	12,324	12,693	13,074	13,466	13,870	14,287	14,715	15,157	15,611	16,080	16,562
病人-可負擔4萬	18,855	19,420	20,003	20,603	21,221	21,858	22,514	23,189	23,885	24,601	25,339	26,099	26,882	27,689
藥品價格的市場														
市場-可負擔16萬	761	784	807	831	856	882	908	936	964	993	1,023	1,053	1,085	1,117
市場-可負擔8萬	902	929	957	986	1,015	1,046	1,077	1,110	1,143	1,177	1,213	1,249	1,286	1,325
市場-可負擔4萬	754	777	800	824	849	874	901	928	955	984	1,014	1,044	1,075	1,108
市場競爭對手				2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	4
先發優勢				1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1	1	0.8	0.7	0.7	0.7
市場佔有率				50.00%	50.00%	50.00%	33.33%	33.33%	33.33%	33.33%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
市場滲透率				5.00%	10.00%	12.00%	30.00%	50.00%	70.00%	75.00%	80.00%	85.00%	90.00%	95.00%
16萬年費用下創勝收入				25	51	64								
8萬年費用下創勝收入							119	203	267					
4萬年費用下創勝收入										246	162	155	169	184
中國銷售收入				144	297	367	686	1,177	1,543	1,423	938	898	980	1,065

資料來源：公開數據華盛證券整理

圖表12： TST001 中國收入預測曲線



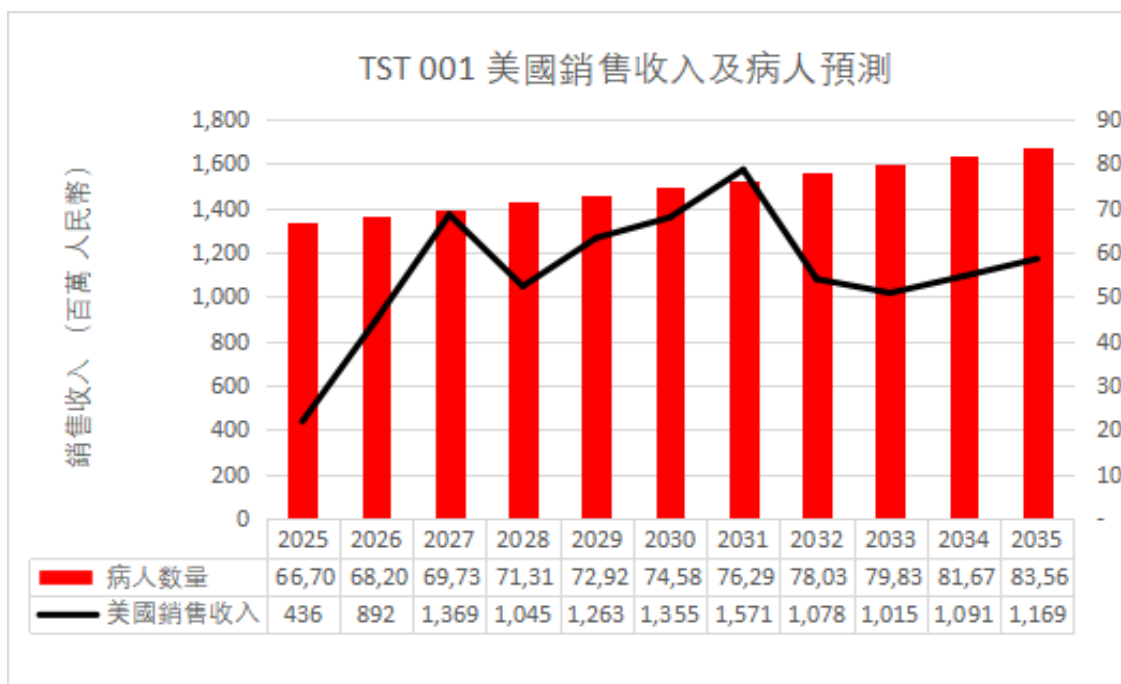
資料來源：公開資料華盛證券整理

圖表13: TST001 美國收入預測

獨估期結束														
胃癌-美國 (百萬) RMB	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
患者人數 (Claudin 18.2)	26,380	26,683	26,990	27,300	27,613	27,931	28,251	28,576	28,904	29,236	29,572	29,912	30,256	30,603
對應患者人數市場規模	17,675	17,878	18,083	18,291	18,501	18,713	18,928	19,146	19,366	19,588	19,813	20,041	20,271	20,504
市場競爭對手				2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	4
人群保險率				0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904
先發優勢				1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1	1	0.8	0.7	0.7	0.7
市場佔有率				50.00%	50.00%	50.00%	33.33%	33.33%	33.33%	33.33%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
市場滲透率				6.00%	12.00%	18.00%	22.00%	26.00%	30.00%	34.00%	38.00%	40.00%	42.00%	44.00%
TST001美國銷售收入				595	1,204	1,827	1,380	1,650	1,751	2,007	1,361	1,268	1,347	1,427
獨估期結束														
胰腺癌-美國 (百萬) RMB	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
患者人數 (Claudin 18.2)	36,063	37,144	38,259	39,407	40,589	41,806	43,061	44,352	45,683	47,053	48,465	49,919	51,417	52,959
對應患者人數市場規模	24,162	24,887	25,633	26,402	27,194	28,010	28,851	29,716	30,608	31,526	32,472	33,446	34,449	35,483
市場競爭對手				2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	4
人群保險率				0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904	0.904
先發優勢				1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1	1	0.8	0.7	0.7	0.7
市場佔有率				50.00%	50.00%	50.00%	33.33%	33.33%	33.33%	33.33%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
市場滲透率				6.00%	12.00%	18.00%	22.00%	26.00%	30.00%	34.00%	38.00%	40.00%	42.00%	44.00%
美國銷售收入				859	1,770	2,735	2,104	2,561	2,767	3,230	2,231	2,116	2,289	2,470
TST001 美國銷售分成收入				436	892	1,369	1,045	1,263	1,355	1,571	1,078	1,015	1,091	1,169

資料來源：公開資料華盛證券整理

圖表14: TST001 美國收入預測曲線



資料來源：公開資料華盛證券整理

5.2 TST002 (Bloszumab)

5.21 TST002 簡介

2019年，公司從禮來授權引進 TST002 (Bloszumab) 大中華區開發及商業化的權利，TST002 是一種針對嚴重骨質疏鬆的人源化抗硬骨素單克隆抗體候選藥物，具有增強骨合成代謝和抗骨吸收的雙重作用，可促進骨骼形成並抑制骨質流失，從而能快速提升骨骼密度和增加骨骼強度。在接受抗硬骨素抗體治療或自然發生的基因缺失的人群中，阻斷硬骨素活性已被證實是提高骨密度 (BMD) 及降低骨折風險的有效方法。目前只有安進的 Romosozumab 已經在美國、歐洲藥品管理局 (EMA) 和日本獲得批准，但中國還沒有獲批准的抗硬骨素抗體療法。

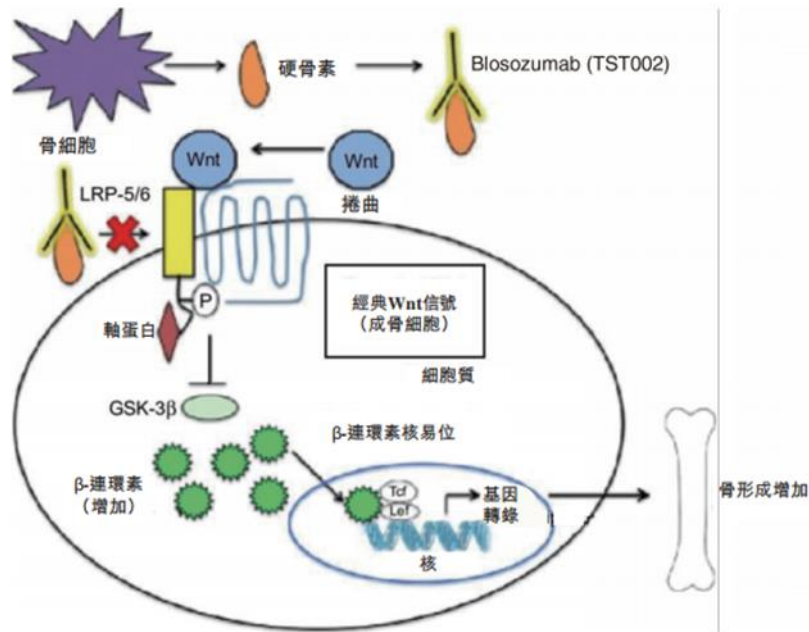
5.22 作用機制

骨吸收與骨沉澱之間的平衡由兩種主要細胞類型（即破骨細胞和成骨細胞）的活性決定。因此，骨重建週期需要從抑制破骨細胞或促進成骨細胞兩個方面入手。隨著年齡的增長，流失促性腺激素會減少骨髓基質幹細胞向脂肪細胞的轉化，並減少成骨前體細胞的分化。破骨細胞活性的增加導致骨細胞死亡，同時增強骨吸收。

硬骨抑素是一種由 SOST 基因編碼並在骨細胞中產生的糖蛋白。硬骨抑素是 WNT/ β 連接素信號通路的抑制劑，刺激著成骨細胞分化和骨形成。硬骨抑素單克隆抗體通過抑制硬骨素的活性，能夠促進骨形成，減少骨吸收，增加骨密度和骨強度，從而扭轉骨質疏鬆的症狀。骨質疏鬆在中老年女性中更尤為普遍，因為絕經後骨質疏鬆 (PMO) 是由絕經後缺乏雌激素引起的，整體破骨細胞再吸收活性的增加是由於有效雌激素的減少導致抑制作用減弱所致，因此骨吸收量超過骨沉澱量，進而導致骨的淨流失。2019年安進的抗硬骨素單克隆抗體於美國、日本及歐盟被批准用於骨折風險增加的絕經後女性骨質疏鬆的治療。

圖表 15：TST002 作用機制

硬骨素抑制劑的作用機制



資料來源：Drug Design, Development and Therapy, Volume 11: 1221-1231

資料來源：公司招股書、華盛證券整理

5.23 市場規模

根據招股書數據骨質疏鬆在 50 歲以上人群中的患病率估計為 19.2%，65 歲以上人群中的患病率估計為 32.0%，由於老齡化問題相對較為嚴重，過去 5 年中國骨質疏鬆患者的複合年增長率高於全球平均水準。於 2010 年，中國約有 2.5 百萬例骨質疏鬆性骨折病例，相關醫療成本為 94.5 億美元。預期於 2030 年中國將有約 4.4 百萬例骨質疏鬆性骨折，於 2050 年約有 6 百萬例，相關醫療開支將達到 178 億美元及 254 億美元。骨質疏鬆性髖部骨折不良後果甚多，老年患者致死率高，髖部骨折後首年致死率高達 15%至 33%。灼識諮詢預期中國硬骨素抑制劑的市場規模在 2035 年進一步增長至 44 億美元，2022 年至 2035 年的複合年增長率達 39.2%。

圖表16： 中國硬骨素市場規模

中國抗硬骨素藥物的市場規模(2019年-2035年(估計))

2022年(估計)至2035年(估計)複合年增長率: 39.2% 十億美元



資料來源: 公司招股書、華盛證券整理

安進的 (Romosozumab) 為唯一一款獲美國 FDA 批准的抗硬骨素抗體藥物, 產品於 2019 年上市, 次年底銷售額為 5.39 億美, 目前中國並無獲批的抗硬化素抗體藥物。TST002 (Blosozumab) 具有合成代謝和抗吸收的雙重作用, 可刺激骨骼形成並抑制骨骼吸收, 從而在提升骨骼密度和骨骼強度方面產生快速作用。在一項由禮來開展的 Blosozumab 針對低 BMD 的絕經後婦女的一項隨機、雙盲、安慰劑對照的多中心 2 期臨床試驗中, Blosozumab 治療令脊柱、股骨頸及全髖關節 BMD 較安慰劑有統計學意義上顯著的劑量依賴性增加。在最高劑量組中, 與基線相比, 於 12 個月內脊柱 BMD 升高了 17.7%, 全髖關節 BMD 升高了 6.2%。硬骨素生物製劑市場得益於中國人口老齡化趨勢的持續下帶來增長的確定性, 50 歲以上人口數量從 2014 年的 390 百萬人增加到 2019 年的 460 百萬人, 成為中國最大的人口群體。其次, 中國骨質疏鬆的診斷率和治療意識仍很低, 隨著醫療開支及人均年齡的增長, 特異性生物靶向療法將大大提高人們對治療的接受度和意願, 預期醫生及老年人將更關注這方面的投入, 打開長期增長的空間。

5.24 臨床進度

來開展的低骨密度絕經後女性的 2 期 Blosozumab 研究, 有效性方面在治療 12 週後, 變化十分明顯, 在治療 52 週後, 分配到 Blosozumab 180 mg Q4W、Blosozumab 180 mg Q2W 和 Blosozumab 270 mg Q2W 的女性在主要研究終點時比基線平均增加 8.4%、14.9% 和 17.7%。在最高劑量組中, 與基線相比, 於 12 個月內 TST002 治療令脊柱 BMD 升高了 17.7%, 全髖關節 BMD 升高了 6.2%。安全性方面, 與安慰劑組相比, Blosozumab 組更為頻繁地報告注射部位出現輕微反應, 除此之外, 在治療期間和 3 個月的隨訪期內, 所有治療組的不良事件發生率相似。注射部位出現輕微的反應, 包括瘙癢、腫脹、

紅斑、瘀傷和疼痛，而這些反應與抗藥物抗體的產生無關，注射1年Blosozumab對骨骼有顯著的合成代謝作用，且耐受性良好。

TST002於2021年6月在中國提交IND申請，同年7月6日獲國家藥監局正式受理，憑藉禮來的臨床數據有助加快了在中國的監管程序，今年4月中國I期研究成功完成首例低骨密度患者給藥。公司將Blosozumab開發作為每2至3個月靜脈給藥一次的藥物，從而可大幅降低給藥頻率，因而更適合老年患者，從而可能帶來更佳的療效及良好的患者依從性。

考慮到Blosozumab已在2期研究中獲得概念驗證，公司計劃在1期研究的劑量擴展階段結束後啟動3期研究。在3期研究啟動後尋求國家藥監局支持公司將12個月骨質密度用作替代性終點，以加快有條件批准，同時繼續跟進骨折資訊並提交3年骨折數據（作為批准後承諾）。經與國家藥監局討論及約定，公司計劃在3期註冊性研究中入組約1,500名患者，並將首批入組的300-400名患者的12個月骨質密度數據用於NDA申請，同時提交36個月骨折數據以取得藥監局的全面批准。

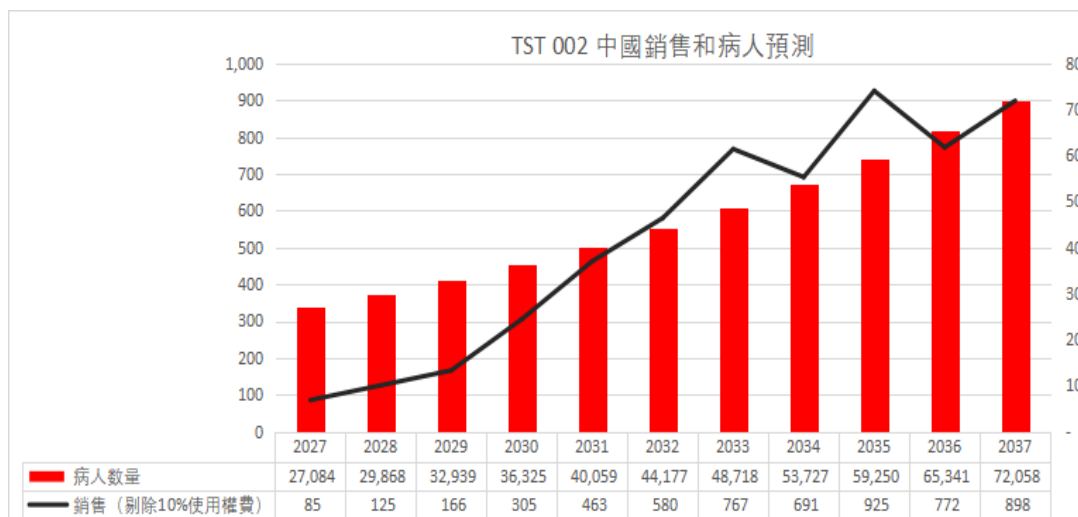
5.25 收入預測

圖表17: TST002 中國收入預測

中國 (百萬)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
骨質疏鬆症病人	113	118	122	127	132	137	143	148	154	160	166	173	179	186	194	201
骨質疏鬆症市場	38,744	42,727	47,119	51,963	57,305	63,196	69,692	76,857	84,758	93,471	103,080	113,676	125,362	138,249	152,461	168,134
市場競爭對手						2	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4
先發優勢(週期)						1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1	1	0.7	0.7	0.5	0.5
市場佔有率						0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
市場滲透率						5.00%	10.00%	12.00%	20.00%	30.00%	50.00%	60.00%	70.00%	85.00%	90.00%	95.00%
TST 002骨質疏鬆症銷售						95	139	184	339	514	644	853	768	1,028	858	998
銷售 (剔除10%使用權)						85	125	166	305	463	580	767	691	925	772	898
TST 002骨質疏鬆症市場	16,605	18,312	20,194	22,270	24,559	27,084	29,868	32,939	36,325	40,059	44,177	48,718	53,727	59,250	65,341	72,058

資料來源：公開資料華盛證券整理

圖表18: TST002 中國收入預測曲線



資料來源：公開數據華盛證券整理

6 其它管線的進展

9月14日公司公告其的同類首創，靶向 Gremlin1 且具有高親和力人源化單克隆抗體 TST003 的臨床試驗申請獲美國食品藥品監督管理局(FDA)批准，招股書資訊顯示 TST003 計劃於 2022 年上半年提交用於治療多種實體瘤的 IND 申請，這一進度符合預期。TST003 是一種高親和力人源化單克隆抗體，靶向在多種人類癌症（尤其是食管：癌、胰腺癌、胃癌、結腸癌、肺癌、乳腺癌及前列腺癌）的基質細胞中高度表達的調節蛋白。

6月28日公司公告其靶向甘露聚糖結合凝集素關聯絲氨酸蛋白酶 2(MASP2)的人源化單克隆抗體(TST004)獲選於意大利貝加莫舉行的 2022 年國際腎臟病學會補體相關腎病前沿會議上展示 TST004 臨床前數據。TST004 將用於治療免疫球蛋白 A 型腎病(IgAN)（一種高發性慢性腎病，其治療選擇非常有限）。

臨床前數據顯示：TST004 以高親和力的方式選擇性地與 MASP2 結合。TST004 顯示出比同靶在研藥物更強的阻斷 MASP2 依賴性激活凝集素補體通路的體外及體內活性。

TST004 在食蟹猴 PK/PD 研究中顯示出比同靶在研藥物更持久的靶點抑制。

TST004 在皮下注射後的單次及多次劑量毒性研究中在非人類靈長類動物中顯示出卓越的耐受性及安全性。

7 估值

基於公開資料進行估算，考慮了人口結構，病種的發生率，靶點佔有率，可比治療方案之費用變動及海內外的銷售模式，綜合 TST001 及 TST002 所處之臨床階段採用 DCF 方法對公司進行估值：WACC=6.43%，永續增長率=3.0%，得到公司估值為 60.76 億港元，對應股價 13.64。

圖表19：創勝集團 DCF 模型

(千) 人民幣	2,022	2,023	2,024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
EBIT	(483,485)	(507,536)	(531,290)	(342,407,714)	(108,066,262)	86,511,292	104,645,673	361,373,140	616,055,592	742,238,860	504,486,271	508,062,170	430,613,033	382,385,292
稅費	-	-	-	(47,937,080)	(15,129,277)	12,111,581	14,650,394	50,592,240	86,247,783	103,913,440	70,628,078	71,128,704	60,285,825	53,533,941
EBIT*(1-T)	(483,485)	(507,536)	(531,290)	(294,470,634)	(92,936,985)	74,399,711	89,995,279	310,780,901	529,807,809	638,325,420	433,858,193	436,933,466	370,327,208	328,851,351
折舊	44,543	46,045	47,552	45,295	46,171	46,946	46,092	46,350	46,401	46,209	46,362	46,393	46,301	46,336
營運資本變化	(239,393)	(359,711)	(236,449)	(34,004,322)	23,197,696	(14,546,567)	25,011,134	11,126,180	50,479,380	23,744,507	26,704,121	24,102,096	18,959,207	19,279,322
資本支出	(43,693)	(34,954)	(27,963)	(10,244,268)	7,002,280	(4,406,941)	7,546,312	3,294,893	15,186,785	7,080,381	8,054,207	7,187,658	5,730,733	5,740,825
自由現金流(FCF)	(155,856)	(66,826)	(219,325)	(250,176,748)	(123,090,791)	93,400,165	57,483,925	296,406,189	464,188,045	607,546,742	399,146,226	405,690,106	345,683,569	303,877,539
永續期價值														9,135,725,296
折現率	1.00	0.94	0.88	0.83	0.78	0.73	0.69	0.65	0.61	0.57	0.54	0.50	0.47	0.45
PV	(155,856)	(62,791)	(193,639)	(207,540,663)	(95,947,553)	68,408,186	39,560,241	191,668,995	282,039,954	346,855,404	214,117,854	204,487,778	163,720,764	135,230,829

資料來源：公開資料華盛證券整理

圖表20：DCF 估值

DCF 估值	
永續增長率	3.00%
永續期價值	4,065,557,832
預測期淨現值	1,342,189,502
公司價值	5,407,747,335
對應港元價值	6,076,120,601
HKDCNY: CUR0.89	
總股數	445,331,917
對應股價	13.64
核心假設	
beta	0.7744
WACC	6.43%

資料來源：公開資料華盛證券整理

圖表21：創勝集團財務報表預測

損益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	44,140.0	80,980.0	50,242.0	70,338.8	97,067.5	126,187.8
yoy	0.0%	83.5%	-38.0%	40.0%	38.0%	30.0%
營業成本	-37,226.0	-62,778.0	-40,874.0	-57,510.0	-78,384.0	-99,077.4
毛利潤	6,914.0	18,202.0	9,368.0	13,364.4	19,413.5	26,499.4
毛利率	15.7%	22.5%	18.6%	19.0%	20.0%	21.0%
其他收入	7,554.0	11,944.0	32,906.0	35,000.0	35,000.0	40,000.0
銷售及行銷費用	-1,302.0	-2,759.0	573.0	-2,110.2	-2,912.0	-3,785.6
行政費用	-121,616.0	-155,190.0	-157,376.0	-149,507.2	-142,031.8	-134,930.2
研發費用	-214,563.0	-200,312.0	-344,370.0	-378,807.0	-416,687.7	-458,356.5
除稅前利潤	-426,520.0	-323,010.0	-1,715,543.0	-497,227.0	-522,385.1	-545,739.9
所得稅費用	-10,834.0	110.0	105.0	0.0	0.0	0.0
持續經營期內利潤	-437,354.0	-322,900.0	-1,715,543.0	-497,227.0	-522,385.1	-545,739.9
歸母淨利	-437,354.0	-322,900.0	-1,715,543.0	-497,227.0	-522,385.1	-545,739.9
經調整期內經營淨利潤	672.5	-322,825.2	-1,715,543.0	-497,227.0	-522,384.1	-545,737.9
經調整期內經營淨利潤率	1.5%	-398.6%	-3414.6%	-706.9%	-538.2%	-432.5%
EPS HKD	0.00	-0.86	-4.58	-1.33	-1.39	-1.46
現金流量表/千						
經營活動現金流	(234,960)	(174,398)	(384,494)	(442,092)	(484,757)	(553,343)
資本支出	(154,735)	(63,329)	(54,616)	(43,693)	(34,954)	(27,963)
其他投資	3,442	5,632	4,818	3,893	2,371	1,176
投資活動現金流	(232,280)	(57,738)	(69,769)	(39,800)	(32,583)	(26,787)
股息	0	0	0	0	0	0
債務變化	129,048	(11,004)	113,851	(44,218)	(184,067)	(75,661)
融資活動現金流	540,805	620,172	879,712	261,903	152,667	294,746
現金淨流量(含匯兌)	73,565	388,036	425,449	(219,989)	(364,674)	(285,385)
期末淨現金餘額	458,100	813,592	1,222,026	987,397	601,325	298,257
資產負債表人民幣/千	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E
貨幣資金	458,100	813,592	1,222,026	987,397	601,325	298,257
應收賬款及應收票據	18,721	31,635	43,380	65,070	97,605	146,408
存貨	6,315	7,901	20,792	41,584	83,168	166,336
其他流動資產	4,809	38,329	109,404	109,404	109,404	109,404
流動資產合計	487,945	891,457	1,395,602	1,203,455	891,502	720,405
固定資產	409,656	449,176	435,103	456,759	469,482	482,206
權益性投資	16,834	24,057	38,057	60,891	97,426	155,881
商譽	471,901	471,901	471,901	471,901	471,901	471,901
其他固定資產	179,379	254,333	204,292	200,850	202,112	201,944
非流動資產合計	1,077,770	1,199,467	1,149,353	1,190,401	1,240,922	1,311,932
資產總計	1,565,715	2,090,924	2,544,955	2,393,856	2,132,423	2,032,337
短期借款	16,576	7,029	35,967	53,951	60,425	80,365
應付票據及應付賬款	49,562	88,690	101,964	112,160	123,376	135,714
銀行借款	79,820	91,312	273,339	300,673	330,740	363,814
其他	4,021	7,507	14,540	6,272	6,272	6,272
流動負債合計	149,979	194,538	425,810	473,056	520,813	586,165
長期借款	169,903	145,938	77,390	135,433	270,865	474,014
其他長期負債	1,881,993	2,566,694	76,186	76,382	76,899	76,489
非流動負債合計	2,051,896	2,712,632	153,576	211,815	347,764	550,503
負債總計	2,201,875	2,907,170	579,386	684,871	868,577	1,136,668
歸屬於母公司所有者權益	(636,160)	(816,245)	1,965,569	1,708,985	1,263,846	895,669
負債和所有者權益合計	1,565,715	2,090,925	2,544,955	2,393,856	2,132,423	2,032,337

資料來源：華盛證券整理

【分析员声明】

分析员声明：本研究报告由华盛证券有限公司分析员撰写。

本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对目标证券及发行人的观点；

该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；

对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息；

分析员确认并没有在发表报告之前30日内交易或买卖该等证券；

分析员及其有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员；

分析员及其有联系者确认於发表报告时未持有该等证券

分析员确认不会於发表报告後3个营业日内交易或買賣該等證券

分析员及其有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

【华盛证券投资评级】

分析员估测未来6~12个月绝对收益在20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”。

免责声明

本研究报告由华盛资本证券有限公司(以下称“华盛证券”，持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、2(期货合约交易)、4(就证券提供意见)、9(提供资产管理)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容：

一、此报告及资料受到版权、商标权全面保护。本报告中的资料和内容，使用的商标、服务标志均为华盛证券所有，除非获得华盛证券的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。

二、报告中的信息或所表达的意见，皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，华盛证券及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

三、此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以华盛证券认为可靠且已经公开的信息和数据为基础，华盛证券力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。同时，此报告所载的观点、意见及推测均基于华盛证券于最初发此报告日期当日的判断，过去的表现不应作为日后表现的预示和担保，不同时期，华盛证券及其雇员可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华盛证券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。

四、本报告仅供华盛证券的客户使用，华盛证券不因收件人收到本报告而视其为华盛证券的客户。此外，若本报告内容在接收人所在国家或地区受法律法规限制，接收人请勿使用。本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定适合所有收件人。投资者不应仅依靠此报告，而应根据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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华盛证券均不承担任何法律责任。

五、华盛证券及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外)，将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，华盛证券及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

六、华盛证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华盛证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华盛证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

©2019 华盛资本证券有限公司版权所有。保留一切权利。

法团:	Valuable Capital Limited 華盛資本證券有限公司
营业地址:	香港干諾道中168-200號信德中心招商局大廈28樓2808室
电邮地址:	enquiry@valuable.com.hk
网站地址:	www.valuable.com.hk