

# Pipeline 开花结果，出海正兑现

——和黄医药首次覆盖报告

## 核心观点

- **全球化布局的小分子创新药企。**公司创立于 2000 年，二十余年深耕小分子肿瘤领域，已拥有 3 个商业化品种以及多个临床后期药物，并积累了丰富的商业化运营经验，同时联手 MNC 开拓国际市场。长江和记实业为第一大股东，管理团队架构稳定，具有深厚的研发背景。公司经营稳健，2017-2023 年营收 CAGR 为 23.1%，2023 年首次实现盈利 1.01 亿美元。
- **创新产品迈入商业化，出海在兑现。**1) 呋喹替尼：聚焦消化道肿瘤，推进全球化。最近 1-2 年，呋喹替尼结直肠癌适应症已在美欧日三大市场上市，国内外快速放量。呋喹替尼具备“泛癌种”潜力，未来有望拓展至子宫内瘤和肾癌；2) 赛沃替尼：瞄准 EGFR-TKI 耐药广阔市场。作为国内首款 MET 抑制剂，赛沃替尼于 2021 年在国内附条件获批上市，2023 年纳入国家医保。此外，赛沃替尼针对 NSCLC（非小细胞肺癌）EGFR-TKI 耐药：国内二三线 EGFR-TKI 难治性/ MET+适应症预计明年提交 NDA；联手阿斯利康布局二三线奥希替尼难治性/ MET+适应症，有望今年底在美国提交 NDA。
- **全面布局自免&血液瘤，创新靶点潜力十足。**1) 索乐匹尼布：高度差异化的口服 Syk 抑制剂，免疫性血小板减少症（ITP）已提交 NDA，有望成为中国首个 Syk 抑制剂；2) 索凡替尼：晚期胰腺神经内分泌瘤已于 2020 年在国内上市，同时，公司积极布局其联合 PD-1 单抗攻克胰腺癌；3) 血液瘤领域：两款产品接力带来创新潜能：HMPL306 为 IDH1/2 双重抑制剂，治疗 AML（急性髓系白血病）全球最快；他泽司他为引进产品，首个 EZH2 抑制剂，布局滤泡淋巴瘤。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 6.80、8.44 和 10.00 亿美元，根据可比公司，我们给予公司 2025 年 4.4 倍 PS，对应目标价为 33.24 港元，首次给予“买入”评级。

## 风险提示

- 创新药研发进度不及预期、产品竞争加剧或者销售不及预期、公司中长期盈利能力下降的风险。

## 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	426.41	838.00	680.01	844.08	1000.34
同比增长(%)	19.73%	96.52%	-18.85%	24.13%	18.51%
归属母公司净利润(百万美元)	-360.84	100.78	-5.30	107.45	177.05
同比增长(%)	-85.38%	127.93%	-105.26%	2128.34%	64.77%
每股收益(元)	-0.41	0.12	-0.01	0.12	0.20
毛利率(%)	27.04%	54.12%	45.70%	48.23%	48.98%
净利率(%)	-84.52%	12.06%	-0.66%	12.83%	17.80%
净资产收益率(%)	-59.12%	13.80%	-0.73%	12.89%	17.48%
市盈率(倍)	-8.46	30.29	-468.42	23.09	14.02
市净率(倍)	5.00	4.18	3.42	2.98	2.45

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级 买入（首次）

股价（2024年12月24日）	22.4 港元
目标价格	33.24 港元
52周最高价/最低价	35.9/19 港元
总股本/流通H股（万股）	87,160/87,160
H股市值（百万港币）	19,524
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024年12月26日

## 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-3.66	-17.95	-15.95	-14.99
相对表现%	-5.68	-22.47	-21.73	-37.99
恒生指数%	2.02	4.52	5.78	23



## 证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080006

## 目录

一、和黄医药：全球化布局的小分子创新药企 .....	5
1.1 研发实力深厚，实现首次盈利 .....	5
1.2 推进创新，商业化加速兑现 .....	7
二、联手 MNC，积极开拓海外市场 .....	9
2.1 味隆替尼：聚焦消化道肿瘤，正在全球化 .....	9
2.1.1 结直肠癌市占领先，快速放量 .....	10
2.1.2 积极拓展子宫内膜癌&肾癌 .....	11
2.2 赛沃替尼：EGFR-TKI 耐药市场广阔，出海在即 .....	12
三、Pipeline：全面布局自免&血液瘤 .....	15
3.1 索乐匹尼布：高度差异化的口服 Syk 抑制剂 .....	15
3.2 索凡替尼：神经内分泌瘤市占第二，胰腺癌潜力大 .....	17
3.3 血液瘤管线：迈入关键性临床，释放创新潜能 .....	18
3.3.1 HMPL306：IDH1/2 双靶，AML 全球最快 .....	18
3.3.2 他泽司他：EZH2 抑制剂，布局滤泡淋巴瘤 .....	19
盈利预测与投资建议 .....	21
盈利预测 .....	21
投资建议 .....	21
风险提示 .....	22

## 图表目录

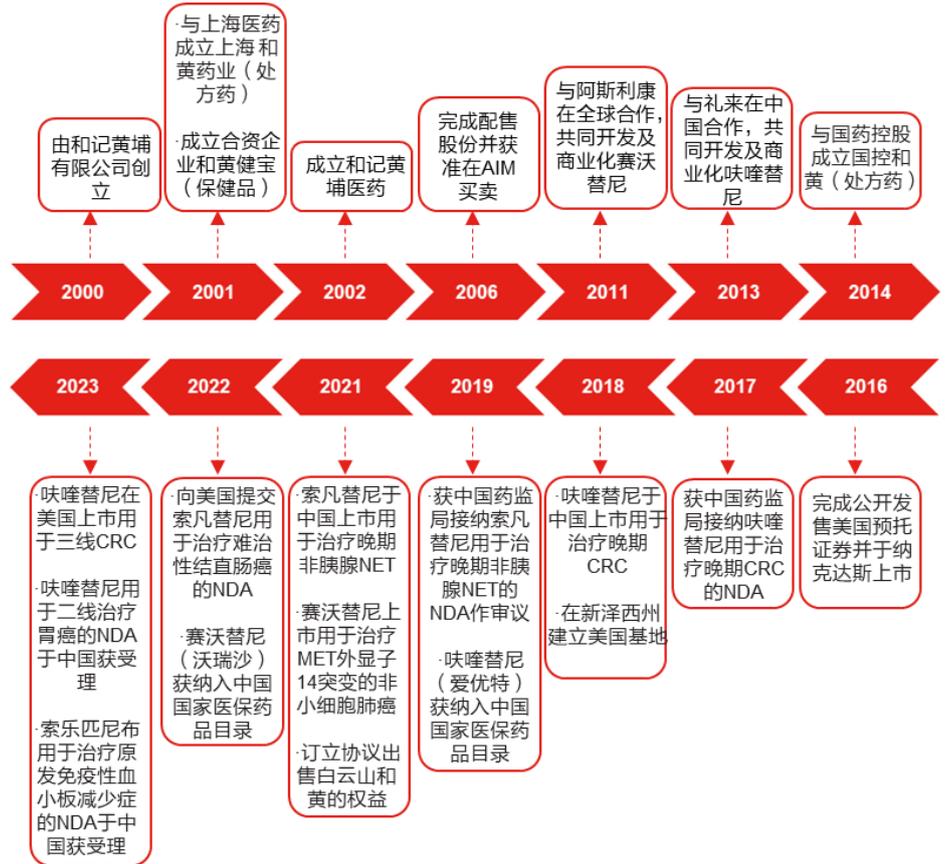
图 1: 公司发展历程和重要事件.....	5
图 2: 公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）.....	6
图 3: 公司营收（亿美元）及增速.....	7
图 4: 公司归母净利润（亿美元）及增速.....	7
图 5: 呋喹替尼作用机制示意图.....	9
图 6: 2019-2024H1 呋喹替尼国内销售额（百万美元）及增速.....	10
图 7: 2019Q4-2024Q2 呋喹替尼及竞品中国三线结直肠癌用药市占率.....	10
图 8: 2023Q4-2024Q3 呋喹替尼在美国市场销售额（百万美元）.....	10
图 9: MET 异常的主要类型及阳性率.....	12
图 10: 2021-2024H1 赛沃替尼销售额（百万美元）及增速.....	13
图 11: 细胞质酪氨酸激酶作用机理.....	16
图 12: 索乐匹尼布及福他替尼的作用机制.....	16
图 13: 索乐匹尼布与其他药物治疗 ITP 疗效对比.....	16
图 14: 索乐匹尼布在既往接受多线治疗的 ITP 患者的主要终点分析.....	16
图 15: 温抗体自身免疫性贫血诊治流程图.....	17
图 16: 索乐匹尼布治疗 wAIHA 的机制.....	17
图 17: 索凡替尼销售额（百万美元）及增速.....	17
图 18: HMPL-306 的作用机制.....	19
图 19: 他泽司他的作用机制.....	20
图 20: 可比公司估值表.....	22
表 1: 公司高管团队部分成员及背景.....	6
表 2: 公司在研管线梳理（截至 2024 年 11 月）.....	7
表 3: 公司与 MNC 合作事件梳理.....	8
表 4: 呋喹替尼在研适应症梳理（截至 24 年 12 月 3 日）.....	9
表 5: 呋喹替尼出海进展（截至 2024 年 10 月）.....	11
表 6: 子宫内膜癌二线常用药物临床数据.....	11
表 7: 肾细胞癌治疗药物临床数据梳理.....	11
表 8: 赛沃替尼在非小细胞肺癌领域的临床试验布局.....	13
表 9: EGFR-TKI 治疗后疾病进展的临床数据对比（非头对头）.....	14
表 10: 赛沃替尼在其他肿瘤领域的临床试验布局.....	14
表 11: 赛沃替尼等药物治疗 3L 胃癌的临床数据（非头对头研究）（截至 2024 年 11 月）.....	15
表 12: 原发性 ITP 药物的市场格局及销售额.....	15
表 13: 索乐匹尼布治疗 wAIHA 的临床数据.....	17

表 14：索凡替尼在研适应症梳理.....	18
表 15：胰腺导管腺癌一线治疗方案临床数据对比（非头对头研究）.....	18
表 16：IDH1/IDH2 相关药物治疗 AML 的临床数据对比（非头对头研究）.....	19
表 17：他泽司他在研适应症梳理.....	20

## 一、和黄医药：全球化布局的小分子创新药企

公司创立于 2000 年，是一家处于商业化阶段的创新型 Biotech，具有药物发现、开发、生产及商业化高度一体化的肿瘤业务。公司立足中国，面向全球，分别在伦敦交易所（2006 年）、纳斯达克（2016 年）、香港交易所（2021 年）上市。

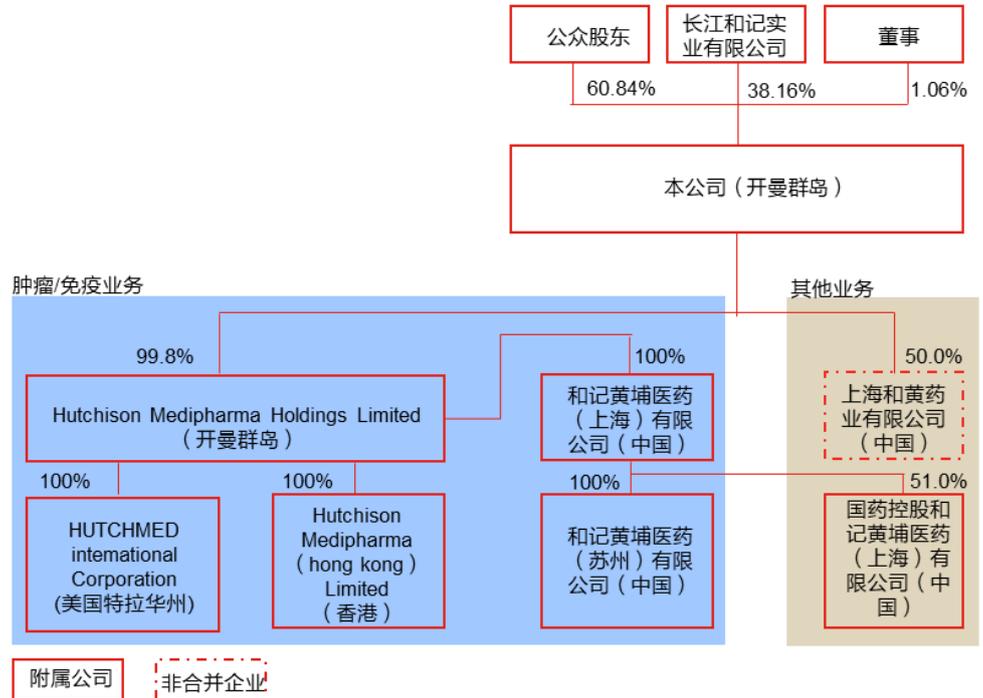
图 1：公司发展历程和重要事件



数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 1.1 研发实力深厚，实现首次盈利

**股权结构清晰，长江和记实业为第一大股东。**截至 2024 年 6 月 30 日，长江和记实业有限公司通过 Hutchison Healthcare Holdings Limited 持有公司 38.16% 的股份，为第一大股东。苏慰国先生等多位高管合计共持股 1.06%。

**图 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**高管团队行业经验丰富。**公司核心高管团队从业经验涵盖：药物发现、开发、生产及商业化等领域。首席执行官/首席科学官苏慰国博士曾在辉瑞研发中心工作，带领团队进行药物发现及研究。研发负责人及首席医学官石明博士，曾在诺华工作超过 15 年，建立了创胜集团全球研发团队并将多个项目推进临床开发。

**表 1：公司高管团队部分成员及背景**

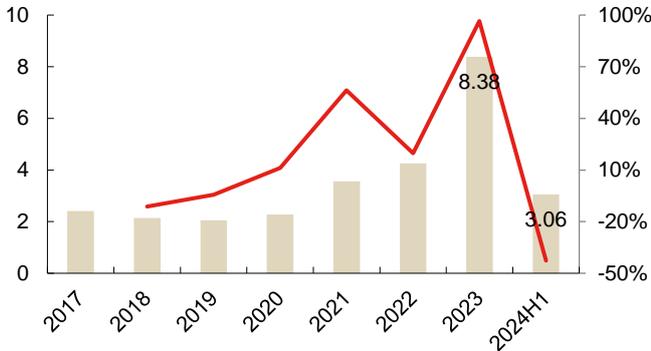
姓名	职务	背景
苏慰国	执行董事，首席执行官兼首席科学官	博士研究生学历。在哈佛大学取得化学博士学位并从事博士后研究。2012 年 4 月起担任公司执行副总裁兼首席科学官，2017 年 3 月起公司执行董事，2022 年 3 月 3 日担任公司首席执行官。苏博士带领进行所有药物的发现及研究。加入集团前，苏博士于辉瑞公司美国研发部门工作。
郑泽锋	执行董事，首席财务官	本科学历。阿德莱德大学经济学学士学位，主修会计学，为澳洲及新西兰特许会计师协会的会员。先后在澳洲罗兵咸会计师事务所（现为罗兵咸永道会计师事务所）、毕马威华振会计师事务所及中国雀巢公司工作。加入公司前，郑先生担任百时美施贵宝于中国的财务副总裁，并担任于上海的中美上海施贵宝制药有限公司及百时美施贵宝（中国）投资有限公司的董事。
石明	执行副总裁、研发负责人兼首席医学官	博士研究生学历。在南加州大学分子药理学和毒理学博士学位，并于哈佛大学医学院从事博士后研究。曾在美国国立卫生研究院前院长 Francis Collins 医生直接领导下担任遗传变异项目主任和密歇根大学医学院助理教授。石博士在诺华工作超过 15 年，担任过多个高级领导人员职位，包括全球项目临床负责人，并在多个新型肿瘤/血液病

		产品的临床开发中发挥了关键领导作用。加入公司前，石博士任创胜集团的全球研发负责人兼首席医学官。
吴振平	执行副总裁	博士研究生学历。加州大学尔湾分校 MBA 学位。吴博士带领的索凡替尼课题组荣获 2010 年度和记黄埔医药优秀团队奖，并于 2012 年 1 月起担任和黄医药（中国）有限公司药物科学高级副总裁。他先后在罗氏加州研发中心任资深科学家，在辉瑞圣地亚哥全球研发中心药物开发部总监，在 Phenomix 任药学部高级总监。吴博士领导过多个项目的研发团队，将多个新药候选药物推进至临床各个阶段和市场，也因舒尼替尼（Sutent）项目获得辉瑞杰出员工奖。
陈洪	执行副总裁，首席商务官（中国）	硕士研究生学历。先后取得南京医科大学医学学士学位和长江商学院高级工商管理硕士学位。2021 年 12 月，担任公司首席商务官（中国）。加入公司前，陈先生曾于百时美施贵宝公司任职 12 年，最后职务为中国区的全国销售和营销总监。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

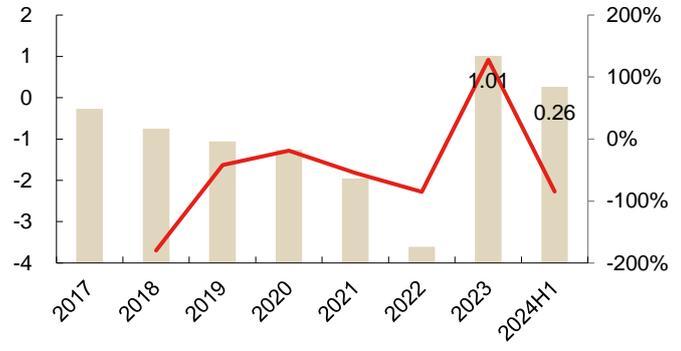
**经营稳健，2023 年首次取得盈利。**2017-2023 年，公司营收 CAGR 为 23.1%。2024H1 实现营业收入 3.06 亿美元，其中：肿瘤产品收入为 1.28 亿美元（+59%），主要得益于呋喹替尼销售快速增长。利润端来看，2023 年公司首次实现盈利 1.01 亿美元，主要来自于与武田的合作（确认首付款 2.8 亿美元）、产品销售额的增长（+28%）以及里程碑付款（0.32 亿美元）。

图 3：公司营收（亿美元）及增速



数据来源：wind，东方证券研究所

图 4：公司归母净利润（亿美元）及增速



数据来源：wind，东方证券研究所

## 1.2 推进创新，商业化加速兑现

**深耕肿瘤小分子领域，覆盖多个适应症。**截至 2024 年 12 月，公司多个分子进入上市及临床开发后期阶段：呋喹替尼成功出海美国、欧盟和日本三大市场；赛沃替尼于 2021 年在国内上市，并预计于近期在美国提交上市申请；索凡替尼治疗胰腺导管腺癌进入临床 II/III 期。

表 2：公司在研管线梳理（截至 2024 年 11 月）

研究用药	靶点	适应症	目标人群	研究名称	国家/地区	研发进展
呋喹替尼	VEGFR1/2/3	结直肠癌	难治性	FRESCO-2	全球	2023 年美国、2024 年欧盟及日本上市
			三线或以上；化	FRESCO	中国	2018 年上市

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

			疗难治性			
		子宫内膜癌	二线	FRUSICA-1	中国	2024 年上市
		肾细胞癌	二线	/	中国	临床试验
赛沃替尼	MET	NSCLC	MET 外显子 14 跳跃突变	/	中国	2021 年上市
		NSCLC、胃癌、乳头痛肾细癌等	/	/	全球	临床试验
索凡替尼	VEGFR1/2/3;FGFR-1;GSF-1R	胰腺神经内分泌瘤	不限	SANET-p	中国	2021 年上市
		非胰腺神经内分泌瘤	不限	SANET-ep	中国	2020 年上市
		胰腺导管腺癌	转移性	/	中国	II/III 期
索乐匹尼布	Syk	原发免疫性血小板减少症	复发性/难治性	ESLIM-01 ITP 全球研究	中国 全球	上市申请 Ib 期
		温抗体型自身免疫性溶血性贫血	不限	ESLIM-01	中国	III 期
HMPL-306	IDH1/2	急性髓系白血病	复发性/难治性	RAPHAEL	中国	III 期
他泽司他	EZH2	上皮样肉瘤、滤泡性淋巴瘤	/	/	中国	2022 年海南、2023 年澳门、2024 年香港上市
		滤泡性淋巴瘤、淋巴瘤	/	/	中国	临床试验
HMPL-760	BTK	非霍奇金淋巴瘤	复发性/难治性	/	中国	临床 I 期
HMPL-295	ERK; MAPK	实体瘤	/	/	中国	临床 I 期
HMPL-653	CSF-1R	实体瘤、腱鞘巨细胞瘤	/	/	中国	临床 I 期
HMPL-A83	CD47	恶性肿瘤	晚期	/	中国	临床 I 期
HMPL-415	SHP2	实体瘤	晚期恶性	/	中国	临床 I 期
HMPL-506	Menin	血液恶性肿瘤	/	/	中国	临床 I 期

数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

**商业化运营经验丰富。**公司通过两家合资企业（上海和黄药业&国控和黄）建立了中国处方药商业平台，遍布中国 330 个城市及乡镇的 2.5 万家医院。在处方药商业平台基础上，公司建立了自有的肿瘤专科商业化团队，覆盖中国 30 个省和直辖市的 3000 余家重点医院和肿瘤中心，为肿瘤创新药的销售提供了有力支撑。

**呋喹替尼和赛沃替尼成功出海。**公司与武田制药的合作使呋喹替尼成功出海，叩开了美国、欧盟及日本三大国际市场的大门。此外，公司与阿斯利康关于赛沃替尼的合作稳步推进，即将在美国报产；截至 2024 年 7 月，已确认该合作协议 1.4 亿美元中的 0.85 亿美元。

表 3：公司与 MNC 合作事件梳理

合作伙伴	合作药物	合作内容	协议金额
阿斯利康	赛沃替尼	全球专利许可、合作开发及商业化	0.2 亿美元首付款+1.2 亿美元里程碑付款+销售分成
礼来	呋喹替尼	中国的专利许可、合作开发及商业化	首付款及里程碑付款总计 0.865 亿美元+销售分成
武田制药		中国以外地区的全球开发、商	4 亿美元首付款+7.3 亿美元里程碑付款+基于净销售额的特许权

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	业化和生产	使用费
--	-------	-----

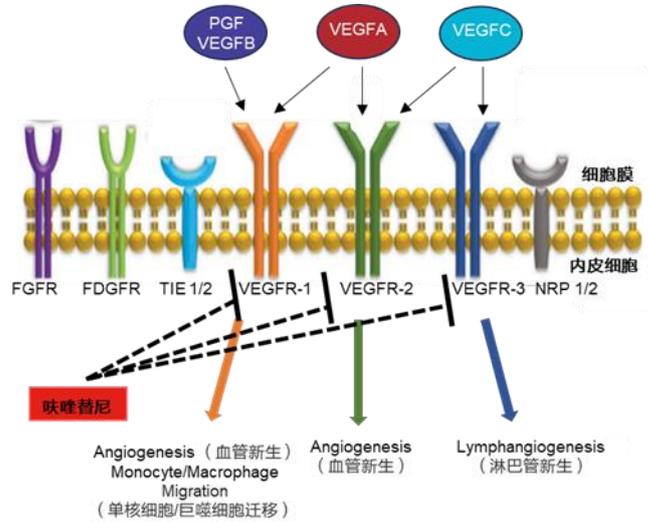
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 二、联手 MNC，积极开拓海外市场

### 2.1 呋喹替尼：聚焦消化道肿瘤，正在全球化

**呋喹替尼释放潜力，全球化进展顺利。**作为一种高选择性的血管内皮生长因子受体络氨酸激酶抑制剂（VEGFR-TKI），呋喹替尼通过抑制肿瘤新生血管发挥抗肿瘤作用，具有“泛癌种”潜力。目前，呋喹替尼有多个适应症正在积极推进临床研究。

图 5：呋喹替尼作用机制示意图



数据来源：Asuncion Diaz-Serrano et al. Expert Review of Anticancer Therapy, Lorena Pérez-Gutiérrez et al. Nature Reviews Molecular Cell Biology, 公司公告，东方证券研究所

表 4：呋喹替尼在研适应症梳理（截至 24 年 12 月 3 日）

适应症	治疗方案	目标人群	国家/地区	剂量探索/安全性 试筛	概念验证	注册	获批
结直肠癌	单药	三线及以上	全球	已上市（美国、欧盟、日本）			
	单药	三线及以上	中国	已上市			
	联合替雷利珠单抗（PD-1）	经治	韩国/中国	临床 II 期			
	联合信迪利单抗（PD-1）	经治	中国	临床 II 期			
子宫内膜癌	联合信迪利单抗（PD-1）	二线	中国	已上市			
肾细胞癌	联合信迪利单抗（PD-1）	二线	中国	临床 II/III 期，预计 2025 年提交上市申请			

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

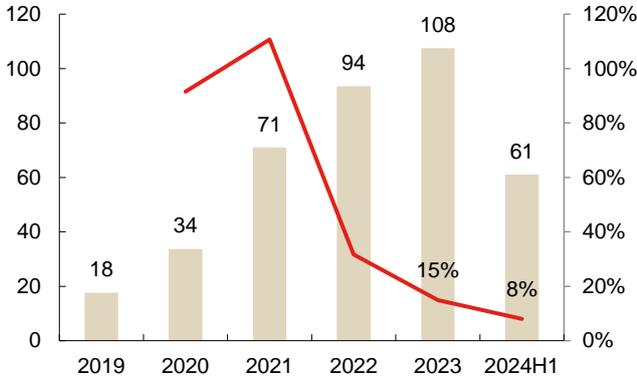
胃癌	联合紫杉醇	二线	中国	临床 III 期	
----	-------	----	----	----------	--

数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

### 2.1.1 结直肠癌市占领先，快速放量

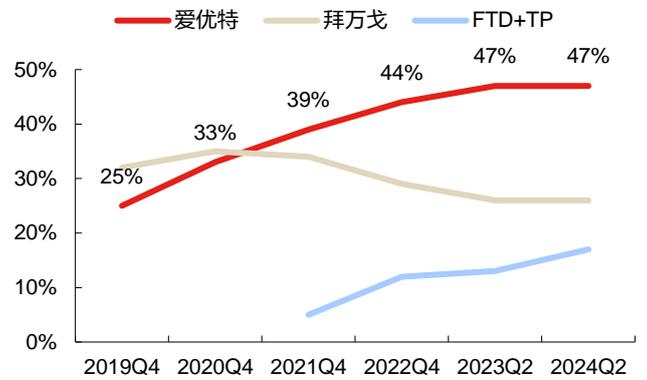
**呋喹替尼后线治疗结直肠癌市占率第一。**结直肠癌是全球第三大常见的肿瘤，死亡率极高，患者经一二线治疗后仍会进展。自 2018 年获批上市并纳入医保以来，呋喹替尼销售额稳定增长，2023 年国内市场占有率为 47%，保持领先地位。

图 6：2019-2024H1 呋喹替尼国内销售额（百万美元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：2019Q4-2024Q2 呋喹替尼及竞品中国三线结直肠癌用药市占率

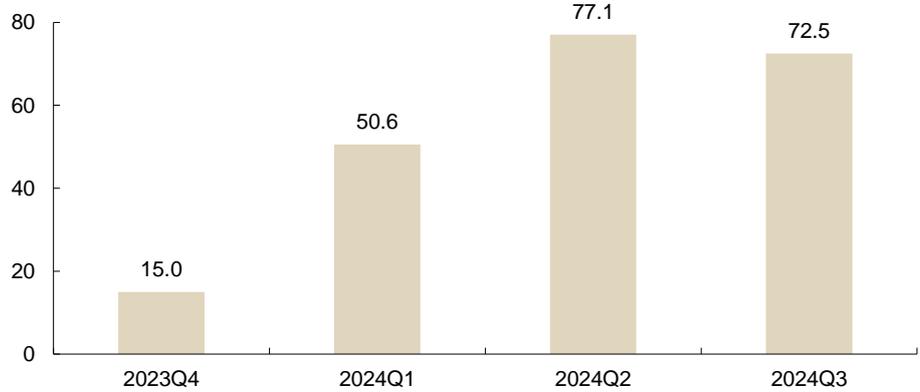


数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：爱优特®（呋喹替尼），拜万戈®（瑞戈非尼），FTD+TP（曲氟尿苷替匹嘧啶及其仿制药）

**布局全球，出海正兑现。**呋喹替尼在美国上市以来，已被纳入 2023 年《NCCN 结肠癌临床实践指南》和《NCCN 直肠癌临床实践指南》，商业化推广较为顺利。24 年前三季度，美国市场销售额超 1.5 亿美元。未来，欧盟和日本等地区也将逐渐贡献营收增量，全球同步快速放量。

图 8：2023Q4-2024Q3 呋喹替尼在美国市场销售额（百万美元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**表 5：咪唑替尼出海进展（截至 2024 年 10 月）**

项目	地区	时间	合作伙伴	临床研究	上市申请	获批
咪唑替尼	美国	2023/11	武田制药	→		
咪唑替尼	欧盟	2024/6	武田制药	→		
咪唑替尼	日本	2024/11	武田制药	→		
咪唑替尼+信迪利单抗	韩国	/	百济神州	临床 II 期	→	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 2.1.2 积极拓展子宫内膜癌&肾癌

**联合免疫疗法，寻求新增长点。**咪唑替尼联合免疫检查点抑制剂的临床研究正在稳步推进：在海外联合替雷利珠单抗推进结肠癌研究，在中国联合信达的信迪利单抗拓展多项适应症：

1) **“幸福”组合治疗 2L 子宫内膜癌已于近期获批。**目前，子宫内膜癌的二线治疗以免疫单药治疗或免疫联合治疗为主。信迪利单抗与咪唑替尼组成的“幸福”组合疗效数据优异，mOS 为 21.3 月，显著优于仑伐替尼+帕博利珠单抗（mOS 为 18 个月），该适应症已于 24 年 12 月获批，为患者提供了优秀的国产替代方案。

**表 6：子宫内膜癌二线常用药物临床数据**

药物	咪唑替尼+信迪利单抗	仑伐替尼+帕博利珠单抗	
临床阶段	II 期	III 期	
治疗组	实验组	实验组	化疗
患者数	87	346	351
适应症	二线治疗 pMMR 患者	二线治疗 pMMR 患者	
ORR*	35.6%	32.4%	15.1%
mPFS (月)	9.5	6.7	3.8
mOS (月)	21.3	18	12.2

数据来源：公司公告，ClinicalTrials.gov，东方证券研究所

注：pMMR：错配修复完整；\*：ORR 为主要终点

2) **瞄准国内肾细胞癌空白。**咪唑替尼联合治疗方案临床数据优异，mPFS 为 15.9 月，相较于其他药物组合展现出巨大的潜力。考虑到国内尚未有 PD-1/VEGF 抑制剂的联合疗法获批用于前线肾细胞癌治疗，咪唑替尼有望率先填补空白。

**表 7：肾细胞癌治疗药物临床数据梳理**

药物	咪唑替尼+信迪利单抗	仑伐替尼 +帕博利珠单抗	仑伐替尼 +贝组替凡	卡博替尼 +阿替利珠单抗
靶点	VEGFR1/2/3+PD-1	VEGF+PD-1	VEGF+HIF-2 $\alpha$	VEGFR+PD-1

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

研究名称	FRUSICA-2 (NCT05522231)	KEYNOTE-146 (NCT02501096)		KEYMAKER-U03 (NCT04626518)	CONTACT-03 (NCT04338269)	
临床阶段	II/III期	Ib/II期		I/II期	III期	
实验组	味喹替尼+信迪利单抗	未接受过免疫检查点抑制剂治疗	接受过免疫检查点抑制剂治疗	仑伐替尼 + 贝组替凡	卡博替尼	卡博替尼 + 阿替利珠单抗
患者数	20	17	104	24	259	263
ORR	<b>60.0%</b>	52.9%	62.5%	50.0%	40.9%	40.5%
DCR	85.0%	94.1%	92.3%	88.0%	88.5%	91.1%
mDOR (月)	NA	9.0	12.5	NA	14.8	12.7
mPFS (月)	<b>15.9</b>	11.8	12.2	11.2	10.8	10.6

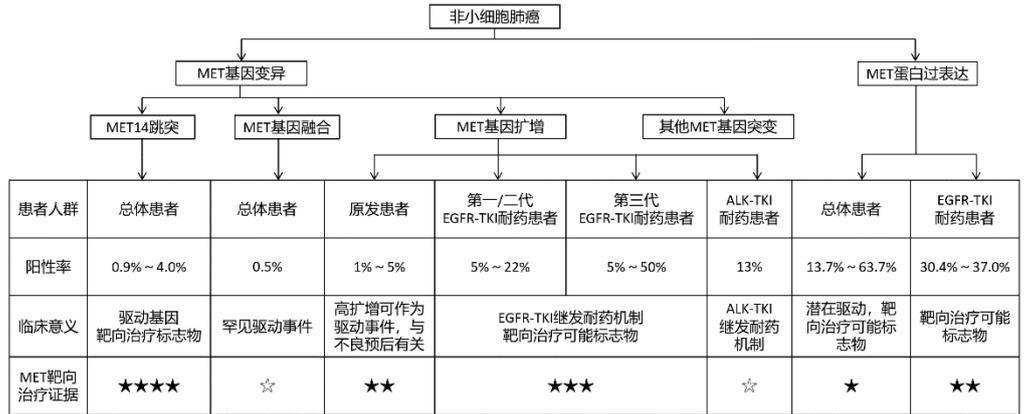
数据来源：公司公告, ClinicalTrials.gov, 东方证券研究所

## 2.2 赛沃替尼：EGFR-TKI 耐药市场广阔，出海在即

**MET 突变是 NSCLC 中 EGFR-TKI 耐药的重要原因之一。** MET 突变在 NSCLC（非小细胞肺癌）中阳性率约 1%-5%，胃癌中阳性率为 1%-10%。此外，MET 基因扩增更常继发于其他驱动基因阳性（含 EGFR）的靶向治疗之后。

有数据表明，在一代 EGFR-TKI 治疗后，约 5%-22% 患者出现 MET 扩增。随着第三代 EGFR-TKI 治疗 NSCLC 的广泛应用，耐药现象日益凸显，阳性率高达 5%-50%。

图 9：MET 异常的主要类型及阳性率



注：代表有限的证据表明 MET 激酶域突变常作为 MET 抑制剂的耐药机制，其他部位突变意义未明；★★★★：已有多个 MET 抑制剂注册研究显示 MET 抑制剂疗效确切，已获批相应适应症；★★★：已有多个 MET 抑制剂注册研究正在进行中，多个前瞻性临床研究初步证实了 MET 抑制剂治疗该人群的获益；★★：多个前瞻性临床亚组分析初步得到了 MET 抑制剂治疗的证据；★：单个小样本量研究初步显示 MET 抑制剂治疗的证据；☆：案例报告提到 MET 抑制剂治疗的证据

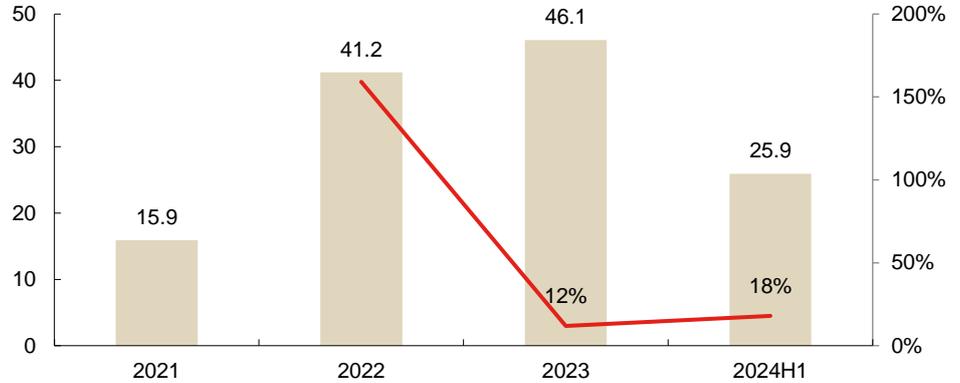
数据来源：中华医学会病理学分会，国家病理质控中心，中华医学会肿瘤学分会肺癌学组等，《非小细胞肺癌 MET 临床检测中国专家共识》，中华病理学杂志，东方证券研究所

**赛沃替尼是国内首款 MET 抑制剂，NSCLC 空间广阔。** 2021 年，赛沃替尼在国内附条件获批上市，首个适应症为治疗 MET 外显子 14 跳变的局部晚期或转移性的 NSCLC。2023 年，赛沃替尼

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

通过谈判进入医保（降价约 38%），实现销售 4610 万美元，同比增长 12%（按固定汇率计算同比增长 19%）。

图 10: 2021-2024H1 赛沃替尼销售额（百万美元）及增速



数据来源：公司官网，东方证券研究所

目前，赛沃替尼在 NSCLC 重点布局的适应症为：

- 1) MET 外显子 14 跳变：一线有望近期获批。**临床三期最新数据于今年 3 月在 ELCC 会议上公布：初治患者 PFS 为 13.7 个月，随访 20.8 个月后 OS 尚未达到，临床获益显著；
- 2) EGFRm/MET+非小细胞肺癌：二线预计于近期提交 NDA。**随着 EGFR-TKI 被广泛使用（奥希替尼 2024H1 全球销售额为 32 亿美元），其耐药人群快速扩大。

针对这一广阔市场，“赛沃替尼+奥希替尼”布局了多项临床试验。海外临床主要由阿斯利康负责推进，其中，二三线奥希替尼难治性/MET+的适应症有望于近期提交上市申请。国内临床主要由和黄负责推进，进展最快的为二三线 EGFR-TKI 难治性/MET+的适应症，预计于明年提交上市申请。

表 8: 赛沃替尼在非小细胞肺癌领域的临床试验布局

适应症	用药方案	研究设计（名称、患者数量、试验臂、主要终点）	地区	临床进展	预计提交上市申请时间
二/三线奥希替尼难治性 NSCLC, MET+	赛沃替尼+奥希替尼	SAVANNAH: 二期单臂, 新队列用于潜在加速批准	全球	注册性临床: 2024/2 完成患者入组	2024 年底
		SAFFRON: ~320, 联合疗法 vs. 化疗, PFS		注册性临床入组中	2026 年
MET 外显子 14 跳跃突变	单药	~160, 单臂, ORR	中国	补充申请已于 2024 年 3 月获受理	监管审评中
二/三线 EGFR-TKI 难治性 NSCLC, MET+	赛沃替尼+奥希替尼	SACHI: ~250, 联合疗法 vs. 化疗, PFS		注册性临床入组中, 预计于 2024 年底完成患者入组	2025 年
一线 EGFRm+ NSCLC, MET+	赛沃替尼+奥希替尼	SANOVO: ~320, 联合疗法 vs. 奥希替尼, PFS		注册性临床入组中	2026 年

数据来源：公司官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

“赛沃+奥希”疗效更佳，且无需叠加化疗的口服用药方案。与强生的 EGFR/c-Met 双抗对比，赛沃替尼联合奥希替尼在 MET 高表达患者中的疗效数据亮眼，PFS 达到 7.2 个月。并且，“赛沃替尼+奥希替尼”两款口服小分子药物，无需叠加化疗，患者依从性高。

表 9: EGFR-TKI 治疗后疾病进展的临床数据对比（非头对头）

药物名称	赛沃替尼		埃万妥单抗		信迪利单抗	
公司	和黄		强生		信达	
靶点	MET		EGFR/c-Met 双抗		PD-1	
临床试验名称	SAVANNAH		MARIPOSA-2		ORIENT-31	
入组标准	具有 MET 特异性（奥希替尼治疗后进展的 MET+、EGFRm+非小细胞肺癌）		无 MET 特异性（奥希替尼治疗后疾病进展的 EGFR 突变晚期非小细胞癌）		无 MET 特异性（EGFR-TKI 治疗后疾病进展的非鳞状细胞非小细胞肺癌）	
试验分组	高 MET 异常、无化疗史亚组	低 MET 异常、无化疗史亚组	埃万妥单抗+化疗	化疗	信迪利单抗+贝伐珠单抗+化疗	贝伐珠单抗+化疗
患者数量	87	63	131	263	158	158
ORR	52%	10%	64%	36%	48%	35%
mDoR	9.6 个月	7.3 个月	6.9 个月	5.6 个月	8.5 个月	7.4 个月
mPFS	7.2 个月	2.8 个月	6.3 个月	4.2 个月	7.2 个月	5.5 个月

数据来源：公司官网，东方证券研究所

除 NSCLC 外，胃癌和肾癌都已进入临床 2-3 期。在 MET+胃癌三线治疗中，赛沃替尼临床二期阶段性数据令人鼓舞（ORR 为 45%，持续缓解 4 个月的比例为 85.7%）；肾癌方面，公司与阿斯利康合作的 SAMETA 研究进军 MET+乳头状肾细胞癌，II 期数据疗效优势明显，目前处于三期临床。

表 10: 赛沃替尼在其他肿瘤领域的临床试验布局

治疗领域	适应症	用药方案	研究设计（患者数量、试验臂、主要终点）	国家/地区	临床进展	预计提交上市申请时间
胃癌	三线 MET 扩增胃癌	单药	单臂；~60；ORR	中国	注册性临床入组中	2025 年
乳头状肾细胞癌（PRCC）	二线 MET 驱动的 PRCC	赛沃替尼+度伐利尤单抗（PD-L1）	SAMETA：~200，三臂联合疗法 vs. 单药，PFS	全球	注册性临床入组中	2026 年

数据来源：公司官网，东方证券研究所

表 11: 赛沃替尼等药物治疗 3L 胃癌的临床数据（非头对头研究）（截至 2024 年 11 月）

临床试验注册号	CTR20211156	NCT00970138	NCT03556345
药物	赛沃替尼	阿帕替尼	RC48
靶点	MET	VEGFR	HER2-ADC
临床阶段	II	II	II
患者数	20	40	125
ORR	45%	15%	24.8%
mPFS	NA	3.67 月	4.1 月
mOS	NA	4.83 月	7.9 月
mDOR	>4 月	NA	4.7 月

数据来源：公司公告，ClinicalTrials.gov，东方证券研究所

### 三、Pipeline：全面布局自免&血液瘤

#### 3.1 索乐匹尼布：高度差异化的口服 Syk 抑制剂

ITP（免疫性血小板减少症）是以血小板减少为特征的自身免疫性疾病，二线治疗主要是血小板生成素（TPO）、血小板生成素受体激动剂（如艾曲泊帕）、CD20 单抗（如利妥昔单抗）等，许多患者对激素和 TPO/TPO-RA 治疗方式应答不佳或容易复发。

表 12: 原发性 ITP 药物的市场格局及销售额

药物	获批地区	适应症	2023 年销售额（亿美元）	
TPO-RA 治疗血小板生成	艾曲泊帕	中国及中国以外地区	ITP+重型再生障碍性贫血	23
	罗米司亭	中国及中国以外地区	ITP+放射综合征	15
	特比澳	中国	ITP+化疗相关性血小板减少症	5.8
	阿伐曲泊帕	中国及中国以外地区	ITP+胆汁淤积性肝病	2.82
	海曲泊帕	中国	ITP+重型再生障碍性贫血	未披露
减少血小板破坏的疗法	利妥昔单抗	中国及中国以外地区	NHL, CLL, RA, GPA, MPA, PV	未披露
	福他替尼	海南先行区及中国以外地区	ITP	0.94

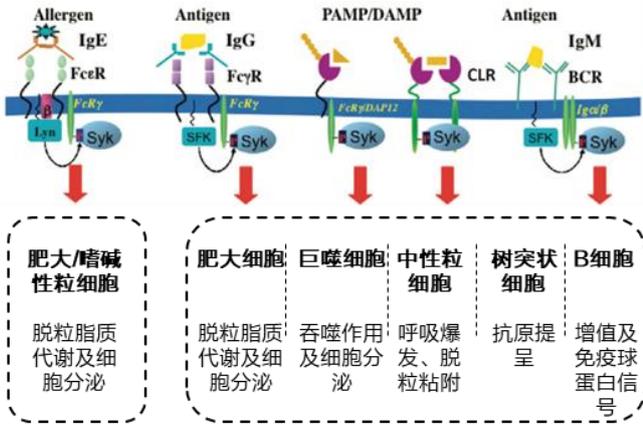
注：ITP：免疫性血小板减少症，NHL:非霍奇金淋巴瘤,CLL:慢性淋巴细胞白血病,RA: 类风湿性关节炎,GPA: 肉芽肿性血管炎,MPA: 显微镜多血管炎,PV: 天疱疮患者（GPA）

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**细胞质酪氨酸激酶（Syk）有望成为自免疾病治疗新通路。**Syk 广泛表达于巨噬细胞、B 细胞等造血细胞，位于信号通路的上游，能够促进炎症因子的分泌，并且在 B 细胞的增值分化中发挥重要作用，是 ITP、温抗体型自身免疫性贫血（wAIHA）等自免疾病以及血液瘤的重要靶标。福他替尼是全球首款 Syk 抑制剂。

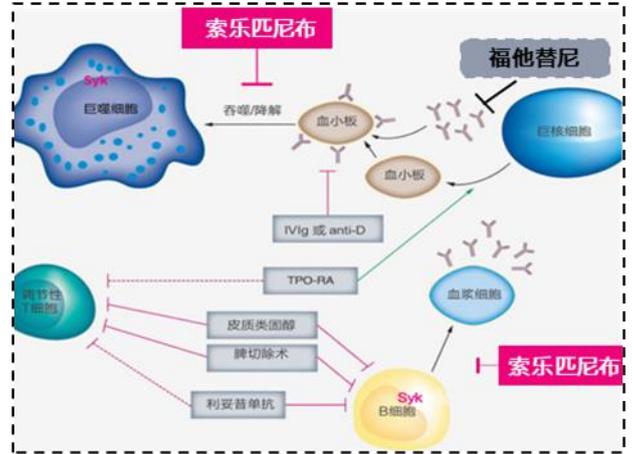
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 11：细胞质酪氨酸激酶作用机理



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：索乐匹尼布及福他替尼的作用机制

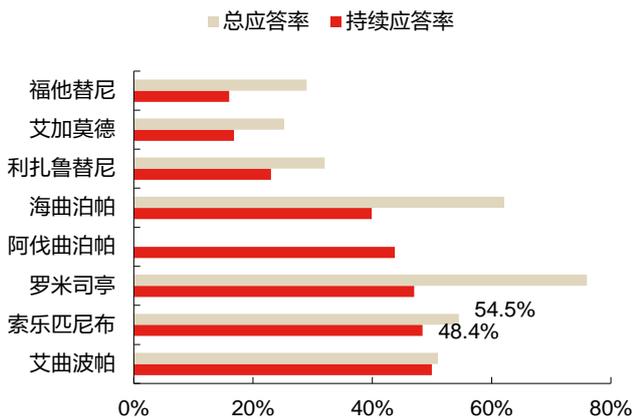


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**NDA 已获受理，有望成为国内首个 Syk 抑制剂。**与福他替尼相比，索乐匹尼布具有：1) 更高的激酶选择性；2) 独特的双重作用机制。可以抑制 B 淋巴细胞的激活和巨噬细胞吞噬血小板的过程，而福他替尼则通过抑制脾脏中的 Syk 激酶，减少自身抗体介导的血小板破坏和血小板生成。公司已于 2024 年初提交索乐匹尼布的上市申请，福他替尼暂未在中国上市。

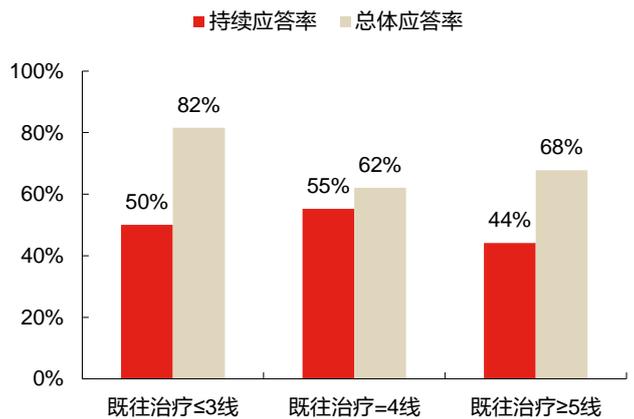
**索乐匹尼布对于 TPO/TPO-RA 经治患者疗效显著。**索乐匹尼布在既往接受过包括 TPO/TPO-RA 在内的多线治疗患者中显示出一致的疗效，未来瞄准 TPO/TPO-RA 失效市场大有可为。同时，索乐匹尼布具有良好的安全性。

图 13：索乐匹尼布与其他药物治疗 ITP 疗效对比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

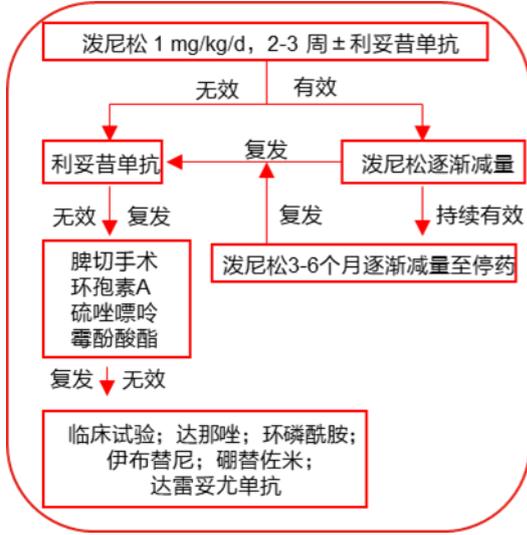
图 14：索乐匹尼布在既往接受多线治疗的 ITP 患者的主要终点分析



数据来源：公司公告，东方证券研究所

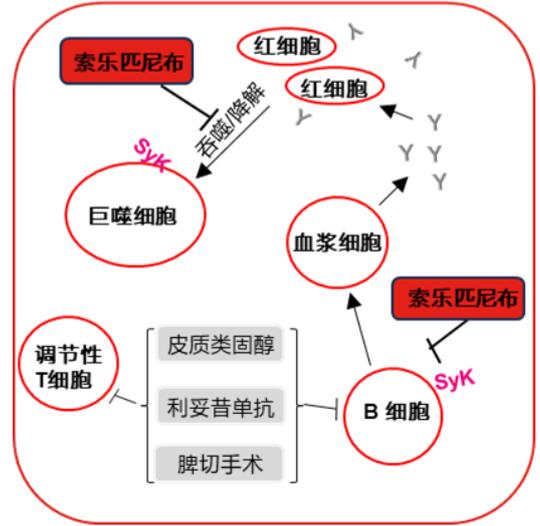
**温抗体型自身免疫性贫血 (wAIHA) 存在巨大医疗需求。**与 ITP 相似，wAIHA 是以红细胞减少为特征的自身免疫性疾病，目前尚无 FDA 批准的 wAIHA 疗法。索乐匹尼布二期临床数据优异：总应答率为 66.7%，持续应答率为 47.6%，国内 III 期研究已启动。

图 15: 温抗体自身免疫性贫血诊疗流程图



数据来源: 张连生等, 中国成人自身免疫性溶血性贫血诊疗指南 (2023 年版), 东方证券研究所

图 16: 索乐匹尼布治疗 wAIHA 的机制



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

表 13: 索乐匹尼布治疗 wAIHA 的临床数据

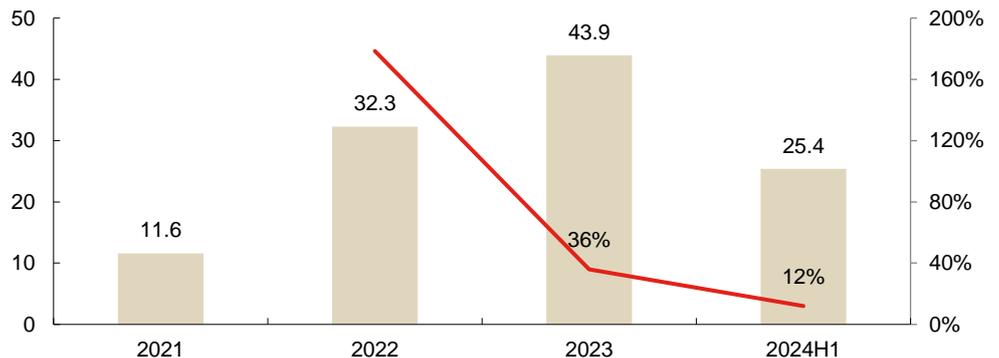
疗效	定义	0-8 周		8-24 周	0-24 周 (双盲+开放标签)
		索乐匹尼布 (n=16)	安慰剂 (n=5)	从安慰剂组转入 (n=5)	索乐匹尼布 (所有, n=21)
总体应答率 (%)	血红蛋白(Hb)≥100g/L 且较基线增加≥20g/L	43.8	0	60.0	66.7
持续应答率 (%)	相隔七天的连续 3 次访视中血红蛋白(Hb)≥100g/L 且较基线增加≥20g/L	18.8	0	40.0	47.6

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

### 3.2 索凡替尼: 神经内分泌瘤市占第二, 胰腺癌潜力大

**神经内分泌瘤国内快速放量。**作为一种新型的口服酪氨酸激酶抑制剂, 索凡替尼具有抗血管生成和免疫调节双重活性。索凡替尼于 2020 年国内获批上市, 用于治疗晚期胰腺神经内分泌瘤, 并在 2021 年被纳入国家医保, 2023 年处方占有率达 21%。

图 17: 索凡替尼销售额 (百万美元) 及增速



有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

**联合免疫疗法治疗胰腺癌取得积极结果。**除了抗血管生成的作用，索凡替尼还可抑制集落刺激因子1受体（CSF-1R），调节肿瘤相关巨噬细胞，促进机体免疫。独特的双重机制叠加免疫疗法具有优势，尤其在胰腺导管腺癌的二期中取得令人鼓舞的结果，PFS 和 OS 分别为 9.2 个月和 15.6 个月，显著高于现有化疗方案的 3-6 个月和 7-11 个月。

**表 14：索凡替尼在研适应症梳理**

研究用药	适应症	目标人群	国家/地区	开发进展
单药	胰腺神经内分泌瘤	不限	中国	已上市
	非胰腺神经内分泌瘤	不限	中国	已上市
联合卡瑞利珠单抗（PD-1）+AG（吉西他滨+白蛋白结合型紫杉醇）	胰腺导管癌	初治	中国	临床 II/III 期
联合特瑞普利单抗（PD-1）	神经内分泌瘤	/	中国	临床 III 期
联合特瑞普利单抗（PD-1）	小细胞肺癌	/	中国	临床 II 期
联合特瑞普利单抗（PD-1）	胆管癌、实体瘤	/	中国	临床 I 期

数据来源：公司官网，东方证券研究所

**表 15：胰腺导管腺癌一线治疗方案临床数据对比（非头对头研究）**

治疗方案	索凡替尼		四药联合化疗		AG 化疗	
	索凡替尼+PD-1+AS*	AG（白蛋白结合型紫杉醇+吉西他滨）	FOLFIRINOX	吉西他滨	吉西他滨/白蛋白结合型紫杉醇	吉西他滨
ORR	53.6%	15.0%	31.6%	9.4	23%	7
mPFS（月）	9.2	6.3	6.4	3.3	5.5	3.7
OS（月）	15.6	8.6	11.1	6.8	8.5	6.7

注：AS：白蛋白紫杉醇+S-1；FOLFIRINOX 化疗方案：氟尿嘧啶、亚叶酸钙、伊立替康和奥沙利铂的四药联合化疗方案；PD-1 位卡瑞利珠单抗

数据来源：ASCO 2023，The New England Journal of Medicine，ClinicalTrials.gov，东方证券研究所

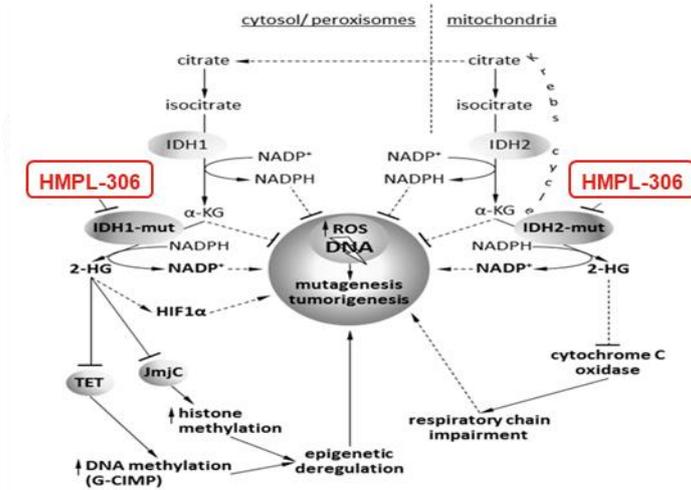
### 3.3 血液瘤管线：迈入关键性临床，释放创新潜能

#### 3.3.1 HMPL306：IDH1/2 双靶，AML 全球最快

**创新双靶点药物 HMPL306 布局血液瘤。**异柠檬酸脱氢酶 1/2（IDH 1/2）已被确定为癌症药物靶点。IDH 单靶点药物易产生耐药，IDH1 突变和 IDH2 突变异构体转换是耐药机制之一。HMPL306 是公司自研的双靶点 IDH 1/2 抑制剂，有望扭转耐药。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 18: HMPL-306 的作用机制



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**HMPL306 开发进度全球领先。**全球首款 IDH1/2 双重抑制剂 Vorasidenib 于 2024 年 7 月获 FDA 批准用于胶质瘤治疗，而在 AML（急性髓系白血病）领域，尚无同类药物获批。目前，HMPL306 处于三期临床，全球领先，早期临床数据展现出巨大潜力。

表 16: IDH1/IDH2 相关药物治疗 AML 的临床数据对比（非头对头研究）

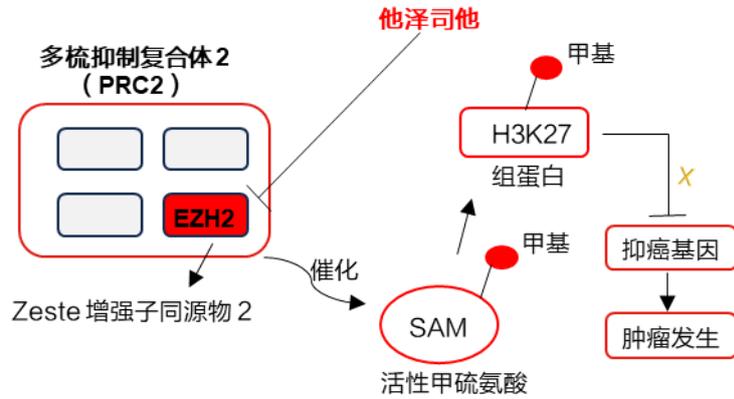
	HMPL-306	AG-221	AG-120	FT2102	LY3410738	
公司	和黄医药	BMS/Celegene/Servier	Servier/Cstone	FORMA(Now Novo Nordisk)/Rigel	Eli Lilly	
靶点	IDH1/2	IDH2	IDH1	IDH1	IDH1/2	
进展	III 期研究中	已上市	已上市	已上市	II 期研究中	
适应症	r/r IDH1 or IDH2 mut AML	≥2L, IDH2 mut AML	≥2L, IDH1 mut AML	r/r IDH1 mut AML	r/r IDH1 or IDH2 mut AML	
有效性	IDH1m	CR+CRh: 50%	/	CR+CRh: 22%+8%	CR+CRh: 32%+3%;	CR+CRh: 21%
	IDH2m	CR+CRh: 62.5%	CR+ CRh: 19%+4%	/	/	CR+CRh: 17%

注：CR:完全缓解率; CRh: 有部分血液学改善的完全缓解率  
数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.3.2 他泽司他：EZH2 抑制剂，布局滤泡淋巴瘤

**他泽司他是全球首款 EZH2 抑制剂。**他泽司他通过抑制 EZH2 活性，进而抑制 H3K27 甲基化，恢复抑癌基因的表达来控制肿瘤的生长。该药物由益普生（Ipsen）研发，于 2020 年在美国获批用于治疗上皮样肉瘤和滤泡淋巴瘤，和黄医药负责该产品在大中华区的研究和商业化，目前已在港澳和海南试验区获准上市。

图 19：他泽司他的作用机制



数据来源：Wenyujing Zhou et al. Expert Review of Hematology, 东方证券研究所

他泽司他国内上市在即，布局滤泡淋巴瘤。他泽司他在国内的上市申请已受理，并获优先审评，有望给滤泡淋巴瘤患者提供新的选择。同时，他泽司他联合公司自主研发的潜在 BIC 药物安迪利塞（PI3K $\delta$  抑制剂）的临床研究也在稳步推进。

表 17：他泽司他在研适应症梳理

研究用药	适应症	目标人群	研究名称	国家/地区	开发进展
他泽司他	上皮样肉瘤，滤泡性淋巴瘤	/	/	中国	已上市（海南，香港及澳门）
	滤泡性淋巴瘤	三线	桥接研究	中国	NDA
	滤泡性淋巴瘤	复发性/难治性	SYMPHONY-1	中国	临床 III 期
他泽司他+安迪利塞	淋巴瘤	复发性/难治性	/	中国	临床 II 期

注：他泽司他由 Epizyme 研发。单药疗法已于美国获批用于单药治疗上皮样肉瘤和滤泡淋巴瘤。和黄医药拥有大中华区权利-桥接研究已完成。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于商业化产品快速放量：一方面，已商业化的 3 款产品稳定放量；另一方面，临床后期产品上市后快速带来收入增量。
- 2) 公司 24-26 年毛利率分别为 45.70%，48.23%和 48.98%。随着公司产品逐步上市，以及触发相关里程碑收入，公司的毛利率将小幅提升。
- 3) 公司 24-26 年销售费用率为 8.58%，7.55% 和 6.97%，管理费用率（含研发费用）为 45.81%，36.71%和 31.38%。销售费用率的下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响，管理费用率的下降主要考虑到随着大型注册试验陆续完成后，研发开支减少。

#### 收入分类预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>肿瘤/免疫产品收入</b>					
销售收入（百万美元）	76.4	124.6	164.2	249.7	332.7
增长率	63.09%	31.78%	52.05%	33.25%	29.32%
<b>研发服务收入</b>					
销售收入（百万美元）	24.2	52.4	20.0	50.0	50.0
增长率	32.97%	116.53%	-61.83%	150.00%	0.00%
<b>首付款及里程碑收入</b>					
销售收入（百万美元）	15.0	312.0	70.0	70.0	70.0
增长率	-40.00%	1980.00%	-77.56%	0.00%	0.00%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万美元）	262.6	309.4	340.34	391.39	450.10
增长率	11.04%	17.82%	10.00%	15.00%	15.00%
<b>合计</b>	426.4	838.0	680.01	844.08	1000.34
增长率	19.74%	96.53%	-18.85%	24.13%	18.51%
<b>综合毛利率</b>	27.04%	54.13%	45.70%	48.23%	48.98%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

### 投资建议

我们预测公司 2024-2026 年营业收入为 6.80、8.44、10.00 亿美元。预计公司未来一段时间内仍处于亏损状态，不合适 PE 估值法。考虑到公司已有部分产品进入商业化销售阶段，故选用 PS 作为相对估值计算方法。我们选取了部分同样有商业化产品且暂时亏损的港股创新药公司作为可比公司，如百济神州、信达生物、康方生物、荣昌生物、君实生物等。根据可比公司 PS 估值水平，给予公司 2025 年 4.4 倍 PS，对应市值为 37.34 亿美元，同时结合当前美元汇率水平（1 美元 = 7.76 港元），对应市值 289.74 亿港元，给予目标价格 33.24 港元，给予“买入”评级。

图 20：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2024/12/24	每股收益 (元)				一致预期营业收入 (百万元)				PS			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
百济神州	06160	100.58	-4.65	-3.32	-0.43	1.79	17,945	26,999	34,558	41,921	7.76	5.16	4.03	3.32
信达生物	01801	33.62	-0.63	-0.39	0.17	0.89	6,206	8,037	10,590	13,882	8.87	6.85	5.20	3.97
康方生物	09926	56.53	2.26	-0.39	0.36	1.37	4,551	2,611	4,101	6,277	11.15	19.43	12.37	8.08
荣昌生物	09995	13.92	-2.78	-2.58	-1.62	-0.83	1,083	1,633	2,434	3,203	6.99	4.64	3.11	2.37
君实生物	01877	11.29	-2.31	-1.44	-0.77	-0.12	1,534	1,805	2,752	3,759	7.26	6.17	4.04	2.96
	最大值										11.15	19.43	12.37	8.08
	最小值										6.99	4.64	3.11	2.37
	平均数										8.41	8.45	5.75	4.14
	调整后平均										7.96	6.06	4.42	3.42

数据来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

- **创新药研发进度不及预期的风险。**公司创新药在研新品种丰富，将带来很大的成长价值，但新药研发存在一定的失败风险，如果公司新产品研发进度低于预期，则影响公司估值水平及中长期投资价值。
- **产品竞争加剧或者销售不及预期的风险。**考虑公司产品所在领域如非小细胞肺癌、结直肠癌等竞争较为激烈，如果未来可比产品增加导致竞争加剧，或者新上市品种的销售不及预期，将会对公司中长期业绩及估值水平产生影响。
- **公司中长期盈利能力下降的风险。**如果未来公司产品毛利率下降，或研发费用及销售费用率上升，将会对公司中长期盈利能力及估值水平带来影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	313.28	283.59	534.35	613.77	766.75	营业额	426.41	838.00	680.01	844.08	1000.34
应收账款	97.99	116.89	136.90	169.94	201.39	销售成本	311.10	384.45	369.26	437.02	510.42
预付款项、按金及其他应收款	51.73	12.95	71.27	88.47	104.85	其他费用	13.51	8.40	13.60	16.88	20.01
其他应收款	1.00	28.23	8.90	11.05	13.09	销售费用	43.93	53.39	58.34	63.76	69.70
存货	56.69	50.26	55.56	65.76	76.80	管理费用	479.07	381.79	311.54	309.89	313.87
其他流动资产	319.21	604.91	343.88	426.85	505.87	财务费用	-8.95	-35.39	1.58	0.33	-0.08
<b>流动资产总计</b>	<b>839.89</b>	<b>1096.84</b>	<b>1150.88</b>	<b>1375.84</b>	<b>1668.76</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	73.78	48.41	48.41	48.41	48.41	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	75.95	99.73	84.10	68.48	52.86	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>-412.26</b>	<b>45.36</b>	<b>-74.31</b>	<b>16.20</b>	<b>86.42</b>
无形资产	8.72	4.67	3.89	3.11	2.33	其他非经营损益	1.83	12.95	25.00	40.00	40.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-410.42	58.31	-49.31	56.20	126.42
其他非流动资产	31.11	30.13	30.13	30.13	30.13	所得税	-50.04	-42.79	-44.81	-52.13	-51.60
<b>非流动资产合计</b>	<b>189.56</b>	<b>182.93</b>	<b>166.53</b>	<b>150.13</b>	<b>133.73</b>	税后利润	<b>-360.39</b>	<b>101.09</b>	<b>-4.50</b>	<b>108.33</b>	<b>178.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>1029.45</b>	<b>1279.77</b>	<b>1317.41</b>	<b>1525.97</b>	<b>1802.49</b>	归属于非控制股东利润	0.45	0.31	0.80	0.88	0.97
短期借款	0.00	31.16	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	<b>-360.84</b>	<b>100.78</b>	<b>-5.30</b>	<b>107.45</b>	<b>177.05</b>
应付账款	71.12	36.33	59.39	70.29	82.10	EBITDA	<b>-410.69</b>	<b>31.13</b>	<b>-31.32</b>	<b>72.93</b>	<b>142.75</b>
其他流动负债	282.79	335.55	385.77	473.95	558.78	NOPLAT	<b>-371.16</b>	<b>56.50</b>	<b>-27.74</b>	<b>68.96</b>	<b>138.24</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>353.90</b>	<b>403.03</b>	<b>445.16</b>	<b>544.25</b>	<b>640.88</b>	EPS(元)	<b>-0.41</b>	<b>0.12</b>	<b>-0.01</b>	<b>0.12</b>	<b>0.20</b>
长期借款	18.10	48.19	48.19	48.19	48.19						
其他非流动负债	20.57	85.17	85.17	85.17	85.17						
<b>非流动负债合计</b>	<b>38.67</b>	<b>133.36</b>	<b>133.36</b>	<b>133.36</b>	<b>133.36</b>	<b>主要财务比率</b>					
<b>负债合计</b>	<b>392.58</b>	<b>536.39</b>	<b>578.52</b>	<b>677.61</b>	<b>774.24</b>		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
股本	86.48	87.13	87.13	87.13	87.13	<b>成长能力</b>					
储备	525.79	651.58	651.58	651.58	651.58	营收额增长率	19.73%	96.52%	-18.85%	24.13%	18.51%
留存收益	-1.90	-8.16	-13.46	95.13	274.06	EBIT增长率	-93.06%	105.47%	-308.20%	218.46%	123.49%
归属于母公司股东权益	610.37	730.54	725.24	833.83	1012.76	EBITDA增长率	-95.57%	107.58%	-200.62%	332.84%	95.72%
归属于非控制股东权益	26.50	12.85	13.65	14.53	15.49	税后利润增长率	-115.75%	128.05%	-104.45%	2508.70%	64.33%
<b>权益合计</b>	<b>636.87</b>	<b>743.39</b>	<b>738.89</b>	<b>848.36</b>	<b>1028.26</b>	<b>盈利能力</b>					
<b>负债和权益合计</b>	<b>1029.45</b>	<b>1279.77</b>	<b>1317.41</b>	<b>1525.97</b>	<b>1802.49</b>	毛利率	27.04%	54.12%	45.70%	48.23%	48.98%
<b>现金流量表</b>						净利率	-84.52%	12.06%	-0.66%	12.83%	17.80%
单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	-59.12%	13.80%	-0.73%	12.89%	17.48%
税后经营利润	-411.97	41.85	-74.31	16.08	85.77	ROA	-35.05%	7.87%	-0.40%	7.04%	9.82%
折旧与摊销	8.68	8.21	16.40	16.40	16.40	ROIC	-63.98%	2.57%	-6.02%	6.26%	11.65%
财务费用	-8.95	-35.39	1.58	0.33	-0.08	<b>估值倍数</b>					
其他经营资金	143.64	204.59	270.02	-46.45	-43.32	P/E	-6.95	24.90	-473.71	23.35	14.17
<b>经营性现金净流量</b>	<b>-268.60</b>	<b>219.26</b>	<b>213.69</b>	<b>-13.64</b>	<b>58.77</b>	P/S	5.89	2.99	3.69	2.97	2.51
投资性现金净流量	296.59	-291.14	69.81	92.25	92.25	P/B	4.11	3.44	3.46	3.01	2.48
筹资性现金净流量	-82.76	48.66	-32.74	0.81	1.96						
<b>现金流量净额</b>	<b>-54.77</b>	<b>-23.22</b>	<b>250.76</b>	<b>79.42</b>	<b>152.98</b>						

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。