

康方生物 (09926.HK)

依沃西头对头战胜 K 药，有望成为下一代免疫基石药物

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 医药生物 · 生物制品

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	张佳博	021-60375487	zhangjiabo@guosen.com.cn	执证编码: S0980523050001
证券分析师:	陈益凌	021-60933167	chenyiling@guosen.com.cn	执证编码: S0980519010002
证券分析师:	陈曦炳	0755-81982939	chenxibing@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120001

事项:

2024年9月8日, HARMONi-2 临床数据在 WCLC 年会上发布, 康方生物的 PD-1xVEGF 双抗依沃西在 PD-L1 (+) NSCLC 1L 适应症头对头 K 药达到 PFS 主要临床终点。

国信医药观点:

- 在一线肺癌适应症中, 依沃西头对头 K 药达到显著的 PFS 优效, 并在几乎所有亚组中均达到强阳性, 且安全性良好, 表明依沃西已经充分展示出了下一代免疫基石药物的潜质;
- HARMONi-2 临床入组患者具备代表性, 对照组 K 药的数据与其历史数据具备可比性。依沃西在临床上表现出区别于 PD1 单抗与抗 VEGF 药物联用的有效性与安全性数据, 依沃西对比 K 药获得的 PFS 优势将有望转化成 OS 优势;
- 基于优异的国内临床数据, 康方生物的合作伙伴 Summit 已在海外开启 HARMONi (EGFRm NSCLC 2L) 和 HARMONi-3(sqNSCLC 1L)两项全球多中心 3 期临床, 并计划在 2025 年开启第三个 3 期临床 HARMONi-7(PD-L1 TPS \geq 50% NSCLC 1L), 进一步实现依沃西在全球的商业化价值;
- 依沃西已在国内获批 EGFRm NSCLC 2L 适应症, 并将参与年底的医保谈判; PD-L1 (+) NSCLC 1L 适应症的上市申请已获 CDE 受理。依沃西深耕肺癌的多项细分适应症, 并且继续拓展其他瘤种。

投资建议: 康方生物的依沃西持续验证 FIC & BIC 潜力, 公司与 Summit 合作持续推进全球的临床。卡度尼利与依沃西已经成功实现了国内商业化, 有望成为重磅品种。公司在研管线丰富, 双抗、ADC、单抗等不同分子形态已形成梯队。我们维持公司的盈利预测, 预计公司 2024-26 年的营收为 25.54/42.03/64.36 亿元, 同比增长-43.6%/64.6%/53.1%, 归母净利润为-3.34/3.19/14.00 亿元, 维持“优于大市”评级。

评论:

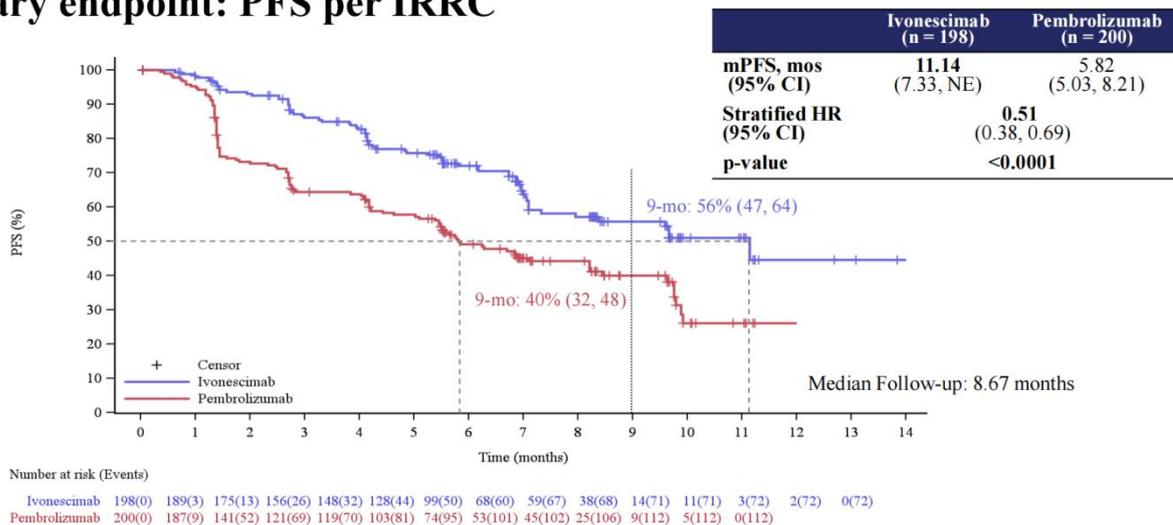
◆ 依沃西在 PD-L1 (+) NSCLC 1L 适应症头对头 K 药取得 PFS 强阳性结果

在北京时间 9 月 8 日晚间举行的 WCLC 2024 全体会议上, 康方生物的依沃西 (AK112) 头对头帕博利珠单抗 (K 药) 一线治疗 PD-L1 (+) NSCLC 的中国 ph3 注册临床 (HARMONi-2/AK112-303) 试验结果进行了口头报告。

结果表明, 依沃西达到了临床有效性主要终点: mPFS 为 11.14 vs 5.82 个月, HR=0.51, p<0.0001, 证明了依沃西相比 K 药而言取得了具有临床意义的、统计学显著的 PFS 获益。亚组分析显示, 在几乎所有亚组中, 依沃西相比 K 药而言都能带来与整体人群相似且显著的 PFS 获益, 无论患者 PD-L1 表达水平 (1-49% 或 \geq 50%)、组织学类型 (鳞癌或非鳞癌)、基线状态 (年龄、性别、吸烟史、身体状况)、疾病转移情况 (是否脑转移、是否肝转移); 同时, 依沃西相比 K 药而言也能进一步提高 ORR、DCR, 且 DoR 显示持久响应特征。安全性分析显示, 依沃西的安全性特征与既往研究相似, 耐受性良好; 免疫相关不良事件 (irAEs) 与抗血管相关不良事件均可耐受、可管理, 单药治疗导致严重不良事件或停药的比例低于 K 药。

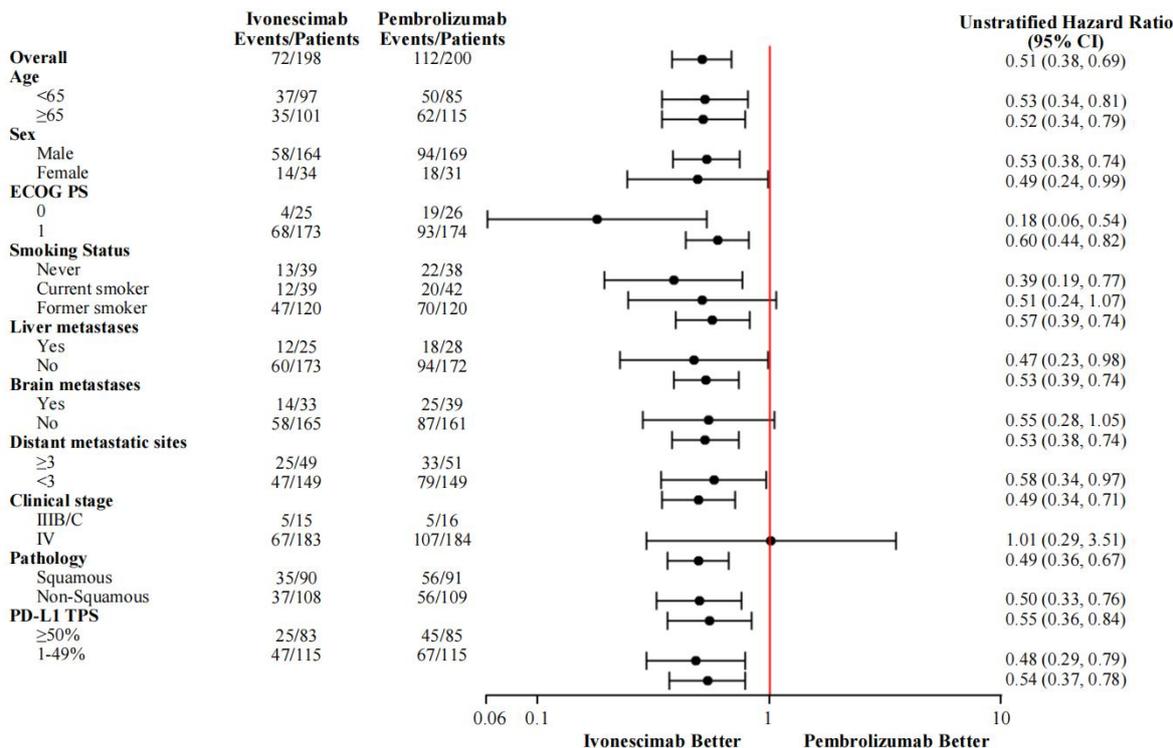
图1: HARMONi-2 临床 PFS 曲线

Primary endpoint: PFS per IRRC



资料来源: WCLC、公司官网、国信证券经济研究所整理

图2: HARMONi-2 临床 PFS 亚组分析

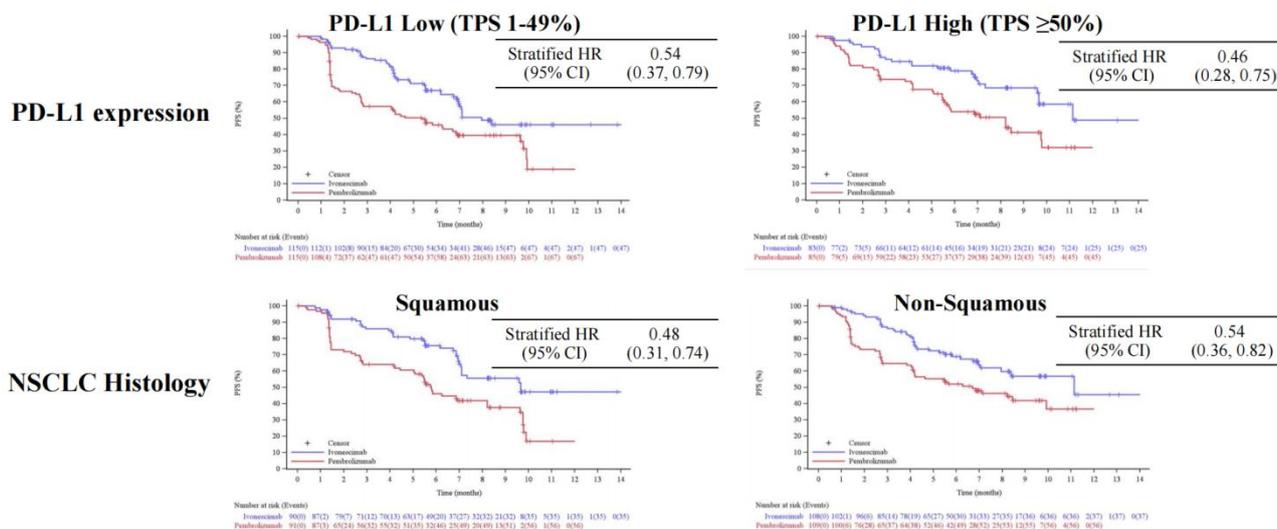


资料来源: WCLC、公司官网、国信证券经济研究所整理

进一步的亚组分析表明，依沃西在不同 PD-L1 表达水平的患者中对照 K 药均获得 PFS 获益：在 PD-L1 低表达（TPS 1%~49%）的人群中，PFS HR=0.54；在 PD-L1 高表达（TPS ≥50%）的人群中，PFS HR=0.46；根据历史数据，K 药单药在 PD-L1 高表达的人群中的临床获益更为显著，而依沃西在 K 药的优势人群（PD-L1 高表达）中依然取得了明显的生存期获益。并且，在不同的组织学分型中，依沃西同样表现出一致的获益：

在鳞癌 (sqNSCLC) 中的 PFS HR=0.48, 在非鳞癌 (nsqNSCLC) 中的 PFS HR=0.54。

图3: HARMONi-2 临床核心亚组 PFS 分析



资料来源: WCLC、公司官网、国信证券经济研究所整理

在取得优异的有效性数据的同时, 依沃西并未出现新的安全性事件。与 K 药相比, 依沃西的 TRAE、Gr ≥3 TRAE 和 sTRAE 比例略高 (分别为 89.8% vs 81.9%, 29.4% vs 15.6%, 20.8% vs 16.1%), 但是因 TRAE 导致的试验终止或死亡数量并未增加 (分别为 1.5% vs 3.0%, 0.5% vs 1.0%)。

因为依沃西具有抗 VEGF 活性, 使其在鳞癌中的安全性受到市场关注, 结果表明, 依沃西在鳞癌患者中的安全性与 K 药类似: TRAE、Gr ≥3 TRAE、sTRAE、因 TRAE 导致的试验终止或死亡比例分别为 85.6% vs 80.2%, 22.2% vs 18.7%, 18.9% vs 18.7%, 2.2% vs 3.3%, 0% vs 1.1%。值得注意的是, 依沃西入组的鳞癌患者中, 有 72.2% 的患者为中央型, 10.0% 的患者肿瘤存在空洞、坏死, 6.7% 的患者肿瘤包裹大血管。试验结果表明, 在传统抗 VEGF 治疗禁忌的患者中, 依沃西同样展现出良好的安全性。

图4: HARMONi-2 临床安全性数据

TRAEs

Safety Summary, n (%)	Ivonescimab (n = 197*)	Pembrolizumab (n = 199*)
TRAEs (all grades)	177 (89.8)	163 (81.9)
Grade ≥3	58 (29.4)	31 (15.6)
Serious TRAEs	41 (20.8)	32 (16.1)
Leading to discontinuation	3 (1.5)	6 (3.0)
Leading to death	1 (0.5)	2 (1.0)

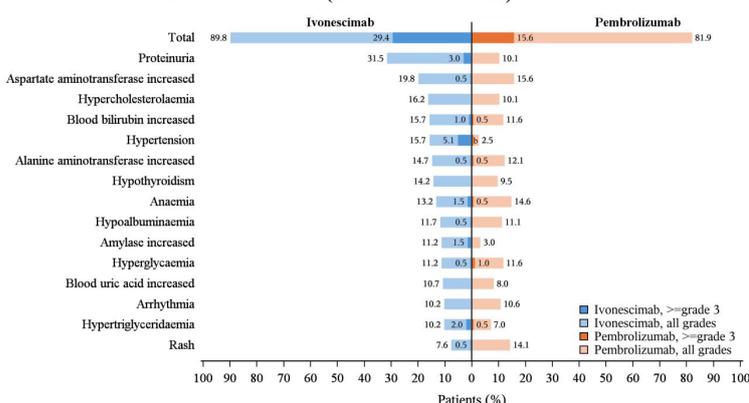
Ivonescimab showed manageable safety profile, which was consistent with previous studies.

TRAEs in SQ Subgroup

Safety Summary, n (%)	Ivonescimab (n = 90*)	Pembrolizumab (n = 91*)
TRAEs (all grades)	77 (85.6)	73 (80.2)
Grade ≥3	20 (22.2)	17 (18.7)
Serious TRAEs	17 (18.9)	17 (18.7)
Leading to discontinuation	2 (2.2)	3 (3.3)
Leading to death	0	1 (1.1)

Ivonescimab also demonstrated tolerable safety profile in SQ patients.

The Most Common TRAEs (incidence ≥10%)



The differences in AEs were predominantly proteinuria, hypertension, and laboratory abnormalities.

资料来源: WCLC、公司官网、国信证券经济研究所整理

在另外两类受到关注的安全性数据中, 依沃西表现依然良好。在免疫相关的不良反应 (irAE) 中, 依沃西

vs K 药的 irAE、Gr \geq 3 irAE 和严重的 irAE 比例分别为 29.9% vs 28.1%，7.1% vs 8.0%和 5.6% vs 11.1%；两组患者均未出现因 irAE 死亡的事件，且仅在 K 药组出现 5 名（2.5%）因 irAE 终止治疗的患者。另一方面，依沃西相比 K 药出现更多的可能的 VEGF 相关 AE（47.7% vs 21.1%），以及 3 级以上的可能的 VEGF 相关 AE（10.2% vs 1.0%）；但所有患者均未出现 4/5 级 VEGF 相关不良反应，且这些 VEGF 相关的不良反应多为蛋白尿（31.5%）、高血压（15.7%）、出血（14.7%）等。

图5: HARMONi-2 临床免疫相关不良反应、VEGF 相关不良反应

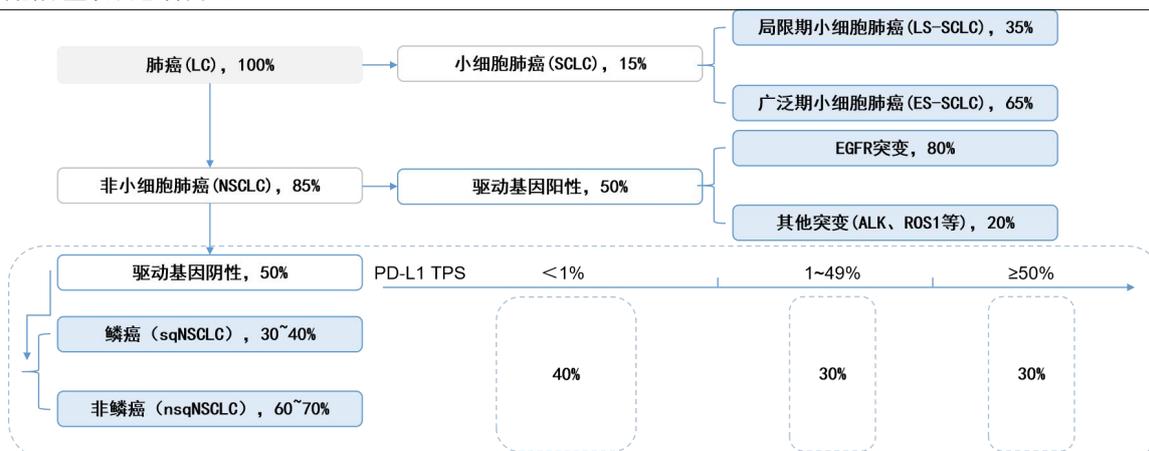
irAEs			Possible VEGF-Related AEs				
Safety Summary, n (%)	Ivonescimab (n = 197 ^a)	Pembrolizumab (n = 199 ^a)	Safety Summary, n (%)	Ivonescimab (n = 197 ^a)	Pembrolizumab (n = 199 ^a)		
irAEs (all grades)	59 (29.9)	56 (28.1)	Possible VEGF-Related AEs (all grades)	94 (47.7)	42 (21.1)		
Grade \geq 3	14 (7.1)	16 (8.0)	Grade \geq 3	20 (10.2)	2 (1.0)		
Serious irAEs	11 (5.6)	22 (11.1)	Safety Summary by Classification, n (%)				
Leading to discontinuation	0	5 (2.5)		Ivonescimab (n = 197 ^a)	Pembrolizumab (n = 199 ^a)		
Leading to death	0	0		All Grade	Grade \geq 3	All Grade	Grade \geq 3
Ivonescimab exhibited similar irAEs to that of pembrolizumab.			Proteinuria	62 (31.5)	6 (3.1)	20 (10.1)	0
			Hypertension	31 (15.7)	10 (5.1)	5 (2.5)	1 (0.5)
			Haemorrhage	29 (14.7)	2 (1.0)	22 (11.1)	1 (0.5)
			Arterial thromboembolism	2 (1.0)	2 (1.0)	1 (0.5)	0
			Venous thromboembolism	0	0	1 (0.5)	0

资料来源: WCLC、公司官网、国信证券经济研究所整理

◆ K 药±含铂双药化疗是驱动基因阴性 NSCLC 患者的一线标准治疗

驱动基因阴性的 NSCLC 是肺癌中占比最高的细分适应症, 约占中国 NSCLC 患者的 50% (在美国的占比更高), 也是 K 药最为核心的适应症。驱动基因阴性的 NSCLC 可以根据 PD-L1 的表达量进一步划分为 PD-L1 阴性 (TPS < 1%)、PD-L1 低表达 (TPS 1%~49%) 和 PD-L1 高表达 (TPS \geq 50%)；并且可以根据组织学类型划分为鳞癌 (sqNSCLC) 和非鳞癌 (nsqNSCLC)。在驱动基因阴性的 NSCLC 全人群 (All-comers) 中, K 药联合含铂双药化疗获批上市, 并获指南推荐成为标准治疗；在 PD-L1 阳性 (TPS \geq 1%) 的 NSCLC 人群中, K 药单药获 FDA 批准上市；但仅在 PD-L1 高表达 (TPS \geq 50%) 的 NSCLC 人群中, K 药单药获指南推荐成为标准治疗。

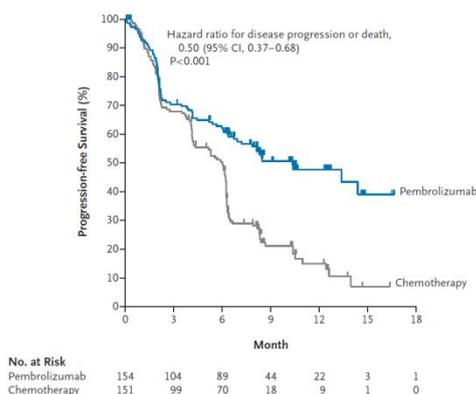
图6: 肺癌分型以及患者占比



资料来源: CSCO、NCCN、国信证券经济研究所整理

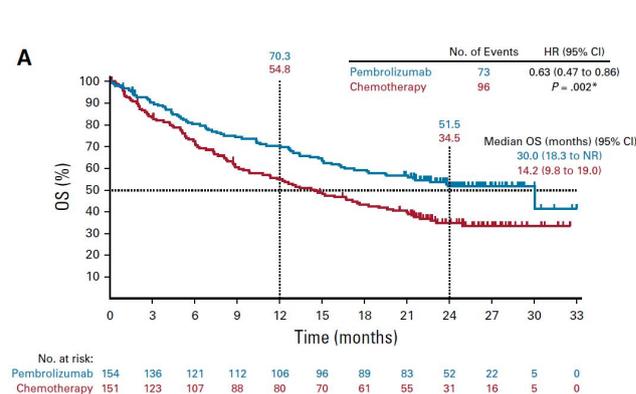
一系列的临床试验显示 K 药单药为 PD-L1 高表达 (TPS ≥ 50%) 的 NSCLC 患者带来显著的临床获益。KEYNOTE-024 是一项在 PD-L1 高表达 (TPS ≥ 50%) 的 NSCLC 患者中，一线使用 K 药单药对比含铂双药化疗的全球多中心 3 期临床。试验结果显示，K 药组 vs 化疗组的 mPFS=10.3 vs 6.0 mo (HR=0.50, p<0.001)，mOS=30.0 vs 14.2 mo (HR=0.63, p=0.002)，ORR=44.8% vs 27.8%，mDOR= NR vs 6.3 mo。在 PD-L1 高表达 (TPS ≥ 50%) 的 NSCLC 患者中，一线使用 K 药单药对照含铂双药化疗取得了显著的有效性优势。

图7: KEYNOTE-024 PFS 曲线



资料来源: M. Reck, et. al., N Engl J Med 2016; 375: 1823-33, 国信证券经济研究所整理

图8: KEYNOTE-024 OS 曲线



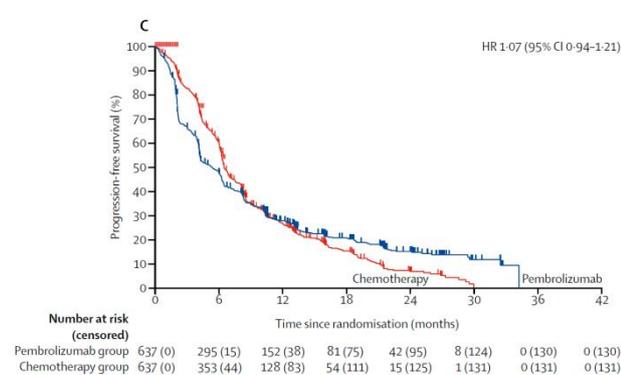
资料来源: M. Reck, et. al., JCO Vol 37, Issue 7, 国信证券经济研究所整理

KEYNOTE-042 是一项在 PD-L1 表达 (TPS ≥ 1%) 的 NSCLC 患者中，一线使用 K 药单药对比含铂双药化疗的全球多中心 3 期临床。在 PD-L1 不同表达水平的患者中 (TPS ≥ 1% / ≥ 50% / 1%~49%)，K 药组 vs 化疗组的 mPFS 分别为 5.4 vs 6.5 / 7.1 vs 6.4 / 未公布 mo；K 药组 vs 化疗组的 mOS 分别为 16.7 vs 12.1 / 20.0 vs 12.2 / 13.4 vs 12.1 mo。

KEYNOTE-042 China Study 报道了 KEYNOTE-042 临床在中国入组的患者数据，在 PD-L1 不同表达水平的患者中 (TPS ≥ 1% / ≥ 50% / 1%~49%)，K 药组 vs 化疗组的 mPFS 分别为 6.3 vs 6.7 / 8.3 vs 6.5 / 未公布 mo；K 药组 vs 化疗组的 mOS 分别为 20.2 vs 13.5 / 24.5 vs 13.8 / 18.6 vs 10.4 mo。

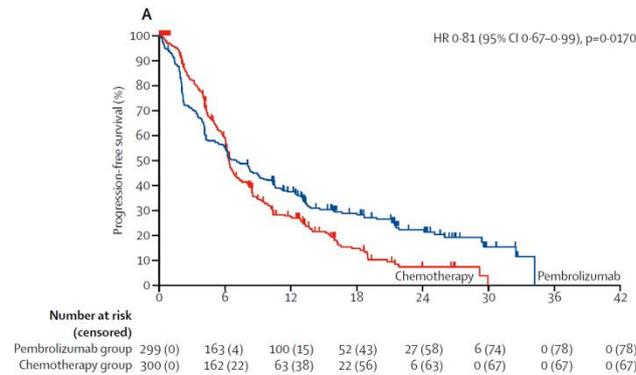
试验结果表明，K 药单药能够为 PD-L1 表达的 NSCLC 患者带来获益；并且，K 药在 PD-L1 高表达的患者中带来的临床获益好于 PD-L1 低表达的患者。

图9: KEYNOTE-042 PFS 曲线 (PD-L1 TPS ≥ 1%)



资料来源: T. Mok., et. al., Lancet 2019: 393: 1819-30, 国信证券经济研究所整理

图10: KEYNOTE-042 PFS 曲线 (PD-L1 TPS ≥ 50%)



资料来源: T. Mok., et. al., Lancet 2019: 393: 1819-30, 国信证券经济研究所整理

对比 KEYNOTE-024、KEYNOTE-042 等临床试验，HARMONi-2 临床的入组患者人群具备代表性。HARMONi-2 入组的人群中，TPS \geq 50%的患者占比为 42%，TPS 1%~49%的患者占比为 58%；鳞癌占比为 46%，非鳞癌占比为 55%，与真实世界的情况较为接近。并且，在试验中作为对照组的 K 药的有效性数据与历史数据比较也同样具备可比性。

表1: 各临床试验入组患者基线横向对比

临床试验	HARMONi-2	KEYNOTE-024	KEYNOTE-042	KEYNOTE-042 China
试验药品	依沃西 vs K 药	K 药 vs 含铂双药化疗	K 药 vs 含铂双药化疗	K 药 vs 含铂双药化疗
入排标准	PD-L1 TPS \geq 1%	PD-L1 TPS \geq 50%	PD-L1 TPS \geq 1%	PD-L1 TPS \geq 1%
患者人数	398	305	1274	262
PD-L1 表达量				
TPS \geq 50%	42%	100%	47%	56%
TPS 1%~49%	58%	0%	53%	44%
组织学分型				
鳞癌	46%	19%	39%	56%
非鳞癌	55%	81%	61%	44%
ECOG 评分				
0	13%	35%	31%	23%
1	87%	65%	69%	77%
阶段				
III B/C	8%		13%	
IV	92%		87%	

资料来源：公司官网、药品说明书、国信证券经济研究所整理

表2: 各临床试验中 K 药的数据横向对比

临床试验	HARMONi-2	KEYNOTE-024	KEYNOTE-042	KEYNOTE-042 China
试验药品	依沃西 vs K 药	K 药 vs 含铂双药化疗	K 药 vs 含铂双药化疗	K 药 vs 含铂双药化疗
PFS (K 药)				
TPS \geq 1%	5.82		5.4	6.3
TPS \geq 50%	7~8*	10.3	7.1	8.3
ORR	39%	45%	27%	31%

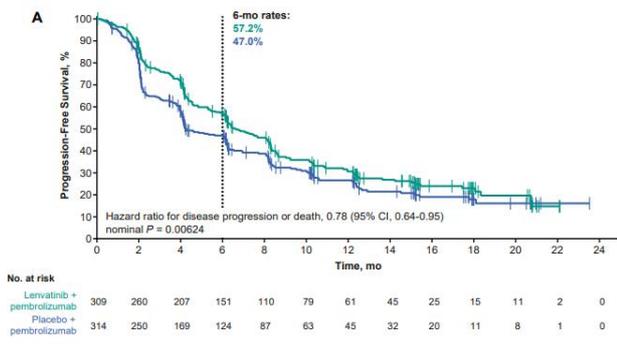
资料来源：公司官网、药品说明书、国信证券经济研究所整理。*HARMONi-2 并未公布 TPS \geq 50%亚组的 PFS，表中数据为根据 PFS 曲线推测得到。

◆ 历史回顾：K 药联合仑伐替尼在 PD-L1(+) NSCLC 1L 中未达到主要临床终点

K 药在更早之前已经开展了和抗 VEGF 药物的联用。LEAP-007 是一项 K 药联合仑伐替尼对照 K 药联合安慰剂一线治疗 PD-L1 表达 (TPS \geq 1%) 的 NSCLC 患者的全球多中心 3 期临床。相比对照组，K 药+仑伐替尼组展示了 PFS (mPFS=6.6 vs 4.2 mo, HR=0.78) 和 ORR (40.5% vs 27.7%) 的优势，但是并未达到 OS 临床终点 (mOS=14.1 vs 16.4 mo, HR=1.10)。

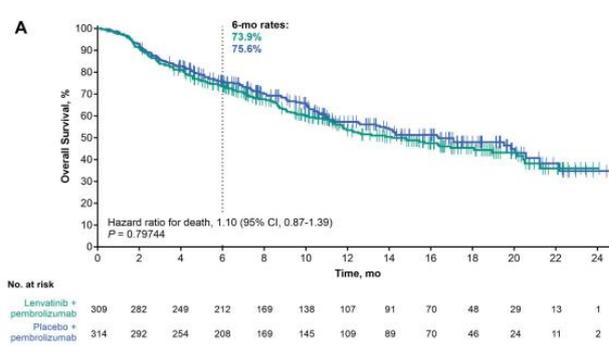
关于 PFS 和 ORR 优势无法转化成 OS 优势的原因目前并没有结论，试验的研究者对其进行了一定的讨论，可能的原因包括：1) 后续的治疗对于 OS 产生了影响；2) K 药+仑伐替尼组有更高的 TRAE 比例，导致试验暂停或终止的比例更高，影响 OS 获益。值得注意的是，类似的现象 (PFS 获益无法转化成 OS 获益) 在贝伐珠单抗的一些临床试验中 (贝伐珠单抗+含铂双药化疗 vs 含铂双药化疗) 同样有报道。**对比依沃西在 HARMONi-2 临床中展现出来的有效性优势以及安全性数据，我们认为，依沃西展现出的有效性优势更为显著，其为患者带来的获益与 PD1 单抗与抗 VEGF 药物的联用并不相同，依沃西对比 K 药的 PFS 优势有望转化为 OS 的优势。**

图11: LEAP-007 临床 PFS 曲线



资料来源: J. Yang, et. al., Journal of Thoracic Oncology Vol. 19 No. 6: 941-953, 国信证券经济研究所整理

图12: LEAP-007 临床 OS 曲线



资料来源: J. Yang, et. al., Journal of Thoracic Oncology Vol. 19 No. 6: 941-953, 国信证券经济研究所整理

◆ 开发进展: 依沃西预计将在 2025 年开启第三项全球多中心 3 期临床

依沃西在海外的临床开发由康方生物的合作伙伴 Summit 主导, 截至目前, 依沃西已经开启了两项全球多中心 3 期临床, 分别是:

- 1) HARMONi: 依沃西联合含铂双药化疗对照安慰剂联合含铂双药化疗治疗 EGFR-TKI 经治的 EGFRm nsqNSCLC 患者;
- 2) HARMONi-3: 依沃西联合含铂双药化疗对照 K 药联合含铂双药化疗一线治疗驱动基因阴性的 sqNSCLC 患者。

根据 Summit 的计划, 依沃西将在 2025 年开启第三项全球多中心 3 期临床:

- 3) HARMONi-7: 依沃西单药对照 K 药单药一线治疗驱动基因阴性的 PD-L1 高表达 (TPS≥50%) 的 NSCLC 患者。

并且, Summit 还可能探索依沃西在围手术期肺癌中的治疗潜力。除了肺癌适应症, 康方生物还披露了多项依沃西在其他瘤种 (mCRC、HNSCC、TNBC 等) 的 2 期临床数据, 有望为依沃西在除肺癌外的实体瘤中的探索提供支持。

投资建议: 康方生物的依沃西持续验证 FIC & BIC 潜力, 公司与 Summit 合作持续推进全球的临床。卡度尼利与依沃西已经成功实现了国内商业化, 有望成为重磅品种。公司在研管线丰富, 双抗、ADC、单抗等不同分子形态已形成梯队。我们维持公司的盈利预测, 预计公司 2024-26 年的营收为 25.54/42.03/64.36 亿元, 同比增长-43.6%/64.6%/53.1%, 归母净利润为-3.34/3.19/14.00 亿元, 维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

临床数据不及预期的风险、临床进度不及预期的风险、竞争格局加剧的风险。

相关研究报告：

- 《康方生物（09926.HK）-研发及商业化均实现快速发展》——2024-09-08
- 《康方生物（09926.HK）-AK112 头对头 K 药达到优效，有望成为免疫治疗新基石》——2024-06-02
- 《康方生物（09926.HK）-卡度尼利销售增长强劲，多款产品研发快速推进》——2024-03-25
- 《康方生物（09926.HK）-全球临床顺利推进，商业化销售增长迅速》——2023-09-01
- 《康方生物-B（09926.HK）-卡度尼利销售快速增长，研发与国际化持续推进》——2023-03-19

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2092	1542	2960	2645	3079	营业收入	838	4526	2554	4203	6436
应收款项	428	390	700	1151	1763	营业成本	94	133	255	399	579
存货净额	342	392	50	158	295	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	2500	26	42	64	销售费用	271	28	1189	1760	2387
流动资产合计	3058	5677	4588	5019	6429	管理费用	1524	1454	1732	1980	2177
固定资产	2000	2824	2929	2922	2902	财务费用	(29)	(65)	131	128	129
无形资产及其他	20	29	22	14	7	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	408	346	346	346	346	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	10	305	305	305	305	其他收入	(529)	(1159)	202	214	227
资产总计	5496	9181	8190	8607	9990	营业利润	(1552)	1817	(553)	150	1391
短期借款及交易性金融负债	446	391	294	377	354	营业外净收支	129	126	150	150	150
应付款项	328	398	25	79	148	利润总额	(1422)	1943	(403)	300	1541
其他流动负债	587	416	298	314	295	所得税费用	0	0	0	36	185
流动负债合计	1361	1205	617	770	796	少数股东损益	(254)	(86)	(69)	(55)	(44)
长期借款及应付债券	1421	2577	2577	2577	2577	归属于母公司净利润	(1168)	2028	(334)	319	1400
其他长期负债	166	880	880	880	880						
长期负债合计	1587	3458	3458	3458	3458	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2948	4662	4074	4227	4254	净利润	(1168)	2028	(334)	319	1400
少数股东权益	(88)	(174)	(242)	(297)	(341)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2636	4692	4358	4677	6077	折旧摊销	106	0	202	214	227
负债和股东权益总计	5496	9181	8190	8607	9990	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(29)	(65)	131	128	129
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	24	(1836)	2015	(506)	(722)
每股收益	(1.35)	2.34	(0.39)	0.37	1.62	其它	(254)	(86)	(69)	(55)	(44)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(1292)	107	1814	(28)	861
每股净资产	3.04	5.42	5.03	5.40	7.02	资本开支	0	(824)	(300)	(200)	(200)
ROIC	-25%	50%	-11%	2%	26%	其它投资现金流	(196)	(657)	0	(170)	(205)
ROE	-44%	43%	-8%	7%	23%	投资活动现金流	(206)	(1776)	(300)	(370)	(405)
毛利率	89%	97%	90%	90%	91%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-126%	64%	-24%	2%	20%	负债净变化	618	1156	0	0	0
EBITDA Margin	-113%	64%	-17%	7%	24%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	271%	440%	-44%	65%	53%	其它融资现金流	(286)	(1192)	(96)	83	(23)
净利润增长率	--	-274%	--	-195%	339%	融资活动现金流	949	1120	(96)	83	(23)
资产负债率	52%	49%	47%	46%	39%	现金净变动	(549)	(550)	1418	(315)	434
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2642	2092	1542	2960	2645
P/E	(33.9)	19.5	(118.5)	124.2	28.3	货币资金的期末余额	2092	1542	2960	2645	3079
P/B	15.0	8.4	9.1	8.5	6.5	企业自由现金流	0	251	1294	(435)	443
EV/EBITDA	(49)	17	(113)	172	31	权益自由现金流	0	280	1066	(465)	306

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032