

中性 (维持)

02256.HK 和誉-B

ABSK021 治疗腱鞘巨细胞瘤的初步数据优异，具备全球竞争力

2022年11月22日

主要财务指标

| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|---------|--------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 66.27 | 36.10 | 42.71 | 247.71 |
| 增长率 (%) | | -45.52% | 18.30% | 480.03% |
| 净利润 (百万元) | -1,810 | -427 | -553 | -923 |
| 每股盈利 (元) | -2.576 | -0.608 | -0.787 | -1.315 |

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理与预测

投资要点

- ABSK021 治疗晚期腱鞘巨细胞瘤的 1b 期数据显示，ORR=68% (17/25)，且有 1 例 CR。第 13 周评估了 9 名患者的膝关节屈曲范围，较基线平均改善 27 度 (范围：5-58)，僵硬度和疼痛缓解度趋势相似。同时，ABSK021 显示出良好的安全性，无明显肝毒性。平均治疗时长为 6.8 个月，85.2% 的患者仍然在治疗中。目前，全球唯一获批的同类药物为第一三共的 Turalio，其三期临床试验的 ORR 为 38%，且有致死性肝损伤等的安全性黑框警告。我们认为，该数据具备国际竞争力，期待公司在适当时候寻求开发和商业化的合作伙伴，在全球范围内最大化产品的价值。
- 2022H2-2023H1 催化剂丰富，多项数据值得期待：(1) ABSK011 (FGFR4) 的单药二线肝癌 POC 数据、联合用药一线肝癌的初步数据；(2) ABSK091 (pan-FGFR) 单药二线尿路上皮癌 POC 数据；(3) ABSK081 (CXCR4) 联合用药三阴性乳腺癌的初步数据等。
- ABSK021 是自主研发的一款全新的口服、高选择性、高活性集落刺激因子 1 受体 (CSF-1R) 小分子抑制剂。它也是中国公司开发的首款已进入临床试验的高选择性 CSF-1R 抑制剂。大量研究表明，阻断集落刺激因子 1 (CSF-1) /CSF-1R 信号通路可有效调节和改变巨噬细胞功能，并可能治疗多种巨噬细胞相关人类疾病。公司已在美国完成一项 ABSK021 临床 Ia 期剂量爬坡试验并正在中国与美国同步开展一项 Ib 期多队列扩展阶段研究 () NCT04192344。2022 年 7 月，ABSK021 被 CDE 认定为突破性治疗药物 (BTD)，用于治疗不可手术的 TGCT。2022 年 10 月，ABSK021 进一步获 CDE 批准，可开展针对 TGCT 患者的随机、双盲、安慰剂对照、多中心 III 期临床研究。
- 关于 TGCT：TGCT 是一种局部侵袭性肿瘤，通常会影滑膜关节、黏液囊和肌腱膜，导致相关关节肿胀、疼痛、僵硬和活动减弱，严重影响患者生活品质。根据 2013 年世界卫生组织分类，TGCT 被分类为局限性 TGCT 和弥漫性 TGCT。弥漫性 TGCT 包括过往已知的结节性腱鞘炎和色素沉着绒毛结节性滑膜炎 (PVNS)。CSF-1 过表达发生在大多数 TGCT。手术切除是 TGCT 的标准治疗方法。然而，并非所有患者都适合手术治疗。弥漫性 TGCT 患者的肿瘤很难透过手术切除，手术切除可能会导致严重的关节损伤、滑膜全切除、关节置换甚至截肢，而且手术并发症风险很高。根据报告，超过 50% 的弥漫性 TGCT 患者在手术切除后病情还会复发。对于不适合手术的 TGCT 患者，中国目前尚无药物获批上市。

风险提示：在研管线推进不及预期、产品或适应症竞争格局恶化、行业政策风险。

市场数据

| 日期 | 2022.11.21 |
|------------|------------|
| 收盘价 (港元) | 3.30 |
| 总股本 (百万股) | 702 |
| 流通股本 (百万股) | 702 |
| 总市值 (亿港元) | 23 |
| 流通市值 (亿港元) | 23 |
| 净资产 (亿元) | 24.82 |
| 总资产 (亿元) | 26.00 |
| 每股净资产 (元) | 3.54 |

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《临床前项目陆续推进，多项关键数据年内有望读出》20220824

《深耕潜在同类最佳或同类首创小分子创新药，已拥有全球最大 FGFR 管线之一》20220322

海外医药研究

分析师：

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

附表

| 损益表 | | | | | 财务分析 | | | | |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 单位: 人民币百万元 | | | | | | | | | |
| 会计年度 | 2021年 实际 | 2022年 预测 | 2023年 预测 | 2024年 预测 | 会计年度 | 2021年 实际 | 2022年 预测 | 2023年 预测 | 2024年 预测 |
| 营业收入 | 66.3 | 36.1 | 42.7 | 247.7 | 财务状况 | | | | |
| 营业成本 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -176.8 | 资产负债率 | 4.5% | 5.5% | 7.3% | 13.4% |
| 销售开支 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -243.6 | 负债权益比 | 4.7% | 5.8% | 7.9% | 15.5% |
| 行政开支 | -124.8 | -122.7 | -153.3 | -176.3 | 流动比率 | 3529% | 1650% | 958% | 437% |
| 研发开支 | -226.1 | -339.2 | -440.9 | -573.2 | 利息保障倍数 | 1886 | 444 | 575 | 962 |
| 其他开支 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 净资产收益率 | — | — | — | — |
| 可转换可赎回优 先股公允价值亏损 | -1,524.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 财务费用 | -1.0 | -1.0 | -1.0 | -1.0 | | | | | |
| 税前亏损 | -1,810.0 | -426.7 | -552.5 | -923.1 | | | | | |
| 所得税 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 年内/期内亏损 | -1,810.0 | -426.7 | -552.5 | -923.1 | | | | | |
| 折旧及摊销 | 12.0 | 18.1 | 42.6 | 70.7 | | | | | |
| EBITDA | -1,797.0 | -407.7 | -509.0 | -851.5 | | | | | |
| 每股盈利(元) | -2.576 | -0.608 | -0.787 | -1.315 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | 现金流量表 | | | | |
| 单位: 人民币百万元 | | | | | 单位: 人民币百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021年 实际 | 2022年 预测 | 2023年 预测 | 2024年 预测 | 会计年度 | 2021年 实际 | 2022年 预测 | 2023年 预测 | 2024年 预测 |
| 现金及现金等价物 | 2,545.5 | 2,183.8 | 1,721.6 | 916.8 | 税前亏损 | -1,810.0 | -426.7 | -552.5 | -923.1 |
| 预付款项及其他 应收款项 | 35.9 | 35.9 | 35.9 | 35.9 | 营运资金变化 | 33.4 | 33.4 | 9.7 | 11.2 |
| 总流动资产 | 2,581.4 | 2,219.7 | 1,757.5 | 952.6 | 融资成本 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 非流动资产 | | | | | 支付所得税 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 15.2 | 18.8 | 21.9 | 24.3 | 其他调整项 | 1,553.4 | 16.6 | 63.5 | 87.5 |
| 无形资产 | 3.1 | 5.2 | 6.7 | 7.4 | 经营活动现金 | -222.2 | -375.8 | -478.4 | -823.5 |
| 其他非流动资产 | 54.9 | 110.5 | 154.9 | 186.2 | 资本开支 | 8.8 | 10.1 | 11.6 | 13.4 |
| 总资产 | 2,654.5 | 2,354.2 | 1,940.9 | 1,170.6 | 其他投资活动 | -2.4 | 4.0 | 4.6 | 5.3 |
| 流动负债 | | | | | 投资活动现金 | 6.3 | 14.1 | 16.2 | 18.6 |
| 其他应付款项 及应计费用 | 64.7 | 74.4 | 85.5 | 98.4 | 租赁付款本金 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 租赁负债-即期部分 | 8.9 | 10.2 | 11.7 | 13.5 | 股份发行开支 | -29.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 总流动负债 | 73.5 | 84.6 | 97.3 | 111.8 | 发行股份所得 | 1,426.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 可转换可赎回优先股 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 其他融资活动 | 796.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他固定负债 | 44.9 | 44.9 | 44.9 | 44.9 | 融资活动现金 | 2,193.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 总负债 | 118.5 | 129.5 | 142.2 | 156.8 | 净现金流 | 1,977.6 | -361.7 | -462.2 | -804.9 |
| 股东权益 | 2,536.1 | 2,224.7 | 1,798.7 | 1,013.8 | 期初持有现金 | 617.8 | 2,545.5 | 2,183.8 | 1,721.6 |
| 负债权益合计 | 2,654.5 | 2,354.2 | 1,940.9 | 1,170.6 | 汇率存款变动 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | 期末持有现金 | 2,545.5 | 2,183.8 | 1,721.6 | 916.8 |

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与信银（香港）投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、无锡惠山高科有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、远东宏信有限公司、湖州南洋旅游投资发展集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、南京溧水城市建设集团有限公司、华立大学集团有限公司、旷世控股有限公司、宁波旷世智源工业设计股份有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、建发物业发展集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、螭博医疗控股有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南铁路投资有限责任公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、环龙控股有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、交运燃气有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、江苏阜开投资发展集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、珠海华发实业股份有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、周口市城建投资发展有限公司、丹阳投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、珠海华发集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、中原证券股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、集友银行有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、南洋商业银行有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited.、浙江长兴金融控股集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、四海国际投资有限公司、无锡恒廷实业有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、太原国有投资集团有限公司、山东高速集团有限公司、Coastal Emerald Limited.、新奥能源控股有限公司、新奥天然气股份有限公司、湖州燃气股份有限公司、溧源国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、香港國際（青島）有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、山东仙境控股有限公司、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、恒源国际发展有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、江苏句容投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、Higher Key Management Limited.、镇江交通产业集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、北海投资(BVI)有限公司、漳州圆山发展有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、连云港港口集团、厦门象屿集团有限公司、香港象屿投资有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、郑州地产集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、润歌互动有限公司、东方

资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、多想云控股有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、长沙先导投资控股集团有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、龙口市城乡建设投资发展有限公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 |
|-----------------------------|---------------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |
| 深圳 | 香港（兴证国际） |
| 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 | 地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层 |
| 邮编：518035 | 传真：(852) 35095929 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：ir@xyzq.com.hk |