

买入
小分子创新药研发能力突出， 肝癌新药星辰大海
和誉-B (2256.HK)

2025-3-19 星期三

投资要点

目标价:	11.50 港元
现价:	8.02 港元
预计升幅:	43%

公司小分子创新药研发能力突出

公司自 2016 年成立以来，公司开发出由 16 种主要专用于肿瘤学的候选药物组成的产品管线，包括 10 种处于临床阶段的候选药物。公司的候选药物主要为专注于小分子肿瘤精准治疗及小分子肿瘤免疫治疗领域的药物。药物发现由徐耀昌博士、喻红平博士领导，他们具有极其丰富的新药研发经验，在多个成功商业化的新药中做出了重要贡献。

全球 BIC 产品匹米替尼数据优秀，即将商业化：

2024 年 11 月完成国际多中心关键临床数据的读出：第 25 周匹米替尼的客观缓解率(ORR)为 54.0%，而安慰剂组为 3.2%($p < 0.0001$)。在 2023 年 12 月，与 Merck 签署的许可协议。协议总金额达 605.5 百万美元，包括首付款 7000 万美元。还将收取年净销售额的两位数比例作为销售提成。匹米替尼第二个适应症：ASH 年会公布其治疗慢性移植抗宿主病患者的初步 II 期研究结果。尽管大多数入组患者尚未完成 cGvHD 缓解评估所需的 6 个月治疗期，但是其中接受匹米替尼 20 毫克 QD 治疗患者亚组的初步数据显示 ORR 已达 64%。

创新药储备丰富，肝癌新药依帕戈替尼前景广阔

依帕戈替尼已经获批开展用于治疗 FGF19 过表达的晚期肝细胞癌注册性临床试验。目前，晚期肝癌病人缺乏有效的治疗方案。FGF19 过表达的患者往往预后更差，因此迫切需要新的治疗选择。全球约 30% 的 HCC 患者存在 FGF19 过表达。开发针对该信号通路的靶向疗法代表了治疗 HCC 的一种新颖的创新方法。前期临床数据显示依帕戈替尼 220mg BID 联用阿替利珠单抗队列在既往接受过 ICI 治疗的 FGF19+ HCC 患者中实现了 50% 的 ORR，成药概率极大，国内外峰值超 100 亿元。创新药储备丰富，口服 PD-L1 及 ABSK061 等处于二期临床阶段，061 在软骨发育不全症及多种癌症方面潜力大，市场空间广阔。

首次覆盖，给予买入评级，目标价 11.50 港元：

公司是小分子创新药龙头，将迎来快速增长，公司启动 2 亿元的回购，董事会主席增持，充分体现管理层对公司长期发展的信心。预计 2025-27 年收入分别为人民币 6.50 亿、6.80、7.30 亿元，净利润分别为 0.97 亿、1.11 亿、1.42 亿元，根据 DCF 模型，目标价 11.50 港元，给予买入评级，较现价有 43% 的升幅。

重要数据

日期	2025-3-18
收盘价 (港元)	8.02
股本 (百万股)	680
总市值 (亿港元)	55
净资产 (亿元)	19.58
总资产 (亿元)	21.07
52 周高低 (港元)	8.2/2.71
每股净资产 (元)	2.88

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

主要股东

Yaochang Family Holding Limited 占比为 11.77%
 Qiming Venture Partners VI, L.P 占比 6.74%

相关报告
研究部

姓名：林兴秋
 SFC: BLM040
 电话：0755-21519193
 Email:linxq@gyzq.com.hk

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	19.1	504.0	650.0	680.0	730.0
同比增长	100.00%	2544.28%	28.97%	4.62%	7.35%
净利润	-431.58	28.30	96.70	110.75	142.41
同比增长	-12.92%	100.00%	241.71%	14.52%	28.59%
EPS	-0.63	0.04	0.14	0.16	0.21
PE@8.02 HKD	-11.74	179.01	52.39	45.74	35.88

数据来源：Wind、和誉年报、国元证券经纪（香港）整理

目录

目录	2
1.公司概况：小分子肿瘤及免疫创新药龙头	3
2.行业概况-创新药政策支持力度加大，前景广阔	5
3.公司核心产品管线	6
4.公司创新优势明显，核心竞争力突出	12
5.管理团队	12
6.财务状况	13
7.盈利预测与投资建议	14
8.风险提示	15
财务报表摘要	16
图表 1：和誉-B 发展进程	3
图表 2：和誉-B 2020 年至 2024 年营业收入情况（单位：人民币百万元）	5
图表 3：中国创新药对外授权数量及总金额（亿美元）	6
图表 4：公司的临床在研产品	7
图表 5：Pimicotinib 作用机制	7
图表 6：临床试验中 TGCT 治疗药物疗效与安全性情况	8
图表 7：Pimicotinib 对慢性移植物抗宿主病作用机制	8
图表 8：肝癌发病情况（万人）	10
图表 9：临床疗效对比	11
图表 10：Irpagratinib 临床试验情况	11
图表 11：和誉-B 研发支出（人民币亿元）	12
图表 12：和誉-B 2020 年至 2024 年净利润（人民币亿元）	14
图表 13：和誉-B 收入分部预测（人民币百万元）	14
图表 14：可比公司估值	15

1.公司概况：小分子肿瘤及免疫创新药龙头

1.1 公司简介

公司致力于发现及开发创新且差异化的小分子肿瘤疗法。自2016年成立以来，公司已战略性地设计及开发由15个专注于肿瘤学的候选药物组成的管线，包括五种处于临床阶段的候选药物。公司的候选产品主要为注重小分子肿瘤精准治疗及小分子肿瘤免疫治疗领域的小分子药物。研发是公司未来发展的核心，研发团队由约221名专业人员组成，专注于肿瘤领域，其中70%拥有研究生或以上学位，21%持有博士学位。药物发现由徐耀昌博士、喻红平博士和其团队领导，他们在多个成功商业化的药物项目中做出了重要贡献。公司已在多个国家和地区获得近30项IND或临床试验批准，涵盖了多个药物和适应症。

图表 1：和誉-B 发展进程

时间	大事记
2016 年	<ul style="list-style-type: none"> 公司成立于中国上海张江高科技园区 启动了首批两个药物研发项目：ABSK011 项目和 ABSK021 项目
2017 年	<ul style="list-style-type: none"> 完成了由礼来亚洲基金领投的 2800 万美元的 A 轮融资 筛选出第一个 PCC（临床前候选药物）ABSK011，用于肝细胞肝癌和其他癌症的治疗
2018 年	<ul style="list-style-type: none"> 筛选出第二个 PCC（临床前候选药物）ABSK021，一种高效、选择性的 CSF-1R 抑制剂 在中国上海张江高科技园区建成了 4000 平方米的研发中心
2019 年	<ul style="list-style-type: none"> ABSK011 获得 NMPA 的临床许可 ABSK021 获得 FDA 的临床许可 获得阿斯利康的 ABSK091 全球授权许可和 X4 制药公司的 ABSK081 大中华区授权许可
2020 年	<ul style="list-style-type: none"> 在美国开始 ABSK021 的 Ia 期临床试验 在台湾地区开始 ABSK011 的 Ia 期临床试验 ABSK091 获得 NMPA 临床试验许可，即将在中国大陆正式开展临床 Ib/II 期研究 ABSK081 获得 NMPA 的临床试验许可，即将在中国大陆正式开展临床 Ib/II 期研究 完成了由淡马锡领投的 4200 万美元的 C 轮融资
2021 年	<ul style="list-style-type: none"> 在中国开始 ABSK011、ABSK081 的 1b 期试验 ABSK043 获得澳大利亚的 1 期临床研究许可 完成了 1.23 亿美元的 D 轮融资 在台湾地区完成 ABSK091 的 I 期临床试验，并在中国大陆开始 1b/II 期试验 在美国完成 ABSK021 的 Ia 期临床试验，并启动扩展研究
2022 年	<ul style="list-style-type: none"> ABSK021 在治疗腱鞘巨细胞瘤（TGCT）的 II 期临床试验中取得积极结果，并启动关键性 III 期临床试验 ABSK091 在胆管癌和尿路上皮癌的临床试验中取得进展，显示出潜在的治疗优势 与辉瑞（Pfizer）达成合作协议，共同开发针对特定肿瘤靶点的小分子药物，进一步拓展全球市场布局 完成 C 轮融资，募集资金约 1 亿美元，用于推进核心产品的临床开发和商业化准备
2023 年	<ul style="list-style-type: none"> 与默克（Merck）达成战略合作，签署的许可协议授予其在中国、香港、澳门和台湾对 Pimicotinib 及相关产品的独家商业化权利，并提供全球商业化的选择权。协议总金额达 605.5 百万美元，包括首付款 7000 万美元、行权款及研发与商业化里程碑付款

2024 年

- 匹米替尼完成国际多中心关键临床数据的读出
- 依帕戈替尼已经获批开展用于治疗 FGF19 过表达的晚期肝细胞癌注册性临床试验

资料来源：公司年报、公司招股说明书、国元证券经纪（香港）整理

1.2 公司股权结构

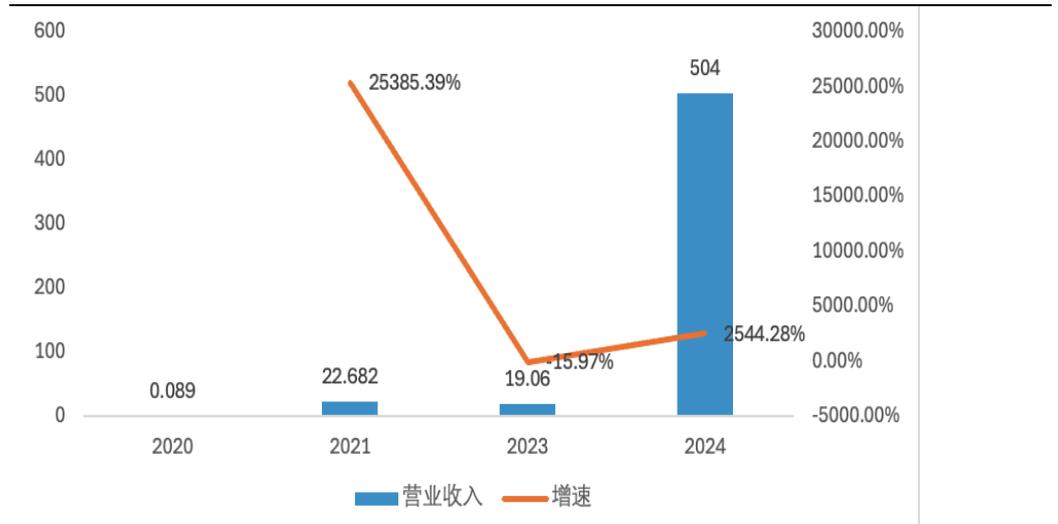
公司的股权结构比较合理，创始人徐耀昌博士直接及 Yaochang Family Holding Limited 间接持有 11.77% 的股份，创投基金 Qiming Venture Partners VI, L.P 占比 6.74%。喻博士及陈博士直接持有 1.09% 股份。

1.3 公司业务概要

自 2016 年成立以来，公司开发出由 16 种主要专用于肿瘤学的候选药物组成的产品管线，包括 10 种处于临床阶段的候选药物。公司的候选药物主要为专注于小分子肿瘤精准治疗及小分子肿瘤免疫治疗领域的小分子药物。在 2023 年 12 月，与 Merck 签署的许可协议授予其在中国、香港、澳门和台湾对 Pimicotinib 及相关产品的独家商业化权利，并提供全球商业化的选择权。协议总金额达 605.5 百万美元，包括首付款 7000 万美元、行权款及研发与商业化里程碑付款。还将收取年净销售额的两位数比例作为销售提成。该药物也在全球范围内的 III 期临床试验已完成患者入组，预计在 2024 年 Q4 完成国际多中心关键临床数据的读出。Irpagratinib (011) 是高选择性小分子 FGFR4 抑制剂，正在中国对其进行晚期肝癌的临床试验。在 2024 年 ESMO-GI 大会上展示了 irpagratinib 联合阿替利珠单抗治疗晚期 HCC 的最新 II 期临床数据。irpagratinib 220mg BID 联合阿替利珠单抗在 FGF19 过表达 HCC 患者中显示出良好的疗效，ORR 为 50%。创新药储备丰富，口服 PD-L1 及 FGFR2/3 等处于二期临床阶段，市场空间广阔。

1.4 公司基本财务概述

公司致力于发现及开发创新且差异化的小分子肿瘤疗法。2024 年收入达到 5.04 亿元人民币，收入来源于公司与默克 BD 合作的匹米替尼项目取得的首付款 7000 万美元。24 年研发开支增加至 451 百万元人民币，主要由于管线项目推进，行政开支减少至 40.3 百万元人民币，主要因股份基础补偿减少。

图表 2：和誉-B 2020 年至 2024 年营业收入情况（单位：人民币百万元）


资料来源：公司招股书、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

2.行业概况-创新药政策支持力度加大，前景广阔

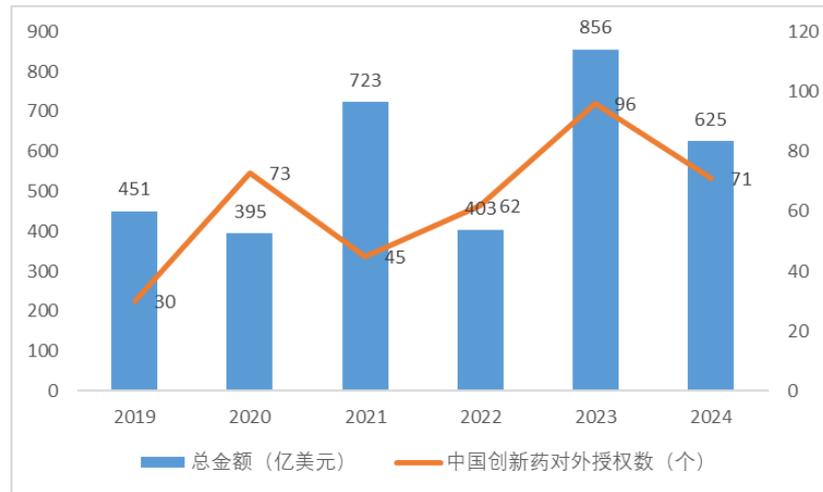
2.1 国家政策助力创新药行业发展

2025 年 1 月 17 日，国家医保局召开医保部门“保障人民健康 赋能经济发展”主题新闻发布会，国家医保局有关负责人表示，2025 年内将发布第一版医保丙类目录。丙类目录作为基本医保药品目录的有效补充，聚焦因超出“保基本”功能定位暂时无法纳入医保目录但创新程度很高、具有显著临床应用价值、患者获益显著的药品。国家医保局将采取多种激励措施，积极引导支持惠民型商业健康保险产品将丙类目录药品纳入保障范围。也将打通丙类目录与基本医保目录间的通道，做好衔接。

丙类目录与国家基本医保药品目录调整同步开展，计划于 2025 年内发布第一版。制定过程中充分调动保险公司、保险行业专家等参与积极性，丙类目录的商保结算价格由国家医保局组织商业保险公司与医药企业协商确定，探索更严格的价格保密措施。丙类目录药品可不计入医疗机构基本医保自费率指标，将大大促进创新药的临床使用。2023 年中国医保的药品支出约 1.2-1.5 万亿，目前创新药的医保支出在 5-10%，国内创新药的占比提升空间广阔。

2.2 中国创新药出海竞争优势明显，前景广阔

2023 年全年，中国创新药对外授权数量为 96 个，总金额达到 856 亿美元，创历史新高，中国创新药研发工程师素质及数量全球领先，国内三甲医院提供良好的临床研究基地，未来中国创新药扎根国内，走向全球的趋势会延续。

图表 3：中国创新药对外授权数量及总金额（亿美元）


资料来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

3.公司核心产品管线

公司开发出由 16 种主要专用于肿瘤学的候选药物组成的产品管线，包括 10 种处于临床阶段的候选药物。公司的候选药物主要为专注于小分子肿瘤精准治疗及小分子肿瘤免疫治疗领域的小分子药物。全球 BIC 产品匹米替尼数据优秀，即将商业化：2024 年 11 月完成国际多中心关键临床数据的读出：第 25 周匹米替尼的客观缓解率(ORR)为 54.0%，而安慰剂组为 3.2%($p < 0.0001$)。

依帕戈替尼是一种高选择性小分子 FGFR4 抑制剂，被开发用于治疗 FGF19 过表达的晚期肝细胞癌（aHCC）。前期临床数据显示依帕戈替尼 220mg BID 联用阿替利珠单抗队列在既往接受过 ICI 治疗的 FGF19+ HCC 患者中实现了 50% 的 ORR。口服 PD-L1 及 FGFR2/3 等处于二期临床阶段。

图表 4：公司的临床在研产品

管线	IND	临床I/II期	临床Ib/II期	关键	NDA/商业化	权益
精准/靶向肿瘤学						
Pimicotinib (ABSK021) CSF-1R	TGCT					中国: MORCK 中国以外: Abbisko'
	cGVHD					
Irpagratinib (ABSK011) FGFR4	实体瘤, 单药/联合					全球
	FGF19+ HCC					
Fexagratinib (ABSK091) 泛FGFR	实体瘤, 联合					全球
	FGFR-α 尿路上皮癌, 单药/联合替雷利珠单抗					(与 AstraZeneca 合作)
ABSK061 FGFR2/3	实体瘤					全球
	实体瘤, 联合					
ABSK121 FGFR 前药突变	实体瘤					全球
ABSK112 EGFR Exon20	非小细胞肺癌					全球
ABSK012 FGFR4 突变	横纹肌肉瘤 & 实体瘤					全球
ABK3376 (AST2303) EGFR C797S	EGFR 阳性非小细胞肺癌	合作伙伴主导开发				大中华区域: 和睿 中国以外区域: 和睿
ABSK131 PRMT5/MTA	实体瘤					全球
其他/肿瘤免疫学						
Mavoxifafor (ABSK081) CXCR4	WHIM*					大中华区域: 和睿 中国以外区域: X4
ABSK043 口服PD-L1	实体瘤					全球
	NSCLC, 联合伏美替尼					
ABSK051 CD73	实体瘤					全球

资料来源：公司官网、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

3.1 匹米替尼 Pimicotinib (CSF-1R)

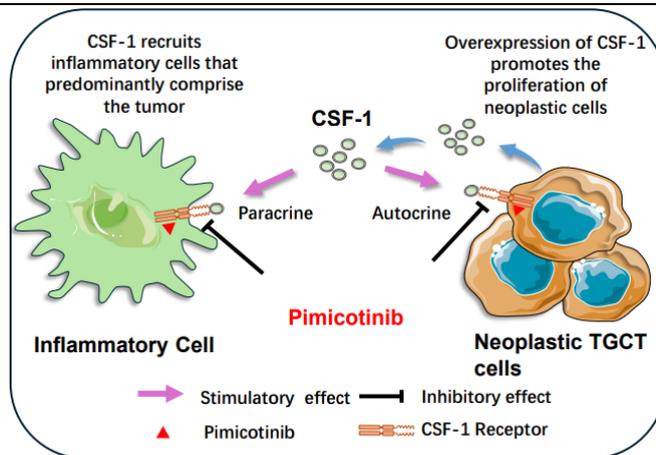
3.1.1 匹米替尼的第一个适应症

自主研发的 CSF-1R 小分子抑制剂匹米替尼治疗腱鞘巨细胞瘤「(TGCT)」患者的 MANEUVER 关键 3 期研究，于 24 年 11 月取得积极顶线结果以及匹米替尼治疗 TGCT 的最新 1 期研究结果。

匹米替尼治疗三种疾病：腱鞘巨细胞瘤、移植性疾病、胰腺癌。

腱鞘巨细胞瘤 (TGCT) 是由 CSF1 基因易位引起的，该基因编码 CSF1R 的配体，导致携带 CSF1 受体的炎症细胞被募集，从而导致肿瘤形成。CSF1 基因在大多数 TGCT1 的表达水平升高。Pimicotinib 是一种口服的酪氨酸激酶抑制剂 (TKI)，专门设计用于选择性且强效地抑制 CSF1R。

图表 5：Pimicotinib 作用机制

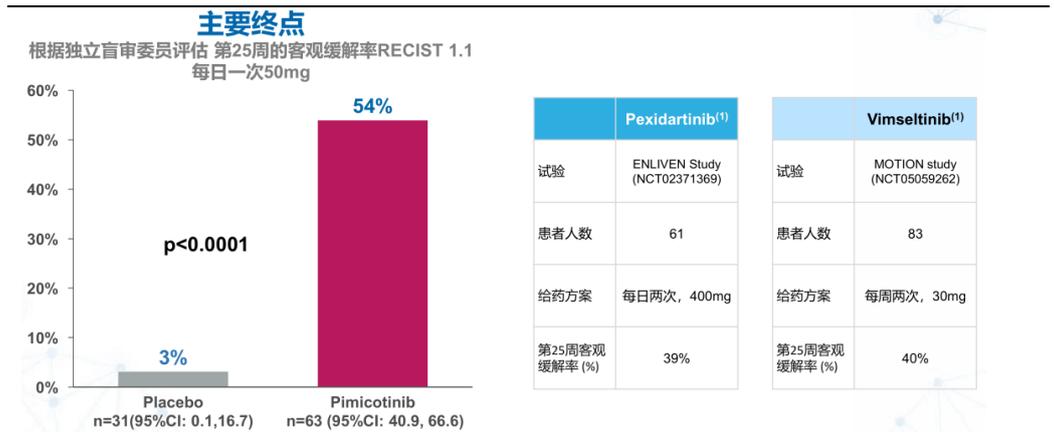


资料来源：国元证券经纪（香港）整理

匹米替尼达到主要终点，第 25 周匹米替尼的客观缓解率（「ORR」）为 54.0%，而安慰剂组为 3.2%（ $p < 0.0001$ ）。与安慰剂组相比，该研究在第 25 周评估的所有关键次要终点方面也取得了具有统计学意义和临床意义的显著改善，包括基于肿瘤体积评分的 ORR、主动关节活动度、僵硬程度、疼痛程度和身体功能。

匹米替尼是目前唯一获批用于 TGCT 治疗的药物，但存在一定的肝毒性风险，是第一三共公司的；而匹米替尼作为一种新型的 CSF1R 抑制剂，正在临床试验中表现出更好的安全性和疗效潜力。

图表 6: 临床试验中 TGCT 治疗药物疗效与安全性情况



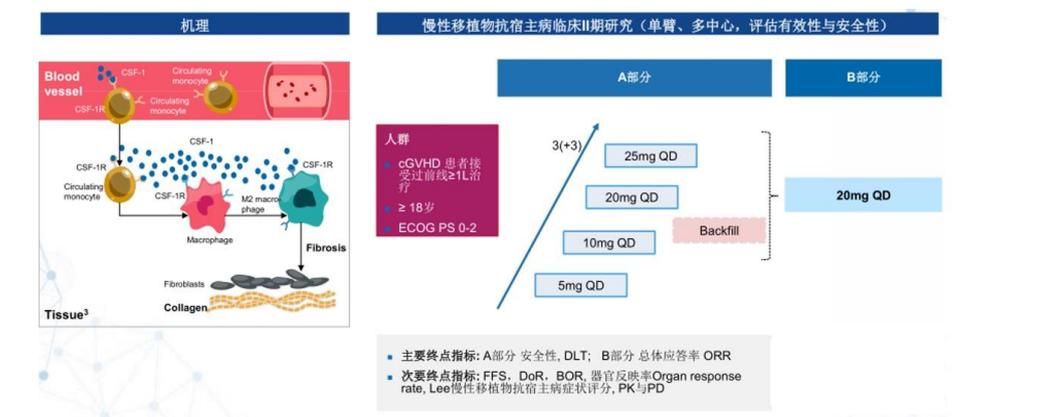
资料来源：国元证券经纪（香港）整理

目前治疗治疗腱鞘巨细胞瘤只有一个药物，而且安全性存在问题，被黑框警告。临床需求迫切。腱鞘巨细胞瘤中国每年新增 6 千患者，加上存量分摊每年 3 万，共有患者 3.6 万，20% 的渗透率，即使降价之后保守估计 5 万年费用，峰值收入为 36 亿。美国及欧洲各 1.4 万患者，10% 的渗透率，24 万美元年费用，峰值收入至少为 6.7 亿美元。

3.1.2 匹米替尼市场第二个适应症

匹米替尼市场第二个适应症是慢性移植物抗宿主病，临床需求迫切。目前中国进行二期临床试验。cGVHD 是异基因造血干细胞移植后的一种长期免疫相关疾病，其发生率在移植患者中较高。但考虑到中国每年的移植手术数量和 cGVHD 的高发生率，患者数量可能达到数千甚至更多。

图表 7: Pimicotinib 对慢性移植物抗宿主病作用机制



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

在 2024 年 12 月举行的第 66 届美国血液学会（ASH）年会上，和誉医药公布了匹米替尼治疗 cGVHD 的初步 II 期临床试验结果。该研究纳入了既往一线或多线治疗失败的 cGVHD 患者。

疗效数据：截至 2024 年 11 月 22 日，接受匹米替尼 20 毫克每日一次（QD）治疗的患者亚组中，客观缓解率（ORR）达到 64%。所有受累器官均观察到缓解，包括消化道、口腔、眼睛、肝脏、关节和筋膜、食管、皮肤和肺。在肺部症状方面，部分患者的肺功能显著改善，如第一秒用力呼气量（FEV1）增加 11%，另有患者 FEV1 恢复至正常水平。**安全性与耐受性：**匹米替尼在治疗过程中表现出良好的耐受性，大多数不良事件为 1 级且可逆。在炎症主导和纤维化主导的器官中，均观察到快速和持久的缓解，并伴随患者报告的器官特异性症状好转。

前景展望

尽管大多数入组患者尚未完成 6 个月的治疗周期，但初步数据显示，随着治疗时间的延长，患者可能会获得更好的疗效。匹米替尼被认为是一种有前景的全新治疗选择，未来可能会继续提升疗效。综上所述，匹米替尼在治疗 cGVHD 的初步 II 期临床试验中显示出显著的疗效和良好的耐受性，为 cGVHD 患者带来了新的治疗希望。

3.1.3 匹米替尼市场第三个适应症

匹米替尼正在开展一项多中心、开放标签的 II 期临床试验（方案编号：ABSK021-202），旨在评估匹米替尼联合标准化疗（白蛋白结合型紫杉醇与吉西他滨）以及匹米替尼联合化疗和特瑞普利单抗（一种免疫疗法）在晚期胰腺癌患者中的有效性和安全性。治疗机制：匹米替尼是一种高选择性、高活性的 CSF-1R 小分子抑制剂。通过阻断 CSF-1/CSF-1R 信号通路，可以调节巨噬细胞功能，重塑肿瘤免疫抑制性微环境，从而增强抗肿瘤效果。

临床试验进展：2023 年 6 月 12 日，匹米替尼获得中国国家药品监督管理局（NMPA）批准，用于开展晚期胰腺癌的 II 期临床试验。2023 年 11 月 28 日，该研究在中国组长单位上海交通大学医学院附属仁济医院完成了首例患者给药。该研究计划在中国的 16 家研究中心开展，患者招募正在进行中。

临床价值

胰腺癌是一种预后极差的恶性肿瘤，大部分患者在确诊时已处于中晚期，失去手术机会。目前的标准治疗方案效果有限，因此开发新的治疗药物具有重要意义。匹米替尼的临床试验有望为晚期胰腺癌患者提供新的治疗选择。目前，匹米替尼在胰腺癌治疗中的具体疗效数据尚未完全公布，但其在其他适应症（如腱鞘巨细胞瘤）中展现出的高效性和安全性为其在胰腺癌中的应用提供了积极的预期。全球每年胰腺癌新发病例：约 49.6 万例死亡病例：约 46.6 万例，目前缺乏有效药物，公司如果在胰腺癌领域有突破，市场空间值得期待。

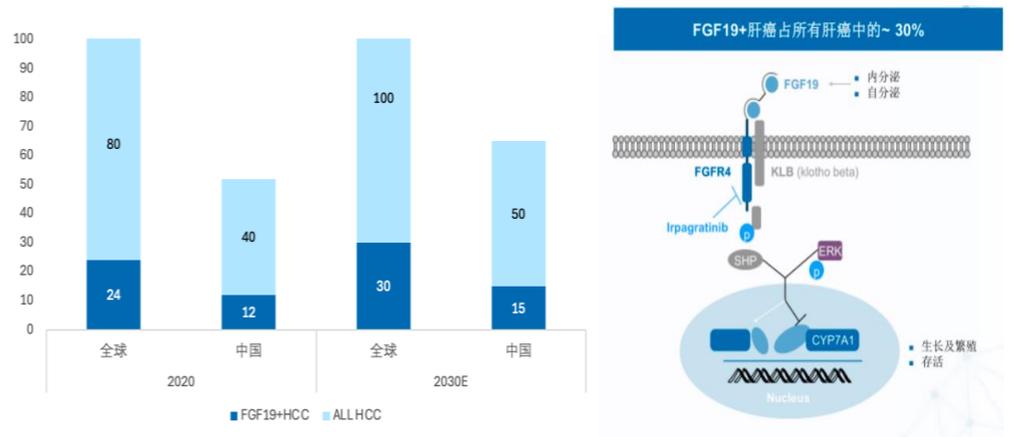
3.2 依帕戈替尼-FGFR4

Irpagratinib-依帕戈替尼在 2L+肝癌的 Phase Ib 试验中显示出优异的疗效和安全性。24 年 12 月 和誉医药自主研发的高选择性小分子 FGFR4 抑制剂依帕戈替尼(ABSK011)注册性临床研究获 CDE 批准。研究旨在评估依帕戈替尼联合最佳支持性治疗（BSC）与安慰剂联合 BSC 在经免疫治疗和多靶点酪氨酸激酶抑制剂（mTKI）治疗的 FGF19 过表达的晚期或不可切除的肝细胞癌患者治疗中的有效性和安全性。目前，晚期或不可切除

HCC 患者在接受免疫治疗和 mTKI 治疗后缺乏有效的后续治疗方案，FGF19 过表达群体预后更差，因此这些患者迫切需要新的治疗选择。

肝癌 20 年全球每年发病 80 万，中国将近 40 万，至 2030 年全球每年发病 100 万，中国将近 50 万，目前缺乏有效药物。FGF19+肝癌占有所有肝癌中的 30%。中国市场目标人群每年新增有 15 万，渗透率 10% 以上，年治疗费用 35 万，中国市场空间在 52.5 亿元以上。

图表 8：肝癌发病情况（万人）

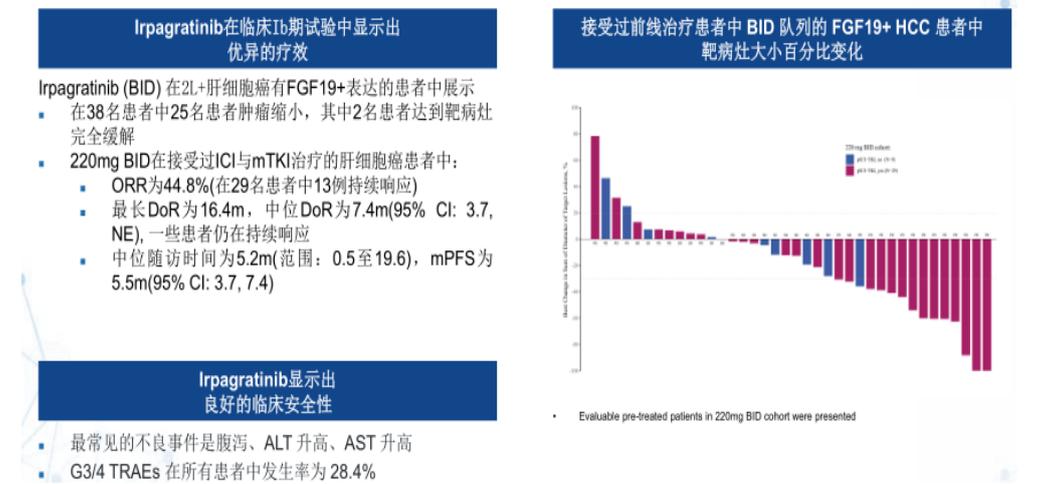


资料来源：公司 PPT，国元证券经纪（香港）整理

疗效数据优秀：在 2024 年欧洲肿瘤学会(ESMO)年会上公布了其自主研发的小分子 FGFR4 抑制剂依帕戈替尼(ABSK011)在 I 期临床试验中针对 FGF19 过表达的晚期肝细胞癌(aHCC)的安全性和有效性的最新临床数据。

依帕戈替尼 220mg 每日两次给药在经免疫检查点抑制剂和多靶点小分子酪氨酸激酶抑制剂治疗的 FGF19 过表达 aHCC 患者中展现出优异的有效性，其总体缓解率达到 44.8%，中位缓解持续时间为 7.4 个月，中位无进展生存期达到 5.5 个月。

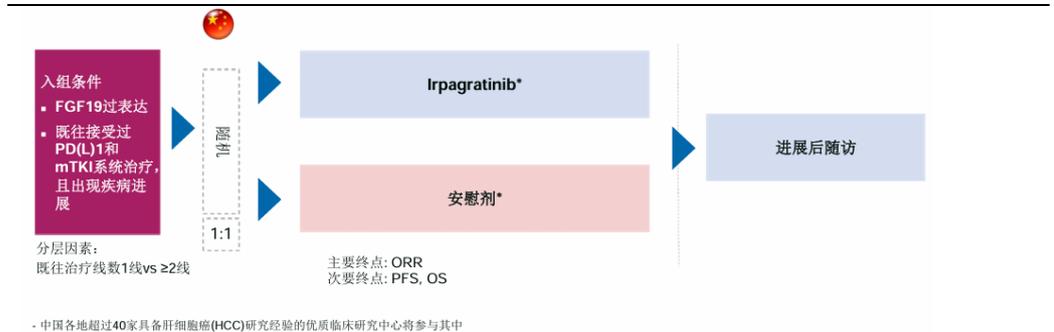
图表 9：临床疗效对比



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

依帕戈替尼可以单药或者联合用药治疗肝癌：1.联合最佳支持性治疗（BSC）与安慰剂联合 BSC 在经免疫检查点抑制剂(ICI)和多靶点酪氨酸激酶抑制剂(mTKI)治疗的成纤维细胞生长因子 19(FGF19)过表达的晚期或不可切除的肝细胞癌。因为依帕戈替尼之前优秀的数据，主要临床终点是 ORR，三期临床有望快速推进，将于 2026 年递交 NDA。2. 与阿替利珠单抗联合治疗肝细胞癌。

图表 10：Irpagratinib 临床试验情况



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

公司创新药储备丰富：ABSK061 是一种高选择性小分子 FGFR2/3 抑制剂。临床前研究已表明，ABSK061 在各种体外及细胞试验中选择性地抑制 FGFR2/3，并对其他激酶具有低活性。FGFR2/3 抑制剂在软骨发育不全症及多种癌症方面潜力大，软骨发育不全症全球有 25 万患者，98%与 FGFR3-G380R 突变有关，潜在全球市场空间在 30 亿美元以上。在胃癌胆管癌等多种肿瘤中，7%以上是由 FGFR 突变引起，这个全球潜在空间更为广阔。目前 ABSK061 已经进入临床二期。

ABSK043 为一种口服生物利用度好、高选择性的小分子 PD-L1 抑制剂，正在开发用于治疗多种癌症及潜在非肿瘤适应症。尽管抗 PD-1/抗 PD-L1 抗体已彻底改变癌症治疗，但基于抗体的免疫疗法具有成本高昂、缺乏口服生物利用度及免疫原性等多项缺点，可能会被小分子抑制剂改善。临床前数据已显示 ABSK043 可强效抑制 PD-1/PD-L1 的相互作用，并能挽救 PD-L1 介导的 T 细胞活化抑制。ABSK043 在多个临床前模型中亦显示出强大的抗肿瘤疗效及卓越的安全性。目前 ABSK043 已经进入临床二期。

4. 公司创新优势明显，核心竞争力突出

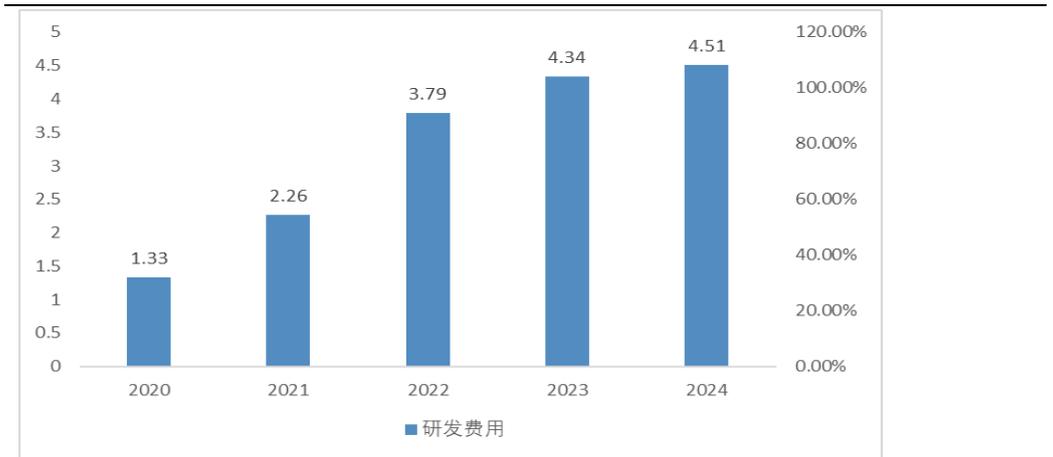
公司的优势体现于小分子肿瘤精准治疗及小分子肿瘤免疫治疗领域研发能力突出、和默克等大公司稳步推进的商业化合作进程，经验极其丰富的研发管理团队，共同构筑了公司的竞争壁垒。公司的新药即将开始商业化。

研发是公司未来发展的核心，研发团队由约 221 名专业人员组成，专注于肿瘤领域，其中 70% 拥有研究生或以上学位，21% 持有博士学位。药物发现由徐耀昌博士、喻红平博士领导，他们在多个成功商业化的药物项目中做出了重要贡献。公司已在多个国家和地区获得近 30 项 IND 或临床试验批准，涵盖了多个药物和适应症。公司在小分子药物方面具有强大的竞争力，有望在肿瘤领域取得突破，BD 也会根据临床进展进行推进。

公司研发在靶点选择方面重点突出：公司针对多种重要的肿瘤靶点进行研究，如 CSF-1R、FGFR4、泛 FGFR、FGFR2/3、EGFR Exon20、PD-L1、CD73、CXCR4 等。

适应症广泛：公司开发的药物适用于多种肿瘤类型，包括腱鞘巨细胞瘤、肝细胞癌、尿路上皮癌、非小细胞肺癌、横纹肌肉瘤等。联合治疗：公司积极探索药物的联合治疗方案，与多家知名药企合作，如罗氏、百济神州、艾力斯等。全球战略：公司在多个国家和地区获得近 30 项 IND 或临床试验批准，包括中国、美国、加拿大、欧洲、澳大利亚等。通过与国际知名药企的合作，如 Merck，公司能够加速药物的全球开发和商业化。

图表 11：和誉-B 研发支出（人民币亿元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

5. 管理团队

公司管理层人员均有极为丰富的创新药研发及管理经验：

徐耀昌博士，为公司联合创始人。徐博士于 2016 年 4 月 12 日创立公司，为本公司董事会主席兼首席执行官。徐博士于肿瘤及其他疾病领域拥有逾 30 年研发经验。徐博士于 1988 年在加拿大谢布克大学开始其职业生涯，担任博士后研究员。彼曾于 BioChem Pharma Inc. 任职，该公司曾于 20 世纪 90 年代初从事抗病毒及抗肿瘤新药研发。徐博士自 1993 年 10 月起担任 Eli Lilly and Company 的高级有机化学家，并其后于礼来担任发现化学研究主管直至 2006 年 1 月。于 2006 年 1 月至 2012 年 3 月，徐博士担任 Novartis International AG 的执行董事。于 2012 年 3 月至 2016 年 3 月，徐博士担任豪森医药集团上海新药研发中心的总经理，徐博士在豪森任职期间亦担任恒瑞-豪森医药研发委员会

主席。徐博士于1982年7月获得南京大学化学学士学位，并于1988年7月获得美国芝加哥大学有机化学博士学位。

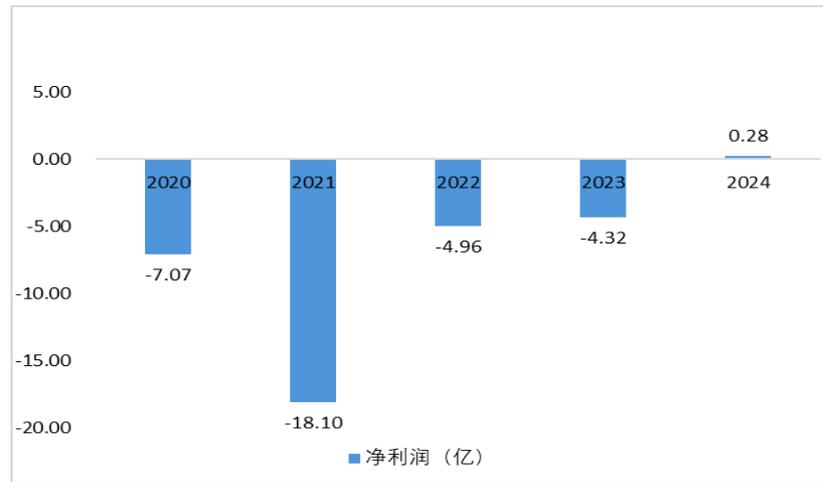
喻红平博士，为公司的联合创始人。喻博士于2016年4月12日创立公司，并于2018年3月28日获委任为董事兼药物化学高级副总裁。喻博士于2021年6月10日调任为执行董事，并于2022年3月调任为首席科学官。喻博士于2002年10月至2007年4月担任 Merck Frosst Centre for Therapeutic Research 的高级研究化学家。自2007年4月至2012年2月，喻博士担任 Novartis Institutes for BioMedical Research Co.,Ltd. 的一级高级研究员。于2012年10月至2016年2月，喻博士担任上海翰森生物医药科技有限公司副总经理。喻博士先后于1991年7月及1994年3月分别获得中国清华大学的化学学士学位和理学硕士学位。彼于2000年11月获得加拿大英属哥伦比亚大学化学博士学位，并于2001年7月至2002年9月为该大学的博士后研究员。

嵇靖博士，自2021年2月1日起担任首席医学官，负责领导跨职能团队并监督全公司的临床开发及监管战略。自2025年3月3日起担任和誉执行董事。于1995年7月至1997年12月，嵇博士担任上海市第一人民医院的医生。于1997年12月至2003年3月，彼担任 Merck Sharp&Dohme 的临床研究经理。于2003年9月至2006年6月，嵇博士担任 Sanofi S.A. 的临床研究中心负责人。于2006年6月至2010年1月，嵇博士担任 GlaxoSmithKline plc 的临床开发和医学事务负责人。于2010年1月至2015年4月，嵇博士担任强生(上海)医疗器械有限公司早期临床开发总监，该公司是一家制药公司，从事医疗设备、药品和消费包装品的开发。于2015年4月至2020年5月，嵇博士担任 AstraZeneca plc 的心血管、肾脏和代谢治疗领域负责人及副总裁。于2020年5月至2021年1月，嵇博士担任上海联拓生物科技有限公司的医疗与临床开发高级副总裁。嵇博士于1993年7月自中国复旦大学及上海第二医科大学获得医学学士学位并于1995年7月获得中国复旦大学及上海第二医科大学医学硕士学位。

张子栋博士，首席财务官。全面负责公司的财务管理、资本运作、投资人关系等工作。在加入公司前曾担任诺威健康科技控股有限公司首席财务官，全面负责财务管理工作。在此之前，他曾担任上海复宏汉霖生物技术股份有限公司首席财务官，负责财务团队的组建和管理，并在其融资和2019年首次公开募股上市过程中发挥了重要作用。张博士此前曾在纽约担任瑞银集团股票分析师，研究美国大型制药企业及特种医药企业，其亦曾在拜耳集团担任医疗保健业务的高级顾问。在进入行业之前，张博士在波士顿大学从事糖尿病药物开发的博士后研究。张博士获得复旦大学化学学士学位及美国杜克大学工商管理硕士学位、波士顿大学生物化学博士学位。

6. 财务状况

随着公司研发管线的逐步推进，pimicotinib 即将商业化，和默克的合作取得首付款人民币497百万元，公司2024年年度总收入约为人民币504百万元，较2023年同期的人民币19百万元增加约人民币485百万元。净利润扭亏为盈：2024年度期内溢利人民币28百万元，而2023年度期内亏损约为人民币432百万元。

图表 12: 和誉-B 2020 年至 2024 年净利润 (人民币亿元)


资料来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

7. 盈利预测与投资建议

7.1 各分部收入预测

公司管线丰富, 研发顺利推进, 公司收入也将开始快速增长。公司即将商业化产品匹来替尼, 在考虑到与合作伙伴的分成协议后, 预计 2026 年匹来替尼将为公司带来 110 百万人民币的分成收入, 2028 年达到 450 百万人民币; 预计匹来替尼的适应症将在 2026 年后逐步扩展, 而其他适应症将在 2027 年后陆续上市, 匹来替尼的收入可能依然保持一段时间的高速增长; ABK3376 每年收入可达到 20 百万人民币; 依帕戈替尼预计于 2028 年商业化, 依帕戈替尼作为新一代靶向药物, 可能有更好的疗效, 市场潜力较高, 预计 2028 年依帕戈替尼收入可达到 200 百万人民币, 2029 年达到 360 百万人民币。

图表 13: 和誉-B 收入分部预测 (人民币百万元)

年度	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总收入	650.00	680.00	730.00	840.00	1090.00	1360.00
增长率	28.97%	4.62%	7.35%	15.07%	29.76%	24.77%
匹来替尼分成收入		110.00	380.00	450.00	530.00	610.00
增长率			245.45%	18.42%	17.78%	15.09%
匹来替尼里程碑收入	600.00	500.00	260.00	100.00	100.00	100.00
增长率	23.97%	-16.67%	-48.00%	-61.54%	0.00%	0.00%
ABK3376 里程碑收入	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
依帕戈替尼 净销售额				200.00	360.00	550.00
增长率					80.00%	52.78%
其他	30	50	70	70	80	80

资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

7.2 投资建议

公司是小分子创新药龙头，将迎来快速增长，公司启动 2 亿元的回购，董事会主席增持，充分体现管理层对公司长期发展的信心。预计 2025-27 年收入分别为人民币 6.50 亿、6.80、7.30 亿元，净利润分别为 0.97 亿、1.11 亿、1.42 亿元。根据 DCF 模型，无风险利率根据十年期国债收益率 1.9%，公司过去 1 年原始 Beta 值 0.95，市场预期收益率按照 11%，假设有效税率为 15.0%，债务资本成本为 3.50%，债务资本比重为 20.0%，根据公式 $WACC = (E/V \times Re) + (D/V \times Rd \times (1 - Tc))$ ，得出 WACC 为 9.03%，永续增长率设定为 2%，根据 DCF 模型计算，得出目标市值是 78.2 亿港元，目标价 11.50 港元，给予买入评级，较现价有 43% 的升幅。

图表 14：可比公司估值

代码	证券简称	总市值(亿港元)	市净率 PB	市盈率 PE		
				TTM	24E	25E
1801.HK	信达生物	707.70	5.20	-46.7	-108.83	205.22
9926.HK	康方生物	674.98	11.79	-79.7	-152.15	231.29
6990.HK	科伦博泰-B	532.72	15.15	-287	-156.78	-51.44
9688.HK	再鼎医药	315.15	6.07	-16.2	-14.20	-23.13

资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

8.风险提示

- (1) 新产品研发进度可能低于预期
- (2) 产品商业化进展不达预期

财务报表摘要
损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	0.0	19.1	504.0	650.0	680.0	730.0
销售成本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利	0.0	19.1	504.0	650.0	680.0	730.0
其他收入	45.6	87.4	104.1	20.0	30.0	30.0
分销开支	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
行政费用	-118.44	-96.40	-74.21	-75.69	-77.21	-78.75
经营盈利	-492.93	-429.41	78.03	124.38	148.92	184.01
财务开支	-2.69	-2.17	-1.60	-1.62	-1.63	-1.65
应占联营公司利润						
研发费用	-378.75	-433.74	-451.38	-464.92	-478.87	-493.24
其他开支	-41.30	-5.71	-3.00	-5.00	-5.00	-4.00
税前盈利	-495.62	-431.58	78.03	3450.10	3450.10	3451.10
所得税	0.00	0.00	-49.73	-17.07	-19.54	-24.95
少数股东应占利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
净利润	-495.62	-431.58	28.30	96.70	110.75	142.41
折旧及摊销	15.80	18.42	18.79	19.16	19.55	19.94
EBITDA	-477.13	-410.99	96.82	143.55	168.47	203.95
增长						
总收入 (%)		100.00%	2544.28%	28.97%	4.62%	7.35%
EBITDA (%)		-13.86%	100.00%	48.27%	17.36%	21.06%
净利润 (%)		-12.92%	100.00%	241.71%	14.52%	28.59%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	641.84	578.08	289.53	766.72	586.36	617.45
交易性金融资产	93.80	0.92	0.23	0.23	0.23	0.24
应收账款	55.09	68.99	61.00	61.61	62.23	62.85
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	7.44	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	790.73	655.43	350.76	828.56	648.82	680.53
固定资产	32.36	34.26	29.35	4464.99	4465.99	4466.99
贷款	49.47	39.72	57.27	-4376.07	-4374.69	-4373.24
非流动资产	81.83	73.98	86.62	88.92	91.30	93.75
总资产	872.56	729.41	437.38	917.49	740.12	774.28
流动负债	107.55	109.17	135.44	142.76	150.51	158.72
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期银行贷款	-2.00	-1.00	0.00	1.00	2.00	3.00
其他短期负债	109.55	110.17	135.44	141.76	148.51	155.72
非流动负债	35.61	25.11	13.27	13.40	13.54	14.67
长期银行贷款	-2.00	-1.00	0.00	1.00	2.00	3.00
其他负债	37.61	26.11	13.27	12.40	11.54	11.67
总负债	143.16	134.28	148.71	156.16	164.05	173.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
股东权益	729.40	595.13	288.67	761.32	576.07	600.90

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力						
毛利率 (%)		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EBITDA 利率 (%)		-2156.3%	19.2%	22.1%	24.8%	27.9%
净利率 (%)		-2264.3%	5.6%	14.9%	16.3%	19.5%
ROE	-67.95%	-72.52%	9.80%	12.70%	19.22%	23.70%
ROA	-56.80%	-59.17%	6.47%	10.54%	14.96%	18.39%
营运表现						
SG&A/收入 (%)		505.77%	14.72%	11.65%	11.35%	10.79%
实际税率 (%)	0.00%	0.00%	63.73%	0.49%	0.57%	0.72%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
库存周转天数	215.49	162.16	97.36	58.16	59.16	60.16
应付账款天数						
应收账款天数		1321.16	44.18	34.60	33.40	31.42
财务状况						
净负债/资产净值率	0.16	0.18	0.34	0.17	0.22	0.22
收入/总资产	0.00	0.03	1.15	0.71	0.92	0.94
总资产/股本	1.20	1.23	1.52	1.21	1.28	1.29

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-495.62	-431.58	28.30	96.70	110.75	142.41
折旧与摊销	300.00	18.42	18.79	19.16	19.55	19.94
营运资本变动	-200.00	-20.60	-21.01	-21.43	-21.86	-22.30
其他非现金调整	200.00	-10.97	-11.19	-3.00	-3.06	-3.12
营运现金流	-195.62	-444.73	14.89	91.44	105.37	136.93
资本开支	-1131.16	-12.25	-12.50	-12.74	-13.00	-13.26
其他投资活动	-181.08	390.77	398.59	-299.26	-305.24	-137.46
投资活动现金流	-1312.24	378.52	386.09	-312.00	-318.24	-150.72
负债变化	-110.94	-9.45	-9.64	-9.83	-10.03	-10.23
股本变化	-416.95	8.42	8.59	8.76	8.94	9.11
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动	37.14	-15.08	-15.38	-2.26	-2.30	-2.35
融资活动现金流	-490.74	-16.11	-16.43	-3.33	-3.40	-3.46
汇率变动影响	4.00	5.00	6.00	7.00	7.00	8.00
现金变化	405.02	-63.77	397.55	-208.89	-180.36	31.09
期初持有现金等价物	2868.08	641.84	578.07	975.62	766.72	586.36
期末持有现金等价物	3263.39	578.07	975.62	766.72	586.36	617.45

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313