

和黄医药-B(0013.HK)

深耕肿瘤小分子药物领域，持续探索出海可能性

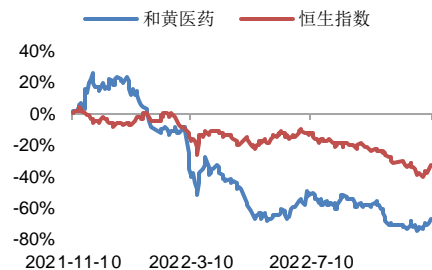
推荐（首次）

11月10日：14.54港元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.hutch-med.com
大股东/持股	Hutchison Healthcare Holdings Limited/38.46%
实际控制人	长江和记实业
总股本(百万股)	865
流通A股(百万股)	0
流通B/H股(百万股)	865
总市值(亿港元)	126
流通A股市值(亿元)	0
每股净资产(港元)	7.26
资产负债率(%)	28.7

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
SAC: S1060514100001
SFC: BOT335
yeyin757@pingan.com.cn

黄施齐 投资咨询资格编号
SAC: S1060521020002
huangshiqi308@pingan.com.cn



平安观点：

- 公司已商业化产品有望持续放量。公司是我国首家在三地上市的创新生物药领军企业，凭借较强实力，公司已成功推出3款上市产品，其中，咪唑替尼已成为三线结直肠癌市场领导者，并解决了脱靶毒性问题，拓展与其他药物联用的潜力；索凡替尼是目前唯一一款可以治疗全类型晚期神经内分泌瘤的药物，为患者带来更多治疗选择；赛沃替尼是中国首个及唯一的MET抑制剂并获批治疗MET外显子14跳变NSCLC的药物，解决了肾毒性问题，为患者提供更安全的治疗。因此，3款商业化药物均填补了未满足临床需求，未来伴随适应症持续拓展，销售有望进一步放量。
- 围绕肿瘤深入布局，在研管线具备协同效应。为进一步增强竞争力，公司仍在积极布局新管线，在研药物几乎覆盖整个血液肿瘤光谱，产品之间有望形成协同效应。其中，进度较快的为HMPL-689和HMPL-523，分别具有BIC和FIC潜力，进一步验证公司在立项和开发方面的优势，随着临床的持续推进和研发投入的力度加大，公司有望推出重磅新药。
- 坚持探索全球市场。索凡替尼的审评使公司进一步明确FDA的审评标准，能够汲取经验并持续探索出海之路。目前，咪唑替尼的MRCT已达到预设终点，相比于安慰剂能够显著延长转移性结直肠癌患者的生存期，填补未满足临床需求。凭借该数据，公司将近期向FDA递交NDA申请，有望成为公司首款成功出海的创新药，进一步打开公司收入天花板。
- 投资建议：我们预计公司2022/2023/2024年将分别实现营收4.53/5.31/7.10亿美元，按照研发管线的绝对估值情况，我们给予公司整体估值237.25亿港元，对应目标价27.43港元。考虑到公司上市产品适应症仍在拓展，未来有望加速放量，兑现业绩表现，同时公司在研管线丰富，随着临床的持续推进，管线估值有望提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：1) 研发失败风险：存在进度不及预期甚至失败的风险；2) 销售不及预期风险：公司销售能力尚未得到验证；3) 竞争加剧风险：可能会有更多竞品上市加剧竞争；4) 政策风险：行业监管政策存在变动风险。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(千美元)	227976	356128	452543	531009	710048
YOY(%)	11.3	56.2	27.1	17.3	33.7
净利润(千美元)	-125730	-194648	-372739	-255186	-151085
YOY(%)	-18.6	-54.8	-91.5	31.5	40.8
毛利率(%)	17.3	27.5	35.0	50.0	60.0
净利率(%)	-50.7	-46.9	-70.7	-41.2	-18.3
ROE(%)	-26.0	-19.7	-60.7	-71.1	-72.7
EPS(摊薄/美元)	-0.15	-0.23	-0.43	-0.30	-0.17
P/E(倍)	-12.7	-8.2	-4.3	-6.3	-10.6
P/B(倍)	3.3	1.6	2.6	4.5	7.7

正文目录

一、在中美两地布局的创新生物药企业	5
1.1 公司是三地上市的创新生物药领军企业之一	5
1.2 管线丰富具备差异化，进一步开拓全球市场	6
二、上市药物持续拓展适应症和海外市场	9
2.1 呋喹替尼：有望成为全球最佳靶点选择性的 VEGFR 抑制剂	9
2.2 索凡替尼：具有独特抗肿瘤血管生成和免疫侵袭的双靶点	12
2.3 赛沃替尼：中国同类首创且唯一的选择性 MET 抑制剂	16
三、在研药物完善肿瘤靶点布局	18
3.1 安迪利塞 (HMPL-689)：有潜力成为 BIC 的 PI3K δ 抑制剂	19
3.2 索乐匹尼布 (HMPL-523)：有潜力成为首种治疗血液癌症的选择性 Syk 抑制剂	21
四、投资建议和盈利预测	22
4.1 绝对估值	22
4.2 相对估值	23
4.3 投资建议	23
五、风险提示	24
5.1 研发失败风险	24
5.2 销售不及预期	24
5.3 竞争加剧风险	25
5.4 政策风险	25

图表目录

图表 1	公司是立足于自主研发平台的创新生物药企业	5
图表 2	公司核心高管团队经验丰富	5
图表 3	公司股权架构	6
图表 4	公司尚未实现盈利（亿美元）	6
图表 5	研发投入持续提升（亿美元）	6
图表 6	公司已上市药物情况	7
图表 7	三个商业化产品销售情况（万美元）	7
图表 8	公司与可比公司的销售费用率及销售团队人均创收对比	7
图表 9	产品管线近年有望迎来收获期	8
图表 10	VEGFR 抑制剂作用机理	9
图表 11	全球 VEGFR 疗法市场规模（十亿美元）	9
图表 12	呋喹替尼目前正在开展多项临床试验	10
图表 13	中国结直肠癌发病人数位于第二位	10
图表 14	全球 CRC 市场规模（十亿美元）	10
图表 15	呋喹替尼针对 3L CRC 的 III 期临床试验 FRESCO 研究数据	11
图表 16	呋喹替尼与瑞戈非尼临床 III 期试验对比	11
图表 17	呋喹替尼和瑞戈非尼在中国 30 大城市（主要为三甲医院）的市场占有率	12
图表 18	呋喹替尼 FRESCO-2 临床取得成功	12
图表 19	CSF-1R 通路抑制机制	13
图表 20	索凡替尼目前还在开展多项临床试验	13
图表 21	中国 NET 市场规模（十亿美元）	14
图表 22	局部不可切除和转移性 pNET 靶向治疗药物对比	14
图表 23	索凡替尼治疗 npNET 的 III 期临床试验 SANET-ep 研究数据	15
图表 24	索凡替尼治疗 pNET 的 III 期临床试验 SANET-p 研究数据	15
图表 25	MET 抑制剂作用机制	16
图表 26	赛沃替尼目前还在开展多项临床试验	17
图表 27	全球小分子 MET 抑制剂市场规模（亿美元）	17
图表 28	中国小分子 MET 抑制剂市场规模（亿美元）	17
图表 29	赛沃替尼与同类可比药物临床指标对比	18
图表 30	公司建立了丰富的血液肿瘤管线	18
图表 31	已上市 PI3K 抑制剂情况	19
图表 32	HMPL-689 与其他 PI3K δ 抑制剂的活性比较	19
图表 33	HMPL-689 的 I 期临床已初步验证安全性	20
图表 34	HMPL-689 正在开展多项血液肿瘤临床试验	20
图表 35	HMPL-689 各项临床试验结果	21
图表 36	Syk 及 PI3K δ 抑制剂作用机理	21

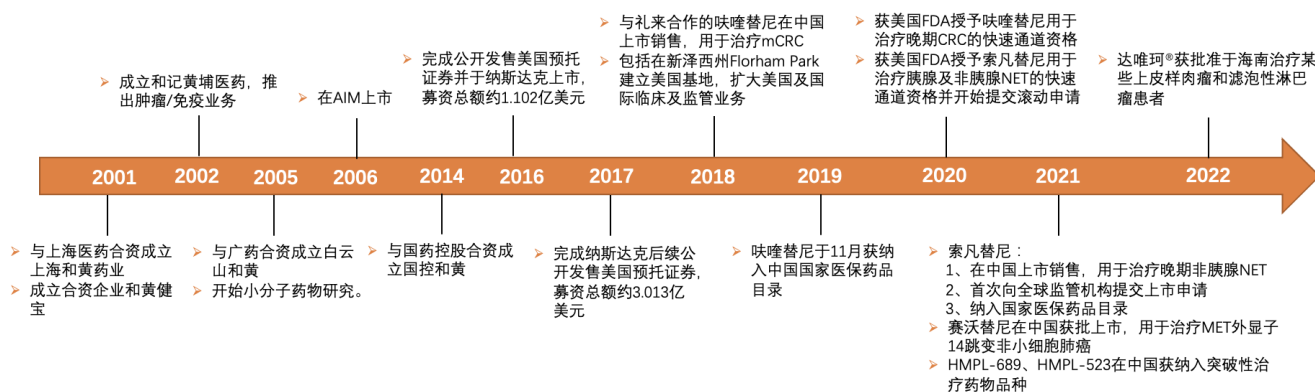
图表 37	HMPL-523 同时布局自免和血液肿瘤领域.....	22
图表 38	中国 I/II 期研究结果	22
图表 39	公司风险调整后收入预测	22
图表 40	DCF 估值模型 (百万元)	23
图表 41	DCF 估值敏感性分析 (亿元)	23
图表 42	可比公司估值情况	23

一、在中美两地布局的创新生物药企业

1.1 公司是三地上市的创新生物药领军企业之一

公司处于商业化阶段。公司于 2000 年由和记黄埔有限公司创立，专注于癌症及免疫性疾病领域的药物发现、开发及商业化。凭借较强的研发实力，公司围绕信号通路开发了丰富且具备差异性的管线。截至目前，公司已有 3 款创新肿瘤药物获批上市，分别为索凡替尼、呋喹替尼和赛沃替尼，此外还有超过 10 款产品处于临床阶段，形成丰富产品梯队。公司于 2006 年在伦敦证券交易所 AIM 上市，2016 年在纳斯达克上市，于 2021 年登陆港交所，是首家在三地上市的创新生物药领军企业。

图表1 公司是立足于自主研发平台的创新生物药企业



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

公司核心高管拥有丰富行业经验。公司首席执行官兼首席科学官苏慰国博士曾在 Pfizer 负责研发工作，具有多年研发经历，曾获中国医药创新促进会授予《最具影响力的药物研发领军人物》奖，主要负责领导公司小分子药物开发。公司总经理及首席医学官 Marek KANIA 医生曾在礼来任职 25 年，熟知美国监管审批程序，有望提升公司的全球临床推进能力。公司首席运营官安凯伦曾于阿斯利康任职 24 年，具有丰富的药企管理经验，助力公司在全球的药物注册与商业化。研发负责人兼首席医学官石明博士于 2022 年加入和黄医药，此前曾就职于诺华，领导过多个新型肿瘤/血液病产品的开发，具有丰富领导产品上市的经验，有望进一步助力推动公司产品开发，提升研发实力。

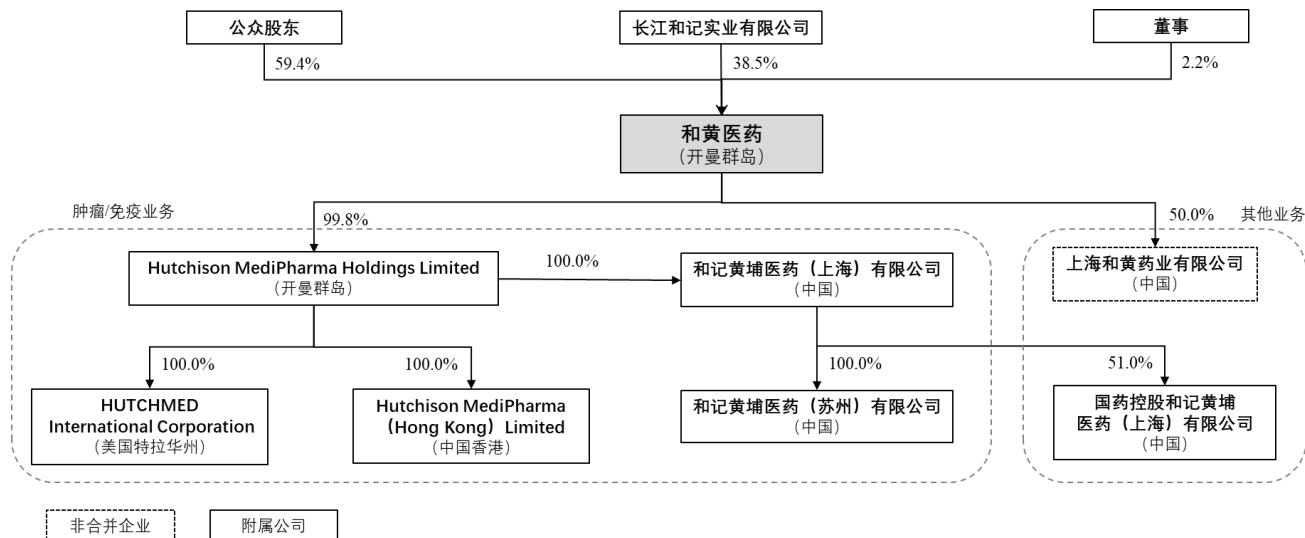
图表2 公司核心高管团队经验丰富



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

公司股权结构稳定。截至 2022H1，长江和记实业有限公司为公司单一最大股东，通过其及其附属公司共持有公司 38.5% 的股权。长江和记及其附属公司主要从事港口及相关服务、零售、基建和电讯四项核心业务，实际控制人为李嘉诚。此外，为进一步稳定公司核心骨干，公司具有成熟的股权激励计划，董事合计持有 2.2% 的股份，股权结构稳定。

图表3 公司股权架构

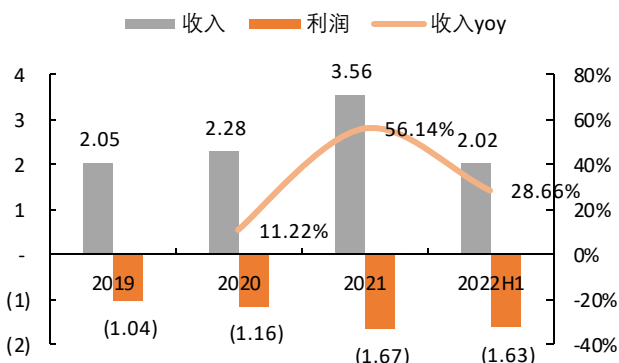


资料来源：公司官网，平安证券研究所

1.2 管线丰富具备差异化，进一步开拓全球市场

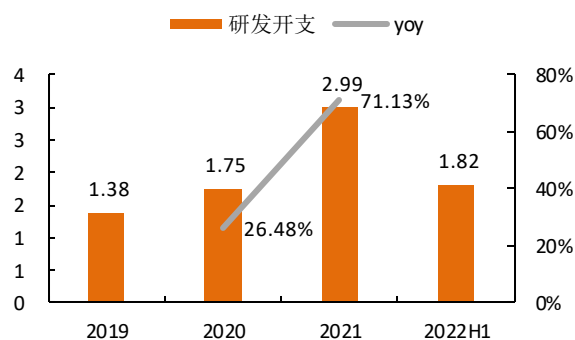
公司尚未实现盈利，研发投入持续增加。公司目前已有 3 款产品在国内获批上市，2021/2022H1 分别实现销售收入 9850 万美元和 8740 万美元销售收入，同比增长 192% 和 82%，其中，2022H1 增速下降主要是受到疫情影响。此外，加上公司的研发服务收入及里程碑收入，公司 2021 年和 2022H1 共实现营收 3.56 亿美元及 2.02 亿美元。但由于公司管线大多仍处于研发阶段，具有较高的研发投入，2021 年和 2022H1 达到 2.99 亿美元和 1.82 亿美元，2021 年同比增长 71%。叠加生产成本和销售支出，因此公司目前尚未实现盈利，2021 年和 2022H1 净亏分别达到 1.67 亿美元和 1.63 亿美元。截至 2022H1，公司账面现金仍然较为充足，达到 8.26 亿美元，有望支持公司直至实现盈亏平衡。

图表4 公司尚未实现盈利 (亿美元)



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表5 研发投入持续提升 (亿美元)



资料来源：Wind，平安证券研究所

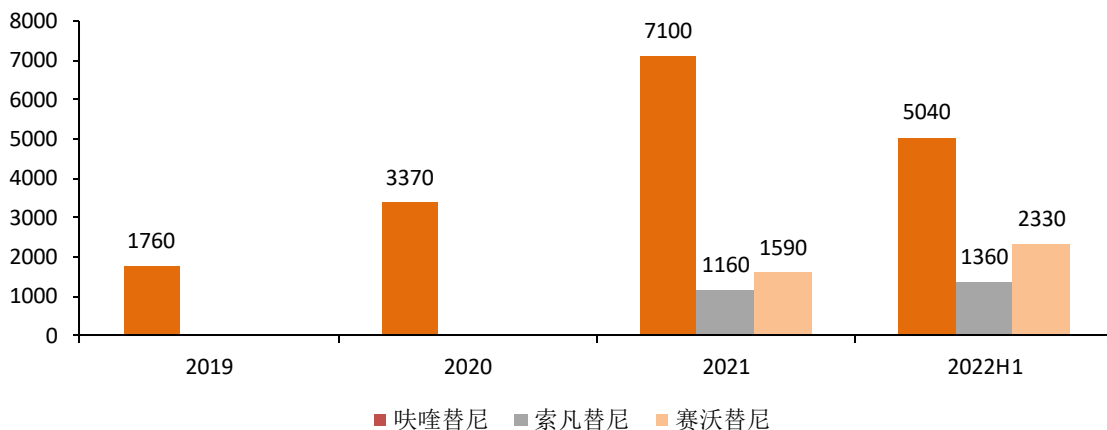
研发管线具备显著创新性和差异化优势。从产品情况来看，公司已进入商业化3款产品分别为呋喹替尼、索凡替尼和赛沃替尼，适应症具备差异性优势，解决未满足的临床需求。其中，2款产品已进入医保，患者可及性进一步提升，销售实现快速放量。分产品来看，公司目前的产品收入主要来源于呋喹替尼，2022H1 实现销售 0.5 亿美元，占产品总收入比例达到 57.6%，并保持较快增速。此外，赛沃替尼在没有进入医保的情况下也实现快速放量，未来伴随上市产品适应症的持续拓展，公司销售收入有望持续增长。

图表6 公司已上市药物情况

通用名	靶点	上市时间	适应症	进入医保时间	单价
呋喹替尼	VEGFR	2018	三线结直肠癌	2020	2513.7 元/盒 (5mg)
索凡替尼	VEGFR/GSF-1/FGFR	2020	非胰腺神经内分泌肿瘤 (npNET)、晚期胰腺神经内分泌瘤患者 (pNET)	2022	2035.32 元/盒 (50mg)
赛沃替尼	c-Met	2021	MET 外显子 14 跳跃的非小细胞肺癌	NA	8588 元/盒 (200mg)

资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表7 三个商业化产品销售情况 (万美元)



资料来源：公司官网，平安证券研究所

截至 2022H1，公司销售团队已有 820 人，覆盖约 3000 家肿瘤医院和约 30000 名肿瘤医生。从销售费用率和人均创收情况来看，公司销售团队具有较高效率。其中，2021 年和 2022H1 的销售费用率分别为 31.63% 和 24.40%，显著低于同行业可比公司；而人均创收分别达到 395.70 万元和 172.48 万元，显著高于同行业可比公司。

图表8 公司与可比公司的销售费用率及销售团队人均创收对比

同行业可比公司	销售费用率		销售团队人均创收 (万元)	
	2021	2022H1	2021	2022H1
百济神州	58.66%	66.95%	224.33	124.45
荣昌生物	18.44%	42.80%	457.17	112.30
君实生物	18.25%	32.49%	475.75	86.00
诺诚健华	28.61%	75.64%	417.21	98.38
信达生物	63.90%	62.42%	154.25	81.59
艾力斯	50.67%	56.77%	164.11	62.58
泽璟制药	73.41%	86.14%	108.78	35.13

微芯生物	49.43%	48.54%	118.91	59.65
药明巨诺	554.38%	127.94%	28.00	66.01
恒瑞医药	36.22%	31.94%	196.14	93.77
可比公司均值 (去除最大最小值)	47.42%	58.97%	230.11	82.53
和黄医药	31.63%	24.40%	395.70	172.48

资料来源：各公司年报，平安证券研究所

丰富的研发管线全球化布局，多项核心成果迈向收获期。截至目前，公司已开发出 13 款产品，其中 7 款同时在美国和欧洲进行临床试验，有望进一步打开海外市场。从靶点布局来看，公司围绕肿瘤主要信号通路进行产品开发，有望形成协同作用，其中 6 款药物几乎能够覆盖整个血液肿瘤光谱，发展战略清晰。随着公司研发投入的持续增加以及研发管线的不断推进，有望为公司带来新的增量，持续增厚公司业绩表现。

图表9 产品管线近年有望迎来收获期

项目	研究用药	适应症	目标人群	研究名称	国家/地区	剂量探索/安全性试验	概念验证	注册	获批
赛沃替尼 (旧称沃替替尼) MET	赛沃替尼+奥希替尼(EFGR)	NSCLC	EGFR/MET+;奥希替尼难治性	SAVANNAH	全球	*			
	赛沃替尼+奥希替尼(EFGR)	NSCLC	EGFR/MET+;奥希替尼难治性	SAFFRON	全球	**			
	赛沃替尼+达拉非尼单抗(PD-L1)	乳头状RCC	MET+	SAMETA	全球				
	赛沃替尼	NSCLC	MET/外显子14跳跃突变		中国				已上市
	赛沃替尼+奥希替尼(EFGR)	NSCLC	初治MET+ / EGFRm	SANOVO	中国				
	赛沃替尼+奥希替尼(EFGR)	NSCLC	二线, MET+ / EGFR TKI难治性	SACHI	中国				
	赛沃替尼	胃癌	二线, MET+		中国				
注: 和黄医药目前正在就赛沃替尼与阿斯利康开展全球合作。赛沃替尼的海外开发由阿斯利康主导。									
赛凡替尼 VEGFR-1,-2,-3, FGFR1, CSF-1R	赛凡替尼	NET	晚期转移性		美国				
	赛凡替尼	NET	晚期转移性		欧洲				
	赛凡替尼	NET	晚期转移性		日本	(桥接研究)			
	赛凡替尼+替雷利珠单抗(PD-1)	实体瘤			美国/欧洲				
	赛凡替尼	胰腺NET	不限	SANET-p	中国				已上市
	赛凡替尼	非胰腺NET	不限	SANET-ep	中国				已上市
	赛凡替尼+特瑞普利单抗(PD-1)	神经内分泌癌		SURTORI-01	中国				
	赛凡替尼+特瑞普利单抗(PD-1)	食管鳞状细胞癌			中国				
	赛凡替尼+特瑞普利单抗(PD-1)	胃癌, SCLC			中国				
赛凡替尼+特瑞普利单抗(PD-1)	BTC,肉瘤			中国					
赛凡替尼+特瑞普利单抗(PD-1)	EMC, NSCLC, TC			中国					
呋喹替尼 VEGFR-1,-2,-3	呋喹替尼	结直肠癌	难治性	FRESCO-2	美国/欧洲/日本				(已达主要及次要终点)
	呋喹替尼	乳癌			美国				
	呋喹替尼+替雷利珠单抗(PD-1)	EMC, MSS mCRC, TNBC			美国				
	呋喹替尼+替雷利珠单抗(PD-1)	实体瘤			韩国				
	呋喹替尼	结直肠癌	三线或以上/化疗难治性	FRESCO	中国				已上市
	呋喹替尼+紫杉醇	胃癌	二线	FRUTIGA	中国				
	呋喹替尼+信迪利单抗(PD-1)	子宫内腺癌			中国				
	呋喹替尼+信迪利单抗(PD-1)	结直肠癌			中国				
	呋喹替尼+信迪利单抗(PD-1)	HCC, RCC			中国				
	呋喹替尼+信迪利单抗(PD-1)	消化道肿瘤			中国				
呋喹替尼+替雷利珠单抗(PD-1)	实体瘤			中国					
安奥利塞 (HMPL-689) PI3Kδ	安奥利塞	NHL	复发性/难治性		美国/欧洲				
	安奥利塞	健康志愿者			澳洲				
	安奥利塞	滤泡性淋巴瘤	复发性/难治性		中国				
	安奥利塞	边缘区淋巴瘤	复发性/难治性		中国				
	安奥利塞	HL/NHL	复发性/难治性		中国				
赛乐匹尼布 (HMPL-523) Syk	赛乐匹尼布	NHL			澳洲				
	赛乐匹尼布	HL/ NHL			美国/欧洲				
	赛乐匹尼布	免疫性血小板减少症	复发性/难治性	ESLIM-01	中国				
	赛乐匹尼布	NHL	不限		中国				
	赛乐匹尼布	wA1HA	不限		中国	**			
他泽司他 EZH2	他泽司他	上皮肉瘤, 滤泡性淋巴瘤			中国				已上市(海南先行版)
	他泽司他	滤泡性淋巴瘤	复发性/难治性	SYMPHONY-1	中国	**			
	他泽司他	滤泡性淋巴瘤	三线		中国				(桥接研究)
注: 他泽司他由Epiyme研发, 单药疗法已于美国获批用于单药治疗上皮肉瘤和滤泡性淋巴瘤。和黄医药拥有大中国区权利, 桥接研究已计划。									
HMPL-453 FGFR 1/2/3	HMPL-453	肝内胆管癌			中国				
	HMPL-453 + 多种联合疗法	实体瘤			中国				
HMPL-306 IDH 1/2	HMPL-306	实体瘤	复发性/难治性		美国/欧洲				
	HMPL-306	AITL, AML, MDS, MPN	复发性/难治性		美国/欧洲				
	HMPL-306	AML, CMML, MDS, MPN	复发性/难治性		中国				
HMPL-295 (ERK, MAPK信号通路)	HMPL-295	实体瘤			中国				
HMPL-760 BTK	HMPL-760	NHL	复发性/难治性		美国/欧洲	**			
	HMPL-760	NHL	复发性/难治性		中国				
HMPL-653 CSF-1R	HMPL-653	实体瘤, TGCT			中国				

全球 中国

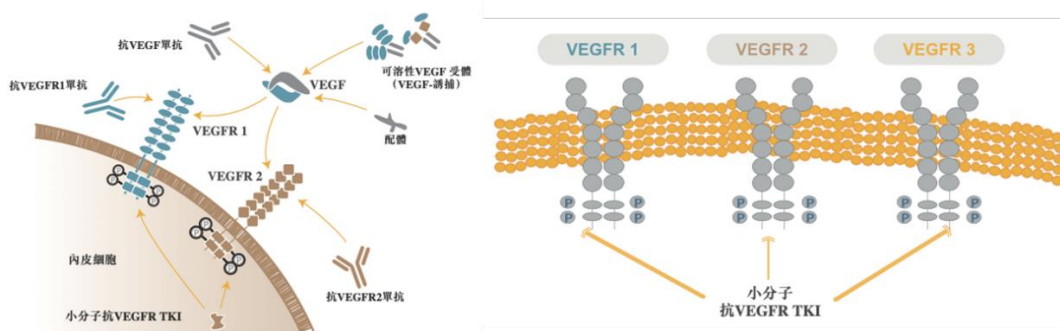
资料来源：公司官网，平安证券研究所

二、上市药物持续拓展适应症和海外市场

2.1 呋喹替尼：有望成为全球最佳靶点选择性的 VEGFR 抑制剂

呋喹替尼是具有更优异的激酶选择性的 VEGFR 抑制剂。肿瘤作为人体内异常增殖的细胞，生长速度较快，为了满足代谢需求，肿瘤细胞将分泌大量 VEGF 因子，通过和其受体（VEGFR1、VEGFR2 和 VEGFR3）结合，激活细胞内信号通路，导致血管内皮细胞的生长、增殖和成熟，在肿瘤周围生成新生血管，从而为肿瘤生长提供更大血流量、氧气及营养。此外，新血管可能结构异常和渗漏，与肿瘤的侵袭、转移、复发和预后相关。而 VEGFR 抑制剂能通过抑制血管内皮细胞表面的 VEGFR 磷酸化及下游信号转导，从而阻止肿瘤新生血管的形成，最终发挥肿瘤生长抑制效应。而与其他可能容易产生过量脱靶毒性的小分子 VEGFR 抑制剂相比，呋喹替尼对具有对 VEGFR1、2 及 3 更优异的激酶选择性，具有潜在更好的疗效和安全性。

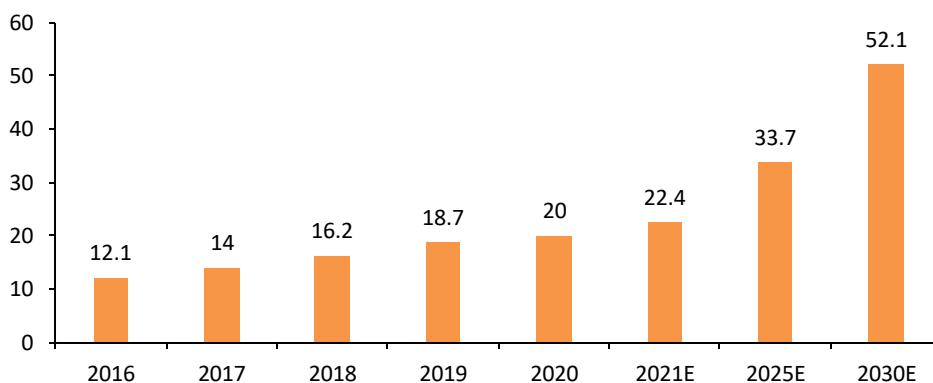
图表10 VEGFR 抑制剂作用机理



资料来源：公司官网，平安证券研究所

VEGF 药物市场具有较大潜力。患者数量和认可度的增加带动 VEGFR 抑制剂市场规模快速增长，根据弗若斯特沙利文报告，2020 年全球 VEGFR 疗法市场规模达到 200 亿美元，预计 2030 年市场规模将上升到 521 亿美元。

图表11 全球 VEGFR 疗法市场规模（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，平安证券研究所

呋喹替尼多项适应症有望迈入收获期，积极拓展海外市场。基于较好的疗效和安全性，呋喹替尼治疗三线结直肠癌（CRC）的适应症已经于 2018 年 11 月获得 NMPA 附条件批准上市，2020 年首次获得医保覆盖，并实现快速放量。此外，为进一步拓展适应症，呋喹替尼正在开展多种实体瘤的临床试验，其中，二线胃癌和二线子宫内膜癌已经在中国进入临床 III 期。未

来伴随更多适应症的逐步获批，呋喹替尼的市场空间将进一步提升。海外方面，三线及以上结直肠癌适应症已在美国、欧洲和日本进入临床 III 期，并且获得 FDA 批准的快速通道资格，有望进一步加快其美国上市进程，助力打开公司收入天花板。

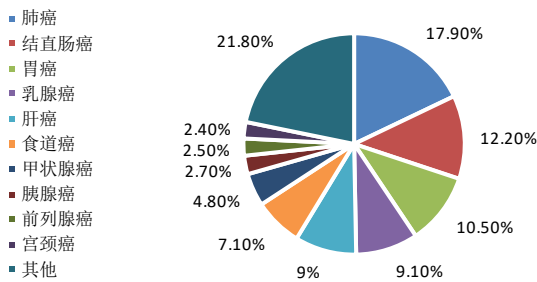
图表12 呋喹替尼目前正在开展多项临床试验

项目	研究用药	适应症	目标人群	研究名称	国家/地区	剂量探索/安全性试筛	概念验证	注册	获批
呋喹替尼 VEGFR-1,-2,-3	呋喹替尼	结直肠癌	难治性	FRESCO-2	美国/欧洲/日本				(已达主要及次要终点)
	呋喹替尼	乳癌			美国				
	呋喹替尼 + 替雷利珠单抗 (PD-1)	EMC, MSS mCRC, TNBC			美国				
	呋喹替尼 + 替雷利珠单抗 (PD-1)	实体瘤			韩国				
	呋喹替尼	结直肠癌	三线或以上;化疗难治性	FRESCO	中国				已上市
	呋喹替尼 + 紫杉醇	胃癌	二线	FRUTIGA	中国				
	呋喹替尼 + 信迪利单抗 (PD-1)	子宫内膜癌			中国				
	呋喹替尼 + 信迪利单抗 (PD-1)	结直肠癌			中国				
	呋喹替尼 + 信迪利单抗 (PD-1)	HCC, RCC			中国				
	呋喹替尼 + 信迪利单抗 (PD-1)	消化道肿瘤			中国				
	呋喹替尼 + 替雷利珠单抗 (PD-1)	实体瘤			中国				

资料来源：公司官网，平安证券研究所

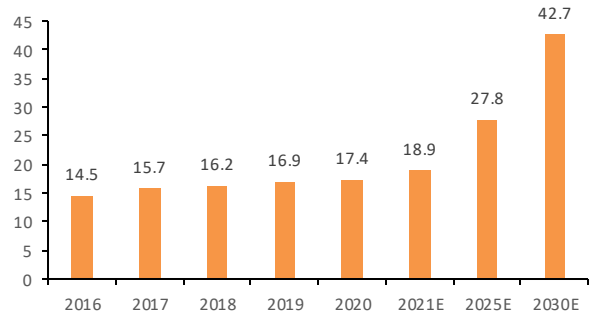
结直肠癌发病人数和药物市场预计将持续增长。根据世界卫生组织国际癌症研究机构 (IARC) 数据，2021 年中国结直肠癌占癌症发病人数的 12%，位列第二，新增患者人数超过 40 万例。在美国，CRC 是第四大最常确诊的癌症，2020 年患者人数预计超过 15 万例。由于患者数量较多，全球 CRC 治疗药物市场具有较大空间，2020 年已达到 174 亿美元，并预计将于 2030 年增至 427 亿美元。预后方面，2020 年中国和美国 CRC 五年总生存率分别为 56.9% 和 64.7%，仍然存在差距，主要是治疗手段仍然较为不足所导致。其中，转移性结直肠癌 (mCRC) 患者的预后更差，并且治疗手段更为有限。我国和美国的转移性结直肠癌 (mCRC) 患者占新增 CRC 患者比例分别达到 27.5% 和 23.2%，存在较大未满足临床需求。

图表13 中国结直肠癌发病人数位于第二位



资料来源：世界卫生组织国际癌症研究机构，平安证券研究所

图表14 全球 CRC 市场规模 (十亿美元)



资料来源：弗若斯特沙利文，平安证券研究所

呋喹替尼 3 线治疗 CRC 的疗效已得到验证。公司在中国开展的 III 期临床试验 FRESCO 研究是一项随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床试验，共入组 416 名过往至少接受过两次全身抗肿瘤疗法失败的局部晚期或 mCRC 患者，随机按照 2:1 的比例分成呋喹替尼组 (278 名患者) 和安慰剂组 (138 名患者)。临床结果显示，治疗组的 mOS 为 9.3 个月，而对照组为 6.6 个月；治疗组的 mPFS 为 3.7 个月，而对照组为 1.8 个月；治疗组的 DCR 和 ORR 分别为 62% 和 5% (安慰剂组为 12% 和 0%)，呋喹替尼初步展现出显著疗效，有望为后线 CRC 患者带来新的治疗选择。

图表15 呋喹替尼针对3L CRC的III期临床试验FRESCO研究数据

	呋喹替尼组 (n=278)	安慰剂组 (n=138)
试验设计	随机、双盲、安慰剂对照、多中心III期临床试验 (n=416)	
入组患者情况	过往至少接受过两次全身抗肿瘤疗法 (包括氟嘧啶、Eloxatin 及 Camptosar) 失败的局部晚期或 mCRC 患者	
给药	口服呋喹替尼 5mg, 每日 1 次, 服药 3 周停药 1 周, 每 4 周为一个治疗	
主要终点		
中位 OS	9.30 个月	6.57 个月
次要终点		
中位 PFS	3.71 个月	1.84 个月
疾病控制率	62%	12%
客观缓解率	5%	0%
安全性		
不良事件导致停药率	15%	6%

资料来源: ClinicalTrials, 公司招股书, 平安证券研究所

相较同类药物,呋喹替尼具有更显著的疗效。目前,我国CRC治疗指南指定三线治疗结直肠癌的I级推荐药物为呋喹替尼、瑞戈非尼和西妥昔单抗,其中,呋喹替尼和瑞戈非尼靶点相同。尽管公司并未就呋喹替尼与瑞戈非尼进行头对头对照临床试验,但是比较各个试验的临床结果,FRESCO研究的数据优于瑞戈非尼在亚洲开展的CONCUR研究和在全球开展的CORRECT研究。此外,瑞戈非尼获得批准时,其FDA标签上具有肝毒性警告,而呋喹替尼在脱靶毒性、肝毒性和耐受性方面表现出更高的安全性,因此在疗效和安全性方面均具有更为显著的临床优势。

图表16 呋喹替尼与瑞戈非尼临床III期试验对比

	FRESCO		CONCUR		CORRECT	
	呋喹替尼组 (n=278)	安慰剂组 (n=138)	瑞戈非尼组 (n=112)	安慰剂组 (n=60)	瑞戈非尼组 (n=505)	安慰剂组 (255)
患者来源	中国大陆		中国亚组		全球	
主要终点						
中位 OS	9.3 个月	6.6 个月	8.4 个月	6.2 个月	6.4 个月	5.0 个月
次要终点						
中位 PFS	3.71 个月	1.84 个月	2.0 个月	1.7 个月	1.9 个月	1.7 个月
疾病控制率	62%	12%	46%	7%	41%	15%
客观缓解率	5%	0%	4%	0%	1%	0%

资料来源: ClinicalTrials, 公司招股书, 平安证券研究所

呋喹替尼已成为三线结直肠癌市场领导者。呋喹替尼和瑞戈非尼是唯一二获批并纳入国家医保药品目录中三线治疗结直肠癌的药品。此外,LONSURF(朗斯弗®)是一种核苷代谢及胸苷磷酸化酶抑制剂,于中国获批用于三线治疗结直肠癌,但并未纳入国家医保药品目录。尽管呋喹替尼相比瑞戈非尼上市时间较晚,但是凭借其更优异的疗效和安全性,市场规模不断扩大,2021年中国销售额达到7100万美元,同比增长111%。根据IQVIA在中国30大城市主要为三甲医院的调研数据显示,2021年第四季度和2022年第二季度呋喹替尼的市占率分别达到39%和43%,处于市场领导地位。同时,呋喹替尼成功续约2022年国家医保药品目录,未来有望进一步实现产品放量。

图表17 呋喹替尼和瑞戈非尼在中国 30 大城市（主要为三甲医院）的市场占有率

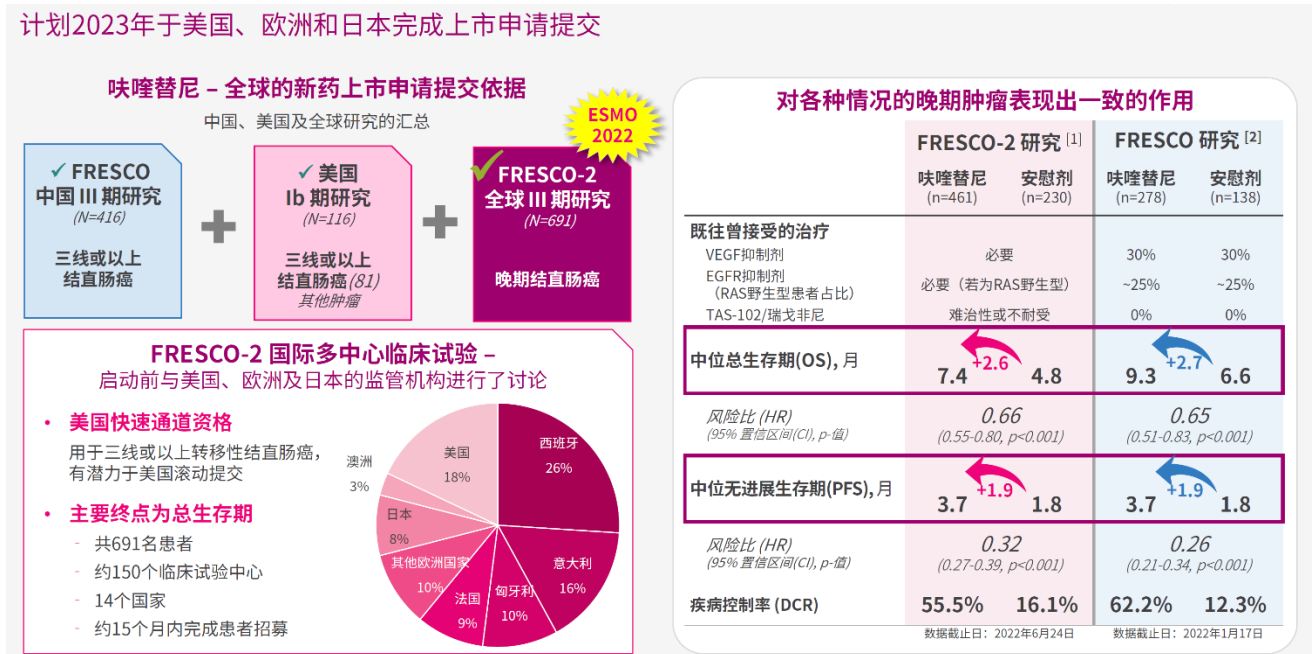
	2018 年第四季度	2019 年第四季度	2020 年第四季度	2021 年第四季度	2022 年第二季度
呋喹替尼	2%	25%	33%	39%	43%
瑞戈非尼	29%	32%	35%	34%	33%

资料来源：IQVIA，平安证券研究所

凭借较好的安全性，呋喹替尼的联用疗法有望进一步向前线治疗推进。由于脱靶毒性，现有的 VEGFR 抑制剂与化疗联合治疗可能会产生较大毒性，因此第一代 VEGFR 抑制剂很少与其他疗法联用，潜力受到限制，而考虑到呋喹替尼的安全性和较高选择性，有望与化疗、靶向疗法和免疫疗法联用。因此，目前公司还在开展联合紫杉醇二线治疗胃癌以及联合 PD-1 治疗多种实体瘤的临床试验。未来伴随临床的逐步推进，适应症将进一步拓展，有望进一步向前线治疗推进，扩大患者人群。

3L CRC 全球多中心临床达到终点，上市后有望提高公司盈利能力。为进一步拓展全球市场，公司开展了呋喹替尼治疗难治转移性结直肠癌的全球 III 期注册临床 FRESCO-2，在 14 个国家开设临床中心，共招募 691 名患者，其临床结果已于 2022 年 9 月在 ESMO 会议上公布。数据显示，与安慰剂相比，呋喹替尼疗法在主要终点总生存期和关键次要终点无进展生存期均达到具有统计学意义和临床意义的显著延长。具体而言，461 名接受呋喹替尼治疗的患者的 mOS 和 mPFS 分别为 7.4 个月和 3.7 个月，而 230 名安慰剂组患者的 mOS 和 mPFS 分别为 4.8 个月和 1.8 个月。安全性方面，≥3 级不良事件发生率呋喹替尼组与安慰剂组分别为 62.7% 和 50.4%，展现出较好的安全性和疗效。凭借该数据，公司预计将于近期向 FDA 递交 NDA 申请，未来呋喹替尼在全球上市后，公司收入将迎来较大的增长空间。

图表18 呋喹替尼 FRESCO-2 临床取得成功



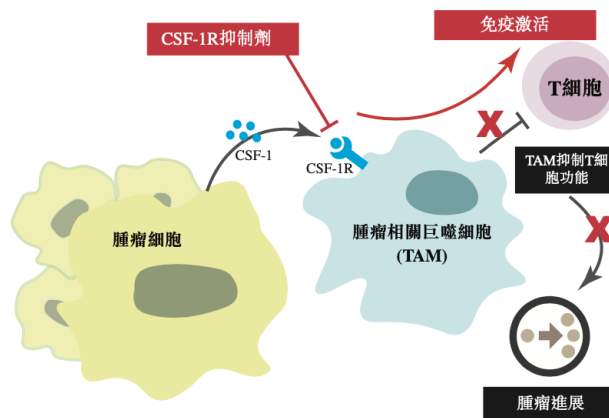
资料来源：公司演示材料，平安证券研究所

2.2 索凡替尼：具有独特抗肿瘤血管生成和免疫侵袭的双靶点

索凡替尼具有多重靶点。索凡替尼是能够同时靶向血管内皮生长因子受体 (VEGFR1/2/3)、成纤维细胞生长因子受体 (FGFR1) 和刺激因子-1 受体 (CSF-1R) 的小分子抑制剂，其中，VEGFR 和 FGFR 信号通路均可介导肿瘤血管生成，而 CSF-1R 信

号通路促进将 M2 巨噬细胞吸引至肿瘤微环境，巨噬细胞能够分泌促血管生长因子及释放免疫抑制细胞因子，从而调节肿瘤微环境至免疫抑制状态，导致肿瘤细胞成功实现“逃逸”。因此，索凡替尼通过同时靶向这些靶点能够抑制血管生成并同时促进人体对肿瘤细胞的免疫应答，有望增强 PD-1 抗体的抗肿瘤活性。

图表19 CSF-1R 通路抑制机制



资料来源：公司招股书，平安证券研究所

索凡替尼采取了差异化的临床开发及全球化的管线布局。截至目前，索凡替尼已经 2020 年和 2021 年获批 2 项适应症，分别为非胰腺神经内分泌瘤和胰腺神经内分泌瘤。为了进一步拓展患者群体，公司持续布局新适应症，其中，索凡替尼与 PD-1 抑制剂联合治疗 NET 的临床试验已进入注册阶段，联合治疗多种实体瘤的临床试验也已进入后期概念验证阶段。海外方面，索凡替尼在日本进行的针对 NET 的临床试验已进入注册阶段，在美国和欧洲的注册临床正处于与监管的沟通阶段，已获得 FDA“孤儿药资格”与 2 项“快速通道资格”资格认定。

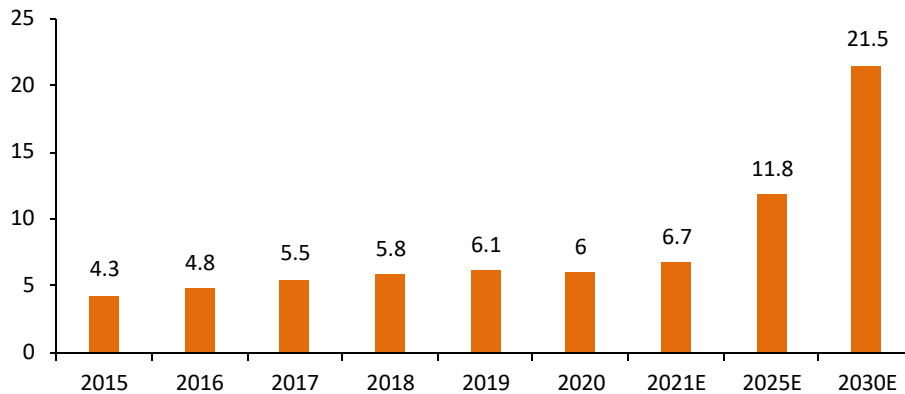
图表20 索凡替尼目前还在开展多项临床试验

项目	研究用药	适应症	目标人群	研究名称	国家/地区	剂量探索/安全性试筛	概念验证	注册	获批
索凡替尼 VEGFR-1, -2, -3; FGFR1; CSF-1R	索凡替尼	NET	晚期转移性		美国				
	索凡替尼	NET	晚期转移性		欧洲				
	索凡替尼	NET			日本	(桥接研究)			
	索凡替尼 + 替雷利珠单抗 (PD-1)	实体瘤			美国/欧洲				
	索凡替尼	胰腺NET	不限	SANET-p	中国				已上市
	索凡替尼	非胰腺NET	不限	SANET-ep	中国				已上市
	索凡替尼 + 特瑞普利单抗 (PD-1)	神经内分泌癌		SURTORI-01	中国				
	索凡替尼 + 特瑞普利单抗 (PD-1)	食管鳞状细胞癌			中国				
	索凡替尼 + 特瑞普利单抗 (PD-1)	胃癌, SCLC			中国				
	索凡替尼 + 特瑞普利单抗 (PD-1)	BTC, 肉瘤			中国				
索凡替尼 + 特瑞普利单抗 (PD-1)	EMC, NSCLC, TC			中国					

资料来源：公司官网，平安证券研究所

中国 NET 市场具有较大潜力。神经内分泌瘤 (NET) 是起源于人体神经内分泌系统的特化细胞，具有产生激素的内分泌细胞和神经细胞的特质。NET 产生于身体的各个部位，通常分为胰腺 NET 或其他 NET，约 65-75% 的 NET 起源于胃肠道及胰腺，25-35% 源于肺部或支气管，另外 20%-30% 源于其他器官或未知来源。我国 2020 年约有 7.13 万名新确诊 NET 患者，其中 6.11 万例为非胰腺病例，0.91 万例为胰腺病例。与其他肿瘤相比，NET 患者有相对较长的生存期，因此，虽然发病率不高，但是存在相对大量的 NET 患者，中国 NET 市场规模预计将由 2020 年的 60 亿美元上升至 2030 年的 215 亿美元。

图表21 中国 NET 市场规模（十亿美元）



资料来源：公司招股书，平安证券研究所

索凡替尼是目前唯一一款可以治疗所有类型的晚期 NETs 的药物。NET 类型较多，可能是释放出引起腹泻及潮红等症状的激素及肽的功能性肿瘤，也可能是无症状的非功能性肿瘤。早期 NET 通常是功能性，可以用生长抑素类似物皮下注射治疗，这种治疗方法在中国已获批准且纳入报销，可减轻症状及减慢 NET 的生长，但对缩小肿瘤的疗效有限。晚期 NET 生长更快，根据 2020 年中国胰腺神经内分泌肿瘤诊疗指南，对于局部不可切除和转移性 pNET，治疗包括奥曲肽、依安络肽等生长抑素类似物 (SSAs)，化疗、放疗如肽受体放射性核素治疗 (PRRT)，以及依维莫司和舒尼替尼和索凡替尼的靶向治疗。然而，截至目前，仅有索凡替尼可以治疗所有类型的 NETs。

图表22 局部不可切除和转移性 pNET 靶向治疗药物对比

	依维莫司	舒尼替尼	索凡替尼
药物类型	mTOR 抑制剂	酪氨酸激酶抑制剂	酪氨酸激酶抑制剂
公司	诺华	辉瑞	默沙东
获批适应症	胰腺 NET；非功能性/肺 NET	胰腺 NET	胰腺 NET；非胰腺 NET
上市时间	2011 年 5 月在美国获批 2014 年 2 月在中国获批	2011 年 5 月在美国获批 2017 年 9 月在中国获批	2020 年 12 月和 2021 年 6 月 分别在中国获批
疗效	mPFS: 11 个月 (安慰剂 4.6 个月) ORR: 4.8%	mPFS: 11 个月 (安慰剂 5.5 个月)	mPFS: 11 个月 (安慰剂 3.7 个月) ORR: 19.2%
安全性	在化疗、PRRT 等失败的患者中可能引起更高的严重不良反应发生率	对于亚洲人群，标准剂量 (37.5mg/d) 常引起较严重的不良反应	良好

资料来源：中国胰腺神经内分泌肿瘤诊疗指南 (2020)，医药魔方，平安证券研究所

索凡替尼治疗 npNET 的疗效已在临床得到验证。公司在中国开展的 III 期临床试验 SANET-ep 研究是一项随机、双盲、安慰剂对照、多中心 III 期临床试验，共入组 198 名 1 级及 2 级晚期非胰腺 NET 患者，随机按照 2:1 的比例分成索凡替尼组和安慰剂组，由于疗效较好，临床中期分析时已达到预设主要终点 PFS，因此提前终止研究，递交上市申请。临床结果显示，索凡替尼组的 mPFS 为 9.2 个月，而安慰剂组患者为 3.8 个月，疗效较为显著，并且同时具备良好的安全性和耐受性。

图表23 索凡替尼治疗 npNET 的 III 期临床试验 SANET-ep 研究数据

疗效终点	索凡替尼组 N=129	安慰剂组 N=69
PFS (研究者评估)		
中位数 (月) (95% CI)	9.2 (7.4, 11.1)	3.8 (3.7, 5.7)
HR (95% CI)	0.334 (0.223, 0.499)	
p 值 ¹	<0.0001	
PFS (BIIRC 评估)		
中位数 (月) (95% CI)	7.4 (5.6, 9.3)	3.9 (3.7, 5.8)
HR (95% CI)	0.657 (0.442, 0.977)	
p 值 ¹	0.0372	
ORR (研究者评估)		
ORR (%) (95% CI)	10.3 (5.6, 17.0)	0
p 值 ²	0.0051	
DCR (研究者评估)		
DCR (%) (95% CI)	86.5 (79.3, 91.9)	65.6 (52.7, 77.1)
p 值 ³	0.0022	
DoR		
中位数 (月) (95% CI)	5.6 (2.0, 17.5)	0
TTR		
中位数 (月) (95% CI)	3.7 (1.8, 5.5)	0

资料来源：索凡替尼药品说明书，平安证券研究所

索凡替尼治疗 pNET 的疗效已在临床得到验证。公司在中国开展对低度或中度晚期 pNET 患者的 III 期临床试验 SANET-p 研究。在此研究中，患者随机按 2:1 的比例，在 28 天治疗周期内，接受每天口服一次 300mg 索凡替尼或安慰剂。主要终点是 PFS。临床结果显示：索凡替尼治疗组患者的中位 PFS 为 10.9 个月，而安慰剂组患者为 3.7 个月，安全性可控，耐受性良好。

图表24 索凡替尼治疗 pNET 的 III 期临床试验 SANET-p 研究数据

疗效终点	索凡替尼组 N=113	安慰剂组 N=59
PFS (研究者判断)		
中位数 (月) (95%CI)	10.9 (7.5, 13.8)	3.7 (2.8, 5.6)
HR (95%CI)	0.491 (0.319, 0.755)	
p 值 ¹	0.0011	
PFS (BIIRC 判断)		
中位数 (月) (95%CI)	13.9 (11.0, 24.9)	4.6 (3.6, 7.4)
HR (95%CI)	0.339 (0.209, 0.549)	
p 值 ¹	<0.0001	
ORR		
ORR (%) (95%CI)	19.2 (12.2, 28.1)	1.9 (0.0, 10.1)
优势比 (95%CI)	12.4 (1.8, 522.8)	
p 值 ²	0.0021	
DCR		
DCR (%) (95%CI)	80.8 (71.9, 87.7)	66.0 (51.7, 78.5)
优势比 (95%CI)	2.1 (0.9, 4.8)	
p 值 ³	0.0774	
DoR		
中位数 (月) (95% CI)	15.2 (5.6, -)	2.8
TTR		
中位数 (月) (95%CI)	3.9 (1.9, 5.6)	33.1

资料来源：索凡替尼药品说明书，平安证券研究所

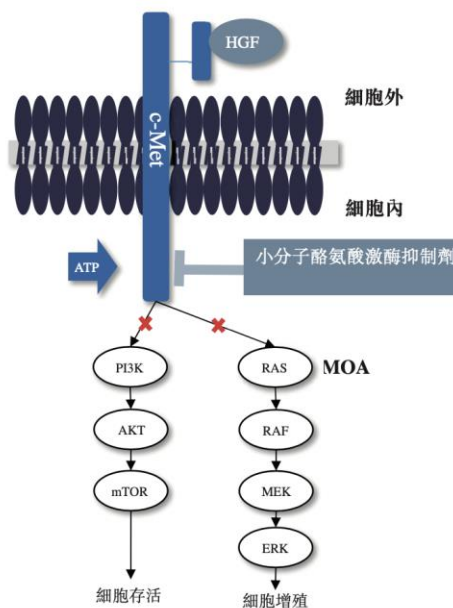
索凡替尼进入医保后实现快速放量。索凡替尼自 2022 年 1 月起纳入国家医保药品目录，较 2021 年标价降价 52%，患者自付费降低约 80%。随着药物可及性和认知度快速提升，索凡替尼惠及的患者数量大幅增加，与 2021 年上半年相比，2022 年上半年接受治疗的患者数量同比增长约 280%。以价换量的策略也快速提升产品销售额，2022H1 索凡替尼销售收入达到 1360 万美元，同比上升 69%。

索凡替尼将再战出海。在全球布局方面，索凡替尼递交的上市申请于 2022 年 5 月份被 FDA 拒绝，主要原因为 FDA 认为当前基于两项成功的中国 III 期研究以及一项美国桥接研究的数据包尚不足以支持药品现时于美国获批，需要纳入更多代表美国患者人群的国际多中心临床试验（MRCT）来支持美国获批。目前，公司正在与美国和欧洲监管部门沟通全球多中心临床的设计思路，预计将于近期开展临床试验。我们认为，孤儿药和快速审评通道资格的获得已初步证明索凡替尼有望能够解决海外部分空白的临床需求，符合 FDA 新药审评的核心标准，未来伴随国际多中心临床试验的推进，索凡替尼对于美国患者的疗效有望进一步得到验证，仍然有望能够获批上市，打开海外市场。

2.3 赛沃替尼：中国同类首创且唯一的选择性 MET 抑制剂

赛沃替尼是一种强效及选择性的 MET 抑制剂。间质上皮转化因子(MET)是一种受体酪氨酸激酶，c-MET 通路正常表达时促进组织的分化与修复，在哺乳类动物的生长发育过程中发挥重要作用。而当其功能出现异常时，将促进肿瘤细胞的增殖与转移，包括肿瘤增长、存活、侵袭、转移、抑制细胞死亡以及肿瘤血管生成，并且被发现与多种肿瘤的耐药性相关。MET 的异常活化目前已证实与许多癌症适应症高度相关，包括肾癌、肺癌、胃癌、CRC、食道癌及脑癌等。MET 的异常激活可通过非 HGF 依赖性机制发生，主要包括 MET 14 号外显子跳跃突变、MET 扩增、重排和 MET 蛋白过表达。

图表25 MET 抑制剂作用机制



资料来源：公司招股书，平安证券研究所

赛沃替尼持续完善肺癌布局，海外市场交由阿斯利康负责。赛沃替尼于 2021 年获批上市，是中国首个用于治疗 MET 外显子 14 跳变的 NSCLC 患者（发生在 3-4% 的 NSCLC 患者）的高选择性口服 MET 受体酪氨酸激酶（TKI）抑制剂。为进一步拓展适应症，赛沃替尼还在国内开展 4 项注册性临床研究，包括治疗三代 EGFR 耐药 NSCLC 等，有望在 2024 年提交 NDA，为更多患者带来治疗选择。在海外布局方面，公司已经将赛沃替尼的全球权益授予合作伙伴阿斯利康，目前正在开展 3 项全球注册研究，有望进一步探索非医保市场。

图表26 赛沃替尼目前还在开展多项临床试验

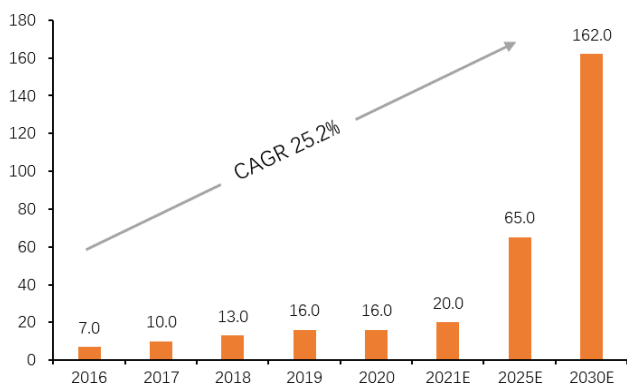
项目	研究用药	适应症	目标人群	研究名称	国家/地区	剂量探索/安全性试筛	概念验证	注册	获批
赛沃替尼 (旧称沃替替尼) MET	赛沃替尼+奥希替尼(EFGR)	NSCLC	EGFR/MET+;奥希替尼难治性	SAVANNAH	全球	*			
	赛沃替尼+奥希替尼(EFGR)	NSCLC	EGFR/MET+;奥希替尼难治性	SAFFRON	全球	**			
	赛沃替尼+度伐利尤单抗(PD-L1)	乳头状RCC	MET+	SAMETA	全球				
	赛沃替尼	NSCLC	MET外显子14跳跃突变		中国				已上市
	赛沃替尼+奥希替尼(EFGR)	NSCLC	初治MET+ / EGFRm	SANOVO	中国				
	赛沃替尼+奥希替尼(EFGR)	NSCLC	二线, MET+ / EGFR TKI难治性	SACHI	中国				
	赛沃替尼	胃癌	二线, MET+		中国				

注: 和黄医药目前正就赛沃替尼与阿斯利康开展全球合作。赛沃替尼的海外开发由阿斯利康主导。

资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

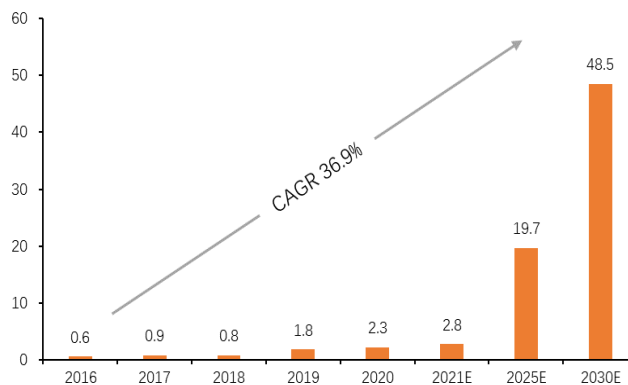
全球 MET 市场具有较大潜力。肺癌是全球最常见的癌症，死亡率也位列全部癌症的首位。目前，NSCLC 的主流疗法为免疫疗法和靶向治疗，其中，根据美国国家综合癌症网络的指引，对于 EGFR 和 MET 突变的 NSCLC 患者，靶向治疗优于免疫疗法。据估计，新确诊的 NSCLC 患者中的 4.0%至 6.0%携带 MET 基因突变，这部分患者可直接使用 MET 抑制剂进行治疗。此外，约 20%的 EGFR 耐药患者也被发现存在 MET 突变。因此，MET 抑制剂在肺癌治疗中拥有较为重要的地位，可使用患者人群数量较多。全球小分子 MET 抑制剂市场规模预计将由 2020 年的 16 亿美元增长至 2030 年的 162 亿美元，中国小分子 MET 抑制剂市场规模预计将从 2020 年的 2.3 亿美元增长至 2030 年的 48.5 亿美元，MET 市场具有较大潜力，而赛沃替尼是中国第一种专门针对此等突变患者的疗法，具有良好的市场前景。

图表27 全球小分子 MET 抑制剂市场规模 (亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 平安证券研究所

图表28 中国小分子 MET 抑制剂市场规模 (亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 平安证券研究所

赛沃替尼的临床数据于同类药物具有可比性。全球范围内，目前共有 3 款 MET 药物获批上市，其中，默克的特泊替尼已在日本和美国获批上市，诺华的卡马替尼在美国获批上市，用于治疗 MET 外显子 14 跳跃突变的晚期 NSCLC。而国内目前仅有赛沃替尼这一种 MET 抑制剂获批上市，具有较为显著的先发优势，提高肺癌患者的药物可及性。赛沃替尼在中国开展的 II 临床研究入组患者为既往接受含铂化疗失败或经医生评估不适合进行标准治疗、MET 外显子 14 跳变且 EGFR、ALK、ROS1 敏感基因变异阴性，经组织学诊断的局部晚期或转移性 NSCLC 患者，入组患者平均年龄为 68.9 岁。在赛沃替尼具有入组患者基线更差的情况下，其 ORR 和 OS 等数据与同类可比药物并无显著差异，初步展现出其疗效潜力。

图表29 赛沃替尼与同类可比药物临床指标对比

	赛沃替尼 (n=70)	特泊替尼 (n=152)	卡马替尼 (n=97)	
			一线	后线
公司	和黄医药	默克	诺华	
上市时间	2021年6月(中国)	2020年3月(日本) 2021年2月(美国)	2020年5月(美国)	
主要终点				
客观缓解率(95% CI)	42.9% (31.1, 55.3)	43% (32, 56)	65.6% (46.8, 81.4)	51.6% (33.1, 69.8)
次要终点				
mDoR (95% CI) (月)	8.3 (5.3, 16.6)	10.8 (6.9-NE)	12.6 (5.6-NE)	9.7 (5.6-13.0)
中位 PFS (95% CI) (月)	6.8 (4.2, 9.6)	8.5	-	-
中位 OS (95% CI) (月)	12.5 (10.5, 23.6)	-	20.8 (12.42, NE)	13.6 (8.61, 22.24)

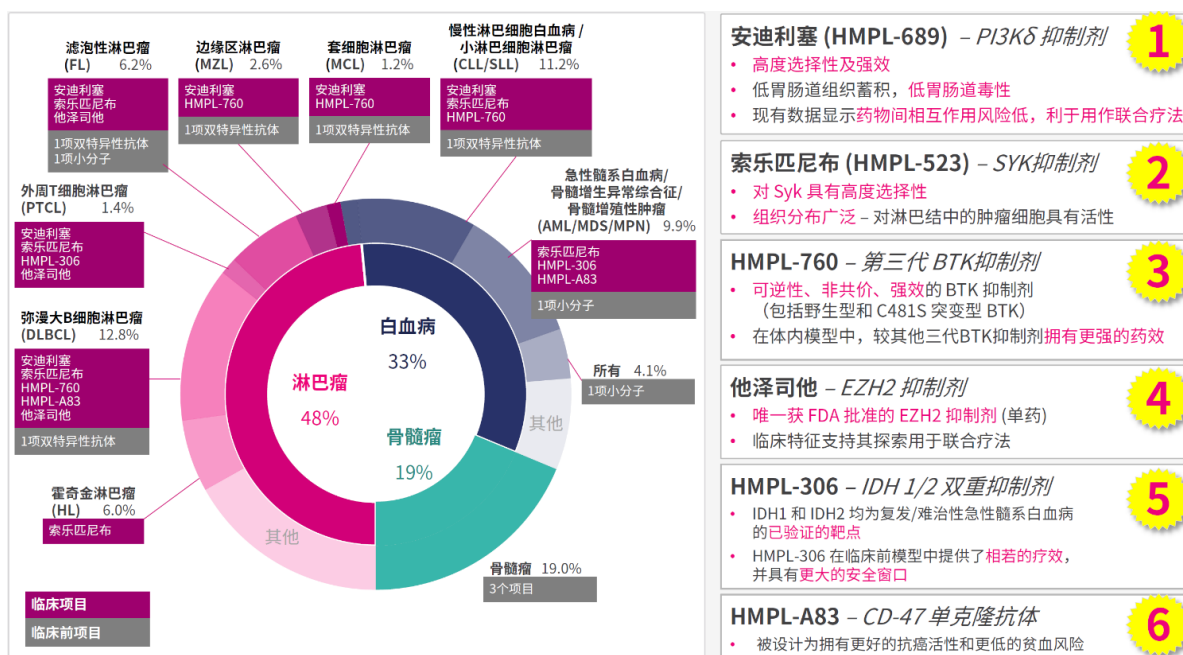
资料来源: 公司官网, 诺华官网, 默克官网, 平安证券研究所

赛沃替尼没有肾毒性, 具有更好安全性。肾毒性是多种其他选择性 MET 抑制剂终止开发的主要原因, 第一代选择性 MET 抑制剂具有良好的临床前数据, 展现出高 MET 选择性及药代动力学和毒理特质, 但由于其肾毒性的问题而导致临床进展缓慢。该毒性问题可能是由于早期化合物的某些代谢物的溶解度显著降低, 并在肾脏中结晶, 导致阻塞性毒性。针对该问题, 公司对赛沃替尼采用不同的设计, 可以在多类 MET 畸变中保持高 MET 抑制特性。在迄今为止的研究中, 赛沃替尼未显示任何肾毒性, 也没有像早期选择性 MET 化合物般出现相同的代谢物问题, 具备相对较好的安全性和耐受性。

三、在研药物完善肿瘤靶点布局

除了已上市药物, 公司仍在持续拓展研发管线, 在研药物几乎覆盖整个血液肿瘤光谱, 研发梯队较为丰富, 并且产品之间有望形成协同效应。

图表30 公司建立了丰富的血液肿瘤管线



资料来源: 公司演示材料, 平安证券研究所

3.1 安迪利塞 (HMPL-689): 有潜力成为 BIC 的 PI3K δ 抑制剂

PI3K 是肿瘤治疗领域热门靶点，但开发困难重重。磷酸肌醇 3-激酶 (PI3K) 可分为 3 类，其中研究最广泛的为 I 类 PI3K，此类 PI3K 由调节亚基 p85 和催化亚基 p110 组成，其中催化亚基共有 α 、 β 、 δ 、 γ 四种类型。PI3K 是 B 细胞受体信号通路的关键部分，在细胞增殖、生长、生存和代谢中发挥关键作用。而该通路的异常激活则与肿瘤细胞的增殖相关，已被认为是 B 细胞介导恶性肿瘤和多种免疫疾病的一个标志，同样也被认为是针对预防或治疗血液癌症、自身免疫及移植器官排斥以及其他相关炎症疾病的药物中具潜力的靶点。截至目前，全球共有 5 款 PI3K 抑制剂上市，其中 Duvelisib 已在国内上市，然而，上市后均被发现大量给药将导致患者产生较为严重的毒副作用，部分收到 FDA 的黑框警告，或主动/被动撤销适应证上市申请。

图表31 已上市 PI3K 抑制剂情况

商品名	靶点	公司	上市时间	适应症	毒副作用
Zydelig	PI3K δ	吉利德	2014/07	慢性淋巴细胞白血病 (CLL)，撤回 FL/SLL 适应症	黑框警告，包括肝脏毒性、严重腹泻或肠炎，以及肺炎和肠穿孔等副作用
Aliqopa	Pan-PI3K	拜耳	2017/09	滤泡性淋巴瘤 (FL)，自愿撤回欧盟和中国上市申请	对野生型 PI3K α 没有选择性，导致葡萄糖代谢异常，存在严重高血压、高血糖等不良反应，患者剂量耐受性差
Piqray	PI3K α	诺华	2019/05	HR+/HER2-携带 PI3K 突变的晚期转移性乳腺癌	对野生型 PI3K α 没有选择性，导致葡萄糖代谢异常，存在严重高血压、高血糖等不良反应，患者剂量耐受性差
Copiktra	PI3K δ /PI3K γ	Verastem/石药集团	2018/09 (美) 2022/03 (中)	滤泡性淋巴瘤 (FL)，自愿撤回适应症	黑框警告，包括严重感染、严重腹泻或肠炎，以及肺炎和皮肤反应等副作用
Ukoniq	PI3K δ	TG Therapeutics	2021/02	复发或难治性边缘区淋巴瘤，被 FDA 撤回加速批准	感染和皮肤反应

资料来源: FDA, 公司官网, 平安证券研究所

与其他 PI3K δ 抑制剂相比，HMPL-689 显示出更高效力和选择性以及更低的毒性。公司开发的 HMPL-689 对 PI3K δ 亚型具有优异的选择性，并且保留 PI3K α 和 PI3K γ ，不抑制 PI3K γ 的活性。目前已在临床前研究中显示出相比同类药物更高的效力（在更低的 IC₅₀ 水平下实现抑制活性）和对 PI3K δ 亚型的更强选择性：HMPL-689 在全血水平中的效力较 Zydelig 强约五倍，且有别于不会抑制 PI3K γ 的 Copiktra。目前国内 PI3K δ 抑制剂市场，仅有石药集团的度维利塞于 2022 年 3 月获批上市，然而 FDA 于 2022 年 7 月发出警示：度维利塞可能增加患者的死亡风险和严重副作用。HMPL-689 的现有数据显示其低胃肠道毒性较低，安全性更好，具有 Best-in-Class 潜力。

图表32 HMPL-689 与其他 PI3K δ 抑制剂的活性比较

酶 IC ₅₀ (nM)	HMPL-689	Zydelig	Copiktra	Aliqopa
PI3K δ	0.8 (n = 3)	2	1	0.7
PI3K γ (与PI3K δ 比较倍数)	114 (142倍)	104 (52倍)	2 (2倍)	6.4 (9倍)
PI3K α (与PI3K δ 比较倍数)	>1,000 (>1,250倍)	866 (433倍)	143 (143倍)	0.5 (1倍)
PI3K δ 人體全血 CD63+	3	14	15	不适用
PI3K β (与PI3K δ 比较倍数)	87 (109倍)	293 (147倍)	8 (8倍)	3.7 (5倍)

资料来源: 公司招股书, 平安证券研究所

HMPL-689 在 I 期临床已展现出相比同类药物更好的安全性。3 级以上不良事件的出现率低于其他 PI3K 抑制剂，同时，因不良事件中断治疗的患者比例也远低于同类药物，安全性优势显著。

图表 33 HMPL-689 的 I 期临床已初步验证安全性

	安迪利塞 ^[1]		Zydelig® (idelalisib) ^[3]	Aliqopa® (copanlisib) ^[2]	Copiktra® (duvelisib) ^[3]	Ukoniq® (umbralisib) ^[3]	Parsaclisib		Zandelisib (intermittent dosing)	
	剂量递增 ^[1]	30mg 每日一次 ^[2]					CITADEL-203/ FL ^[4]	CITADEL-204/ MZL ^[5]	剂量递增 ^[7]	间歇给药 ^[8]
n	56	90	146	168	442	221	103	72	59	121
中性粒细胞减少	43% / 11%	29% / 11%	53% / 28%	32% / 29%	63% / 43%	33% / 17%	16% / 11%	14% / 11%	20% / 17%	26% / na
白细胞减少	29% / 4%	21% / 4%	na	36% / 27%	29% / 8%*	na	na	na	na	na
贫血	16% / 0%	12% / 4%	28% / 2%*	na	20% / 11%	27% / 3%*	34% / 3%*	17% / 8%	10% / 2%	11% / na
血小板减少	11% / 0%	<10% / 2%	26% / 6%*	22% / 8%	17% / 10%	26% / 4%*	22% / 0%*	19% / 4%*	24% / 0%	na
腹泻	<5% / 0%	11% / 2%	47% / 14%	36% / 5%	50% / 23%	58% / 7%	44% / 14%	53% / 15%	45% / 8%	33% / 5%
皮疹	11% / 5%	16% / 6%	21% / 4%	15% / 2%	31% / 9%	18% / 3%	14% / 3%	18% / 3%	24% / 5%	12% / 3%
丙氨酸氨基转移酶 (ALT) 升高	27% / 2%	27% / 0%	50% / 19%	na / 2%	40% / 8%	33% / 8%	30% / 2%	29% / 7%	20% / 5%	na / 1%
天冬氨酸氨基转移酶 (AST) 升高	21% / 2%	19% / 0%	41% / 12%	na / 2%	37% / 6%	32% / 7%	29% / 0%	21% / 4%	26% / 2%	na / 1%
发热	14% / 0%	<10% / 1%	28% / 2%	Na	26% / 2%	10% / 0%	19% / 3%	15% / 1%	14% / 0%	14% / 0%
肺炎	25% / 16%	18% / 13%	25% / 16%	21% / 14%**	21% / 15%	建议 PJP 预防用药	<10%	10% PJP 预防用药	PJP 预防用药	PJP 预防用药
高血压	7% / 5%	<10% / 0%	na	35% / 29%	na	na	<10%	<10%	3% / 0%	na
高血糖	11% / 0%	<10% / 0%	na	54% / 34%	na	na	<10%	<10%	17% / 2%	na
因不良事件中斷治疗										
停止治疗	na	5.6%	23%	24%	35%	15%	25%	37.5%	10%	10%
剂量减少	na	na	41%	24%	23%	10%	20%	17%	na	na
剂量中断	na	na		64%	64%	45%	48%	60%	44%	na
目前状态	治疗惰性非霍奇金淋巴瘤进入后期开发阶段		获批用于治疗二线或以上 CLL/SLL; 撤回用于治疗二线或以上 FL	获批用于治疗二线 FL	获批用于治疗二线或以上 CLL/SLL; 撤回用于治疗二线或以上 FL	撤回	撤回用于治疗惰性非霍奇金淋巴瘤的新药上市申请。在肿瘤领域以外，处于后期发展阶段。		治疗惰性非霍奇金淋巴瘤进入后期开发阶段	

资料来源：公司演示材料，平安证券研究所

HMPL-689 正在推进多项血液肿瘤的临床试验。公司正在临床研究中评估 HMPL-689 对数种血液肿瘤的疗效，包括在中国开展的针对 r/r 滤泡性淋巴瘤 (FL)、r/r 边缘区淋巴瘤 (MZL) 和霍奇金淋巴瘤 (HL) 和非霍奇金淋巴瘤 (NHL) 和在美国开展的 r/r NHL。2021 年 9 月，HMPL-689 在中国获纳入突破性治疗药物品种，用于治疗 r/r 滤泡性淋巴瘤，伴随临床的持续推进，该款产品的有效性和安全性有望得到更多数据验证。

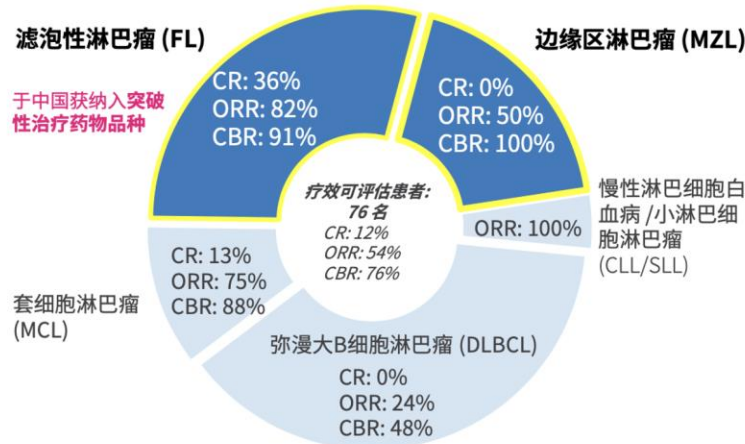
图表 34 HMPL-689 正在开展多项血液肿瘤临床试验

项目	研究用药	适应症	目标人群	研究名称	国家/地区	剂量探索/安全性试筛	概念验证	注册	获批
安迪利塞 (HMPL-689) PI3K δ	安迪利塞	NHL	复发性/难治性		美国/欧洲				
	安迪利塞	健康志愿者			澳洲				
	安迪利塞	滤泡性淋巴瘤	复发性/难治性		中国				
	安迪利塞	边缘区淋巴瘤	复发性/难治性		中国				
	安迪利塞	HL/NHL	复发性/难治性		中国				

资料来源：公司官网，平安证券研究所

中国注册研究已启动，正在积累全球临床差异化数据。HMPL-689 已于 2021 年 4 月在中国开展了一项单臂、开放标签的单药治疗 2L+ 边缘区淋巴瘤 (MZL) 和 3L+ 滤泡性淋巴瘤 (FL) 患者的 II 期临床试验。研究纳入了约 100 名 r/r FL 患者及约 80 名 r/r MZL 患者，两者均属 NHL 的亚型之一，研究主要终点是 ORR。该研究正在中国超过 35 个临床试验中心进行，并预期于年底完成 FL 队列的患者招募及于 2023 年上半年完成 MZL 队列的患者招募。中国 Ib 期扩展研究结果显示 HMPL-689 具有良好的耐受性和可控的毒性，有望于 2023 年递交上市申请。

图表35 HMPL-689 各项临床试验结果

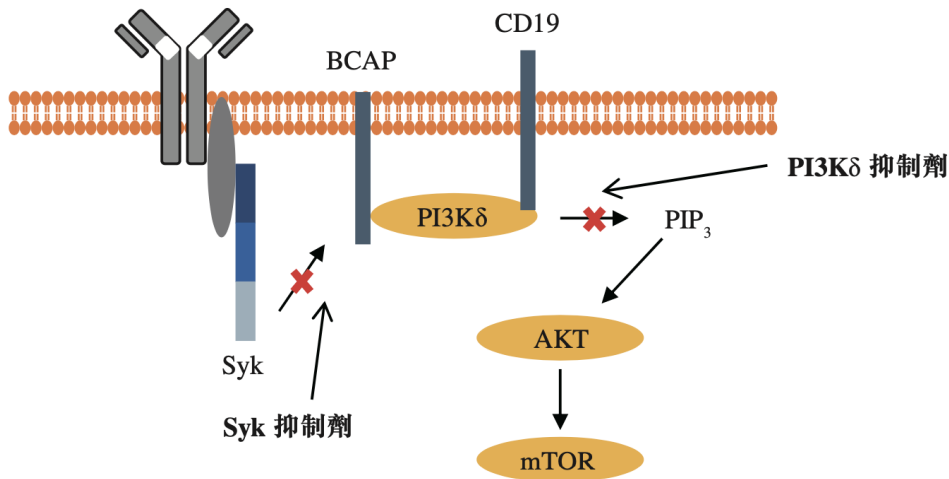


资料来源：公司演示材料，平安证券研究所

3.2 索乐匹尼布 (HMPL-523)：有潜力成为首种治疗血液癌症的选择性 Syk 抑制剂

HMPL-523 是一种新型、高选择性靶向 Syk 的口服抑制剂。Syk 是 B 细胞信号通路的关键酪氨酸激酶，在造血细胞中，Syk 透过活化膜受体吸收到细胞内膜，然后与受体的细胞内区域结合，从而进一步引发下游细胞内信号，包括 PI3Kδ、BTK 及磷脂酶 C-γ2 等，以调节 B 细胞增殖、增长、分化、归巢、存活、成熟及免疫反应。此外，Syk 不仅涉及淋巴细胞调节，亦涉及非淋巴细胞（如肥大细胞、巨噬细胞及嗜酸性粒细胞）的信号传导，产生不同的免疫功能，如脱粒以释放免疫活性物质，引发免疫反应及疾病。因此，Syk 目前已成为多种亚型 B 细胞淋巴瘤或相关自身免疫疾病的热门治疗靶点。

图表36 Syk 及 PI3Kδ 抑制剂作用机理



资料来源：公司招股书，平安证券研究所

HMPL-523 在自身免疫性疾病及血液肿瘤中进行同步探索。目前公司正在澳洲、美国、欧洲及中国进行 HMPL-523 作为单药疗法的多项临床试验，其中免疫性血小板减少症 (ITP) 注册研究已在中国启动，且于中国获纳入突破性治疗药物品种。随着临床持续推进，HMPL-523 有望于 2023 年递交上市申请。

图表37 H MPL-523 同时布局自免和血液肿瘤领域

项目	研究用药	适应症	目标人群	研究名称	国家/地区	剂量探索/安全性试筛	概念验证	注册	获批
索乐匹尼布 (H MPL-523) Syk	索乐匹尼布	NHL			澳洲				
	索乐匹尼布	HL/ NHL			美国/欧洲				
	索乐匹尼布	免疫性血小板减少症	复发性/难治性	ESLIM-01	中国				
	索乐匹尼布	NHL	不限		中国				
	索乐匹尼布	wAIHA	不限		中国	**			

资料来源：公司官网，平安证券研究所

研究显示 H MPL-523 具有较好的疗效以及较高的安全性。由于慢病治疗需要长期服药，因此对于药物安全性的要求较高，不容许出现严重毒副作用。因此，公司在开发 H MPL-523 时针对安全性做了较多工作，包括将其设计为在组织中的药物暴露量相比全血水平更高等，具有独特的药代动力学特质，在临床前研究中也已展现出良好的耐受性。疗效方面，此前治疗 r/rITP 的 I/II 期研究结果显示，患者的总应答率为 80%，持续应答率为 40%，试验入组的患者均已接受过大量治疗，有望为患者带来更多的治疗选择。

图表38 中国 I/II 期研究结果

指标	索乐匹尼布 - 300 mg, 每日一次		
	双盲患者 (8+16 周)	交叉患者 (16 周)	总计
总应答: n (%)	75.0% (12/16)	100.0% (4/4)	80.0% (16/20)
持续应答: n (%)	31.3% (5/16)	75.0% (3/4)	40.0% (8/20)

资料来源：公司演示材料，平安证券研究所

四、投资建议和盈利预测

4.1 绝对估值

公司峰值销售收入预计将在 2030 年达到 70 亿元左右。根据目前已上市的 3 款核心产品管线的假设，伴随适应症拓展逐年递增，未来经风险调整后的销售情况如下：

图表39 公司风险调整后收入预测

收入结构拆分 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
吡嗪替尼	497	711	893	1291	1757	2146	2310	2420	2326	2301	2196
索凡替尼	84	199	332	497	661	659	658	656	655	653	652
赛沃替尼	112	218	316	786	1132	1308	1428	1518	1525	1458	1378
安迪利塞	0	0	0	17	14	17	17	17	17	16	16
其他业务收入	1799	1738	1825	1917	2012	2113	2219	2330	2446	2568	2697
总营业收入	2492	2882	3382	4522	5577	6243	6631	6941	6968	6997	6939
总营收 (百万美元)	356	453	531	710	876	980	1041	1090	1094	1099	1090
研发费用 (百万元)	1907	2439	2029	2261	2231	1873	1326	1041	1045	1050	1041

资料来源：iFind，平安证券研究所 *汇率为 6.37

我们对公司上市产品、临床后期产品以及成功率相对较高核心产品分别进行 NPV 估值，并以此为依据对公司自由现金流进行折现。模型中的关键假设主要包括，无风险利率 R_f 为 3.0%，市场预期回报率为 8.0%，债务成本为 10.0%，债务资本比重为 10%，永续增长率为 1.5%，WACC 为 10.00%。基于以上假设，我们估算公司当前合理市值为 215.68 亿元（按照人

民币兑港元汇率 1.10 换算, 约为 237.25 亿港元), 对应公司总股本约 8.65 亿股的合理价值约 24.94 元/股, 即 27.43 港元/股。

图表40 DCF 估值模型 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
NOPLAT	-1,861	-1,729	-1,020	-756	166	1,261	2,500	2,952	2,977	3,004	2,998
折旧和摊销	46	46	50	56	50	30	30	30	30	30	30
营运资金变动	107	112	111	165	185	154	127	56	5	5	-8
资本性投资	99	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
自由现金流 FCFF	-2,021	-1,896	-1,181	-965	-69	1,036	2,303	2,825	2,903	2,929	2,936

资料来源: iFind, 平安证券研究所

取公司加权平均资本成本 (WACC) 9.07%到 11.42%、永续增长率 1.36%至 1.66%, 基于 DCF 估值模型对公司合理市值进行敏感性分析, 公司合理估值范围为 206.35~226.06 亿元, 即 226.99~248.67 亿港元, 对应公司总股本约 8.65 亿股的合理股价范围为 26.24~28.75 港元。

图表41 DCF 估值敏感性分析 (亿元)

WACC	永续增长率					
	9.07%	1.36%	1.43%	1.50%	1.58%	1.66%
9.52%	230.50	232.05	233.70	235.57	237.58	237.58
10.00%	221.53	222.91	224.39	226.06	227.85	227.85
10.50%	213.12	214.36	215.68	217.18	218.78	218.78
11.42%	205.23	206.35	207.53	208.87	210.30	210.30
	193.50	194.40	195.36	196.43	197.58	197.58

资料来源: iFind, 平安证券研究所

4.2 相对估值

公司属于刚实现商业化的临床阶段创新药公司, 仍处于亏损状态, 因此并不适用于传统 P/E 相对估值方法。考虑到目前公司已经步入商业化阶段, 实现销售收入, 因此我们选取 P/S 作为相对估值计算方式。选取部分在港股上市、并已经实现商业化的生物创新药公司作为可比公司, 包括百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物和诺诚健华, 可比公司的 P/S 平均值为 17.30x, 中值为 17.90x。而和黄医药当前的 P/S 为 5.11x, 在可比公司中处于低位水平。

图表42 可比公司估值情况

代码	公司	总市值 (亿元)	2021 销售收入 (亿元)	P/S
6160.HK	百济神州	1,380.59	76.01	18.16
1801.HK	信达生物	441.11	42.70	10.33
1877.HK	君实生物	552.14	40.26	13.71
9995.HK	荣昌生物-B	376.71	14.26	26.42
9969.HK	诺诚健华-B	186.66	10.43	17.90
平均值				17.30
中值				17.90
0013.HK	和黄医药	116.01	22.71	5.11

资料来源: iFind, 平安证券研究所

*以 11 月 10 日收盘价计算

4.3 投资建议

公司目前处于行业相对低位估值水平，合理市值为 237.25 亿港元，给予“推荐”评级。按照研发管线的绝对估值情况，我们给予公司整体估值 215.68 亿元（按照人民币兑港元汇率 1.10 换算，约为 237.25 亿港元）。以 P/S 作为相对估值计算方式，公司当前仅为 5.11x，估值处于同行业中的低位水平。综合绝对估值和相对估值情况，我们给予公司整体估值 237.25 亿港元，根据公司当前股本 8.65 亿股，对应目标价 27.43 港元。考虑到公司未来还有多款产品将持续推进临床，管线估值有望进一步提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

短期来看，公司已商业化的 3 款产品有望放量，增厚业绩表现。目前上市产品中有 2 款已进入医保目录，药物可及性大幅提升，随着适应症的持续拓展，未来产品有望进一步实现快速放量，兑现业绩表现。

- ▶ 呋喹替尼凭借较好的疗效和安全性目前已成为三线结直肠癌市场领导者，三甲医院市占率已超过 40%，未来伴随适应症的持续拓展，有望凭借品牌力快速抢占市场。此外，VEGF 作为肿瘤代谢和转移的重要信号通路之一，其作用机制适合与其他药物联合治疗，然而由于一代 VEGF 脱靶毒性较为严重，因此无法与其他疗法联用，潜力受到限制。考虑到呋喹替尼的安全性和较高选择性，有望开展联合疗法，并进一步向前线治疗推进，扩大患者人群。
- ▶ 索凡替尼是目前唯一一款可以治疗所有类型的晚期神经内分泌瘤的药物，目前我国每年约有超过 7 万名新增 NET 患者，索凡替尼为这些患者带来治疗选择，填补未满足的临床需求。此外，索凡替尼有望增强 PD-1 抗体的抗肿瘤活性，正在开展多项联合治疗的临床试验，未来伴随试验的逐步推进，适应症将进一步拓展。
- ▶ 赛沃替尼是具有高选择性的 MET 抑制剂，并解决了第一代选择性 MET 抑制剂的肾毒性问题，具有较好的安全性和耐受性，成为中国首个获批治疗 MET 外显子 14 跳变 NSCLC 患者的 MET 药物。为进一步拓展适应症，赛沃替尼还在国内开展 4 项注册性临床研究，包括治疗三代 EGFR 耐药 NSCLC 等，有望在 2024 年提交 NDA，为更多患者带来治疗选择。

中长期来看，在研管线丰富，积极布局全球市场。公司持续围绕肿瘤深入布局，研发梯队较为丰富，并且在同靶点药物中具备一定疗效或安全性优势，随着未来临床的持续推进，公司管线估值有望进一步提升。此外，公司仍在积极布局海外市场，进一步打开收入天花板。

- ▶ 凭借较强的研发实力，公司仍在积极布局新管线，在研药物几乎覆盖整个血液肿瘤光谱，产品之间有望形成协同效应。其中，进度较快的为 HMPL-689 和 HMPL-523，分别具有 BIC 和 FIC 潜力，进一步验证公司在立项和开发方面的优势，随着临床的持续推进和研发投入的力度加大，公司有望推出重磅新药。
- ▶ 出海方面，虽然索凡替尼的上市申请因未开展 MRCT 被拒，但也进一步明确了 FDA 的审评标准，公司汲取经验并仍在持续探索出海之路。其中，呋喹替尼的 MRCT 达到预设终点，相比于安慰剂能够显著延长转移性结直肠癌患者的生存期，并且具备较好的安全性，填补未满足临床需求。凭借该数据，公司将于近期向 FDA 递交 BLA 申请，有望成为公司首款成功出海的创新药。此外，赛沃替尼在合作伙伴阿斯利康的推动下也正在开展 3 项全球注册研究，有望进一步探索海外自由定价市场，打开公司收入天花板。

五、 风险提示

5.1 研发失败风险

公司产品目前多数仍然研发阶段，新药研发受到资金、政策、技术等多因素影响，存在进度不及预期甚至失败的可能。

5.2 销售不及预期

公司今年刚步入商业化元年，销售能力尚未得到验证，存在销售不及预期的风险。

5.3 竞争加剧风险

未来可能会有更多企业的同类产品上市，导致竞争局面恶化。

5.4 政策风险

作为新兴技术，行业监管政策存在发生变动的风险。

资产负债表

单位:千美元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	377542	132685	39643	89591
应收账款	83580	106208	124623	166642
预付款项、按金及其他	63276	80407	94348	126160
其他应收款	1149	1460	1713	2291
存货	35755	40728	36762	39325
其他流动资产	650774	655272	658933	667287
流动资产总计	1212076	1016761	956022	1091296
长期股权投资	76479	76479	76479	76479
固定资产	41275	37560	33846	30131
在建工程	0	0	0	0
无形资产	25211	22074	18950	15836
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	17620	17703	17770	17820
非流动资产合计	160585	153817	147044	140266
资产总计	1372661	1170578	1103067	1231562
短期借款	26905	0	0	0
应付账款	41177	40295	36370	38907
其他流动负债	243576	306509	349034	458238
流动负债合计	311658	346803	385404	497145
长期借款	0	82644	195526	341936
其他非流动负债	21489	21489	21489	21489
非流动负债合计	21489	104133	217015	363425
负债合计	333147	450937	602419	860570
储备	894868	894868	894868	894868
留存收益	5572	-367167	-622353	-773437
归属于母公司股东权益	986893	614154	358968	207884
归属于非控制股东权益	52621	105487	141680	163108
权益合计	1039514	719641	500648	370992
负债和权益合计	1372661	1170578	1103067	1231562

现金流量表

单位:千美元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	-358229	-380490	-218993	-129656
折旧与摊销	7234	6868	6872	6879
财务费用	-1484	1696	6444	12807
其他经营资金	148256	12509	6296	26416
经营性现金净流量	-204223	-359417	-199380	-83555
投资性现金净流量	-306320	60517	-100	-100
筹资性现金净流量	650028	54043	106437	133603
现金流量净额	139485	-244857	-93043	49949

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:千美元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	356128	452543	531009	710048
销售成本	258234	294153	265505	284019
研发费用	299090	382964	318520	354929
销售费用	37827	46835	53246	81347
管理费用	89294	107385	106287	106602
财务费用	-1484	1696	6444	12807
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-339476	-380490	-218993	-129656
其他非经营损益	123736	0	0	0
税前利润	-215740	-380490	-218993	-129656
所得税	-48699	-60617	0	0
税后利润	-167041	-319873	-218993	-129656
归属于非控制股东利益	27607	52866	36193	21428
归属于母公司股东利润	-194648	-372739	-255186	-151085
EBITDA	-209990	-371926	-205676	-109971
NOPLAT	-292261	-318431	-213515	-118770
EPS(元)	-0.23	-0.43	-0.30	-0.17

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营收额增长率	56.2%	27.1%	17.3%	33.7%
EBIT 增长率	-13.0%	-74.4%	43.9%	45.0%
EBITDA 增长率	-12.8%	-77.1%	44.7%	46.5%
税后利润增长率	-44.6%	-91.5%	31.5%	40.8%
盈利能力				
毛利率	27.5%	35.0%	50.0%	60.0%
净利率	-46.9%	-70.7%	-41.2%	-18.3%
ROE	-19.7%	-60.7%	-71.1%	-72.7%
ROA	-14.2%	-31.8%	-23.1%	-12.3%
ROIC	-163.2%	-197.1%	-127.0%	-191.5%
估值倍数				
P/E	-8.2	-4.3	-6.3	-10.6
P/S	4.5	3.5	3.0	2.3
P/B	1.6	2.6	4.5	7.7
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	3.1	0.8	0.6	-0.3
EV/EBITDA	3.2	0.8	0.7	-0.3
EV/NOPLAT	2.3	0.9	0.6	-0.3

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033