



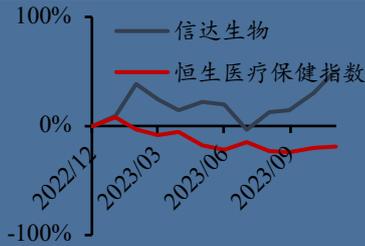
Research and
Development Center

创新药行业标杆，多领域齐步发展 Biopharma

—信达生物（1801.HK）深度报告

2023年12月02日

证券研究报告
公司研究
深度报告
信达生物(1801.HK)
投资评级 买入

上次评级 -


资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(港元)	44
最近2月涨跌幅(%)	26.62
总股本(亿股)	16.2
流通股比例	100
总市值(亿港元)	711

资料来源: wind, 信达证券研发中心

唐爱金 医药行业首席分析师
 执业编号: S1500523080002
 联系电话: 19328759065
 邮箱: tangaijin@cindasc.com

宋丹 医药分析师
 执业编号: S1500523110001
 联系电话: 15622304638
 邮箱: songdan3@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

信达生物 (1801.HK) : 创新药行业标杆, 多领域齐步发展 Biopharma

2023年12月02日

摘要:

◆公司经过 12 年砥砺前行, 已成为研发生产和国内市场商业化体系完整的 Biopharma。目前已成功上市 10 个产品, 2023H1 营收达 27 亿元, 3 款药物处于 NDA 阶段, 5 款药物处于临床关键阶段, 17+ 款药物处于临床开发阶段。肿瘤、自免、代谢与心血管和眼科领域齐步发展, 市场空间广阔且竞争优势明显。

◆商业化产品增至 10 款, 形成系统性产品梯队: ①信迪利单抗获批癌症适应症 6 项, 成为国内首个用于五大高发癌种 (包括非鳞状非小细胞肺癌、鳞状非小细胞肺癌、肝癌、食管鳞癌及胃或胃食管交界处腺癌) 一线治疗的 PD-1 抑制剂。2023H1 样本医院数据显示销售额仍保持快速增长, 我们预计 2027 年有望达到 46 亿元销售额峰值。②三大生物类似物提供稳定现金流: 我们预计贝伐珠单抗、利妥昔单抗、阿达木单抗 2023 年合计营收有望达到 25 亿元。③License in 创新药增厚商业化品种, 佩米替尼 (FGFR1/2/3)、奥雷巴替尼 (BCR-ABL/KIT)、雷莫西尤单抗 (VEGFR-2)、塞普替尼 (RET) 和伊基奥仑赛 (BCMA CAR-T) 形成系统性产品梯队。

◆在研管线: 多领域齐头发展, 重磅减肥药 NDA 在即。①公司通过合作快速布局 ADC 领域, 5 款产品已进入临床阶段。②玛仕度肽 (IBI362): 治疗肥胖和糖尿病潜在重磅炸弹, 74 亿销售峰值潜力产品。肥胖或超重 (6mg): 22 年 Q4 启动临床 III 期, 计划 23 年底至 24 年初递交 NDA; 肥胖 (9mg): 23 年 Q2 临床 II 期达到首要终点, 治疗 48 周后, 9 mg 玛仕度肽组体重较基线的平均百分比变化与安慰剂组的差值达 -18.6%; 体重较基线的平均变化与安慰剂组差值为 -17.8kg。计划 23 年底启动临床 III 期; 2 型糖尿病 (6mg): 23 年 Q1 启动临床 III 期, 计划 24 年递交 NDA。③自免领域, 匹康奇拜单抗 (IL-23p19) 和眼科领域 IBI302 (VEGF/Complement)、IBI311 (IGF-1R) 均处于 III 期临床。

◆盈利预测与投资评级: 我们预计 2023-2025 年公司实现营收分别为 58 亿元、67.6 亿元、81.97 亿元, 归母净利润分别为 -10.41 亿元、-7.32 亿元、3.73 亿元, 每股收益分别为 -0.64 元、-0.45 元、0.23 元。公司为创新药研发头部企业, 商业化产品持续丰富, 我们经过测算认为公司 2024 年合理估值为 961 亿港元。首次覆盖, 给予公司“买入”投资评级。

◆风险提示: 研发及产品上市进度不及预期; 产品竞争加剧的风险; 产品商业化不及预期; 政策风险等。

重要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4556	5800	6760	8197
增长率 YoY %	7%	27%	17%	21%
归属母公司净利润(百万元)	-2179	-1041	-732	373
增长率 YoY %	31%	52%	30%	151%
毛利率%	79.57%	81.00%	82.00%	83.00%
净资产收益率 ROE%	-20.31%	-10.37%	-7.62%	3.62%
EPS(摊薄)(元)	-1.42	-0.64	-0.45	0.23
市盈率 P/E(倍)	-	-	-	174.63

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 12 月 01 日收盘价



1 平台型国际化 Biopharma，创新药行业标杆.....	6
1.1 12 年发展壮大，信达生物领跑国内创新药行业.....	6
1.2 公司股权结构稳定，管理团队经验丰富.....	8
1.3 研发投入逐年增高，公司商业化稳步推进.....	9
2 商业化产品增至 10 款，形成系统性产品梯队.....	10
2.1 达伯舒 (信迪利单抗，PD-1)：唯一在五高发肿瘤一线临床中皆有疗效.....	10
2.1.1 信迪利单抗作为国产独家获批一线胃癌的 PD-1，有望快速放量.....	12
2.2 生物类似物市场空间广阔，三大产品提供稳定现金流.....	15
2.2.1 贝伐珠单抗 (达攸同)：市占率前 3，2023H1 仍在快速增长.....	16
2.2.2 利妥昔单抗 (达伯华)：竞争格局良好，快速放量中.....	16
2.2.3 阿达木单抗 (苏立信)：销售额基数仍较小，2023H1 同比增速喜人.....	17
2.3 License in 创新药增厚商业化品种，形成系统性产品梯队.....	17
2.3.1 奥雷巴替尼 (耐立克)：国内首款获批上市的三代 BCR-ABL TKI 产品.....	17
2.3.2 雷莫西尤单抗 (希冉择)：唯一获批用于胃癌/胃食管交界处癌的二线疗法.....	19
2.3.3 伊基奥仑赛 (福可苏)：全球首个全人源 BCMA CAR-T 细胞免疫治疗产品.....	22
3 在研管线：多领域齐头发展，重磅减肥药 NDA 在即.....	24
3.1 ADC 管线：通过合作快速布局 ADC 领域，5 款产品已进入临床阶段.....	24
3.2 玛仕度肽 (IBI362)：治疗肥胖和糖尿病潜在重磅炸弹，74 亿销售峰值潜力产品.....	25
3.3 匹康奇拜单抗 (IBI112)：潜在同类最佳的 IL-23p19 单抗.....	29
3.4 IBI302 (efdamrofusp alfa)：全球首个眼用抗 VEGF/补体的双特异性融合蛋白.....	30
4 盈利预测与投资建议.....	32
4.1 业务拆分与营收预测.....	32
4.2 估值测算.....	33
4.3 投资建议.....	34
5 风险提示.....	34

表目录

表 1、公司管理层经验丰富.....	8
表 2、公司目前共计 10 款药物获批上市.....	10
表 3、信迪利单抗联合化疗揭开一线治疗晚期胃癌新篇章.....	14
表 4、国内三大生物类似药竞争格局.....	15
表 5：已上市的三代 BCR-ABL TKI 抑制剂.....	18
表 6：雷莫西尤单抗获 2023 CSCO 胃癌二线首位推荐.....	19
表 7：国内已上市胃癌靶向治疗药物.....	20
表 8：已上市含 VEGFR-2 靶点药物.....	20
表 9：靶向 BCMA CAR-T 用于 r/r MM 药物研发进展及临床数据.....	24
表 10：迄今为止 FDA 仅获批了 7 款减肥药物.....	27
表 11：IL23 靶向药物竞争格局.....	29
表 12：湿性年龄相关性黄斑部病变药物竞争格局.....	31
表 13、公司分业务收入预测.....	33
表 14、可比公司 PS 估值.....	33

图目录

图 1、公司发展历程.....	6
图 2、公司肿瘤领域管线丰富.....	7
图 3、公司非肿瘤多领域齐头并进.....	8
图 4、公司股权结构稳定，创始人俞德超为公司董事长实控人.....	8
图 5、2018-2023H1 公司商业化团队和研发团队不断壮大.....	9
图 6、2018-2023 年公司营业收入与公司归母净利润.....	10
图 7、2018-2023 年公司研发支出与销售成本.....	10
图 8、全球 PD-1/PD-L1 抑制剂的市场预测.....	11
图 9、中国 PD-1/PD-L1 抑制剂的市场预测.....	11
图 10、国内 PD-1 竞争格局，信迪利单抗为国内首个用于五大高发癌种一线治疗的 PD-1.....	11
图 11、国内重点企业 PD-1 销售情况，信迪利单抗销售额增长快速 (销售额：单位亿元).....	12
图 12、信迪利单抗 2023 年销售额 (国内样本医院数据) 仍然快速增长.....	12
图 13、2017-2030 年中国胃癌发病人数规模及预测.....	13
图 14、胃癌诊疗指南 2022 CSCO.....	13
图 15、信迪利单抗有望实现超 45 亿销售峰值.....	15
图 16、2017-2030 年中国生物类似药市场规模及预测.....	16
图 17、公司贝伐珠单抗样本医院季度销售情况.....	16



图 18、贝伐珠单抗 2023Q1 竞争格局	16
图 19、公司利妥昔单抗样本医院季度销售情况	17
图 20、国内利妥昔单抗 2023Q1 竞争格局	17
图 21、公司阿达木单抗样本医院季度销售情况	17
图 22、阿达木单抗 2023Q1 竞争格局	17
图 23、奥雷巴替尼国内样本医院季度销售额及增速情况	18
图 24、雷莫西尤单抗有望实现 15 亿元销售峰值	22
图 25、2016-2030 年中国 r/r MM 患病人数及预测	23
图 26、复发/多发性骨髓瘤诊疗指南	23
图 27、全球糖尿病患者众多且不断增多	25
图 28、全球 7.64 亿人受肥胖困扰	25
图 29、2018-2022 年 GLP-1 市场规模复合增速 29%	26
图 30、GLP-1 类药物以 5.5% 的处方量占比贡献 39% 的销售额占比	26
图 31、国内 GLP-1 销售额快速增长	26
图 32、玛仕度肽临床管线进度及规划	27
图 33、IBI326 临床 II 期 24 周临床数据优于司美格鲁肽	27
图 34、IBI326 针对 2 型糖尿病受试者的 II 期临床研究达到主要终点	28
图 35、玛仕度肽有望实现 74 亿销售峰值	28
图 36、2018 年至 2030 年（估计）中国银屑病药物市场	29
图 37、中国治疗 nAMD 药物市场规模预测	30
图 38、阿柏西普、康柏西普、雷珠单抗样本医院度销售额情况（单位：百万元）	31
图 39、IBI302 临床 II 期实验数据	32



投资聚焦

信达生物为国内创新药龙头企业，2011年由俞德超博士创立，经过12年的发展已成功打造集研究、CMC、临床开发及商业化为一体的全球化集成生物制药平台。市场观点认为公司PD-1竞争激烈且受医保谈判降价影响，销售额峰值没有想象空间，陷入多线发展迷雾中，出海又受挫。

我们认为①信迪利单抗为国内首个用于五大高发癌种（包括非鳞状非小细胞肺癌、鳞状非小细胞肺癌、肝癌、食管鳞癌及胃或胃食管交界处腺癌）一线治疗的PD-1抑制剂。2023H1样本医院数据显示销售额仍保持快速增长，我们预计2027年有望达到46亿元销售额峰值。②公司产品涵盖肿瘤、代谢、自身免疫、眼科等多个疾病领域，多样化的产品管线为公司提供了较大的临床及商业化潜力。目前已形成系统性产品梯队，10个产品已获批准上市，3个品种递交NDA，5个品种进入3期或者关键性临床研究以及17个分子进入临床研究。

1 平台型国际化 Biopharma，创新药行业标杆

1.1 12 年发展壮大，信达生物领跑国内创新药行业

信达生物已从创新生物科技企业转变为生物制药领域的领跑者。公司在自 2011 年由俞德超博士创立，12 年来砥砺前行，以始为终，已成功打造集研究、CMC、临床开发及商业化为一体的全球化集成生物制药平台。公司的产品管线囊括了一系列创新治疗靶点及药物形式，包括单克隆抗体、多特异性抗体、免疫细胞因子、T/NK 细胞衔接、ADC、ADC ISAC、融合蛋白、细胞治疗及小分子药，涵盖肿瘤、代谢、自身免疫、眼科等多个疾病领域，多样化的产品管线为公司提供了较大的临床及商业化潜力。公司拥有 35 条创新产品管线，其中有 25 条肿瘤管线产品和 10 条非肿瘤管线产品。目前有 10 个产品已获批准上市，3 个品种递交 NDA，5 个品种进入 3 期或者关键性临床研究以及 17 个分子进入临床研究。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

2023 年上半年，公司持续推进肿瘤领域创新分子开发，同时非肿瘤领域已进入收获期。
肿瘤领域：①2023 年 6 月，BCMA CAR-T（伊基奥仑赛注射液）获批用于治疗复发难治多发性骨髓瘤的成人患者，既往经过至少 3 线治疗后进展（至少使用过一种蛋白酶体抑制剂及免疫调节剂）。②23 年 1 月，盐酸帕沙利塞片（PI3K δ 抑制剂）用于治疗 r/rFL 的 NDA 获受理。两款肺癌靶向分子药物 IBI-351（KRAS G12C）及 IBI-344（ROS1）于 2023 年 11 月 NDA 获得受理，IBI-351 还纳入优先审评。④IBI-126（CEACAM5 ADC）治疗 2L NSCLC 的 III 期试验正在进行中。

图 2、公司肿瘤领域管线丰富

候选药物/靶点药物	靶点	形式	权益范围	临床前阶段	IND	1期	1b/2期	关键性2期/3期	NDA	上市
达伯舒® (信迪利单抗)	PD-1	单克隆抗体	全球	批准上市: 1L 非鳞肺癌, 1L 肺癌, 1L 肝癌, 1L 食管癌, 霍奇金淋巴瘤; 2L EGFRm 肺癌						
达攸同® (贝伐珠单抗)	VEGF-A	单克隆抗体	全球	批准上市: 肺癌, 结直肠癌, 肝癌, 胶质母细胞瘤, 宫颈癌, 卵巢癌						
达伯舒® (利妥昔单抗)	CD20	单克隆抗体	全球	批准上市: 非霍奇金淋巴瘤, 慢性淋巴细胞白血病						
达伯舒® (佩米替尼片)	FGFR1/2/3	小分子	中国大陆、香港、澳门和台湾	批准上市: 2L 胆管癌						
耐立克® (奥雷巴替尼片)	BCR-ABL/KIT	小分子	中国大陆、香港、澳门和台湾	批准上市: TK 抑制剂 慢性髓细胞白血病						
希南泽® (雷莫西尤单抗)	VEGFR-2	单克隆抗体	中国大陆	批准上市: 2L 胃癌, 2L 肝癌						
睿妥® (德昔替尼胶囊)	RET	小分子	中国大陆	批准上市: RET+ 非小细胞肺癌/髓性甲状腺癌/甲状腺癌						
福可苏® (伊基奥仑赛)	BCMA CAR-T	细胞治疗	全球	批准上市: r/r 多发性骨髓瘤						
IBI376 (盐酸帕沙利塞片)	PI3Kδ	小分子	中国大陆、香港、澳门和台湾	递交NDA: r/r 滤泡性淋巴瘤						
IBI351 (luiberasib)	KRAS ^{G12C}	小分子	中国大陆、香港、澳门和台湾	2L KRAS+ 非小细胞肺癌肺癌 1L KRAS+ 非小细胞肺癌 / 3L CRC						
IBI344 (他雷替尼)	ROS1/TRK	小分子	中国大陆、香港、澳门和台湾	2L ROS1+ 非小细胞肺癌						
IBI126 (Tusamitamab)	CEACAM5 ADC	抗体-药物偶联物	中国大陆	2L CEACAM5+ 非小细胞肺癌 1L CEACAM5+ 非小细胞肺癌						
IBI110	LAG3	单克隆抗体	全球	1L 鳞状非小细胞肺癌; 1L 胃癌; 1L 肝癌						
IBI939	TIGIT	单克隆抗体	全球	1L 非小细胞肺癌 (PD-L1 TPS>=50%)						
IBI310	CTLA-4	单克隆抗体	全球	多项瘤种						
IBI323	LAG3/PD-L1	双克隆抗体	全球	结直肠癌						
IBI188	CD47	单克隆抗体	全球	骨髓异常增生综合征						
IBI322	PD-1/CD47	双特异性抗体	全球	淋巴瘤						
IBI363	PD-1/IL-2	双特异性抗体	全球	恶性肿瘤						
IBI127	IL-2	免疫细胞因子	中国大陆	恶性肿瘤						
IBI343	CLDN18.2 ADC	抗体-药物偶联物	全球	恶性肿瘤						
IBI389	CLDN18.2/CD3	双克隆抗体	全球	恶性肿瘤						
IBI360	CLDN18.2	单克隆抗体	全球	恶性肿瘤						
IBI345	CLDN18.2 Modular CAR-T	细胞治疗	全球	恶性肿瘤						
IBI354	HER2 ADC	抗体-药物偶联物	全球	恶性肿瘤						
IBI130	TROP2 ADC	抗体-药物偶联物	全球	恶性肿瘤						
IBI334	EGFR/B7H3	双特异性抗体	全球	恶性肿瘤						

innovant

Confidential

已上市

生物药

小分子药

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

非肿瘤领域：①托莱西单抗注射液(PCSK9) 获批用于治疗原发性高胆固醇血症（包括杂合子型家族性和非家族性高胆固醇血症）和混合型血脂异常的成人患者。②2023 年 10 月，玛仕度肽（GLP-1R/GCGR）高剂量组 9mg 的 II 期临床研究 48 周数据公布，9 mg 玛仕度肽组体重较基线的平均百分比变化与安慰剂组的差值达-18.6%；体重较基线的平均变化与安慰剂组差值为-17.8kg，安全性出色。同时，玛仕度肽 6mg 治疗肥胖与 T2DM 的 III 期注册临床正在进行。③自免领域：IBI-112（IL-23p19）银屑病已启动 III 期注册临床并完成患者入组。④眼科领域：IBI-311（IGF-1R）甲状腺眼病已迅速推进到 III 期注册临床研究。

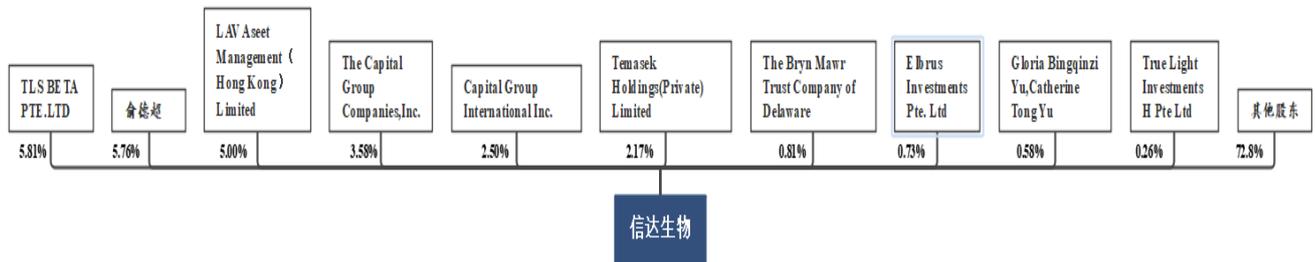
图 3、公司非肿瘤多领域齐头并进

候选药物/参比药物	靶点	形式	治疗领域	权益范围	临床前阶段	IND	1期	1b/2期	关键性2期/3期	NDA	上市
苏立信* (阿达木单抗)	TNF-α	单克隆抗体	自免	全球	批准上市: 强直性脊柱炎, 类风湿关节炎, 银屑病, 儿童斑状银屑病, 幼年特发性关节炎, 葡萄膜炎, 成人和儿童克罗恩病						
信必乐* (托莱西单抗)	PCSK9	单克隆抗体	心血管及代谢	全球	批准上市: 原发性高胆固醇血症和混合型血脂异常						
IBI362 (吗什度肽)	GLP-1R/GCGR	多肽	心血管及代谢	中国大陆、香港、澳门和台湾	肥胖 (6mg) 二型糖尿病 (6mg) 肥胖 (9mg)						Lilly
IBI112 (匹康奇拜单抗)	IL-23p19	单克隆抗体	自免	全球	银屑病 炎症性肠炎及其他炎症疾病						
IBI311	IGF-1R	单克隆抗体	眼科	全球	甲状腺眼病 (TED)						
IBI302 (efdamrofulap alfa)	VEGF/Complement	融合蛋白	眼科	全球	新生血管性年龄相关性黄斑变性 (nAMD) 高浓度治疗新生血管性年龄相关性黄斑变性 (nAMD)						
IBI324	VEGF-A/ANG-2	融合蛋白	眼科	全球	糖尿病黄斑水肿 (DME)						
IBI333	VEGF-A/VEGF-C	融合蛋白	眼科	全球	新生血管性年龄相关性黄斑变性 (nAMD)						
IBI353	PDE4	小分子	自免	中国大陆、香港、澳门和台湾	银屑病						UNION
IBI128 (Tigulivostat)	XO1	小分子	心血管及代谢	中国大陆、香港、澳门和台湾	痛风						LG Chem

资料来源: 公司官网、信达证券研发中心

1.2 公司股权结构稳定, 管理团队经验丰富

截至 2023 年 6 月, 公司创始人、董事长兼首席执行官俞德超博士持有 5.76% 的股份, TLS BETA PTE. LTD. 持有公司 5.81% 的股份。LAV Asset Management 持有 5% 公司股份, 其余股东所持有股份均小于 5%。

图 4、公司股权结构稳定, 创始人俞德超为公司董事长实控人


资料来源: wind, 信达证券研发中心 (数据截止 2023 年 6 月 30 日)

公司管理团队经验丰富, 实力雄厚, 多数曾在赛诺菲、礼来、阿斯利康、迈瑞等跨国企业就职, 拥有创新研发、商业运营等背景。公司创始人、董事长兼首席执行官俞德超博士是三个“国家 1 类新药”的主要发明人, 发明了世界上首款基于溶瘤病毒的免疫治疗产品安柯瑞、中国首创新型全人源抗体类治疗药物康柏西普以及公司的核心产品 PD-1 制剂信迪利单抗。俞博士曾担任美国 Calydon 生物制药公司新药研发副总裁, 美国 Cell Genesys 制药公司首席科学家, 以及美国 Applied Genetic Technology Corporation 研发副总裁等。从事生物制药创新研究逾 20 年, 拥有丰富的行业经验及企业管理经验。

表 1、公司管理层经验丰富

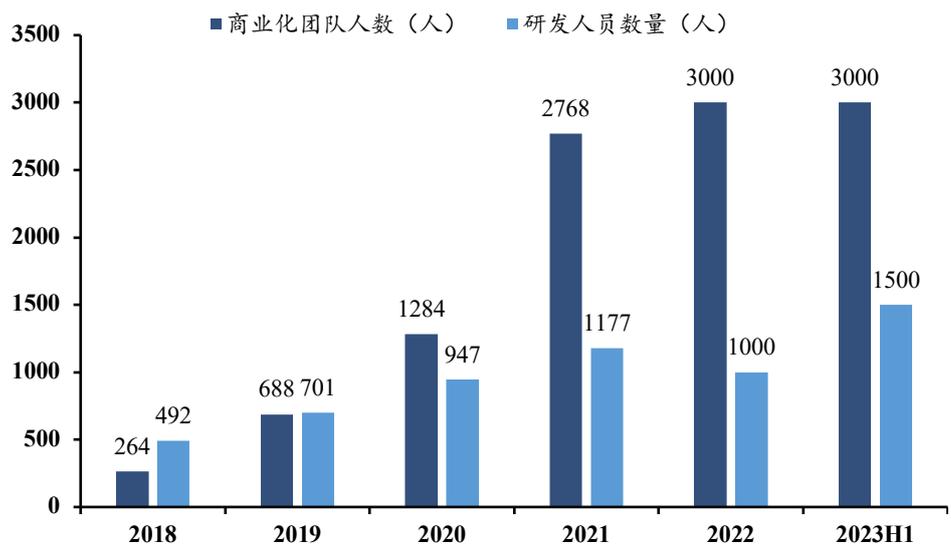
姓名	职位	教育背景	经历
俞德超	执行董事、董事会主席兼首席执行官	中国科学院遗传学博士	俞博士从事生物制药创新研究逾 20 年, 发明三个“国家 1 类新药”并促成新药开发上市。俞博士拥有 60 多项专利, 曾发表 50 多篇 SCI 科学论文及专著。前美国 Calydon 生物制药公司新药研发副总裁。前美国 Cell Genesys 制药公司首席科学家。前美国 Applied Genetic Technology Corporation 研发副总裁等。

刘勇军	总裁	英国伯明翰大学博士学位	刘博士深耕生物医药行业超过 30 年，是免疫学、肿瘤学以及转化医学领域全球知名的科学家。前阿斯利康全球生物制药子公司 Medimmune 首席科学官和全球研究负责人。前赛诺菲全球研究负责人。
奚浩	执行董事兼首席财务官	华盛顿大学工商管理硕士学位	前迈瑞医疗国际有限公司首席财务官。前 Biosensors International Ltd. 首席财务官。
高长寿	首席技术官兼高级副总裁	斯克里普斯研究院 (拉霍利亚) 化学与分子生物学系博士学位	高博士拥有超 30 年的学术研究成就和近 20 年的国际制药企业生物药开发与团队管理经验。高博士曾成功主导推进包括 ADCs 和双特异性抗体药物在内的 20 多款新药进入临床研究阶段，覆盖肿瘤、免疫、传染病、心血管、代谢等多个疾病领域。曾在阿斯利康旗下全球生物药物研发平台 MedImmune 担任高级总监。
Blake Salisbur	高级副总裁	雷鸟全球管理学院工商管理硕士	曾在礼来制药工作近 24 年，期间完成 50 多项合作。在医药、生物技术行业有 28 年的工作经验，有 20 年的商务拓展经验。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

目前公司研发团队有 1500 多人，研发中心分布在中国、美国以及欧洲。国清院集结 300 位科学家协力研究，全球开发注册团队已超 1100 人。公司商业化团队不断壮大，截止 2023 年公司建立起接近 3000 人的商业化团队。商业化进程不断加快，销售团队从 2018 年的 350 人扩增到近 3000 人，成熟的销售及市场推广团队为商业化产品数量的迅速扩增以及覆盖范围的拓宽做好充足的准备。目前公司业务线已覆盖超 300 座城市、5000 多家医院和 1000 多家 DTP 药房。

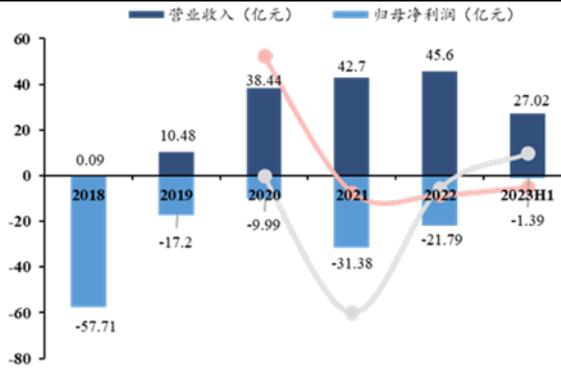
图 5、2018-2023H1 公司商业化团队和研发团队不断壮大



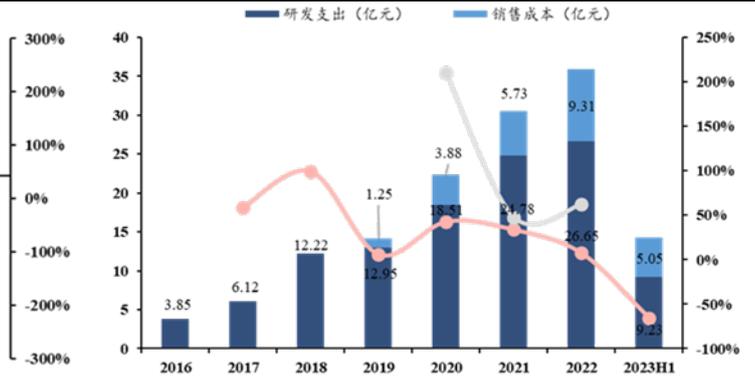
资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

1.3 研发投入逐年增高，公司商业化稳步推进

公司营业收入稳定增长，研发投入持续增加。2019 年到 2023 年 H1 公司营业收入（同比增速）分别是 10.48 亿元、38.44 亿元（266.94%）、42.70 亿元（11.08%）、45.60 亿元（6.71%）和 27.02 亿元（20.63%）。归母净利润分别为 -17.20 亿、-9.99 亿、-31.38 亿、-21.79 亿和 -1.39 亿。公司目前亏损源于大量研发投入，但亏损缺口已经不断缩小。持续的研发投入，推动公司管线持续扩大，有望在未来持续兑现。

图 6、2018-2023 年公司营业收入与公司归母净利润


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 7、2018-2023 公司研发支出与销售成本


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2 商业化产品增至 10 款，形成系统性产品梯队

公司研发管线雄厚，覆盖多个治疗领域，公司商业化产品增至 10 款。2023 年 6 月，BCMA CAR-T（伊基奥仑赛注射液）获批上市，用于治疗复发难治多发性骨髓瘤的成人患者，既往经过至少 3 线治疗后进展（至少使用过一种蛋白酶体抑制剂及免疫调节剂）。8 月，托莱西单抗注射液(PCSK9)获批上市，用于治疗原发性高胆固醇血症（包括杂合子型家族性和非家族性高胆固醇血症）和混合型血脂异常的成人患者。达伯舒（PD-1）新增一线食管癌和一线胃癌纳入医保；耐力克(BCR-ABL/KIT)首次纳入医保；贝伐珠单抗，利妥昔单抗和阿达木单抗多项新增适应症纳入医保。

表 2、公司目前共计 10 款药物获批上市

领域	产品名称	自研/合作	靶点	产品介绍	上市时间
抗肿瘤领域	达伯舒(信迪利单抗)	自研	PD-1	国产 PD-1 单抗	2018 年 12 月
	达攸同(贝伐珠单抗生物类似药)	自研	VEGF	国产贝伐珠单抗生物类似药	2020 年 06 月
	达伯华(利妥昔单抗生物类似药)	自研	CD20	国产利妥昔单抗生物类似药	2020 年 09 月
	达伯坦(佩米替尼片)	Incyte	FGFR1/2/3	治疗胆道恶性肿瘤的酪氨酸激酶抑制剂	2022 年 03 月
	耐力克(奥雷巴替尼片)	亚盛医药	BCR-ABL/KIT	中国首个三代 BCR-ABL 靶向耐药 CML 治疗药物	2021 年 11 月
	希冉择(雷莫西尤单抗)	礼来	VEGFR2	国内首个晚期胃癌二线治疗靶向药物	2022 年 03 月
	睿安(塞普替尼胶囊)	礼来	RET	全球首个获批的高选择性 RET 抑制剂	2022 年 9 月
非肿瘤领域	福可苏(伊基奥仑赛)	驯鹿医疗	(BCMA CAR-T)	多发性骨髓瘤	2023 年 6 月
	苏立信(阿达木单抗生物类似药)	自研	TNF- α	国产阿达木单抗生物类似药	2020 年 9 月
	信必可(托莱西单抗)	自研	PCSK9	原发性高胆固醇血症和混合血脂异常	2023 年 8 月

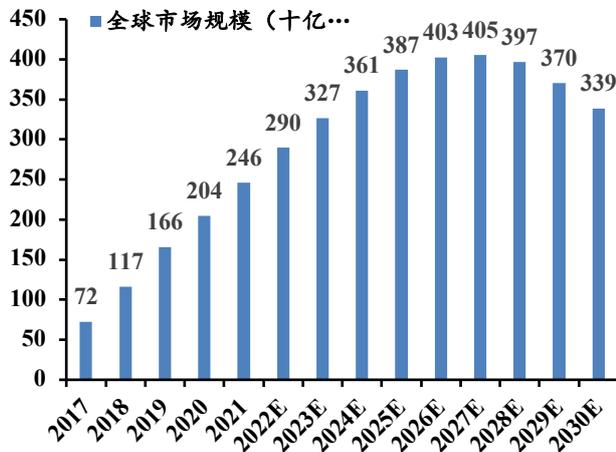
资料来源: 公司公告, NMPA, 公司官网, 信达证券研发中心

2.1 达伯舒(信迪利单抗, PD-1): 唯一在五项高发肿瘤一线临床中皆有疗效

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

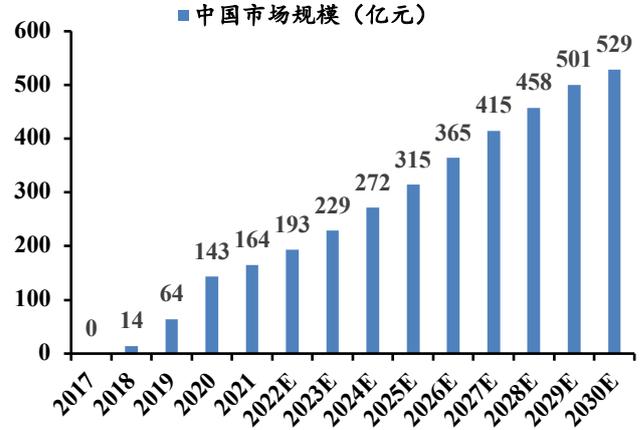
中国 PD-1 市场增长迅速，未来空间蕴藏较大潜力。据弗若斯特沙利文分析，全球 PD-1/PD-L1 抑制剂的市場将于 2027 年达峰 4050 亿元，中国 2022 年 PD-1 总市场规模预计为 193 亿元，随着适应症持续拓展，PD-1/PD-L1 抑制剂市场空间仍有较大的增长潜力，2030 年预计将超过 500 亿元。

图 8、全球 PD-1/PD-L1 抑制剂的市場预测



资料来源：思路迪招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心。
 汇率按 2023 年 11 月 27 日估算 1 美元 ≈ 7.15 人民币

图 9、中国 PD-1/PD-L1 抑制剂的市場预测



资料来源：思路迪招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心。
 汇率按 2023 年 11 月 27 日估算 1 美元 ≈ 7.15 人民币

目前，上市的国产 PD-1 产品上升至 8 款，与两款进口 PD-1 产品形成了“2+4+N”的竞争格局。信迪利单抗获批癌症适应症 7 项，成为国内首个用于五大高发癌种（包括非鳞状非小细胞肺癌、鳞状非小细胞肺癌、肝癌、食管鳞癌及胃或胃食管交界处腺癌）一线治疗的 PD-1 抑制剂。

图 10、国内 PD-1 竞争格局，信迪利单抗为国内首个用于五大高发癌种一线治疗的 PD-1

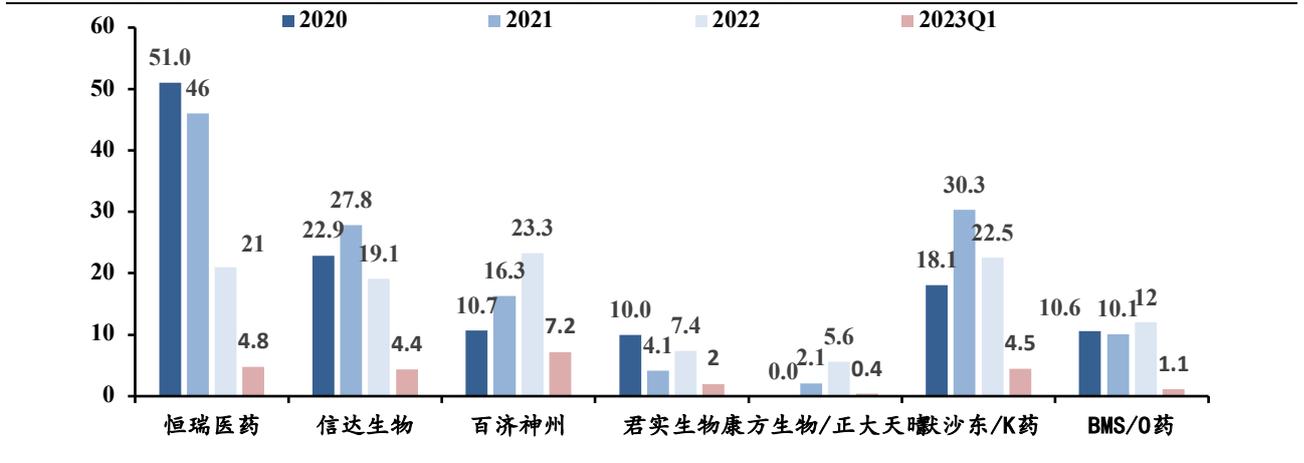
	信迪利单抗	卡瑞利单抗	特瑞普利单抗	替雷利珠单抗	派安普利单抗	赛帕利单抗	普特利单抗	斯鲁利单抗	纳式利尤单抗	帕博丽珠单抗
公司	信达生物	恒瑞医药	君实生物	百济神州	康方/正大天晴	誉衡/药明	乐普生物	复宏汉霖	BMS	默沙东
首次上市时间	2018.12	2019.5	2018.12	2019.12	2021.8	2021.8	2022.7	2022.3	2018.6	2018.7
非小细胞肺癌	一线非鳞癌	2021.2	2020.6	2022.9	2021.6					2019.3
	一线鳞癌	2021.6	2021.12		2021.1	2023.1		2022.10		2019
	二线及以上				2022.1				2018.6	
小细胞肺癌	一线						2023.1			
肝细胞癌	一线	2021.6	2023.1							
	二线及以上		2020.3		2021.6					2022.10
食管癌	辅助									
	一线	2022.6	2021.12	2022.5	2023.5				2022.6	2021.9
	二线		2020.6		2022.4					2020.6
	三线									
霍奇金淋巴瘤	二线及以上	2018.1	2019.5		2019.12	2021.8	2021.8			
黑色素瘤	二线						2022.7			2018.7
	末线治疗			2018.12						
鼻咽癌	一线		2021.6	2021.11	2022.6					
	二线及以上		2021.4	2021.2						
尿路上皮癌	辅助/新辅助			2021.4						
	二线				2020.4					

头颈鳞状细胞癌	一线									2020.1
	二线									2019.1
胸膜间皮瘤	一线									2021.7
结直肠癌	一线									2021.6
胃或食管交界癌	辅助									2022.6
	一线	2022.6				2023.5				2021.8
	三线									2020.3
晚期实体瘤	二线					2022.3				2022.3
宫颈癌	二线							2023.7		

资料来源：思路迪招股说明书，医药时间，信达证券研发中心

根据 PDB 国内前渠道放大数据来看，2020-2021 恒瑞销售表现亮眼，2022 年至今信达生物和百济神州有赶超恒瑞之势，增长快速。

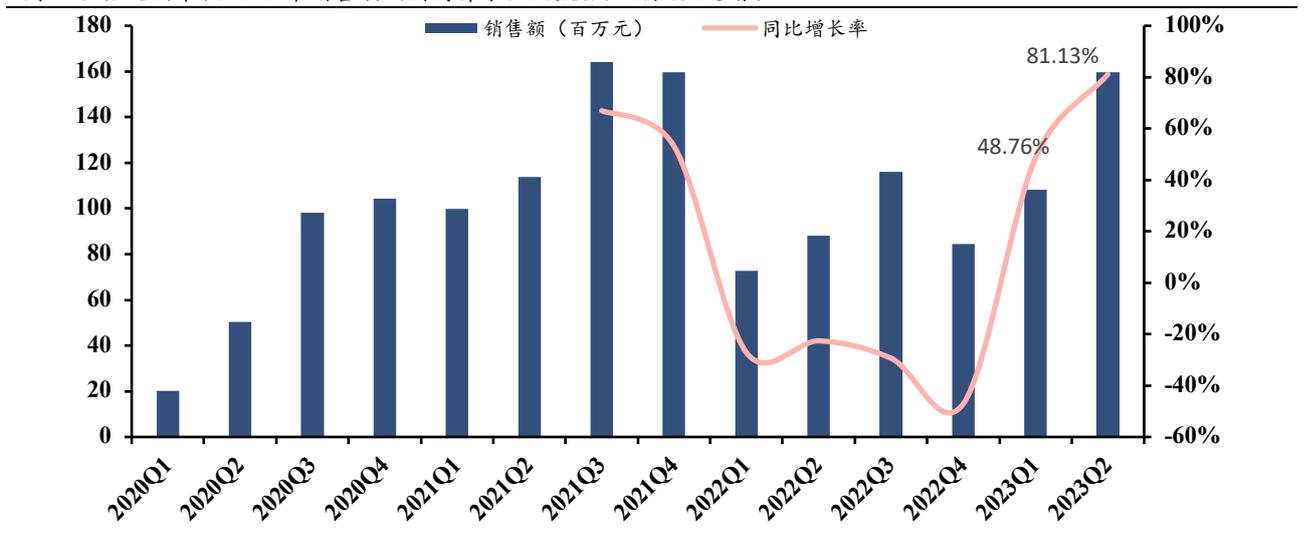
图 11、国内重点企业 PD-1 销售情况，信迪利单抗销售额增长快速（销售额：单位亿元）



资料来源：PDB，信达证券研发中心

根据 PDB 国内样本医院销售数据来看，信迪利单抗 2023 年 Q1 和 Q2 季度同比增速为 49% 和 81%，一方面是去年基数比较低，另一方面一线食管癌和一线胃癌于 2022 年 6 月获批上市，2023 年纳入医保后快速放量，支持产品的快速增长。

图 12、信迪利单抗 2023 年销售额（国内样本医院数据）仍然快速增长

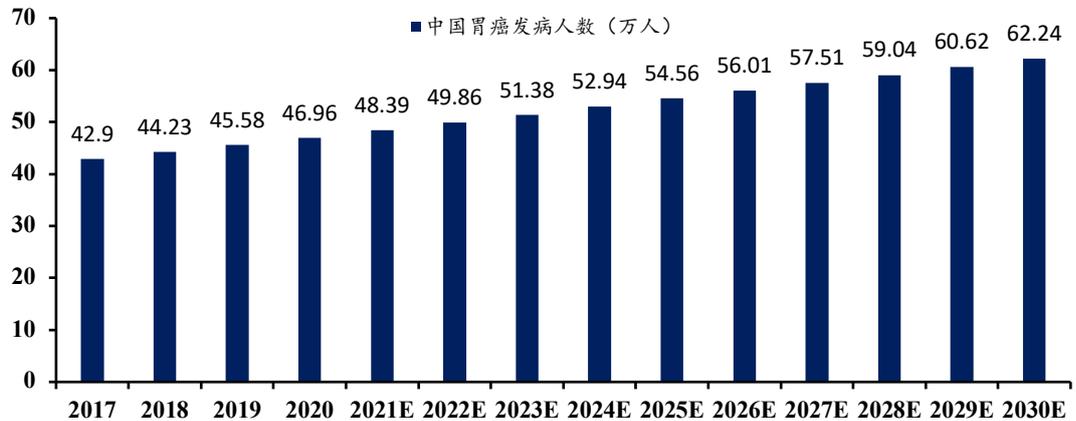


资料来源：PDB，信达证券研发中心

2.1.1 信迪利单抗作为国产独家获批一线胃癌的 PD-1，有望快速放量

胃癌是常见的消化道恶性肿瘤之一，我国胃癌发病人数稳定增长，5年生存率仅为35.1%。胃癌在中国发病率和死亡率分别位列恶性肿瘤的第4位和第3位，发病率与死亡率接近，传统的化疗手段对晚期胃癌疗效甚微，过往一线标准化疗所延长的生存期不满1年。2020年我国胃癌发病人数为46.96万人，弗若斯特沙利文预计2030年将达62万人。

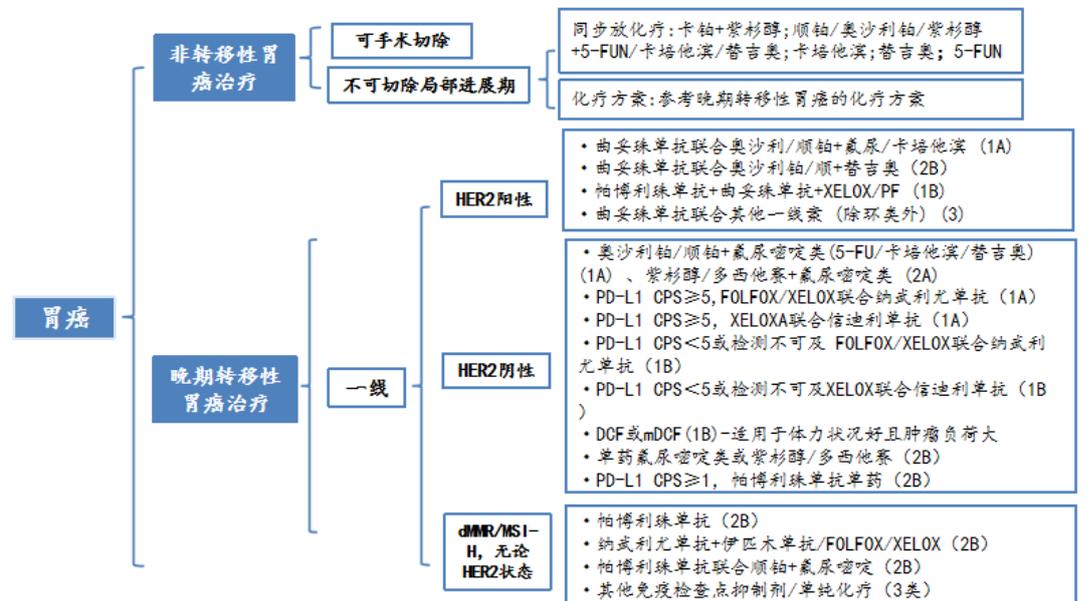
图 13、2017-2030 年中国胃癌发病人数规模及预测

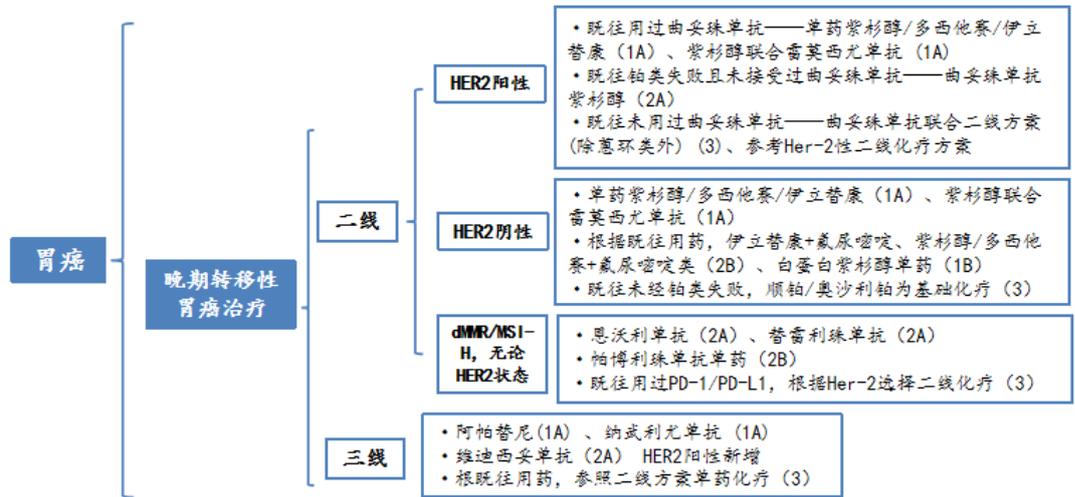


资料来源：思路迪招股说明书，NCCR，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

免疫治疗联合化疗已成为晚期胃癌一线标准治疗，信迪利单抗 ORIENT-16 研究开启国内免疫治疗新篇章。2022年6月，信迪利单抗获得 NMPA 批准联合含氟尿嘧啶类和铂类药物化疗用于不可切除的局部晚期、复发或转移性胃及胃食管交界处腺癌的一线治疗。

图 14、胃癌诊疗指南 2022 CSCO





资料来源: 2022年CSCO, 信达证券研发中心

随机、双盲 III 期临床试验 ORIENT-16 证实免疫联合化疗一线治疗晚期胃癌全人群显著获益。信迪利单抗联合化疗方案能够显著延长全人群的总生存期和无进展生存期, mOS 可达 15.2 个月, mPFS 达 7.1 个月, 死亡风险下降 23%, 进展风险下降 36%; 客观缓解率(ORR) 为 58.2%, 中位缓解持续时间(DOR)达到 9.8 个月。3-5 级 TRAEs 发生率信迪利单抗联合治疗组为 59.8% vs. 安慰剂化疗组 52.5%, 因 TRAEs 死亡率对比为: 1.8% (6 例) vs. 0.6% (2 例)。安全性与过往数据一致, 无新的安全性信号出现。

表 3、信迪利单抗联合化疗揭开一线治疗晚期胃癌新篇章

产品	公司	靶点	mOS, 月 (CPS≥5)	ORR (CPS≥5)
信迪利单抗+化疗	信达生物	PD-1	15.2	58.2%
Opdivo +化疗	百时美施贵宝	PD-1	13.7	58%
化疗	-	-	12.3/11.6	48.4%/46%

资料来源: 北京大学肿瘤医院网站, ASCO, 信达证券研发中心

我们预计信迪利单抗有望实现超 45 亿元销售峰值, 测算基于以下假设前提:

- (1) 适应症人群: 获批癌症适应症 7 项, 是国内首个用于五大高发癌种 (包括非鳞状非小细胞肺癌、鳞状非小细胞肺癌、肝癌、食管鳞癌及胃或胃食管交界处腺癌) 一线治疗的 PD-1 抑制剂;
- (2) 价格及用药时长: 年治疗费用根据医保谈判价格变动, 用药时长根据该适应症的中位无进展生存期 (mPFS) 的时间来确定;
- (3) 渗透率峰值: 根据各适应症的竞争格局而异, 进行预测。

图 15、信迪利单抗有望实现超 45 亿销售峰值

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总销售额/亿元		22.9	28	19.80	24.88	29.87	34.39	40.66	45.55	39.45	33.05	23.96
同比			22.27%	-29.29%	25.64%	20.06%	15.13%	18.24%	12.02%	-13.39%	-16.21%	-27.50%
年治疗费用/万元			4.98	4.98	3.98	3.59	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23
覆盖人群/万人			5.62	4.67	8.80	12.11	15.80	19.11	21.60	18.47	14.93	10.14
非小细胞肺癌（21.2 一线非鳞获批上市，21.6 一线鳞癌获批上市）												
发病人数/万人			81.07	83.68	86.37	89.15	92.02	94.61	97.27	100.02	102.83	105.73
渗透率			2%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	5%	4%	2%
平均用药时长/月			8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
销售额/亿元			5.52	5.70	7.05	8.74	10.15	12.52	13.94	11.03	9.07	4.66
yoy				3.22%	23.86%	23.86%	16.12%	23.38%	11.38%	-20.90%	-17.75%	-48.59%
肝癌（21.6 一线获批上市）												
发病人数/万人			43.11	44.16	45.21	46.28	47.34	48.41	49.47	50.52	51.56	52.6
渗透率			4%	4%	5%	6%	7%	8%	8%	7%	5%	3%
平均用药时长/月			4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
销售额/亿元			3.29	3.37	3.45	3.82	4.10	4.79	4.90	4.37	3.19	1.95
yoy				2.44%	2.38%	10.56%	7.40%	16.87%	2.19%	-10.64%	-27.10%	-38.79%
食管癌（一线 22.6 获批）												
发病人数/万人				30.77	31.71	32.66	33.62	34.59	35.55	36.51	37.46	38.39
渗透率				4%	6%	8%	9%	10%	11%	8%	6%	4%
平均用药时长/月				7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
销售额/亿元				3.68	4.55	5.62	5.86	6.70	7.57	5.66	4.35	2.97
yoy					23.67%	23.60%	4.23%	14.32%	13.05%	-25.31%	-23.05%	-31.68%
胃癌（一线 22.6 获批）												
发病人数/万人					51.15	52.58	54.03	55.49	56.96	58.44	59.92	61.38
渗透率					4%	6%	9%	11%	13%	12%	10%	8%
平均用药时长/月					7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
销售额/亿元					4.82	6.69	9.28	11.65	14.14	13.39	11.44	9.38
yoy						39%	38.72%	25.52%	21.31%	-5.29%	-14.56%	-18.05%
其他			19.19	7.06	5	5	5	5	5	5	5	5

资料来源：弗若斯特沙利文，思瑞迪招股说明书，NCCR，医学界肿瘤频道，健康界，药学进展，肿瘤咨询，信达证券研发中心测算

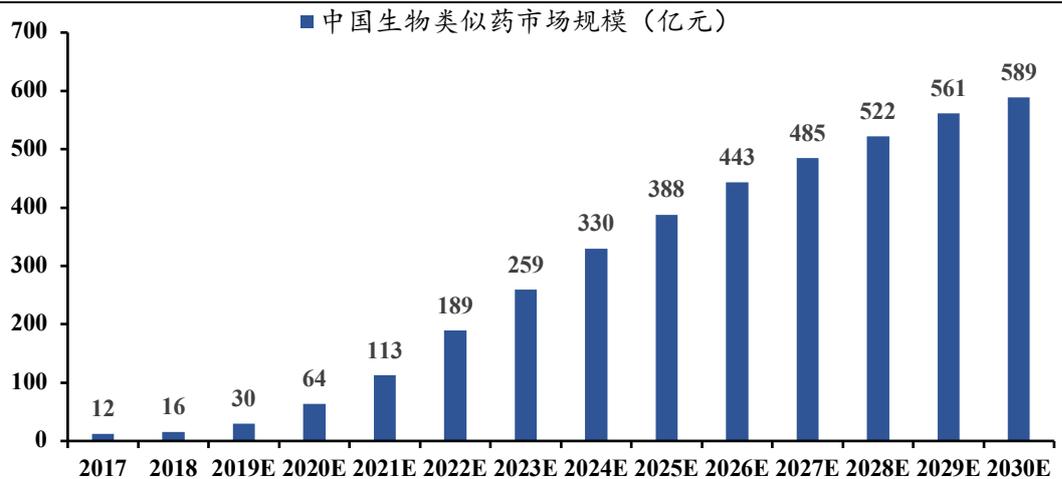
2.2 生物类似物市场空间广阔，三大产品提供稳定现金流

原研药专利到期，国产仿制药有望快速抢占市场份额。公司三大生物类似药均处于第一梯队，且已纳入医保目录，有望凭借先发优势快速放量。根据弗若斯特沙利文预测，2030 年我国生物类似药市场规模将达 589 亿元。

表 4、国内三大生物类似药竞争格局

	信达生物	复宏汉霖	百奥泰	海正生物	齐鲁制药	博安生物	苏州盛迪亚	君实生物	正大天晴	东曜药业	贝达药业
贝伐珠单抗	2020.6	2021.11	2021.11		2019.12	2021.4	2021.6			2021.11	2021.11
阿达木单抗	2020.9	2020.12	2019.11	2019.12				2022.3	2022.1		
利妥昔单抗	2020.9	2019.2							2023.5		

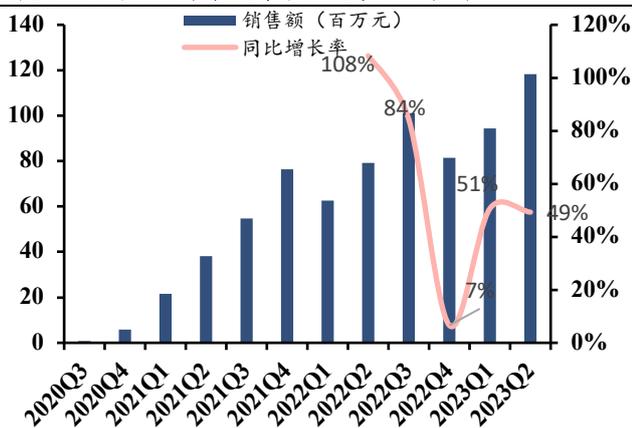
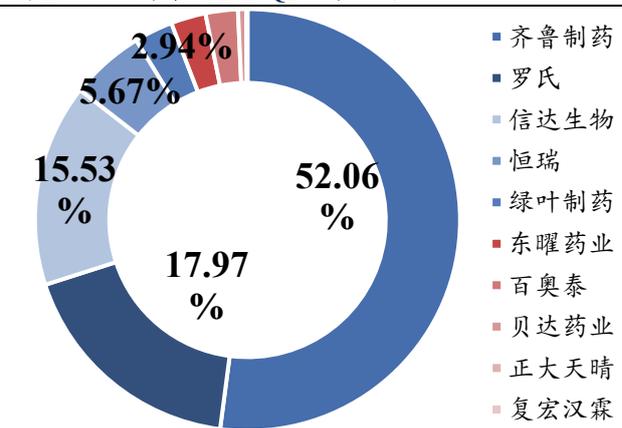
资料来源：公司公告，NMPA，信达证券研发中心

图 16、2017-2030 年中国生物类似药市场规模及预测


资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

2.2.1 贝伐珠单抗（达攸同）：市占率前 3，2023H1 仍在快速增长

公司贝伐珠单抗生物类似药于 2020 年 6 月获批上市，为国内第二家获批上市。截止目前，国内除原研药外共有 9 家企业贝伐珠单抗生物类似药获批上市，市场竞争激烈。据 PDB 全国全渠道放大版数据显示，2023Q1 齐鲁制药、罗氏和信达生物市占率分别为 52%，18%，16%排名前三位。2020-2023Q1 公司贝伐珠单抗销售额分别为 0.7，6.7，14.8，3.7 亿元，样本医院销售数据显示，2023 年前两个季度同比增速仍然在 50%左右。2022 年 6 月，公司贝伐珠单抗注射液在印度尼西亚获批，拓宽海外市场。

图 17、公司贝伐珠单抗样本医院季度销售情况

图 18、贝伐珠单抗 2023Q1 竞争格局


资料来源：PDB、信达证券研发中心

资料来源：PDB、信达证券研发中心

2.2.2 利妥昔单抗（达伯华）：竞争格局良好，快速放量中

截止目前仅有 3 款国产利妥昔单抗生物类似药获批上市，分别是信达生物、复宏汉霖和正大天晴，市场竞争格局良好。利妥昔单抗原研药美罗华在国内获批包括弥漫性大 B 细胞淋巴瘤、滤泡性淋巴瘤以及复发性/难治性慢性淋巴细胞白血病三项癌症适应症。据 PDB 全国全渠道放大版数据显示，2023Q1 复宏汉霖、罗氏和信达生物市占率分别为

45%、43%和12%，正大天晴于今年5月刚刚获批，尚无销售数据。2021-2023Q1公司信达生物利妥昔单抗销售额分别为0.97，4.23，1.02亿元，样本医院销售数据显示，2023年前两个季度快速放量（同比增速>250%）。

2022年3月，广东省的集采中罗氏、复宏汉霖、信达生物三家的利妥昔单抗中标，三家的占比分别是63.50%（降幅16%左右）、35.11%（降幅48%左右）、1.39%（降幅59%左右）。2022年11月，安徽省利妥昔单抗集采，复宏汉霖独家中选。利妥昔单抗的集采或将对达伯华销售额产生一定影响，目前全国性的生物类似物集采政策还未明确落地。

图 19、公司利妥昔单抗样本医院季度销售情况

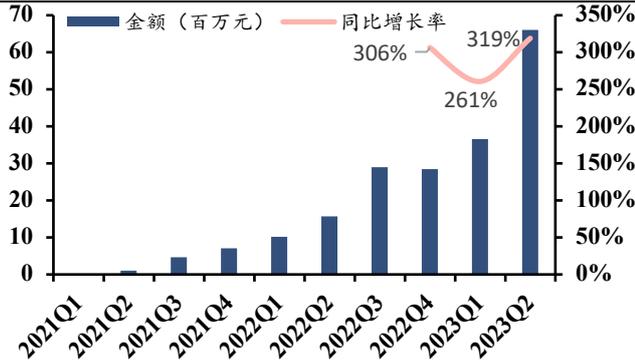
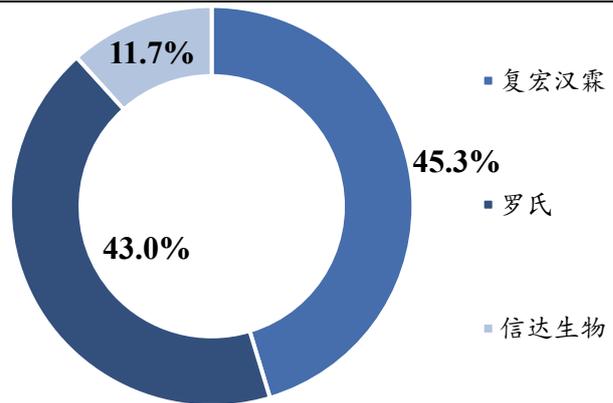


图 20、国内利妥昔单抗 2023Q1 竞争格局



资料来源：PDB、信达证券研发中心

资料来源：PDB、信达证券研发中心

2.2.3 阿达木单抗（苏立信）：销售额基数仍较小，2023H1 同比增速喜人

原研药修美乐于2010年进入中国市场，由于早期未纳入医保，价格过高导致中国市场渗透率较低。2019年医保谈判降价59%，首次纳入医保目录，助力阿达木单抗2020年迅速放量。截止目前，国内一共有7家企业的阿达木单抗生物类似药获批上市，信达生物苏立信（阿达木单抗）为国内第三个获批上市，其中海正生物、艾伯维和百奥泰是市占率排名前3的企业。据PDB全国全渠道放大版数据显示，2020-2023Q1公司阿达木单抗销售额分别为0.27，1.16，1.25，0.31亿元，样本医院销售数据显示，2023年前两个季度仍在快速放量（同比增速分别为125%，278%）。

图 21、公司阿达木单抗样本医院季度销售情况

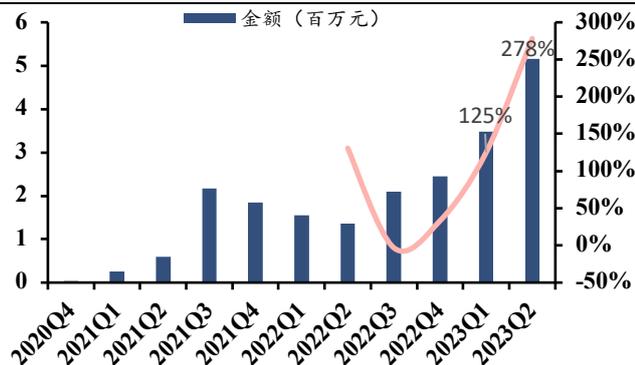
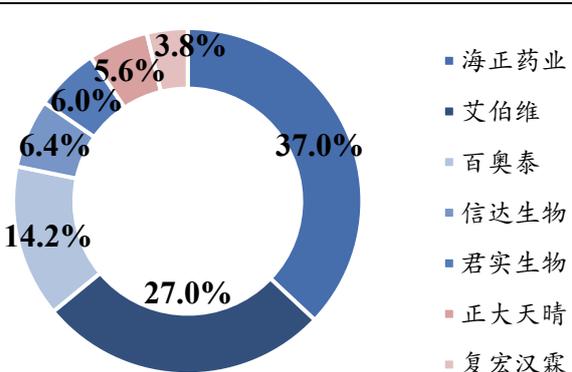


图 22、阿达木单抗 2023Q1 竞争格局



资料来源：PDB、信达证券研发中心

资料来源：PDB、信达证券研发中心

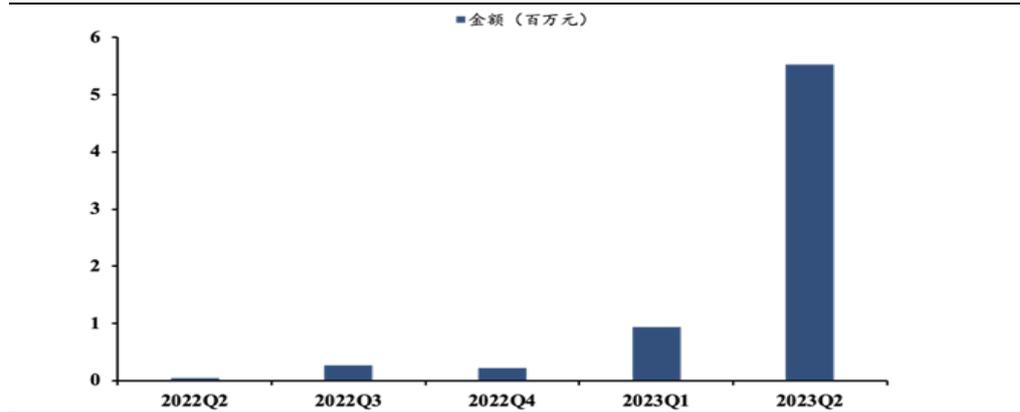
2.3 License in 创新药增厚商业化品种，形成系统性产品梯队

2.3.1 奥雷巴替尼（耐立克）：国内首款获批上市的三代 BCR-ABL TKI 产品

奥雷巴替尼是亚盛医药自主研发，全球第2个、中国唯一获批的三代BCR-ABL靶向耐药慢性髓性白血病(CML)治疗药物。2021年7月，公司与亚盛医药达成合作，在中国共

同推广奥雷巴替尼的开发和商业化，公司将获得 50%共同推广部分的利润。2021 年 11 月，NMPA 批准奥雷巴替尼用于治疗任何 TKI 耐药，并采用经充分验证的检测方法诊断为伴有 T315I 突变的慢性髓细胞白血病慢性期或加速期的成年患者。2023 年 1 月，奥雷巴替尼该项适应症成功纳入 2022 版国家医保药品目录。2023 年 6 月，奥雷巴替尼获 NMPA 授予第二项突破性治疗认定（Breakthrough Therapy Designation, BTDD），用于治疗既往接受过一线治疗的琥珀酸脱氢酶(SDH)缺乏型胃肠道间质瘤(GIST)患者。2023 年 10 月，奥雷巴替尼联合化疗对比伊马替尼联合化疗治疗新诊断费城染色体阳性急性淋巴细胞白血病（Ph+ALL）患者的关键注册性 III 期临床研究完成首例受试者给药。

图 23、奥雷巴替尼国内样本医院季度销售额及增速情况



资料来源: PDB、信达证券研发中心

三代 BCR-ABL TKI 三代 BCR-ABL TKIs 中，第一代 TKI 伊马替尼通过竞争性阻断 BCR-ABL 激酶（与 ATP 位点结合）抑制癌细胞的增殖，然而尽管伊马替尼可以有效治疗 CML，同时也带来了获得性耐药问题。CML 患者中有超过 70 个点突变，复发患者中最常见突变是 T315I、E225K、Y253F 和 M351T，约占所有伊马替尼耐药性相关突变的 60%。为解决伊马替尼耐药或不耐受问题，第二代 TKIs 被开发上市，其可以克服 ABL 激酶区域的大部分突变，获批药物包括尼洛替尼、达沙替尼、氟马替尼、博舒替尼。虽然第一代和第二代 TKIs 极大地提高了 CML 的治疗效果，但均对 T315I 突变无效。第三代 TKI 的出现给克服 T315I 突变带来了希望，获批产品包括普纳替尼、Asciminb 和公司的奥雷巴替尼（耐立克）。

表 5: 已上市的三代 BCR-ABL TKI 抑制剂

类型	商品名	通用名	企业	FDA 上市时间	NMPA 上市时间	适应症
一代	格列卫	伊马替尼 (原研)	诺华	2001	2002	Ph+ CML, Ph+ ALL, GIST, 骨髓增殖性疾病, 造血功能障碍
	格尼可	伊马替尼	正大天晴	-	2013	
	昕维	伊马替尼	翰森	-	2013	
	诺利宁	伊马替尼	石药	-	2014	
二代	达希纳	尼洛替尼	诺华	2007	2009	伊马替尼耐药 CML
	施达赛	达沙替尼 (原研)	BMS	2006	2011	伊马替尼耐药 CML
	依尼舒	达沙替尼	正大天晴	-	2013	
	-	达沙替尼	石药	-	2020	
	豪森昕福	氟马替尼	翰森	-	2019	Ph+ CML 慢性期

	-	博舒替尼	辉瑞	2012	-	Ph+ CML
	Iclusig	普纳替尼	武田	2012	-	既往 TKI 治疗耐药或不耐受 CML 或 Ph+ ALL
三代	耐立克	奥雷巴替尼	亚盛	-	2021	任何 TKI 耐药伴有 T315I 突变的 CML-CP/AP
	Scemblix	Asciminib	诺华	2021	-	接受过 ≥2 种 TKI 治疗的 Ph+CML-CP; 携带 T315I 突变的 Ph+CML-CP

资料来源: NMPA 官网, 新药情报库, 第一财经, 新浪科技, 药源网, 米内网, 信达证券研发中心

在已上市的 3 款第三代 BCR-ABL TKIs 中, 奥雷巴替尼 (耐立克) 具有最高性价比和最佳治疗潜力。首先, 奥雷巴替尼有明显价格优势。普纳替尼、Asciminb 已在美国上市, 而耐立克为目前国内唯一上市且进入医保目录的产品。使用耐立克年均费用约为 17.5 万元, 而普纳替尼年均费用超百万元, Asciminb 年均费用接近 40 万元。其次, 奥雷巴替尼有同类最佳治疗潜力。自 2018 年开始, 奥雷巴替尼的临床试验进展连续五年入选美国血液学会 (ASH) 年会口头报告, 并荣获 2019 ASH 年会“最佳研究”提名, 目前已获 FDA 1 项审评快速通道资格、3 项孤儿药资格认定以及 EMA 1 项孤儿药资格认定。而从临床数据对比来看, 奥雷巴替尼血液学疗效显著提高、安全性突出且有望克服普纳替尼和 Asciminib 耐药。奥雷巴替尼在 HQP1351 CC201 研究中达到 100% 血液学缓解。普纳替尼有较高血管堵塞风险, Asciminib 在 ASCEMBL 研究中也发生了动脉血栓的致命反应, 而奥雷巴替尼 50 个月的累积血管堵塞事件发生率约为 7%, 明显低于普纳替尼 (约为 35-40%)。另外, 在严重肝脏毒性事件和胰腺炎事件方面, 奥雷巴替尼相关不良反应发生率极低, 相较普纳替尼有明显优势。

2.3.2 雷莫西尤单抗 (希冉择): 唯一获批用于胃癌/胃食管交界处癌的二线疗法

雷莫西尤单抗 (VEGFR2) 由礼来制药研发, 公司通过 license-in 获得中国的独家商业化权利。2022 年 3 月该药获得 NMPA 批准上市用于晚期胃或胃食管结合部腺癌二线治疗。2023 年 4 月 21 日, 由 CSCO 主办的《2023 版 CSCO 胃癌诊疗指南》线下发布会召开, 作为首个且唯一在中国获批的二线胃癌抗血管生成药物, 雷莫西尤单抗联合紫杉醇二线治疗晚期转移性胃癌的方案已前移至首选推荐方案 (I 级推荐, 1A 类证据), 奠定了其在晚期转移性胃癌的标准治疗地位。2022 年 10 月用于既往接受过索拉非尼治疗且 AFP 大于 400 ng/mL 的肝细胞癌 (HCC) 也获得 NMPA 批准。

表 6: 雷莫西尤单抗获 2023 CSCO 胃癌二线首位推荐

	I 级推荐	II 级推荐	III 级推荐
HER 2+ (IHC 2/3+且 FISH+)	雷莫西尤单抗联合紫杉醇 (1A 类) : 如既往接受过曲妥珠单抗: 单药化疗 (紫杉醇/多西他赛/伊立替康) (1A 类)	如既往铂类治疗失败且未接受过曲妥珠单抗: 曲妥珠单抗联合单药紫杉醇 (2A 类)	如既往未接受过曲妥珠单抗: 曲妥珠单抗联合蒽环类之外其他二线化疗方案 (3 类)
HER 2-	雷莫西尤单抗联合紫杉醇 (1A 类) : 单药化疗 (紫杉醇/多西他赛/伊立替康) (1A 类)	2 药化疗: 伊立替康+5-FU, 紫杉醇/多西紫杉醇+氟尿嘧啶类 (2B 类); 单药化疗: 白蛋白紫杉醇 (1B 类)	如既往未接受过铂类: 顺铂/奥沙利铂为基础的化疗 (3 类)

资料来源: 《胃癌诊疗指南 2023 年版》, 肿瘤时间, 信达证券研发中心

雷莫西尤单抗联合紫杉醇治疗经一线化疗后进展的晚期胃或胃食管结合部腺癌的国际多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 III 期临床研究 RAINBOW 结果显示，相比安慰剂组，雷莫西尤单抗联合紫杉醇组患者 OS 和 PFS 显著延长，分别为 4.4 个月 vs 2.9 个月 (HR=0.635, 95%CI: 0.536-0.752, p<0.0001)和 9.6 个月 vs 7.4 个月(HR=0.807, 95%CI: 0.678-0.962, p=0.0169)，雷莫西尤单抗联合紫杉醇组患者 ORR 为 28%，DCR 为 80%。作为首个在中国获批的二线胃癌抗血管生成靶向药物，雷莫西尤单抗将改写中国晚期胃癌二线治疗的格局。

表 7：国内已上市胃癌靶向治疗药物

类型	商品名	通用名	靶点	企业	NMPA 上市时间	推荐证据级别
一线	赫赛汀	曲妥珠单抗	HER2	罗氏	2002	I 级 1A
	可瑞达	帕博利珠单抗	PD-1	默克	2018	III 级 1B
	欧狄沃	纳武利尤单抗	PD-1	百时美施贵宝	2018	I 级 1A
	达伯舒	信迪利单抗	PD-1	信达	2018	I 级 1A
	百泽安	替雷利珠单抗	PD-1	百济神州	2019	I 级 1A
	逸沃	伊匹木单抗	CTLA4	百时美施贵宝	2021	III 级 2B
二线	希冉择	雷莫西尤单抗	VEGFR-2	礼来/信达	2022	I 级 1A

资料来源：《胃癌诊疗指南 2023 年版》，NMPA 官网，新药情报库，信达证券研发中心

已上市含 VEGFR-2 靶点药物适应症包括各器官肿瘤、黄斑变性等眼科疾病和特发性纤维化等肺部疾病。

表 8：已上市含 VEGFR-2 靶点药物

商品名	通用名	企业	FDA 上市时间	NMPA 上市时间	适应症
希冉择	雷莫西尤单抗	礼来/信达	2014	2022	胃癌二线；接受过索拉非尼治疗 HCC
拜万戈	瑞戈非尼 (原研)	拜耳	2012	2017	接受过索拉非尼治疗 HCC；转移性结肠癌 (mCRC)；胃肠道间质瘤 (GIST)
	瑞戈非尼	扬子江	-	2022	
	瑞戈非尼	正大天晴	-	2023	
英立达	阿昔替尼	辉瑞	2012	2015	肾细胞癌 (RCC)
乐卫玛	仑伐替尼 (原研)	卫材	2015	2018	HCC 一线；甲状腺癌
-	仑伐替尼	正大天晴；先声；科伦；成都倍特；奥赛康	-	2021	
-	仑伐替尼	石药；扬子江；青峰	-	2022	
-	仑伐替尼	齐鲁；乐普	-	2023	
维全特	培唑帕尼 (原研)	葛兰素史克/诺华	2009	2017	RCC；STS

-	培唑帕尼	正大天晴; 齐鲁; 上海创诺	-	2023	
爱优特	呋喹替尼	和记黄埔	-	2018	mCRC
福可维	安罗替尼	正大天晴	-	2018	NSCLC; 软组织肉瘤 (STS); SCLC; 甲状腺髓样癌 (MTC); 分化的甲状腺癌
苏泰达	索凡替尼	和记黄埔	-	2020	神经内分泌肿瘤 (NET); 胰岛细胞腺瘤
艾坦	阿帕替尼	恒瑞	-	2014	≥2种系统化疗胃腺癌或胃-食管结合部腺癌; HCC 二线
多吉美	索拉非尼 (原研)	拜耳	2005	2006	
-	索拉非尼	重庆药友; 青峰	-	2020	
-	索拉非尼	石药; 亚宝	-	2021	HCC 一线; RCC
-	索拉非尼	华东	-	2022	
-	索拉非尼	科伦	-	2023	
Iclusig	普纳替尼 (TKI)	武田	2012	-	CML, Ph+ ALL
索坦	舒尼替尼 (原研)	辉瑞	2006	2007	
-	舒尼替尼	石药	-	2019	
-	舒尼替尼	豪森	-	2020	GIST; RCC; 胰腺 NET (pNET)
-	舒尼替尼	正大天晴; 齐鲁; 科伦	-	2021	
-	舒尼替尼	吉林敖东洮南	-	2023	
Fotivda	替沃扎尼	协和麒麟	2021	-	RCC
Cabome tyx	卡博替尼	伊克力西斯	2012	-	HCC; MTC; RCC; NET
维加特	尼达尼布 (原研)	勃林格殷格翰	2014	2017	
-	尼达尼布	石药	-	2021	特发性肺纤维化 (IPF); 系统性硬化病相关间质性肺疾病 (SSc-ILD); 进行性表型的慢性纤维化性间质性肺疾病 (PF-ILD)
-	尼达尼布	豪森; 科伦; 人福普克; 齐鲁	-	2023	
泽普生	多纳非尼	泽璟	-	2021	HCC 一线; 甲状腺癌
伏美纳	伏罗尼布	贝达	-	2023	RCC
恩度	重组人血管内皮抑制素	先声	-	2005	NSCLC
Caprelsa	凡德他尼	阿斯利康	2011	-	MTC
Rydapt	米哚妥林	诺华	2017	-	AML; 系统性肥大细胞增多症

资料来源: 新药情报库, NMPA 官网, 信达证券研发中心

雷莫西尤单抗 2022 年 3 月上市，我们预计雷莫西尤单抗有望实现 15 亿元销售峰值，测算基于以下逻辑：

(1) 适应症人群：针对二线胃癌和二线肝癌适应症分别于 2022 年 2 月和 10 月获批上市。

(2) 价格及用药时长：根据雷莫西尤单抗单抗的用量计算，一个体重 50KG 的患者，一个周期（2 周）的费用是 15000（50ml），一个月费用是 3 万。用药市场根据临床试验的结果 mPFS，二线胃癌为 4.4 个月，二线肝癌为 2.8 个月。

(3) 渗透率峰值：根据各适应症的竞争格局而异，进行预测。

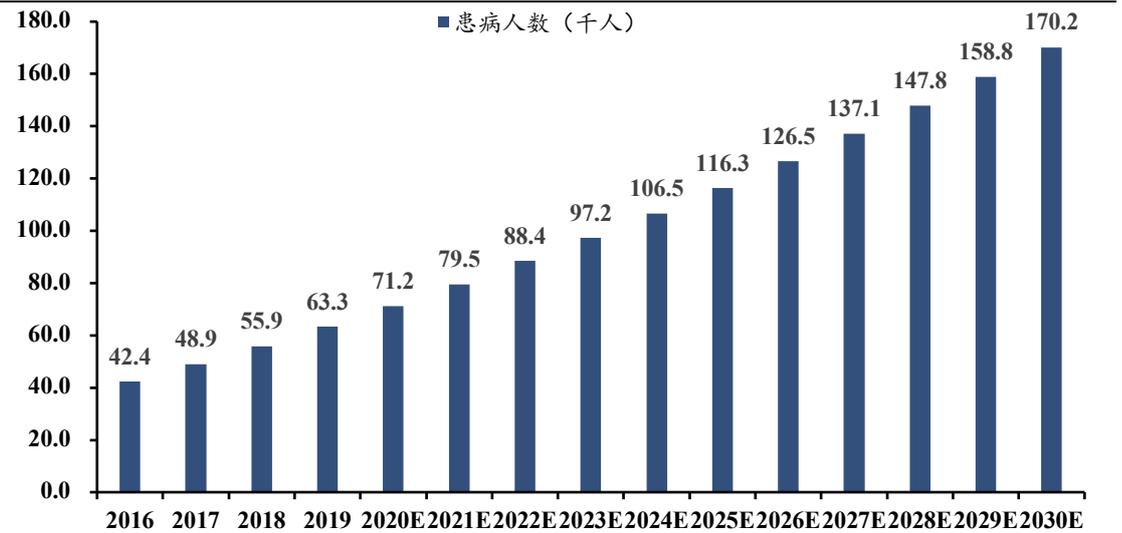
图 24、雷莫西尤单抗有望实现 15 亿元销售峰值

雷莫西尤单抗销售额预测	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
雷莫西尤单抗单价（500mg）	15000	15000	7500	7500	6750	6750	6075	6075	6075	6075
月治疗费用 万元/人	3.00	3.00	1.50	1.50	1.20	1.20	0.96	0.96	0.96	0.96
中国胃癌新发患者人数/万人	49.86	51.38	52.94	54.56	56.01	57.51	59.04	60.62	62.24	63.9
晚期胃癌比例	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
一线耐药胃癌比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
雷莫西尤单抗渗透率/2L 胃癌于 22 年 2 月获批上市	1.0%	1.8%	5.0%	7.0%	13.0%	18.0%	22.0%	20.0%	18.0%	15.0%
mPFS	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
2L 胃癌适应症销售额/亿元	1.32	2.44	3.49	5.04	7.69	10.93	10.97	10.24	9.46	8.10
yoy		85%	43%	44%	53%	42%	0%	-7%	-8%	-14%
中国 HCC 新发患者人数/万人	39.8	40.7	41.7	42.8	43.6	44.6	45.5	46.4	47.4	48.4
中晚期 HCC 比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
AFP 大于 400 ng/mL 的一线耐药 HCC 患者比例		50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
雷莫西尤单抗渗透率/2L HCC 于 22 年 10 月获批上市		0.5%	2%	3%	5%	6.5%	10%	10%	9%	7%
mPFS		2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
2L HCC 适应症销售额/亿元		0.60	1.23	1.89	2.56	3.41	4.28	4.37	3.79	3.19
yoy			105%	54%	36%	33%	26%	2%	-13%	-16%
雷莫西尤单抗总销售额/亿元	1.32	3.04	4.72	6.93	10.25	14.34	15.25	14.61	13.25	11.29
yoy		131%	55%	47%	48%	40%	6%	-4%	-9%	-15%

资料来源：弗若斯特沙利文，Cancer 361，思瀚产业研究院，中国疾病预防控制中心，万方医学网，信达证券研发中心

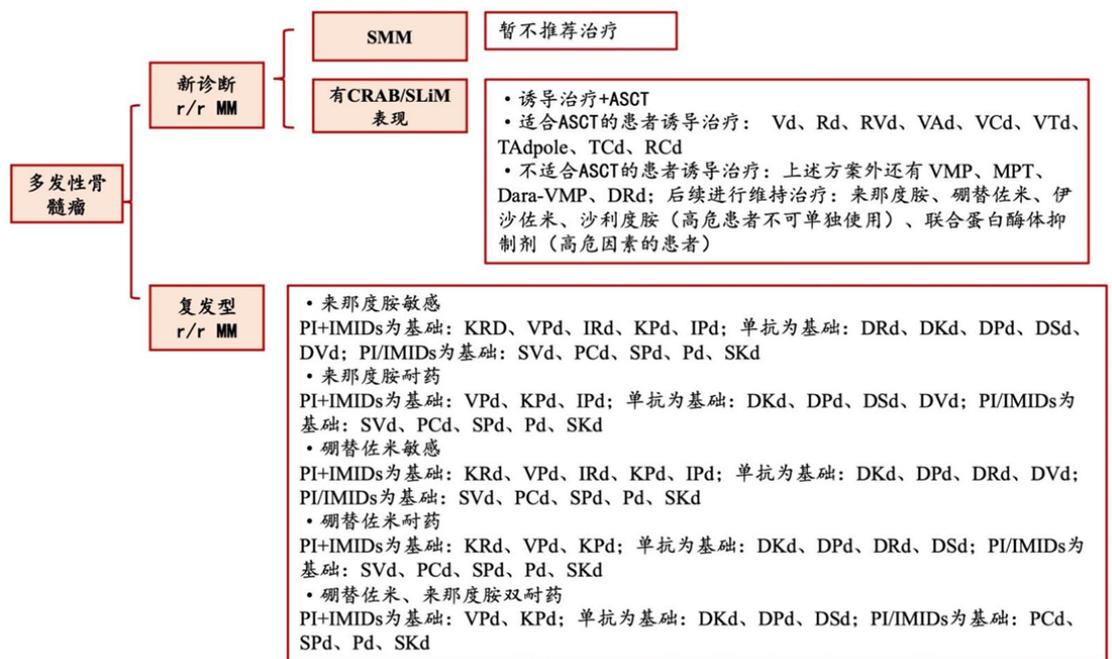
2.3.3 伊基奥仑赛（福可苏）：全球首个全人源 BCMA CAR-T 细胞免疫治疗产品

2023 年 6 月，伊基奥仑赛获 NMPA 批准上市用于治疗复发/多发性骨髓瘤（r/r MM），是国内首个获批上市的全人源 BCMA CAR-T 细胞疗法药物。MM 是第二大常见血液系统恶性肿瘤，中国 r/r MM 的患病人数从 2016 年的 4.24 万例增至 2023 年的 9.72 万例，其中 1.5 万人死亡，弗若斯特沙利文预计 2030 年我国总患病人数将达 17.02 万人。

图 25、2016-2030 年中国 r/r MM 患病人数及预测


资料来源：弗若斯特沙利文、科济药业招股说明书，信达证券研发中心

现有的治疗手段难以治愈 MM，多数近年来，MM 治疗取得了显著进展，但仍无法治愈，并最终会走向复发。而且，随着用药种类的增多，MM 复发间隙会越来越短，恶性程度越来越严重，预后越来越差，并演变成复发或难治性多发性骨髓瘤 (r/r MM)。目前，R/R MM 治疗主要采用 CD38 单抗联合蛋白酶抑制剂 (PIs)，免疫调节剂 (IMiDs)，以及 BCMA 靶向疗法。

图 26、复发/多发性骨髓瘤诊疗指南


资料来源：中华内科杂志、《中国多发性骨髓瘤诊治指南 (2022 年修订)》，信达证券研发中心

伊基公司在 2023 年 ASCO 中披露的伊基奥仑赛 I/II 期注册性临床研究数据表现良好，ORR 为 96%，其中 91.1% 的受试者达到 \geq VGPR，sCR/CR 为 74.3%。伊基奥仑赛在髓外多发性骨髓瘤 (EMM) 患者中也展现了良好的疗效，EMM 受试者的 ORR 为 100%，



CR/sCR 为 90.0%。对既往接受过 CAR-T 治疗后复发的患者也仍有良好的疗效，12 例受试者 ORR 为 75.0%，其中 41.7% 达到 CR/sCR。

伊基奥仑赛有国内同类治疗 r/r MM 药物中最高 ORR。其中有 2 款同类药物已递交 NDA 申请，分别为科济药业的 CT053 和传奇生物的西达基奥仑赛，后者于 2022 年 3 月获得 FDA 批准上市。CT053 和达基奥仑赛的 ORR 均低于伊基奥仑赛。

表 9: 靶向 BCMA CAR-T 用于 r/r MM 药物研发进展及临床数据

商品名	通用名	企业	进度	临床数据
福可苏	伊基奥仑赛	信达生物	NMPA 上市: 2023	ORR 96%, sCR/CR 74.3%
CARVYKTI	西达基奥仑赛	传奇生物	FDA 上市: 2022	ORR 85%, CR 73%
-	GC012F	亘喜生物	II 期	ORR 93.1%, sCR 82.8%
-	CT053	科济药业	NDA 受理: 2021	ORR 87.5%, sCR 79.2%

资料来源: 各公司官网, 科济药业公众号, 新药情报库, CDE, 信达证券研发中心

3 在研管线: 多领域齐头发展, 重磅减肥药 NDA 在即

公司 8 款药物在 NDA 或关键临床, 多领域齐步推进。①肿瘤领域: 23 年 1 月, 盐酸帕沙利塞片 (PI3K δ 抑制剂) 用于治疗 r/rFL 的 NDA 获受理; 两款肺癌靶向分子药物 IBI-351 (KRAS G12C) 及 IBI-344 (ROS1) 于 2023 年 11 月 NDA 获得受理, IBI-351 还纳入优先审评; IBI-126 (CEACAM5 ADC) 治疗 2L NSCLC 的 III 期试验正在进行中。②代谢与心血管领域: 5 月, 玛仕度肽 (GLP-1R/GCGR) 高剂量组 9mg 的 II 期临床研究达到 24 周的首要终点, 显示出可媲美减重手术的优异疗效及良好的安全性, 预期下半年读出 48 周数据。同时, 玛仕度肽 6mg 治疗肥胖与 T2DM 的 III 期注册临床正在进行。③自免领域: IBI-112 (IL-23p19) 银屑病已启动 III 期注册临床并完成患者入组。④眼科领域: IBI-311 (IGF-1R) 甲状腺眼病已迅速推进到 III 期注册临床研究。17+款药物处于临床开发阶段。

3.1 ADC 管线: 通过合作快速布局 ADC 领域, 5 款产品已进入临床阶段

2021 年 6 月, 信达生物与 Synaffix 订立非独家、特定靶点的许可协议。Synaffix 将提供所有必要的专有 ADC 技术, 包括 GlycoConnect™、HydraSpace™ 以及其 toxSYNTM 平台下的某款连接体-毒素, 使信达生物能够快速开发一款同类最优的 ADC 候选药物。信达生物将负责 ADC 产品的研究、开发、制造及商业化。

截止目前, 公司已有 5 款 ADC 产品进入临床阶段。2022 年 8 月, 信达生物与赛诺菲达成多项目合作与许可协议, 以开展两款高潜力抗肿瘤药物在中国的临床开发及商业化, 其中之一就是 SAR408701 (CEACAM5 ADC), 二线肺癌适应症已处于临床 III 期, 一线肺癌适应症处于临床 II 期。2022 年 7 月, 公司首款 ADC 新药 IBI343 (claudin18.2) 已经进入临床试验阶段, 全人源化抗体, 高效内吞性的 α CLDN18.2 单抗, Fc silent 避免非特异性摄取, 定点偶联技术, 稳定均一 DAR4, 亲水性带来更好 PK, 显著的旁观者效应, 临床前观察到更宽的安全性边际。剂量探索爬坡至 10mg/kg, 目前超过 60 例 CLDN18.2 表达的胃癌/胰腺癌患者完成首次给药, 较短随访时间内已观察到持续提升的 ORR, 在先前已接受过多种方案治疗的患者中观察到高 DCR。11 月, 公司第二款 ADC

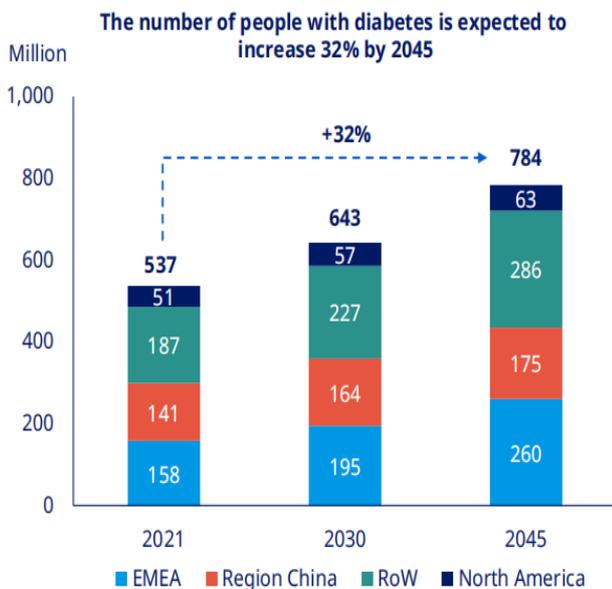
产品 IBI354 (HER2) 启动 I/II 期临床试验。2023 年 6 月，公司靶向 Trop2 的 ADC 药物 IBI130 启动一项 I/II 期临床，拟评估用于治疗晚期实体瘤患者的安全性、耐受性和初步抗肿瘤活性。8 月，公司 IBI129 (B7-H3) 用于治疗复发或转移实体瘤的 I/II 期临床实验获批。

3.2 玛仕度肽 (IBI362): 治疗肥胖和糖尿病潜在重磅炸弹, 74 亿销售峰值潜力产品

IBI362 (mazdutide) 是一款胃酸调节素创新化合物 OXM3, 可以同时结合并激活胰高血糖素样肽-1 受体 (GLP-1R) 和胰高血糖素受体 (GCGR), GLP-1 通过刺激胰岛素的合成 (胰岛 β 细胞) 和抑制胰高血糖素的分泌 (胰岛 α 细胞), 以葡萄糖浓度依赖性方式参与机体血糖调节, 降低低血糖风险。同时作用于中枢饱涨中心, 通过抑制食欲产生减肥功效, 同时抑制胃肠道蠕动和胃液分泌, 延缓胃排空。GCGR 参与血糖和能量调节, 双靶激动的协同作用或可达到比 GLP-1R 激动剂更显著的降糖、减重、改善肝脏脂肪代谢及潜在的心肾获益, 是肥胖、糖尿病、非酒精性脂肪性肝炎 (NASH) 治疗领域潜力药物。

当前全球糖尿病患者约 5.37 亿人, 到 2030 年可能达到 6.43 亿人。全球有 7.64 亿人受肥胖问题影响。然而目前的治疗手段仍存在疗效性不足、用药便利性不足导致患者依从性低等问题, 特别是随着现代人减重需求的不断提升, 肥胖与糖尿病的治疗仍在存在较大的未满足临床需求。

图 27、全球糖尿病患者众多且不断增多



资料来源: 诺和诺德公告, 信达证券研发中心

图 28、全球 7.64 亿人受肥胖困扰

Obesity is a global epidemic affecting more than 764 million people¹



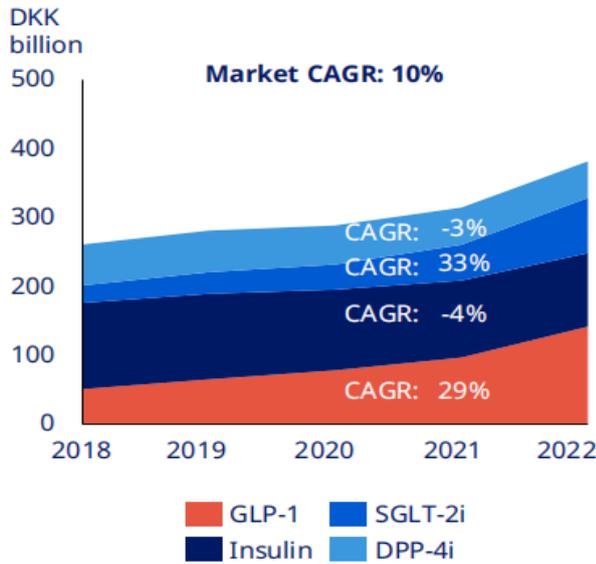
Obesity prevalence (%)



资料来源: 诺和诺德公告, 信达证券研发中心

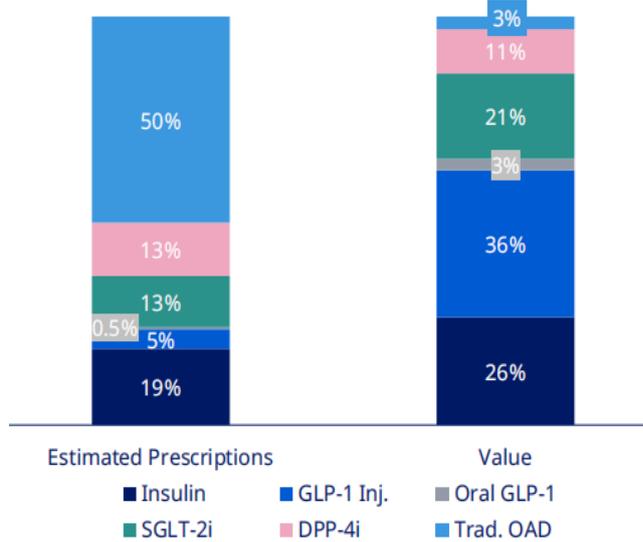
根据诺和诺德公司财报, 截至 2023Q1 全球降糖类药物市场规模约合 573 亿美元, GLP-1 类销售额约合 228 亿美元, 占全球市场份额的 40%。2018-2022 年 SGLT-2i 及 GLP-1RA 市场规模分别保持 33%, 29% 的复合增速, DPP-4i 和胰岛素市场规模下降。截止 2023 年 5 月, 尽管 GLP-1 类药物处方量渗透率仅为 5.5% (注射剂 5%, 口服 0.5%), 但糖尿病药物销售额市占率已达 39% (注射剂 36%, 口服 3%), 超过胰岛素成为全球第一大糖尿病治疗药物种类。

图 29、2018-2022 年 GLP-1 市场规模复合增速 29%

 Global diabetes market by treatment class¹


资料来源：诺和诺德公告，信达证券研发中心

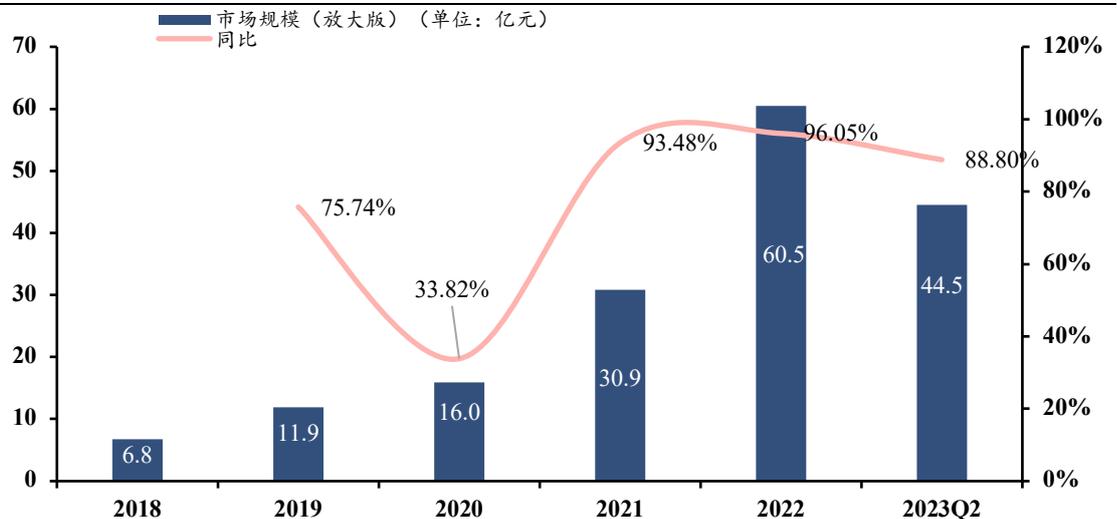
图 30、GLP-1 类药物以 5.5% 的处方量占比贡献 39% 的销售额占比

 Distribution of estimated prescriptions¹ and value across treatment classes


资料来源：诺和诺德公告，信达证券研发中心

国内 GLP-1 仍处于市场导入期，根据中国 PBD 样本医院放大版销售数据，2018 年我国 GLP-1 市场规模约为 6.8 亿元，2022 年高速增长至约 60.5 亿元，复合增速达 70.5%。

图 31、国内 GLP-1 销售额快速增长



资料来源：PDB、信达证券研发中心

玛仕度肽是基于肥胖程度开发的个体化给药方案的药物，一周一次的给药方案和注射全程不见针头的创新自动注射器的应用，有望改善患者的生活质量和依从性，同时提供更加简洁的给药方案，仅需两步剂量滴定即可达到稳定维持剂量。其中，6 mg 剂量针对更低体重基数起点的肥胖，主要为了满足更广泛的、起点更低的广阔肥胖人群或特定超重人群。9 mg 剂量主要适用于中重度肥胖且需手术治疗的人群，且展现出了可以媲美减重手术的减重幅度。肥胖或超重 (6mg): 2022 年 Q4 启动临床 III 期，计划 2023 年底至 2024 年初递交 NDA; 肥胖 (9mg): 2023 年 Q2 临床 II 期达到首要终点。计划 2023 年底启动临床 III 期; 2 型糖尿病 (6mg): 2023 年 Q1 启动临床 III 期，计划 2024 年递交 NDA。

图 32、玛仕度肽临床管线进度及规划


资料来源：公司官网、信达证券研发中心

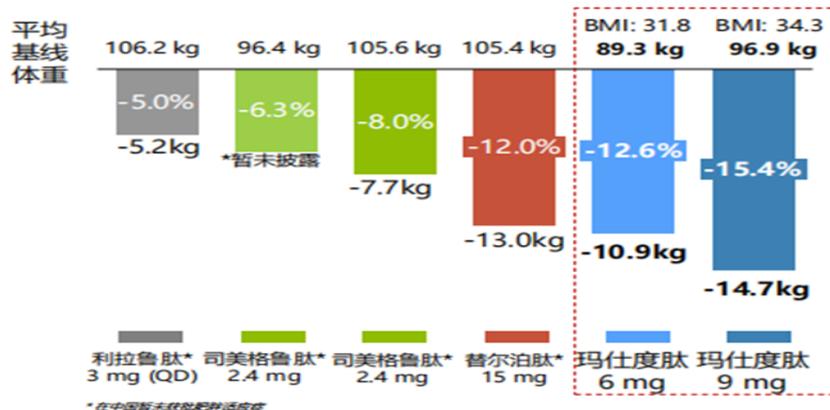
目前 FDA 只批准了替尔泊肽、司美格鲁肽，利拉鲁肽，奥利司他，芬特明-托吡酯，氟卡色林，安非他酮-纳曲酮 7 款肥胖长期治疗药物，国内仅有奥利司他仿制药获得 NMPA 批准上市。IBI362 有望成为疗效及安全性最佳的减重药物。

表 10：迄今为止 FDA 仅获批了 7 款减肥药物

	安非他酮-纳曲酮	氟卡色林	芬特明-托吡酯	奥利司他	利拉鲁肽	司美格鲁肽	替尔泊肽
生产厂家	Orexigen	Arana	Vivus	GSK/罗氏	诺和诺德	诺和诺德	礼来
FDA 获批时间	2014	2016	2012	2007	2014	2021	2023
作用机制	阻断阿片受体介导的 POMC 抑制	5-HT2C 受体激动剂	肾上腺素受体激动剂	脂肪酶抑制剂	GLP-1 激动剂	GLP-1 激动剂	GIP/GLP-1 激动剂

资料来源：丁香园，医药魔方，一财网，信达证券研发中心

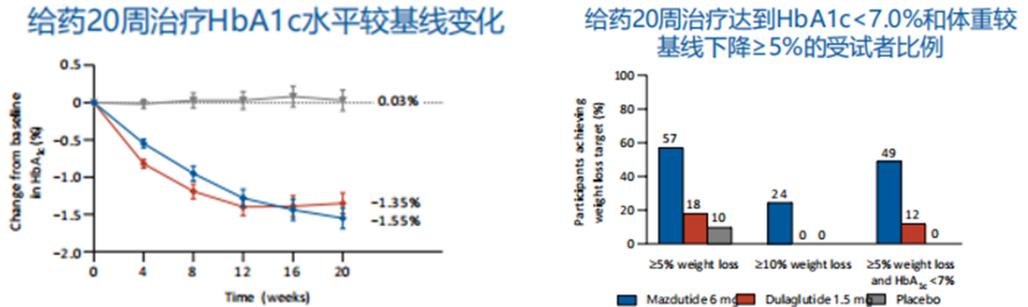
治疗 48 周后，9 mg 玛仕度肽组体重较基线的平均百分比变化与安慰剂组的差值达 -18.6%；体重较基线的平均变化与安慰剂组差值为 -17.8kg，体重下降超过 15%/20% 的受试者比例相较 24 周显著增加，玛仕度肽 9 mg 组中 51.2% 的受试者体重较基线下降 15% 以上，34.9% 的受试者体重较基线下降 20% 以上。安全性方面，玛仕度肽 9 mg 48 周治疗期内无严重不良事件，无导致停药的不良事件；二步滴定给药方案简捷耐受。

图 33、IBI362 临床 II 期 24 周临床数据优于司美格鲁肽


资料来源：公司官网、信达证券研发中心 (9mg 玛仕度肽为 II 期临床 24 周数据)

2022年7月，玛仕度肽已在针对中国2型糖尿病受试者的2期临床研究中达到主要终点。数据显示，在第20周时，6mg玛仕度肽组有49%的受试者达到体重降低超过5%且糖化血红蛋白（HbA1c）低于7%；而对照组仅有12%达到同样效果，安慰剂组更是无受试者达到此效果。今年初，信达生物已经在中国启动了玛仕度肽治疗2型糖尿病的III期临床研究（DREAM-1和DREAM-2）。

图 34、IBI326 针对 2 型糖尿病受试者的 II 期临床研究达到主要终点



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

我们预计玛仕度肽有望实现 74 亿元销售峰值，测算基于以下假设前提：

- （1）适应症人群：目前公司在开发肥胖（9mg：适合中重度肥胖（需手术治疗）BMI \geq 32.5kg/m²患者；6mg 针对 BMI 更低的广阔肥胖人群或特定超重人群）和 2 型糖尿病。
- （2）上市时间：肥胖或超重（6mg）：22 年 Q4 启动临床 III 期，计划 23 年底至 24 年初递交 NDA；肥胖（9mg）：23 年 Q2 临床 II 期达到首要终点。计划 23 年底启动临床 III 期；2 型糖尿病（6mg）：23 年 Q1 启动临床 III 期，计划 24 年递交 NDA。
- （3）价格及用药时长：月治疗费用参考司美格鲁肽的价格（目前医保降价后为 478 元/支）
- （4）渗透率峰值：根据各适应症的竞争格局而异，进行预测。

图 35、玛仕度肽有望实现 74 亿销售峰值

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
20-60岁成人人口数/万人	81966	81474	80985	80499	80016	79536	79059	78585	78113	77645
成人超重比例	39%	39.76%	40.95%	42.18%	43.44%	44.75%	46.09%	47.47%	48.90%	50.36%
药物干预率	0.50%	0.58%	0.66%	0.76%	0.87%	1.01%	1.16%	1.33%	1.53%	1.76%
玛仕度肽渗透率		8%	10.0%	12%	15%	15%	20%	15%	12%	8%
月治疗费用/元		700	700	700	350	350	315	315	284	283.5
平均年治疗时长/月		3	3.24	3.50	3.78	4.08	4.41	4.76	5.14	5.55
成人超重适应症销售额/亿元		3.13	4.97	7.59	6.03	7.67	11.70	11.16	10.22	8.66
yoy			59%	53%	-21%	27%	53%	-5%	-8%	-15%
成人肥胖比例	20%	20.93%	21.97%	23.07%	24.23%	25.44%	26.71%	28.04%	29.45%	30.92%
药物干预率	1%	1.25%	1.56%	1.95%	2.44%	3.05%	3.81%	4.77%	5.96%	7.45%
玛仕度肽渗透率				5%	12%	15%	18%	20%	17%	12%
平均治疗时长/月				5.5	5.78	6.06	6.37	6.69	7.02	7.37
成人肥胖适应症销售额/亿元				6.98	11.48	19.65	29.08	44.26	46.38	44.85
yoy					64%	71%	48%	52%	5%	-3%
玛仕度肽超重/肥胖销售总额/亿元		3.13	4.97	14.57	17.51	27.32	40.78	55.42	56.60	53.51
中国糖尿病患者人数/亿人	1.41	1.45	1.50	1.54	1.59	1.63	1.68	1.73	1.79	1.84
就诊率	30%	32%	33%	35%	36%	38%	40%	42%	44%	47%
GLP-1市占率	16%	18%	19%	21%	23%	26%	28%	31%	34%	38%
玛仕度肽渗透率			0.6%	0.8%	1.3%	2.0%	3.0%	2.6%	2.2%	1.6%
平均年治疗时长/月			6	6	8	8	10	10	10	10
玛仕度肽糖尿病销售额/亿元			2.41	3.83	4.93	9.03	18.13	18.69	16.94	14.65
yoy				59%	29%	83%	101%	3%	-9%	-13%
玛仕度肽总销售额/亿元		3.13	7.39	18.40	22.44	36.36	58.91	74.11	73.53	68.16

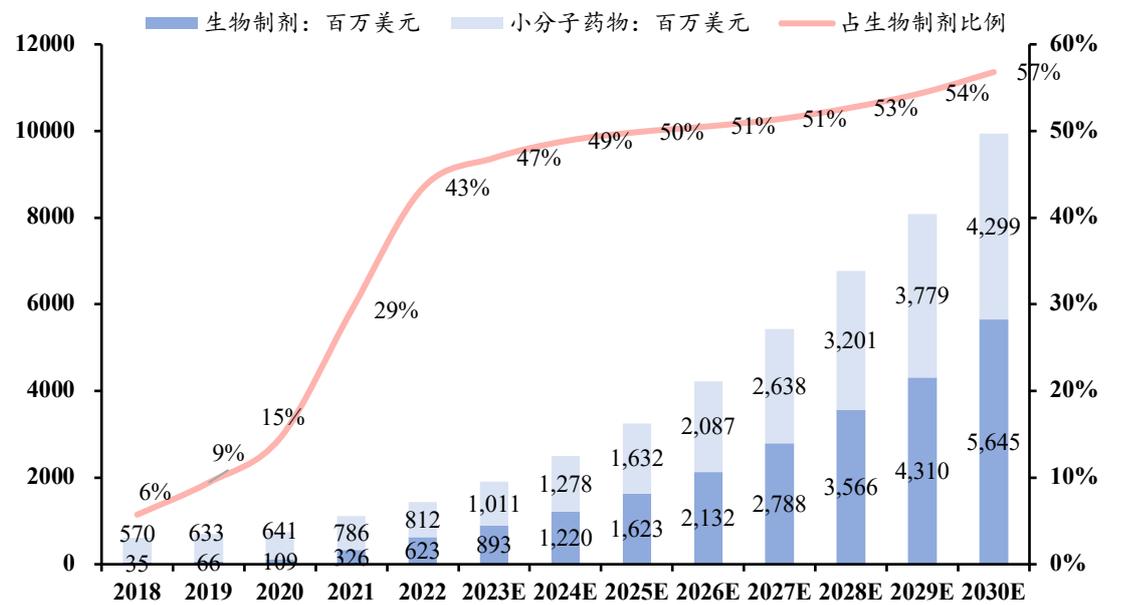
资料来源：搜狐网，健康界，凯莱英新闻，健康时报网，信达证券研发中心测算

3.3 匹康奇拜单抗 (IBI112)：潜在同类最佳的 IL-23p19 单抗

银屑病 (Ps) 是一种遗传与环境共同作用, 免疫介导的慢性、复发性、炎症性、系统性疾病。典型临床表现为鳞屑性红斑或斑块, 局限或广泛分布, 无传染性, 治疗困难, 常罹患终身。银屑病可以分为寻常型银屑病 (包括点滴状银屑病和斑块型银屑病)、脓疱型银屑病、红皮型银屑病及关节病型银屑病。其中斑块型银屑病占 80~90%, 30%左右为中重度。中国银屑病患者人数总体保持稳定, 由 2017 年的 650 万人增至 2022 年的 670 万人。

中国的银屑病药物市场由 2018 年的 604.2 百万美元快速增长至 2022 年的 1435.8 百万美元, 复合年增长率为 24.2%, 弗若斯特沙利文估计于 2030 年将增至 9943.6 百万美元, 2022 年至 2030 年的复合年增长率为 27.4%。

图 36、2018 年至 2030 年 (估计) 中国银屑病药物市场



资料来源: 荃信生物招股说明书、信达证券研发中心

公司自主研发的 IL23 (重组抗白介素 23p19 亚基抗体注射液) 特异性结合 IL-23p19 亚基, 通过阻止 IL-23 与细胞表面受体结合, 阻断 IL-23 受体介导信号通路发挥抗炎作用。在治疗自身免疫疾病的同时, 不影响 IL12 介导的病原防御和肿瘤免疫监视作用, 有望为银屑病和其他自身免疫性疾病患者提供更有效的治疗方案。与其他靶点相比, IL23 单抗的给药间隔时间更长, 患者依从性更好。2023 年 2 月启动临床 III 期并已完成患者入组, 临床 II 期截止 52 周研究结果显示最高 86% 的受试者实现皮损面积清除 >90% (PASI90)。溃疡性结肠炎临床 II 期进行中。

表 11: IL23 靶向药物竞争格局

药品	公司	适应症	阶段	首次公布日期/ 上市日期/中国 上市日期	2022 年全球销 售额/亿美元
乌司奴单抗(IL-12/IL-23)	强生	斑块型银屑病、银屑病关节炎、克罗恩病、溃疡性结肠炎	已上市	2008/2017	97.23
古塞奇尤单抗 IL-23p19	强生	斑块型银屑病	已上市	2017/2019	26.58
替瑞奇珠单抗 IL-23p19	太阳制药	斑块型银屑病	已上市	2018/2023	未披露
利生奇珠单抗 IL-23p19	勃林格殷格翰 / 艾伯维	斑块型银屑病	已上市	2019	51.65



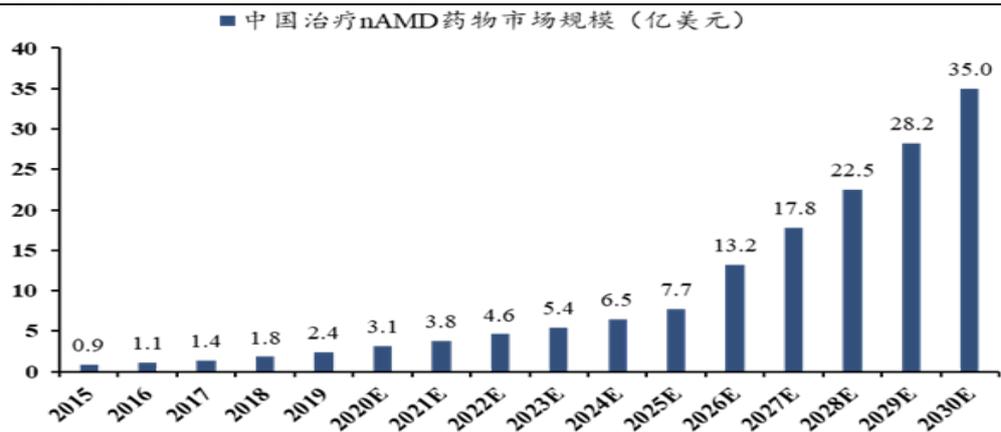
米吉珠单抗 IL-23p19	礼来	斑块型银屑病、溃疡性结肠炎及克罗恩病	已上市	2023	
AK101 (IL-12/IL-23)	康方生物	中重度斑块状银屑病、中重度溃疡性结肠炎、系统性红斑狼疮适应症	NAD 已受理	2023-08-23	I 类新药
QX001S (IL-12/IL-23)	荃信生物	中重度斑块状银屑病患者	NAD 已受理	2023-08-11	乌司奴单抗生物类似药
BAT2206 (IL-12/IL-23)	百奥泰	成人中重度斑块状银屑病	III 期	2021-6-25	乌司奴单抗生物类似药
SYSA1902 (IL-12/IL-23)	石药集团	中重度斑块性银屑病	III 期	2023-1-29	乌司奴单抗生物类似药
Picankibart IL-23p19	信达生物	斑块状银屑病	III 期	2022-12-09	I 类新药
NBL-012	石药集团	银屑病、化脓性汗腺炎和炎症性肠病	I 期	2021-06-03	I 类新药

资料来源：荃信生物招股说明、医药时间，钛媒体，信达证券研发中心

3.4 IBI302 (efdamrofusp alfa)：全球首个眼用抗 VEGF/补体的双特异性融合蛋白

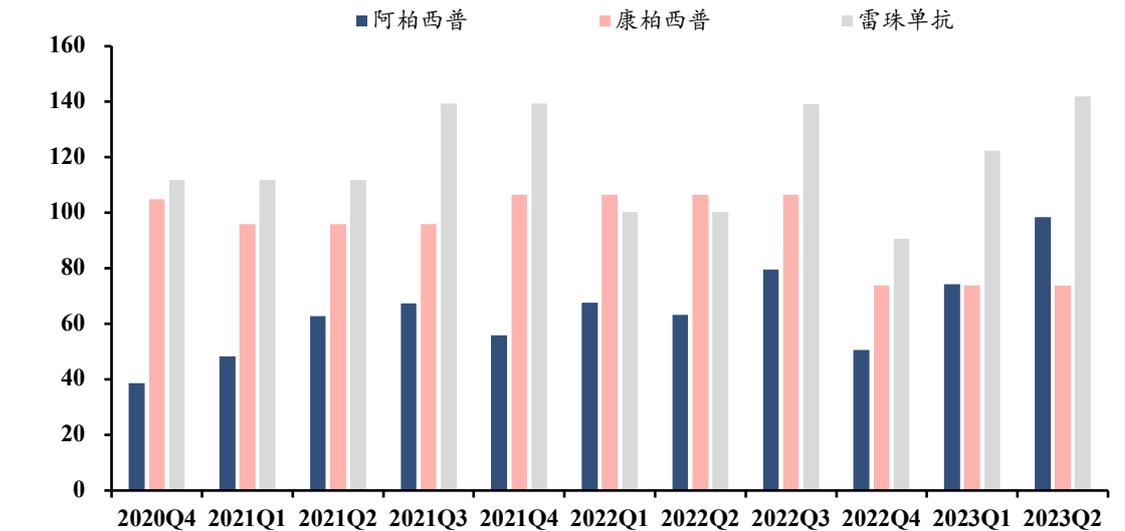
年龄相关性黄斑变性（AMD）市场规模大，随社会老龄化发病率逐渐升高。AMD 是导致中央视力损害的慢性进展性疾病，发病率随年龄增加而升高。血管新生型年龄相关黄斑病变（nAMD）是 AMD 的主要类型之一，在严重中央视力损坏的患者中，nAMD 患者占 90%。我国治疗 nAMD 的药物市场规模逐年增加，灼识咨询预计将从 2019 年的 2.4 亿美元增长至 2030 年的 35 亿美元，复合年增长率为 27.5%。

图 37、中国治疗 nAMD 药物市场规模预测



资料来源：兆科眼科-B 招股说明书、信达证券研发中心

《中国年龄相关性黄斑变性临床诊疗指南（2023）》中指出，抗 VEGF 药物玻璃体腔内注射给药时新生血管性 AMD 的一线治疗方法，目前国内已有三款上市药物，同时有多款药物在研，市场竞争激烈。

图 38、阿柏西普、康柏西普、雷珠单抗样本医院度销售额情况（单位：百万元）


资料来源：PDB、信达证券研发中心

表 12：湿性年龄相关性黄斑部病变药物竞争格局

药物名称	适应症	申办方/合作方	阶段	首次公布日期/上市日期
阿柏西普	糖尿病性黄斑水肿、新生血管性年龄相关性黄斑变性，视网膜静脉阻塞	拜耳	已上市	2018
康柏西普	湿性年龄相关性黄斑变性	康弘生物	已上市	2013
雷珠单抗	湿性年龄相关性黄斑变性、视网膜静脉阻塞继发的黄斑水肿、糖尿病性黄斑水肿和脉络膜新生血管	罗氏/诺华	已上市	2012
brolucizumab	新生血管（湿性）年龄相关性黄斑变性	诺华	申报上市	2023-08
IBI302	新生血管性年龄相关性黄斑变性、糖尿病性黄斑水肿	信达生物	III期	2023-07-28
RC28-E	新生血管性年龄相关性黄斑变性	荣昌生物	III期	2023-01-12
SCT510A	湿性年龄相关性黄斑变性	神州细胞	III期	2022-07-26
BAT5906	湿性年龄相关性黄斑变性	百奥泰	III期	2022-05-16
LY09004	新生血管湿性年龄相关性黄斑变性、视网膜静脉阻塞后黄斑水肿、糖尿病性黄斑水肿及糖尿病性视网膜病变	绿叶制药博安生物	III期	2020-11-03
Faricimab	新生血管性年龄相关性黄斑变性、糖尿病性黄斑水肿	罗氏	III期	2020-01-13
Brolucizumab	新生血管性年龄相关性黄斑变性	诺华	III期	2019-10-25
QL1205	湿性年龄相关性黄斑变性、糖尿病黄斑水肿、视网膜静脉阻塞和继发的黄斑水肿、脉络膜新生血管、糖尿病视网膜病变、早产儿视网膜病变	齐鲁制药	III期	2019-07-17
QL1207	新生血管湿性年龄相关性黄斑变性、视网膜静脉阻塞后黄斑水肿、糖尿病性黄斑水肿及糖尿病性视网膜病变	齐鲁制药	III期	2019-05-20
MW02	新生血管性年龄相关性黄斑变性	KanVax	II期/III期	2020-12-25

资料来源：兆科眼科-B招股说明书，医药经济报，信达证券研发中心

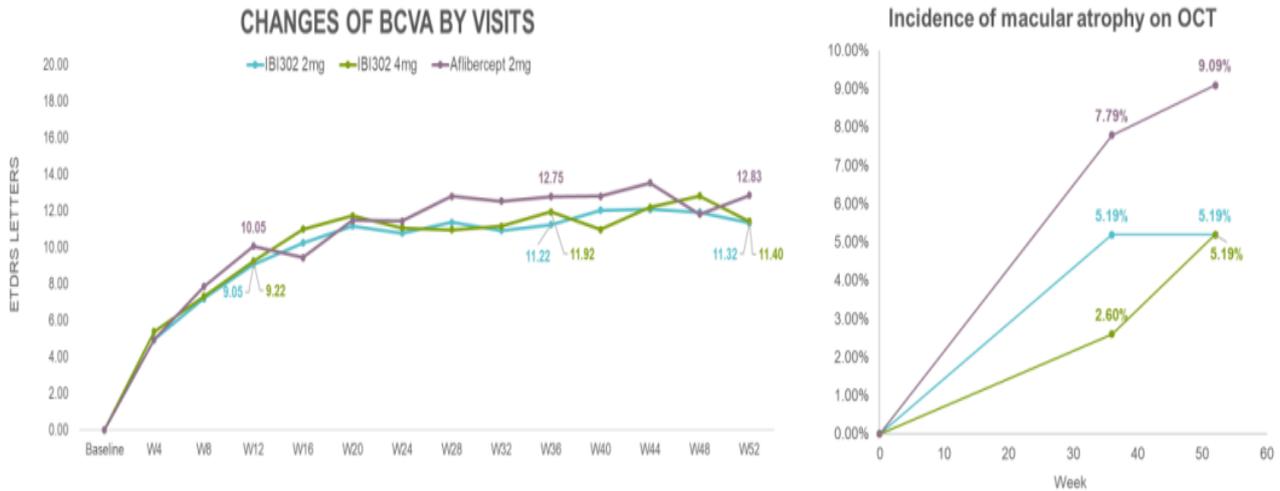
IBI302 为全球首创的抗 VEGF-抗补体双靶点分子，有望成为抑制纤维化并维持长期视力改善的抗 VEGF 抗体药物。 IBI302 以 VEGF 和 C3b、C4b 为靶点，同时结合血管内皮生长因子（VEGF）和补体两个靶点，阻断 VEGF 信号通路和补体活化，从而抑制病变新生血管生长，从而达到治疗和控制 AMD 的目的。IBI302 2mg/4mg 临床 II 期在第 36 周和第 52 周时，BCVA 较基线的改变上，非劣于 2mg 阿柏西普（Q8W）；观察到黄斑萎缩发生率（OCT 测量）减少的初步信号。公司预计 2023 年下半年启动高浓度组（8mg）临床 III 期试验。

IBI302 的临床 I、II 期研究中得到了初步的改善纤维化和黄斑萎缩积极信号，其潜在的长期给药后抗纤维化以及黄斑萎缩改善方面有更多优势，这将为患者带来更加友好的给药方案以及更长久持续的视力获益。

图 39、IBI302 临床 II 期实验数据

IBI302 2mg/4mg 临床 II 期: 第 36 周和第 52 周时, BCVA 较基线的改变上, 非劣于 2mg 阿柏西普 (Q8W)

IBI302 2mg/4mg 临床 II 期: 观察到黄斑萎缩发生率 (OCT 测量) 减少的初步信号



资料来源: 公司官网、信达证券研发中心

4 盈利预测与投资建议

4.1 业务拆分与营收预测

基于公司现有上市及在研产品情况，我们做出以下假设：

- **信迪利单抗**：2022 年新增两项适应症（一线食管癌和一线胃癌），成为唯一获批一线治疗五大高发瘤种的 PD-1 抑制剂。一线胃癌适应症为国产独家，有望快速放量。从 PDB 样本医院数据来看，2023 年 Q1、Q2 同比增速分别为 49% 和 81%，仍然保持快速增长。我们预计 2023-2025 年销售收入分别为 24.88、29.87 和 34.39 亿元，同比增速分别为 30%、20% 和 15%。
- **三大生物类似物**：贝伐珠单抗体量大，据 PDB 国内全渠道放大数据显示，2022 年销售额为 14.8 亿元，为市占率前三的厂家，样本医院数据显示 2023 年 Q1 和 Q2 同比增速分别为 51% 和 49%。考虑到未来可能的集采，我们预计 2023-2025 销售收入分别为 16、14 和 8.5 亿元。利妥昔单抗仅罗氏，复宏汉霖和信达三家公司获批上市，竞争格局良好，据 PDB 国内全渠道放大数据显示，2023Q1 信达市占率 11.7%，排第三，还有较大的放量的空间。我们预计 2023-2025 销售收入分别为 7、8.8 和 10 亿元。阿达木单抗 7 家公司产品获批上市，竞争比较激烈，据 PDB 国内全渠道放大数据显示，2023Q1 信达市占率 6.4%，排名第 4，目前基数比较小，我们预计 2023-2025 销售收入分别为 2、3、4 亿元。
- **License-in 创新药** 已上市 5 个，基数还比较低，均处于市场导入期。自研的 PCSK9 抗体信必可 2023 年 8 月才上市，我们预计 2024-2025 年开始贡献收入。2024 年将有 4 款 License-in 创新药获批上市。

综上假设，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营收 58 亿元、67.6 亿元、81.97 亿元，对应毛利率水平为 81%、82%、83%。

表 13、公司分业务收入预测

业务拆分 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
信迪利单抗	2800	1910	2488	2987	3439
yoy		-32%	30%	20%	15%
贝伐珠单抗	669	1484	1600	1400	850
yoy		122%	8%	-13%	-39%
利妥昔单抗	97	423	700	880	1000
yoy		336%	65%	26%	14%
阿达木单抗	116	125	200	300	400
yoy		8%	60%	50%	33%
耐立克-BCR-ABL-奥雷巴替尼 与亚盛合作		182	370	550	720
yoy			103%	49%	31%
达伯坦-FGFR-培美替尼片 与 Incyte 合作		5	40	90	120
yoy			700%	125%	33%
希冉择-VEGFR-2-雷莫西尤单抗 礼来合作			100	180	250
yoy				80%	39%
睿妥-RET-塞普替尼片 与礼来合作			80	160	250
yoy				100%	56%
IBI306-PCSK9			80	180	280
yoy				125%	56%
IBI326-BCMA CART 与 驯鹿合作			22	73	129
IBI376-PI3Kδ 与 Incyte 合作				160	280
IBI-351 (KRAS G12C) 与 劲方医药合作					100
IBI-344 (ROS1) 与 葆元医药合作					120
玛仕度肽 与礼来合作				313	739
其他收入	587	165	300	300	300
合计	4269	4294	5800	6760	8197
同比		1%	35%	17%	21%

资料来源：信达证券研发中心测算

4.2 估值测算

我们用 PS 对公司进行估值，选取百济神州、君实生物、荣昌生物作为可比公司，2023 年平均 PS 为 20 倍，2024 年平均 PS 为 12 倍，信达生物 PD-1 仍在快速放量，重磅品种玛仕度肽临床数据亮眼，我们预计 2025 年有望获批上市，给予公司 2024 年 13 倍 PS 估值，按照 2023 年 12 月 1 日的汇率：1 人民币 ≈ 1.0937 港元，公司 2024 年合理估值为 961 亿港元。

表 14、可比公司 PS 估值

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	总营收 (亿元)			PS (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
6160.HK	百济神州	1447	164	222	290	9	7	5
1877.HK	君实生物	397	16	28	40	24	14	10
9995.HK	荣昌生物	323	12	19	28	26	17	11
	平均值					20	12	9

资料来源：wind，信达证券研发中心（总市值对应日期为 2023 年 12 月 01 日，3 家可比公司总营收为 wind 一致预测值）



4.3 投资建议

公司为创新药研发头部企业，商业化产品持续丰富。基于此，我们预计 2023-2025 年公司实现营收分别为 58 亿元、67.6 亿元、81.97 亿元，归母净利润分别为-10.41 亿元、-7.32 亿元、3.73 亿元，每股收益分别为-0.64 元、-0.45 元、0.23 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

- **（1）研发进度及产品上市进度不及预期：**创新药的研发风险比较大，研发进度及上市注册进度不及预期将影响销售收入；一旦临床试验失败将给公司的研发费用造成损失；
- **（2）产品竞争加剧的风险：**公司在临床阶段及新上市的药物在肿瘤和自身免疫领域竞品较多，如果竞争加剧将导致价格下降，销售收入减少；
- **（3）产品商业化不及预期：**公司在临床阶段及新上市的药物商业化的进度受到公司销售能力，市场环境，国家政策等多方面的影响，有商业化不及预期的风险；
- **（4）政策风险：**创新药受国家政策影响比较大，比如生物类似物集采政策，国家医保谈判，药品审批政策，医疗反腐政策等，这些政策也在动态调整，有可能会对公司新药研发和产品销售产生一定的影响。



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,507	10,976	11,236	12,677	营业收入	4,556	5,800	6,760	8,197
现金	1,016	593	1,149	2,841	其他收入	1	0	0	0
应收账款及票据	575	875	815	675	营业成本	931	1,102	1,217	1,393
存货	1,429	1,326	1,107	883	销售费用	2,591	2,900	3,042	3,033
其他	8,486	8,183	8,165	8,279	管理费用	0	667	676	787
非流动资产	6,082	6,505	6,949	7,458	研发费用	2,871	2,900	3,245	3,279
固定资产	3,411	3,728	4,030	4,316	财务费用	-88	136	177	196
无形资产	1,317	1,423	1,565	1,789	除税前溢利	-2,170	-1,041	-732	373
其他	1,354	1,354	1,354	1,354	所得税	9	0	0	0
资产总计	17,589	17,481	18,185	20,136	净利润	-2,179	-1,041	-732	373
流动负债	3,499	4,080	5,216	6,494	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	888	1,488	2,288	2,988	归属母公司净利润	-2,179	-1,041	-732	373
应付账款及票据	326	286	322	297	EBIT	-1,836	-1,769	-1,420	-295
其他	2,286	2,306	2,606	3,209	EBITDA	-1,517	-1,442	-1,063	95
非流动负债	3,360	3,360	3,360	3,360	EPS（元）	-1.42	-0.64	-0.45	0.23
长期债务	2,215	2,215	2,215	2,215					
其他	1,144	1,144	1,144	1,144					
负债合计	6,859	7,440	8,576	9,854					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
储备	10,748	10,060	9,627	10,300	成长能力				
归属母公司股东权益	10,730	10,042	9,609	10,282	营业收入	6.71%	27.29%	16.55%	21.26%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	30.55%	52.21%	29.67%	150.86%
股东权益合计	10,730	10,042	9,609	10,282	获利能力				
负债和股东权益	17,589	17,481	18,185	20,136	毛利率	79.57%	81.00%	82.00%	83.00%
					销售净利率	-47.83%	-17.96%	-10.83%	4.54%
					ROE	-20.31%	-10.37%	-7.62%	3.62%
					ROIC	-13.33%	-12.87%	-10.06%	-1.91%
					偿债能力				
					资产负债率	39.00%	42.56%	47.16%	48.94%
					净负债比率	19.45%	30.98%	34.91%	22.98%
					流动比率	3.29	2.69	2.15	1.95
					速动比率	2.62	2.22	1.83	1.73
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.33	0.38	0.43
					应收账款周转率	5.90	8.00	8.00	11.00
					应付账款周转率	3.58	3.60	4.00	4.50
					每股指标				
					（元）				
					每股收益	-1.42	-0.64	-0.45	0.23
					每股经营现金流	-1.25	-0.82	-0.26	0.59
					每股净资产	6.99	6.21	5.94	6.36
					估值比率				
					P/E	-	-	-	174.63
					P/B	4.38	6.48	6.77	6.33
					EV/EBITDA	-32.38	-47.28	-64.33	706.43



研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在 PPC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

宋丹，团队成员，中山大学中山医学院基础医学硕士，2 年证券从业经验，2 年创新药研发产业工作经验，曾任职于方正证券研究所、强生研发部。2023 年加入信达证券，负责创新药板块行业研究。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。



分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。