



國證國際
S D I C S I

一药多效，发力代谢病市场 君圣泰医药 2511.HK 深度解读

国证国际证券(香港)有限公司 • 研究部

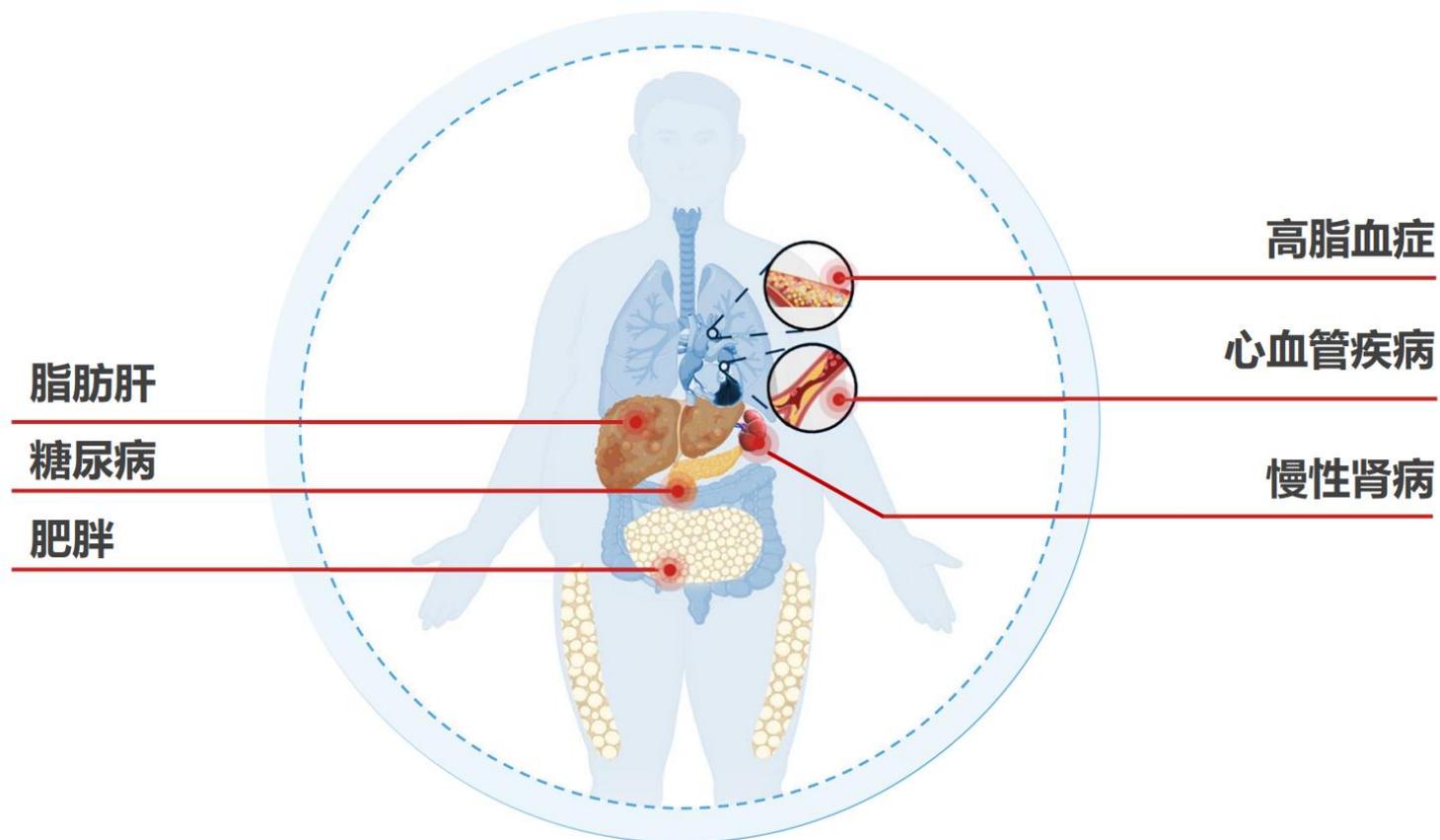
2025年9月16日

分析师：曹莹 (BPE391)



代谢问题可以引起多种疾病

- 人类的代谢系统“牵一发而动全身”，代谢慢病患者极少仅有单一代谢问题，往往会同时出现高血糖、血脂异常、脂肪肝、肥胖、高血压等多重健康危机。

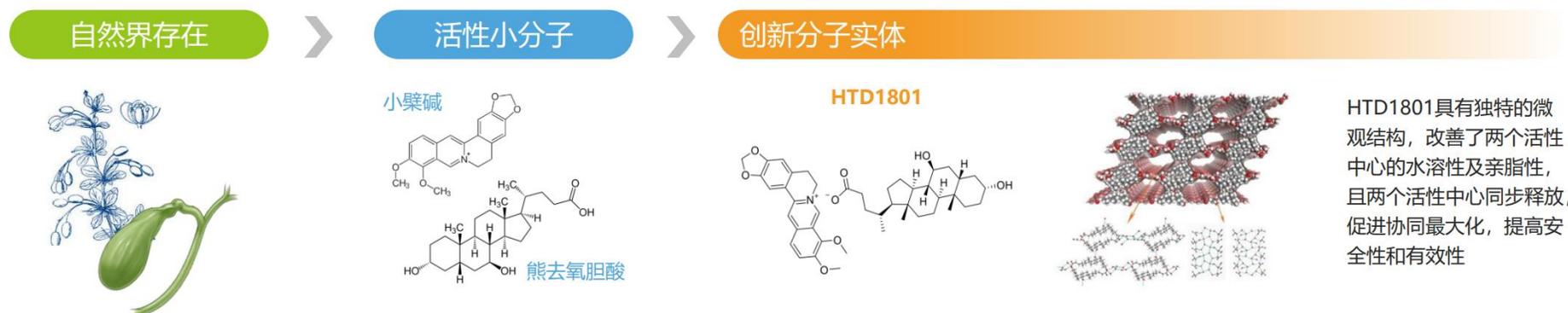




HTD1801, AMPK+NALRP3双靶机制

公司的核心产品HTD1801是一种靶向肠-肝系统的口服抗炎及代谢调节剂，作为熊去氧胆酸和小檗碱形成的离子盐，是一种具有独特双机制的新分子实体（NME），通过激活AMPK及抑制NLRP3炎症小体发挥其生物学活性。激活AMPK可调控能量稳态，抑制NLRP3炎症小体可缓解系统性炎症，两种机制协同互补，有效缓解代谢性慢病及心血管疾病。基于此双重作用机制，公司已获得有力临床数据支持，证实HTD1801具备综合获益，包括改善血糖控制、减轻体重、降低血脂（包括和心血管风险明显相关的LDL-C、non-HDL-C和Lp(a)）、降低全身炎症标志物（包括hs CRP），以及带来肝脏特异性获益（包括降低ALT/AST、肝脏脂肪含量及纤维化生物标志物）。临床前研究进一步揭示了HTD1801在防癌、抗衰老及神经保护方面的潜力。我们认为HTD1801有潜力补充市场的需求，能够作为单一疗法或与现行已获批的治疗方案联合使用以治疗代谢性疾病，达到良好的治疗效果并满足病患需求。

图表2 HTD1801的分子结构





一药多效，综合获益

君圣泰医药是一家新型生物制药公司，专注于研究和开发代谢性疾病领域的突破性治疗方案。公司已自主开发包含7款候选产品的产品管线，涵盖代谢及消化系统疾病的9种适应症，其中5种适应症处于临床阶段。

图表1 君圣泰医药在研管线（截止2025年9月）

候选药物	机制/靶点	适应症	权益	资格认证	临床前	I期	II期	III期
HTD1801 ★	双靶机制 激活AMPK+抑制NLRP3	2型糖尿病	全球			III期研究正在中国内地开展，2025年递交NDA		
		代谢相关脂肪性肝炎	全球	快速通道资格认证	IIa期研究已在美国完成，IIb期研究正在美国、中国内地、中国香港开展			
		慢性肾病	全球		/			
		肥胖症	全球		/			
		原发性硬化性胆管炎	全球	快速通道资格认证 孤儿药资格认证	II期研究已在美国及加拿大完成			
		严重高甘油三酯血症	全球		/ (1)			
HTD4010	多肽药物	酒精性肝炎	全球		I期研究已在澳大利亚完成			
HTF1037	线粒体解偶联剂	肥胖症	全球		/			
HTF1057	线粒体解偶联剂	神经退行性疾病	全球		/			
HTD1804	未披露	肥胖症	全球		/			
HTD1805	未披露	代谢疾病	全球		/			
HTD2802	未披露	炎症性肠病	全球		/			

资料来源：公司资料 注1：公司已经在澳大利亚完成了高胆固醇血症的IIb/IIa期试验，在美国完成了针对MASH的IIa期试验。美国FDA指出，现有临床前和临床数据足以支持启动SHTG的II期临床试验。
请参阅本报告尾部免责声明



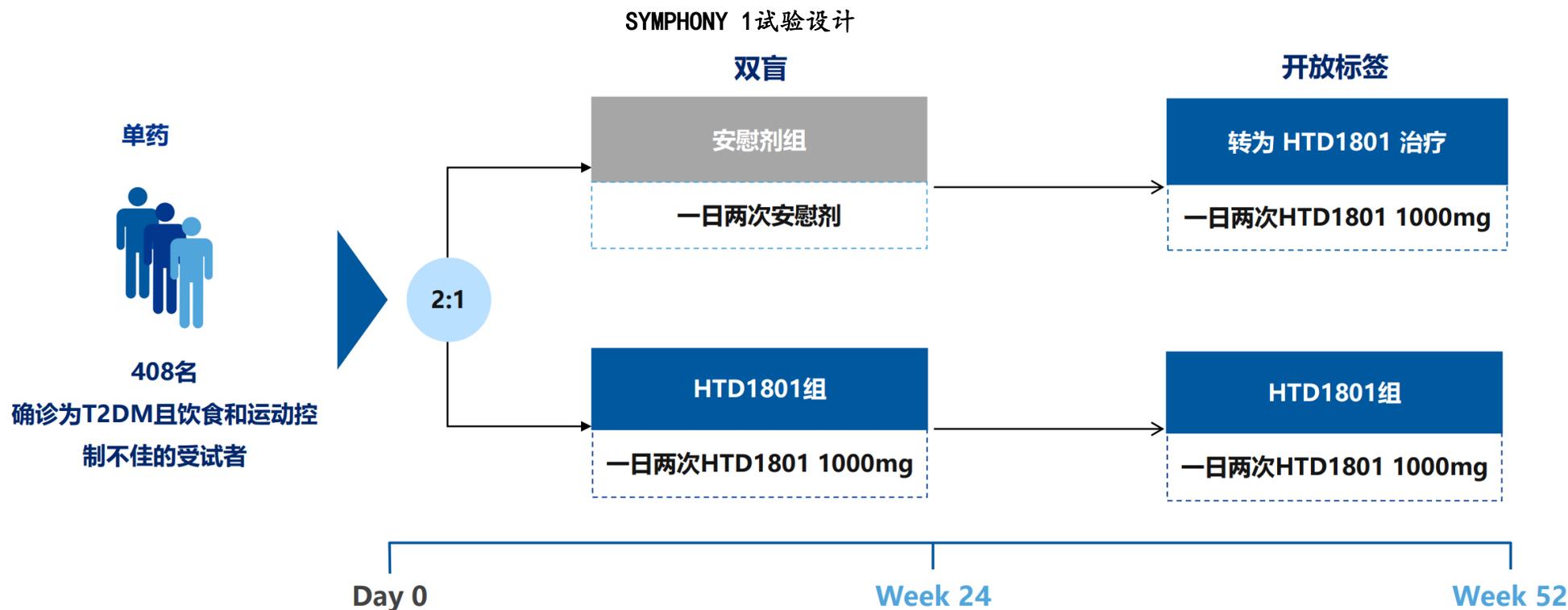
T2DM适应症

- 糖尿病是一种血糖水平过高的疾病。葡萄糖来自于食物，而胰岛素是胰腺产生的一种激素，帮助葡萄糖进入细胞，给细胞提供能量，以维持正常的生理功能。对于1型糖尿病，人体不会产生胰岛素。对于2型糖尿病，人体不能很好地产生或使用胰岛素。2型糖尿病（T2DM）是机体调节及使用葡萄糖作为能量的方式发生障碍。其为一种慢性疾病，导致血液中循环的糖分过多。
- 公司已经先后发布了针对T2DM适应症在中国II期和III期的临床部分试验结果，有2项III期注册性临床研究 24周结果公布，2项III期注册性临床研究 52周数据与达格列净头对头的III期试验预计会在2025H2读出，年内将递交NDA申请。



T2DM适应症中国临床III期24周数据结果

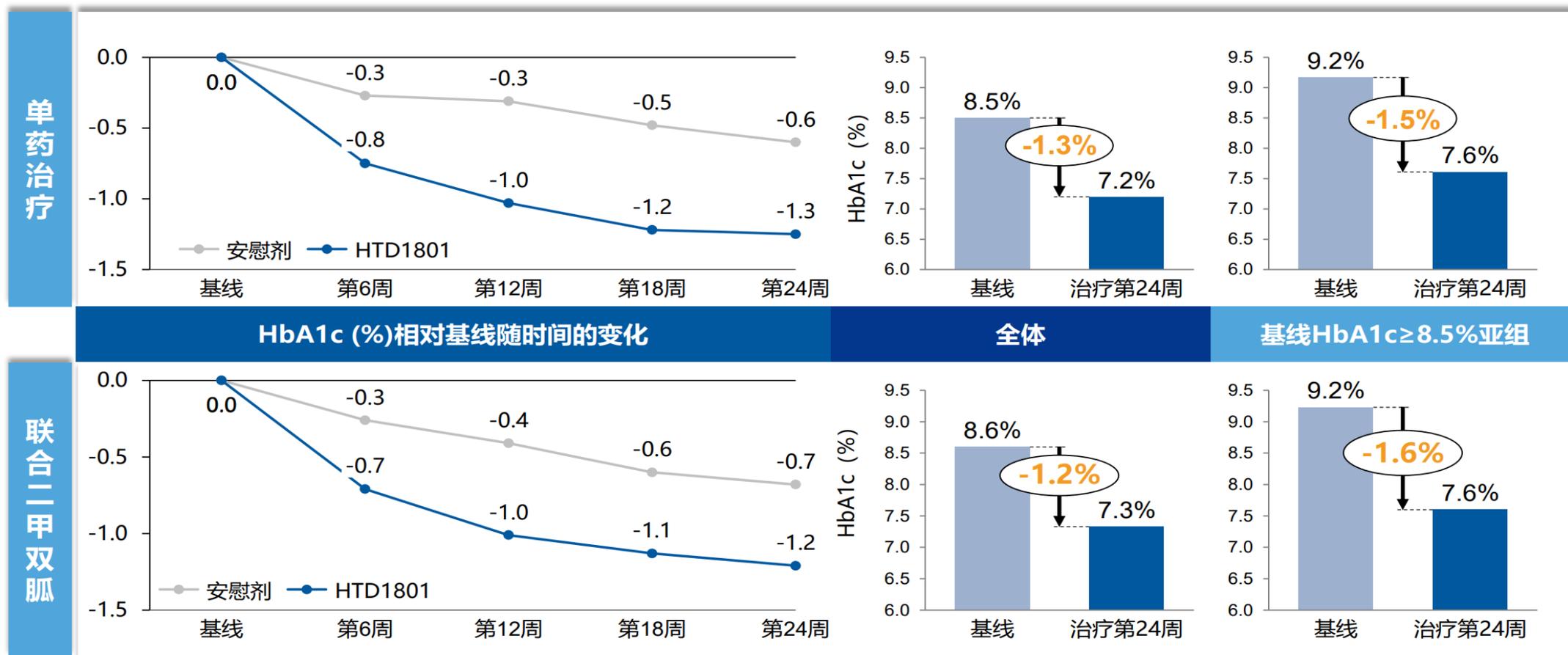
- SYMPHONY 1及SYMPHONY 2试验是两项随机、双盲、安慰剂对照的临床3期试验，旨在分别评估HTD1801在饮食及运动干预后血糖控制不佳（SYMPHONY 1; N=408）和二甲双胍治疗后血糖控制不佳（SYMPHONY 2; N=551）的T2DM成人受试者中的有效性和安全性。





血糖改善

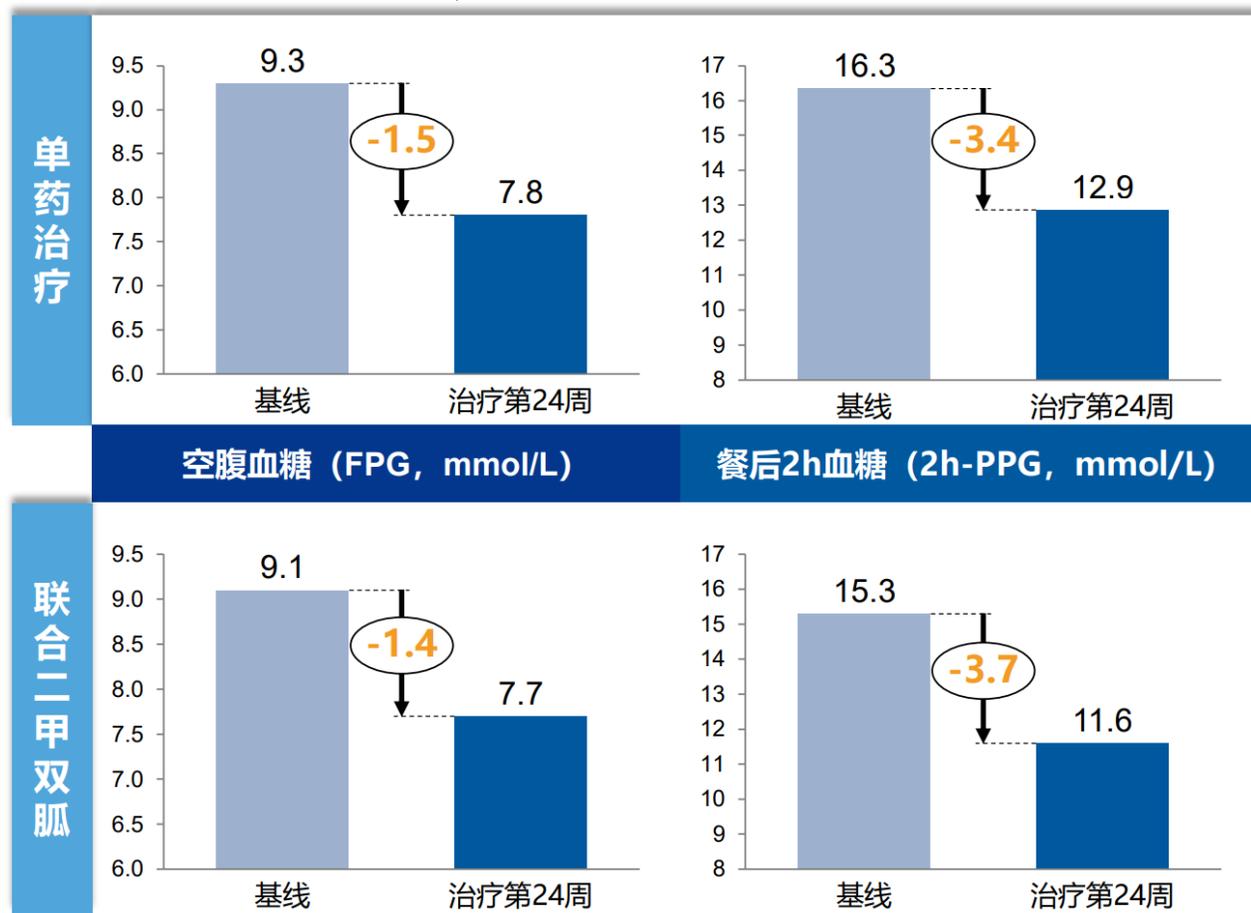
➤ 在这两项3期临床研究中，根据公司公开的数据，我们都观察到了治疗期内HTD1801治疗组的HbA1c随治疗时间呈现出持续下降的趋势，提示HTD1801可以持久改善T2DM患者的血糖代谢的潜力。





空腹与餐后血糖改善

- 在两项研究中，根据公司公开的数据，治疗24周后，HTD1801治疗组中达到HbA1c<7.0%的患者比例显著高于安慰剂组。与安慰剂相比，HTD1801可同时显著降低餐后血糖及空腹血糖。

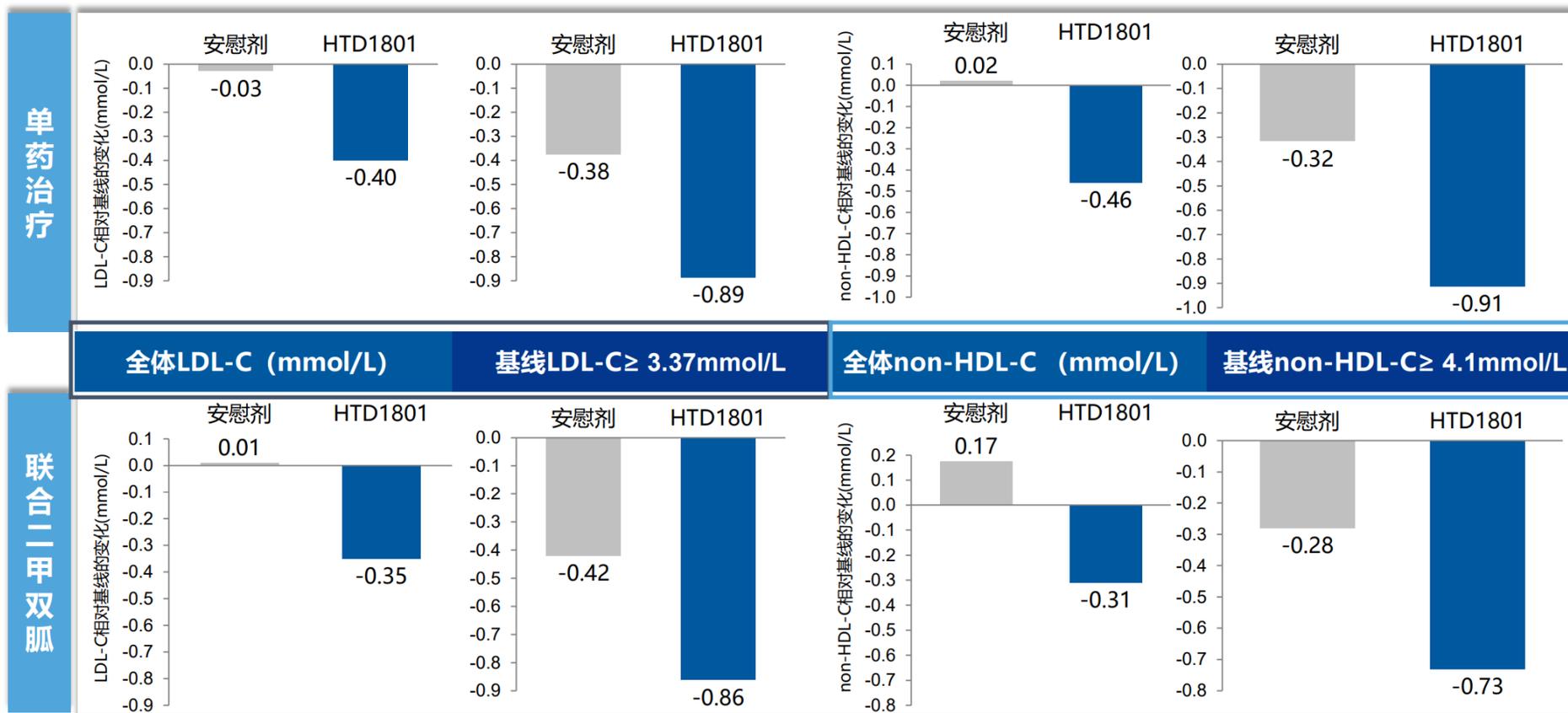


资料来源：公司资料



降脂效果明显

➤ 此外，根据公司公开的数据，HTD1801展现出糖脂同降能力，可显著降低低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）、非高密度脂蛋白胆固醇（non-HDL-C）。

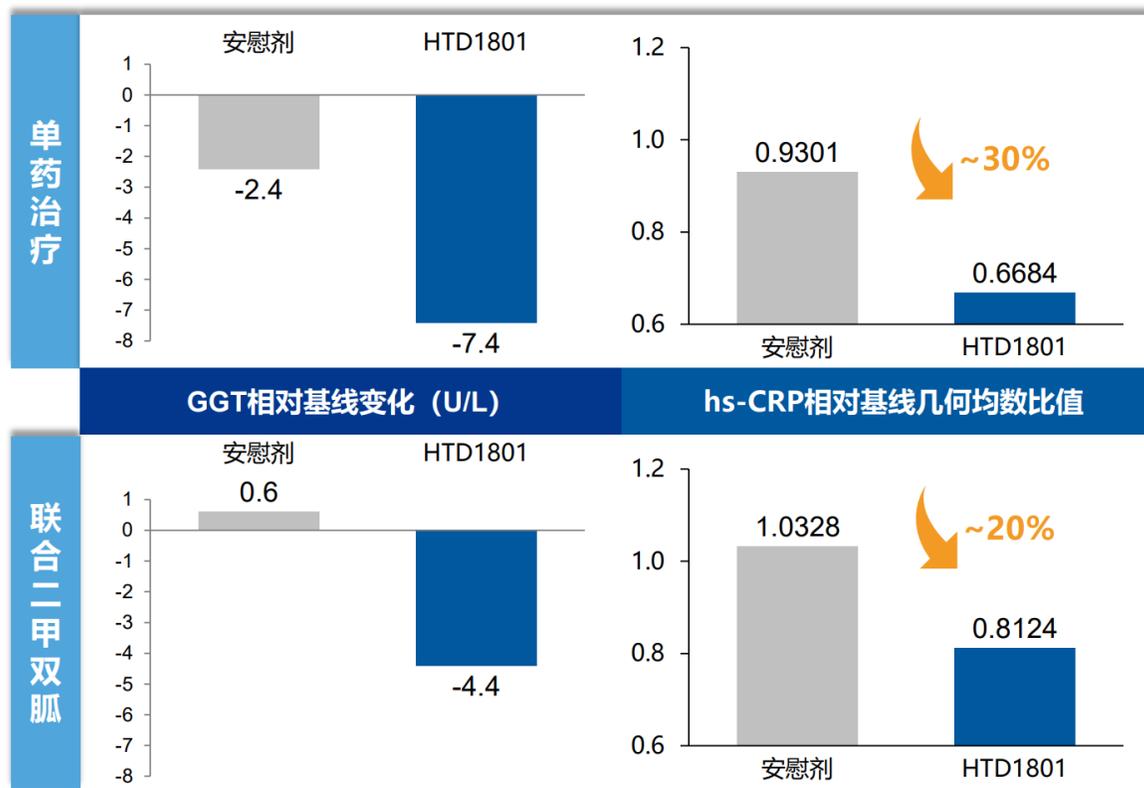


资料来源：公司资料



具备抗炎效果

➤ 另外，根据公司公开的数据，HTD1801治疗能够降低与心血管事件及T2DM患者临床结局密切相关的炎症标记物γ-谷氨酰转移酶（GGT）和超敏C反应蛋白（hs-CRP）。基于《中国糖尿病防治指南（2024版）》中所列标准，HTD1801治疗显著提高了患者的代谢综合达标率。

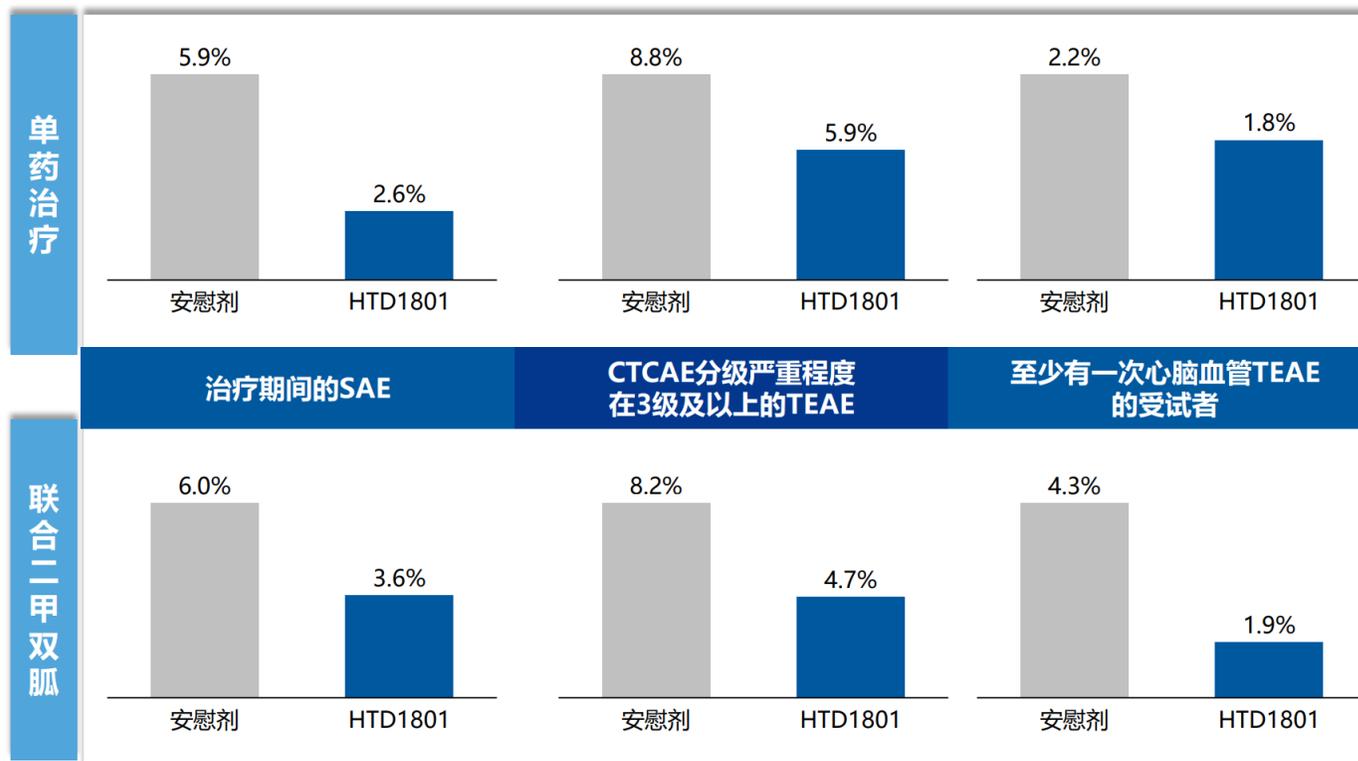


资料来源：公司资料



安全耐受

➤ 两项研究中，根据公司公开的数据，**HTD1801**皆表现出良好的安全性和耐受性，最常见的不良事件是胃肠道不良反应，与之前临床研究结果一致。可能因不良事件停药的受试者少于2%。未见明显低血糖风险。从临床结果来看，服用HTD1801甚至可以降低患者的不良反应，发生不良反应的比例低于安慰剂组



资料来源：公司资料



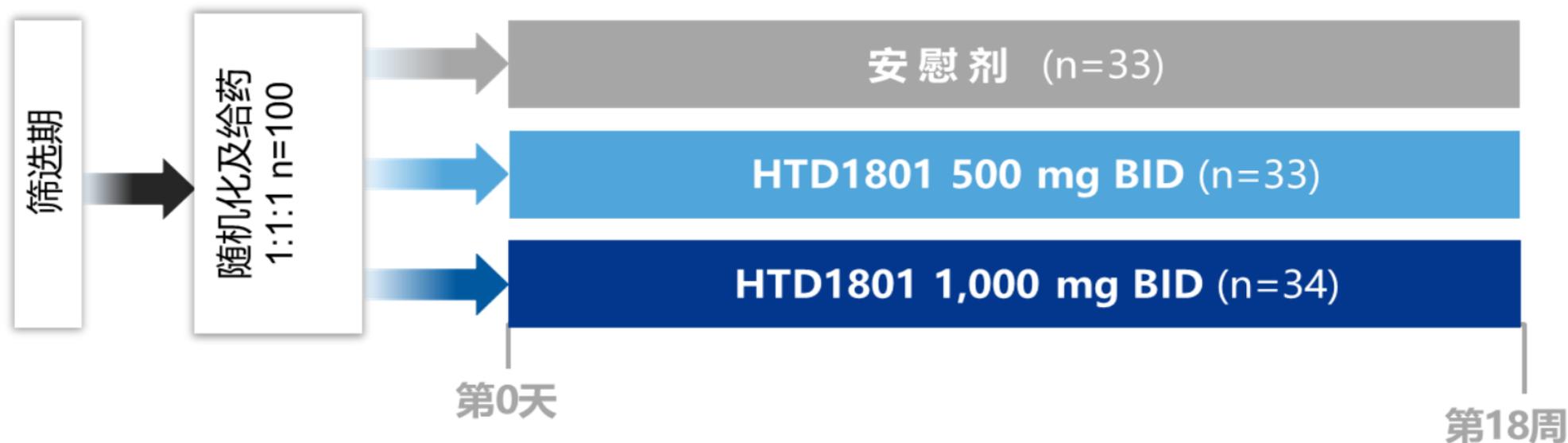
MASH适应症

- MASH 是由肝脏脂肪堆积引起的肝脏炎症和损伤，是 MASLD（代谢功能障碍相关的脂肪性肝病）的更严重形式。MASLD 的特征是肝脏脂肪变性，而 MASH 是一种坏死炎症过程，肝细胞在脂肪变性下会受伤。如果不及时治疗，MASH 会导致肝脏瘢痕形成，从而导致永久性疤痕形成（肝硬化）和肝癌。MASH 通常伴有以下并发症：纤维化和肝硬化、肝功能衰竭、肝癌、心血管疾病和 T2DM。



MASH适应症的美国IIa期临床研究结果

- 公司已在美国完成了一项HTD1801在MASH合并T2DM患者中的随机、双盲、安慰剂对照IIa期研究。该IIa期研究达到主要终点，研究结果表明，与安慰剂相比，HTD1801显著改善肝脏脂肪含量（按核磁共振成像质子密度脂肪分数评估）。2024年，公司在全球多项会议上展示了IIa期的成果。
- IIa临床试验是一项随机、双盲、安慰剂对照、给药18周的研究，参与试验的患者为100人，试验达到了首要终点及重要的次要终点，表明HTD1801具有给患者带来综合获益的潜力，且安全耐受。





MASH: 美国临床IIa期试验总结

	参数	基线	较基线变化值	P值 ¹
提示肝脏病理学改善 (肝脏纤维化和NAS 评分改善)	MRI-PDFF	19.6%	-4.8% (37% ²)	0.011
	MRI-cT1	942 ms	-61 ms	0.019
	ALT	62 U/L	-19 U/L (44% ³)	0.007
	FIB-4肝纤维化指数	1.2	-0.11	N/A
提示2型糖尿病改善 及 心血管疾病风险降低	HbA1c	7.4%	-0.6%	0.005
	体重	101.2 kg	-3.5 kg	0.012
	LDL-C	107 mg/dL	-16 mg/dL	0.072
	甘油三酯	174 mg/dL	-18%	0.120

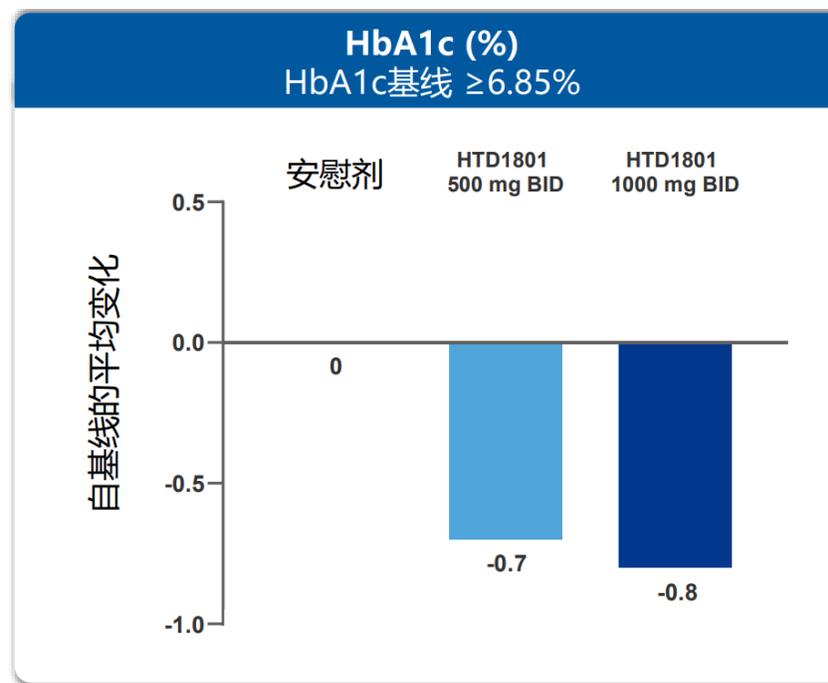
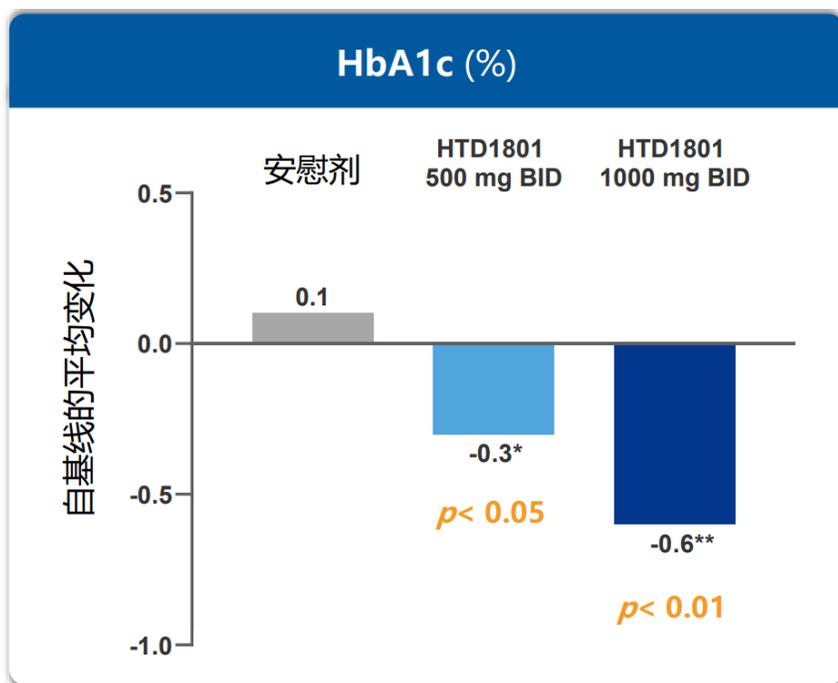
1: 与安慰剂组相比 ; 2: 相对肝脂至少降低30%的患者比例, 4.8%为绝对降幅 3: 降低值 ≥ 17 U/L 的患者比例

资料来源: *Nature communications*, 2021 Sep 17;12(1):5503; *EASL*; *AASLD*



血糖获益

- 血糖指标方面，1000mg 每日两次组的 HbA1c 较基线下降 0.6%，而 500mg 每日两次组下降 0.3%，安慰剂组增加 0.1%。在达到血糖偏高（HbA1c 高于 6.85%）的患者中，1000mg 治疗组的 HbA1c 相较基线下降 0.8%，500mg 组下降 0.7%，对照组没有下降，HTD1801 对患者的血糖控制有一定改善。

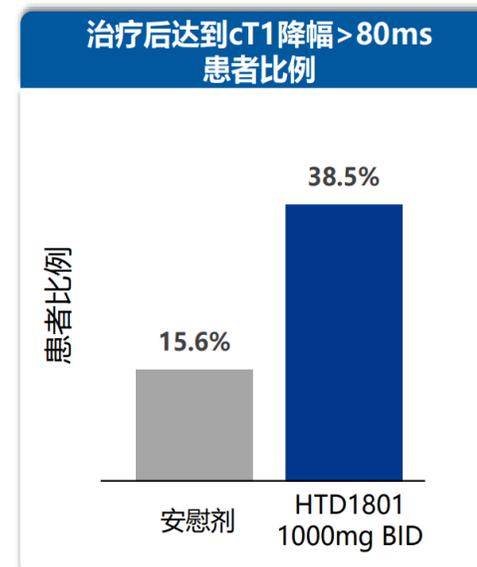
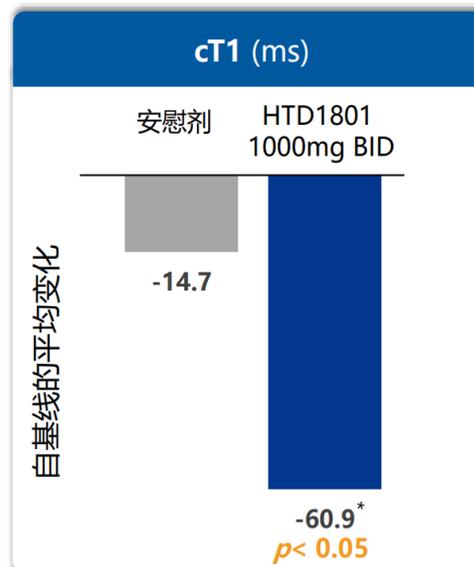
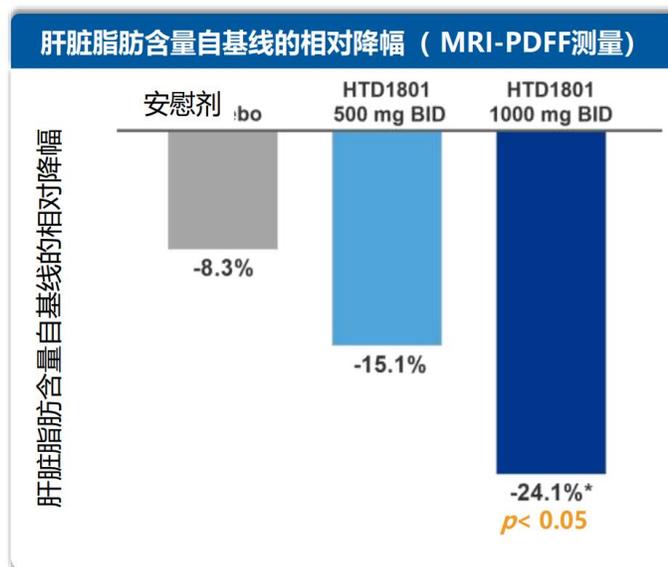


资料来源：公司资料



肝脏获益

- 安慰剂组、500mg 每日两次组和 1000mg 每日两次组的相对肝脂肪含量较基线均有显著降幅。此外，服用 HTD1801 1000mg 每日两次的组别体重也较安慰剂组减轻更多；高剂量组的甘油三酯水平下降了 18%，而安慰剂组下降了 8%；接受 HTD1801 1000mg 每日两次治疗的患者中，37% 的患者肝脂肪含量至少减少了 30%，我们认为这支持了 HTD1801 在 MASH 中的组织学益处。
- 校正 T1 值 (cT1) 是一种基于核磁共振 (MRI) 的肝脏评估定量指标。此前研究表明，cT1 值降低超过 80ms 与肝纤维化和 NAS (非酒精性脂肪肝活动评分) 的组织学改善相关。如上所述，1000mg 每日两次组的 cT1 值平均降低 61ms，而安慰剂组平均降低 15ms。治疗后达到 cT1 降幅大于 80ms 的患者比例达到了 38.5%，患者对药物有较高的响应。

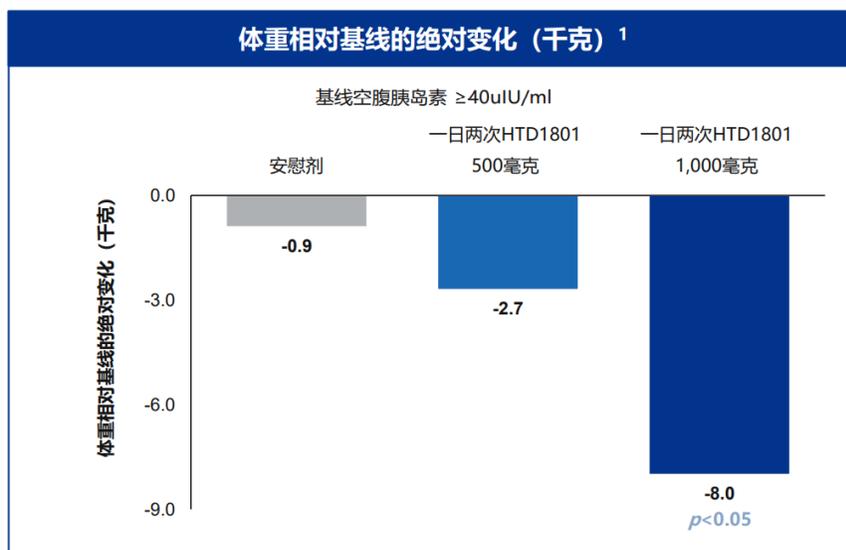


资料来源：公司资料

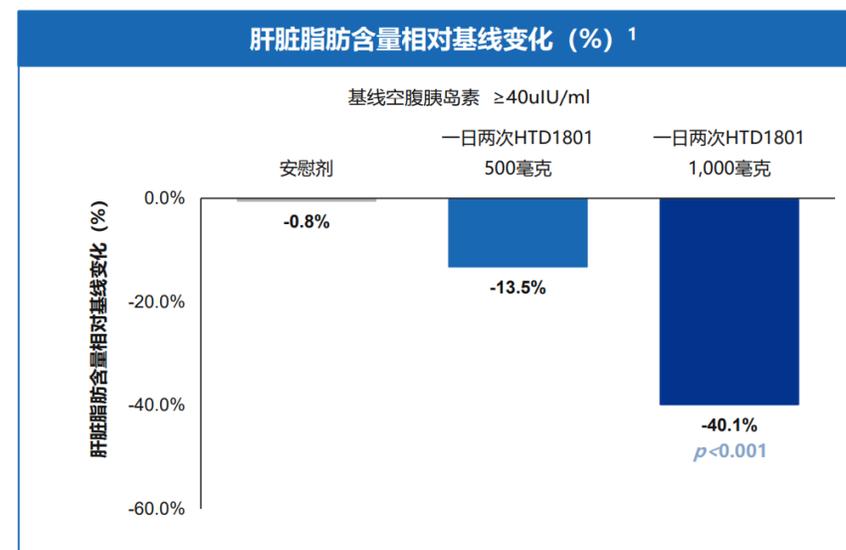


高胰岛素血症患者亚组的效果

- 在高胰岛素血症患者亚组中，也看到了统计意义上明显的治疗效果。一日两次HTD1801 500mg和一日两次HTD1801 1000mg的患者组分别比基线体重下降了2.7和8千克，减重效果显著优于安慰剂组；肝脏脂肪含量相对基线分别下降13.5%和40.1%，降脂效果显著优于安慰剂组。



基线空腹胰岛素 ≥40uIU/ml ²	安慰剂	500毫克	1,000毫克
N	10	8	11
基线	107.7	102.9	108.5



基线空腹胰岛素 ≥40uIU/ml ²	安慰剂	500毫克	1,000毫克
N	10	8	11
基线	20.2	20.0	18.9

资料来源：公司资料

注：有效性数据患者数量：安慰剂组 N = 10；一日两次500mg组 N = 7；一日两次1,000mg组 N = 9²。基于全部亚组患者数量：安慰剂组 N = 10；一日两次500mg组 N = 8；一日两次1,000mg组 N = 11



MASH适应症的IIb期临床试验正在进行中

- 前关于MASH适应症的IIb期临床试验正在进行中，地区涵盖美国、中国大陆、中国香港。目前已经完成患者入组，预计25年获得初步结果。主要的研究目标为，评估与安慰剂相比，HTD1801对患有MASH伴纤维化且合并T2DM或糖尿病前期的受试者的组织学改善程度。首要的临床终点为自基线NAS分数至少降低2分并且纤维化无恶化；或MASH逆转（CRN炎症得分为0或1），气球样得分变为0，且纤维化无恶化。



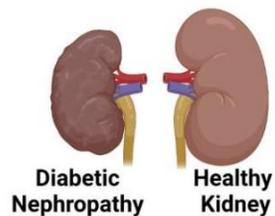
CKD适应症

- CKD（慢性肾病）是一种进行性疾病，其特征为肾功能随时间逐渐丧失。肾脏负责过滤血液中的废物和多余液体，一旦受损，其关键功能将难以有效发挥，最终可能需要依赖肾脏替代治疗，如透析或肾移植。
- 根据公司公告，公司首次提出HTD1801在CKD领域中具备显著治疗潜力，在相关药物的竞争格局中展现出改善eGFR变化趋势的优势。一项为期24周的临床研究显示，在T2DM合并轻度肾损（eGFR基线：60–89mL/min/1.73m²）的患者中，HTD1801治疗显著改善了eGFR，且未观察到血清钠和钾水平的变化，显示具备良好的电解质稳定性。临床前研究进一步证实了HTD1801的肾脏保护潜力。研究表明，HTD1801可降低血清肌酐和尿素氮水平，减少尿量和微量白蛋白尿。此外，组织学评估显示其可减轻肾脏炎症和纤维化，并恢复肾小管和肾小球的结构。
- 基于以上发现，公司目前正在筹备HTD1801治疗**CKD的II期临床研究**。
- 同时，8月公司发布公告，将与与中国医学科学院医药生物技术研究所（药生所）共同开展课题合作，评估HTD1801对糖尿病伴慢性肾病(**CKD with T2DM**)的治疗潜力。



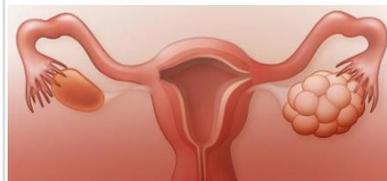
HTD1801的其他适应症的潜力

临床前研究表明，HTD1801的潜在疗效仍在扩展



Diabetic Nephropathy
Healthy Kidney

糖尿病肾病



多囊卵巢综合征



神经保护



抗癌



抗衰老



其他在研管线的潜力：

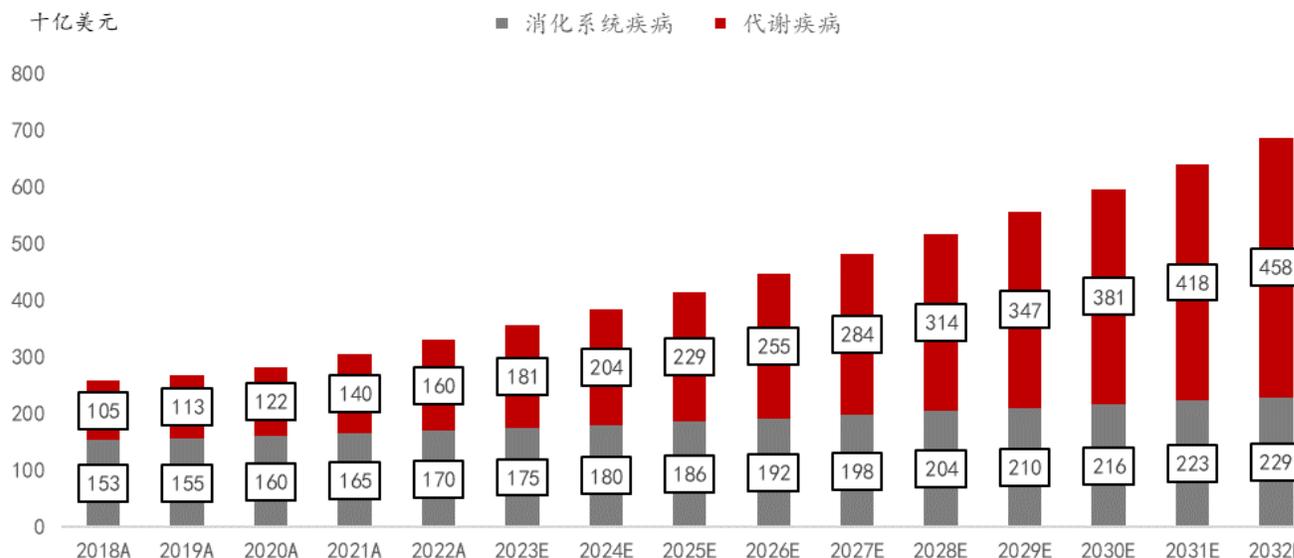
- **HTD4010**是一种处于I期临床阶段的多肽药物，用于治疗如长期严重酗酒或急性大量饮酒导致的酒精性肝炎等复杂的、危及生命的疾病。酒精性肝炎的特点为严重的炎症，并最终导致肝功能衰竭和死亡。HTD4010属Toll样受体4的抑制剂，具有调节先天免疫反应及因此产生的肝脏炎症（酒精性肝炎发病的主要诱因）的潜力。公司在2025年的国际权威科学会议（包括欧洲肝脏研究协会年会及消化疾病周(DDW)）上展示了HTD4010的临床前研究结果及治疗潜力。
- **HTF1037**是一种处于临床前阶段的线粒体解偶联剂，其机制是通过增加能量消耗实现减重，可单独使用，亦可与GLP-1受体激动剂或其他减重疗法联合使用。在临床前研究中，HTF1037显示出在减少体重的同时保留肌肉，并带来许多其他代谢益处，包括改善肝脏健康（降低肝脏总胆固醇和甘油三酯、NAS、AST、ALT）、降低空腹胰岛素/血糖水平以及减少活性氧(ROS)增强肌肉耐力。与司美格鲁肽联合使用时，HTF1037显示出额外的减重效果，并逆转了由于单独使用司美格鲁肽导致的肌肉损失，同时在停止司美格鲁肽治疗后抑制体重反弹。在临床前安全性评估中，HTF1037显示出良好的安全性。
- **HTF1057**是一种处于临床前阶段的线粒体解偶联剂，正在被开发为用于治疗神经退行性疾病的药物候选物。在临床前研究中，HTF1057已显示出显著的神经保护作用，包括改善行为缺陷、挽救由毒素损伤诱导的神经元丢失，以及抑制小胶质细胞和星形胶质细胞的启动。此外，HTF1057还增加了脑源性神经营养因子(BDNF)水平。这些发现支持其作为帕金森病治疗药物的潜力。
- **HTD1804**是一种处于临床前阶段的小分子多功能药物，用于治疗肥胖。肥胖已成为日益增长的全球性健康风险，伴有广泛的合并症，其中心血管疾病及2型糖尿病最为常见。临床前研究表明，HTD1804或为能量代谢的重要调节剂，可保护心血管，有效降低肥胖动物体重，且具有降脂降糖的作用。公司正在评估新增候选药物HTD1804对肥胖症的治疗效果。
- **HTD1805**为处于临床前阶段的多功能小分子药物，用于治疗代谢疾病。HTD1805按与HTD1801类似的设计原理制备，其活性成分所展现的有效性和安全性凸显HTD1805在治疗多种代谢疾病方面的潜力。
- **HTD2802**为处于临床前阶段的多功能药物，旨在治疗炎症性肠病，这是一种常见的胃肠道失调。现有的炎症性肠病药物在许多患者中无法充分控制其症状及并发症。在临床前研究中，HTD2802对改善大便形成、缓解异常的体重降低、减少粪便隐血的发生，以及降低炎症细胞因子水平及预防病理性损伤均表现出积极作用。



行业：代谢病市场空间广阔

- 根据灼识咨询的数据，受高危人群增加、公众健康意识提升、患者购买力增强以及新疗法可能问世的推动，全球主要代谢和消化系统疾病市场规模预计将从2022年的3300亿美元增长至2032年的6870亿美元，复合年增长率（CAGR）为7.6%。灼识咨询预计，到2032年，主要代谢疾病的市场规模将达到4580亿美元，2022至2032年的复合年增长率为11.1%。相比于消化系统疾病的市场规模，代谢疾病的市场规模增速更高，在23年规模超过了消化系统疾病。

图表3：全球代谢疾病的市场规模和增速



资料来源：灼识咨询



前十大消化系统和代谢疾病药物

- ▶ 消化系统疾病与代谢疾病里的重磅药物主要集中在诺和诺德、礼来、默克等头部医药公司手中，并且糖尿病药物占据了9个，销售额最高的OZEMPIC（司美格鲁肽）达到86亿美元，证明了代谢疾病具备做成大单品的基础。

图表4：2022年销售额排名前十的消化系统和代谢疾病药物

排名	药物名称	生产商	适应症	作用机制 / 靶点	2022年销售额 (十亿美元)
1	OZEMPIC	诺和诺德	糖尿病	GLP-1R	8.6
2	TRULICITY	礼来	糖尿病	GLP-1R	7.4
3	JARDIANCE	礼来	糖尿病	SGLT2i	6.1
4	JANUVIA	默克	糖尿病	DPP-4i	5.7
5	ENTYVIO	武田	溃疡性结肠炎	A4β7	5.2
6	FARXIGA	阿斯利康	糖尿病	SGLT2i	4.4
7	LANTUS SOLOSTAR	赛诺菲	糖尿病	胰岛素	2.4
8	HUMALOG	礼来	糖尿病	胰岛素	2.1
9	RYBELSUS	诺和诺德	糖尿病	GLP-1R	1.7
10	Novorapid	诺和诺德	糖尿病	GLP-1R	1.4

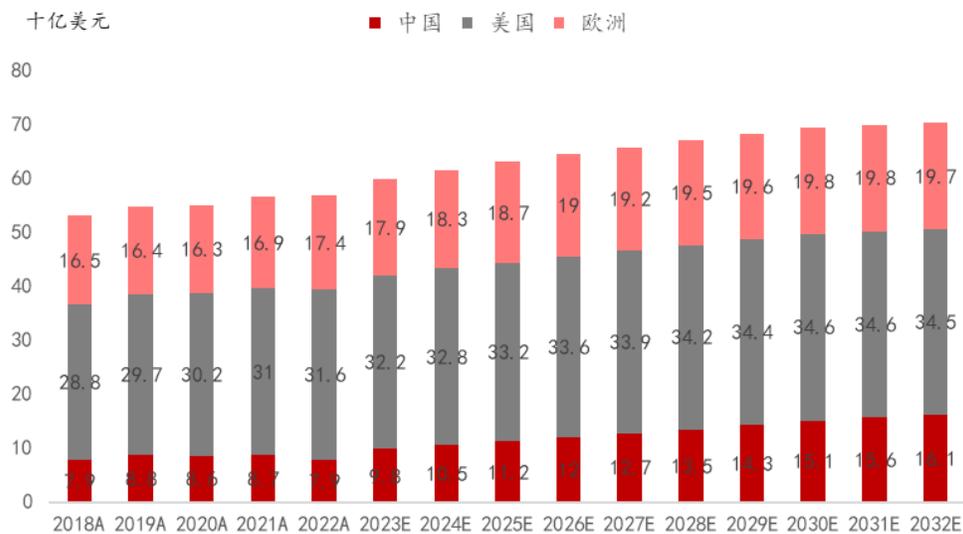
资料来源：灼识咨询



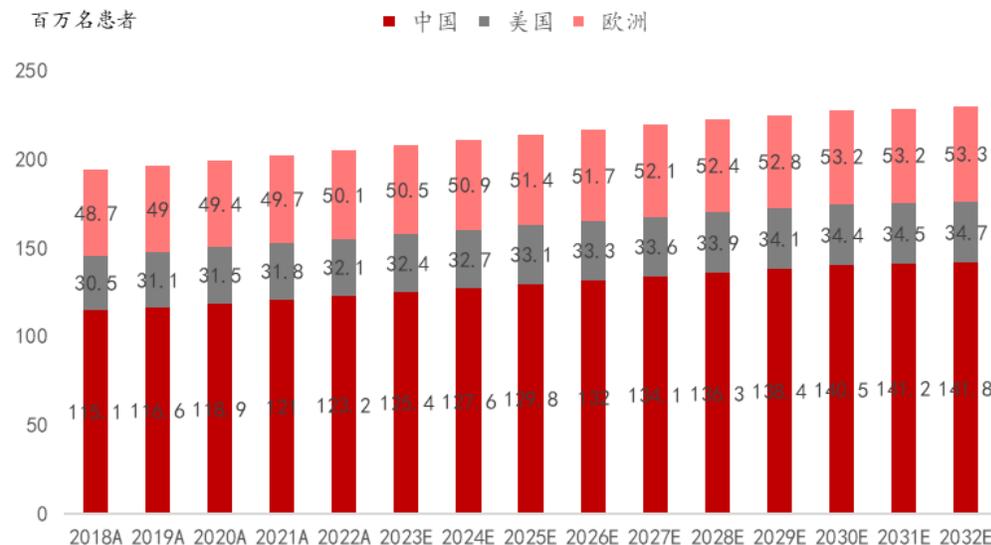
T2DM市场的规模

- 灼识咨询预测，T2DM市场规模在2032年将达到704亿美元，2025至2032年的复合年增长率（CAGR）为2.2%。根据灼识咨询的数据，2022年中国和美国分别有1.23亿和0.32亿T2DM患者。

图表5: T2DM药物在美国、中国和欧洲市场的规模



图表6: T2DM在美国、中国和欧洲的患者人数



资料来源: 灼识咨询



T2DM市场的竞争格局

- **目前的治疗方案。**2型糖尿病的治疗方案包括健康饮食、定期锻炼、减重及监测血糖。如果无法达到足够的血糖，二甲双胍是一线疗法。除二甲双胍外，2025版ADA（美国糖尿病学会）指南主要对T2DM合并慢性肾脏病（CKD）及合并MASLD/MASH等合并症的药物推荐进行了更新，GLP-1RA在上述合并症中的治疗均为一线选择。
- **SGLT-2i、GLP-1RA的重要性正在逐步提升，全球GLP-1RA市场规模已突破200亿美元，2031年有望超1500亿美元，CAGR达29%。**GLP-1RA以司美格鲁肽为代表药物，降糖显著，对肥胖及心血管合并患者友好。SGLT-2药物2023年全球规模超225亿美元，CAGR 10.2%，恩格列净、达格列净为核心品种。SGLT-2药物有效降低血糖外，在治疗心力衰竭和慢性肾病等相关合并症方面有着显著贡献。未来，越来越多的新型药物有望进入市场，满足T2DM患者未被满足的需求。



SGLT-2i、GLP-1RA的重要性正在逐步提升

➤ 目前司美格鲁肽已经是全球销售额最高的糖尿病治疗药物，2023年销售额达到139亿美元，排名前十的药物中，多肽类药物已经占据五席。在中国SGLT2抑制剂达格列净片的销售额最高，2023年销售额达到60亿人民币，司美格鲁肽紧随其后，达到46亿，头部药物基本被外资包揽。

图表7：2023年全球前十大糖尿病药物销售收入

序号	药品名称	公司	适应症	药物类型	2023年销售额 (亿美元)
1	Ozempic (司美格鲁肽)	诺和诺德	2型糖尿病、心血管风险	多肽	139
2	Jardiance (恩格列净)	勃林格殷格翰/礼来	2型糖尿病、慢性心力衰竭、慢性肾病	化药	107
3	Trulicity (度拉糖肽)	礼来	2型糖尿病	抗体类融合蛋白	71
4	Insulin (胰岛素)	礼来	1型糖尿病、2型糖尿病	多肽	70
5	Farxiga (达格列净)	阿斯利康	2型糖尿病、1型糖尿病、心衰	化药	60
6	Mounjaro (替尔泊肽)	礼来	2型糖尿病、肥胖	多肽	52
7	NovoRapid (门冬胰岛素)	诺和诺德	糖尿病	多肽	42
8	Rybelsus (司美格鲁肽片)	诺和诺德	2型糖尿病	多肽	27
9	Januvia (西格列汀)	默沙东	2型糖尿病	化药	22
10	Trajenta (利格列汀)	勃林格殷格翰	2型糖尿病	化药	18

图表8：2023年中国前十大糖尿病药物销售收入

排名	通用名称	生产商	作用机制/靶点	2023年年销售额 (亿人民币)
1	Dapagliflozin (达格列净片)	阿斯利康	SGLT2抑制剂	60
2	Semaglutide (司美格鲁肽注射液)	诺和诺德	GLP-1R	46
3	Insulin Glargine (甘精胰岛素注射液)	赛诺菲	胰岛素	42
4	精蛋白重组人胰岛素混合注射液	诺和诺德	胰岛素	40
5	盐酸二甲双胍片	MSD	二甲双胍	37
6	门冬胰岛素30注射液	诺和诺德	胰岛素	34
7	磷酸西格列汀片	默克	DPP-4抑制剂	27
8	盐酸二甲双胍缓释片		二甲双胍	25
9	阿卡波糖片	Byer	α-glucosidase抑制剂	24
10	利拉鲁肽	诺和诺德	GLP-1R	20

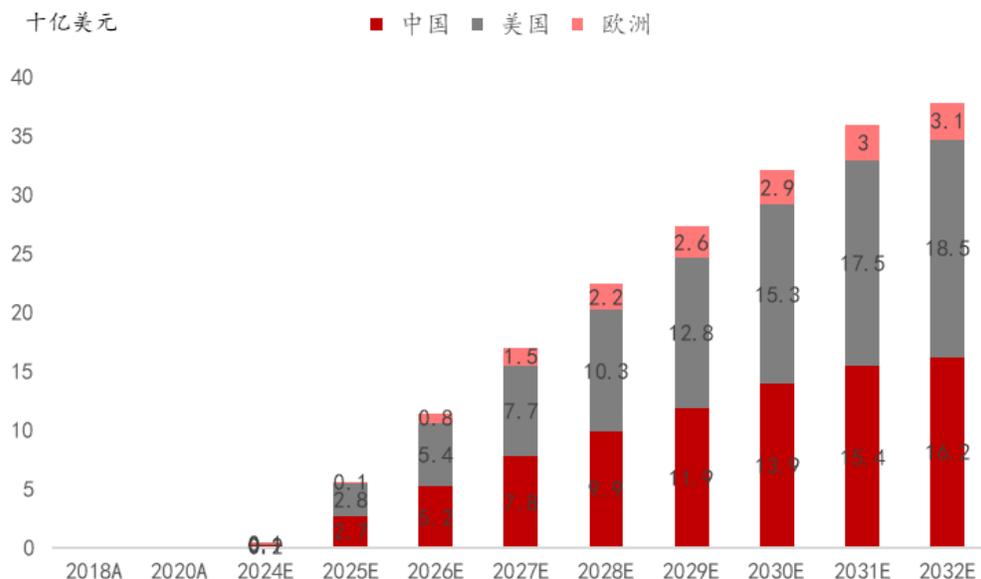
资料来源：医渡、摩熵医药，国证国际研究整理



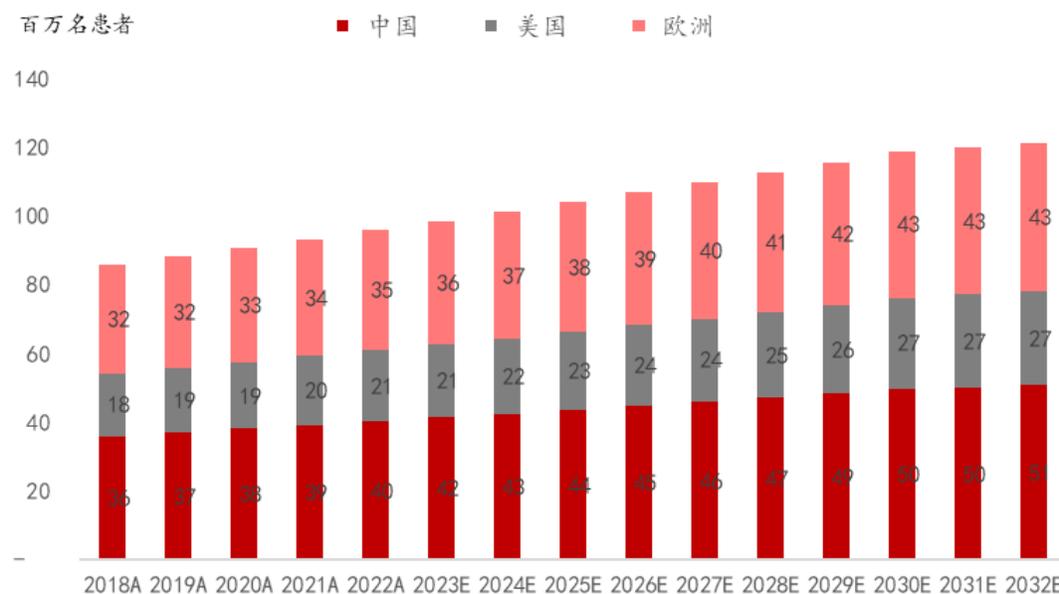
MASH的市場規模

- 灼识咨询预测，MASH市場規模在2032年将达到378亿美元，2025至2032年的复合年增长率（CAGR）为87%。增长速度如此快速主要是因为专用于MASH的治疗药物在24年才有Madrigal旗下的Resmetirom（Rezdiffra）一款药物上市，后续随着更多药物上市，行业将迎来快速增长。根据灼识咨询的数据，2022年中国和美国分别有4000万和2100万MASH患者，至2032年，人数将达到5100万和2740万。

图表9: MASH药物在美国、中国和欧洲市场的规模



图表10: MASH在美国、中国和欧洲的患者人数



资料来源: 灼识咨询



MASH的竞争格局

- 代谢相关脂肪性肝炎一直以来治疗手段较为有限，主要以饮食调整、运动治疗等方式进行干预。最近一年以来，相关药物研发实现了突破性的进展。Madrigal旗下的Resmetirom (Rezdiffra) 于24年3月获得了美国FDA的批准，成为第一款治疗MASH的药物。根据公司公开的数据，接受Rezdiffra治疗的患者中，50%的人显示出MASH得到缓解或者肝纤维化得到改善。超过70%的患者在MRI-PDFF检测结果中实现了超过30%的改善。超过80%接受 Rezdiffra 治疗的患者实现了纤维化逆转或纤维化无进展。
- 受益于Rezdiffra药物在美国上市，Madrigal在2024年实现了1.8亿美元收入，净亏损4.6亿，25年上半年实现收入3.5亿美元净亏损1.15亿美元。随着收入的大幅增加，亏损幅度已经快速收窄，有望实现盈利。

图表11: Rezdiffra临床III期研究终点数据结果

	Label F2/F3 Population ^{1,2}						Madrigal F1B/F2/F3 Population ^{1,2}					
	MAESTRO-NASH Label Endpoints			MAESTRO-NASH Prespecified Endpoints			MAESTRO-NASH Label Endpoints			MAESTRO-NASH Prespecified Endpoints (NEJM)		
	Placebo	80 mg	100 mg	Placebo	80 mg	100 mg	Placebo	80 mg	100 mg	Placebo	80 mg	100 mg
Fibrosis Improvement	14%	23% p < 0.001	26% p < 0.001	16%	25% p = 0.002	27% p < 0.001	12%	23% p < 0.001	24% p < 0.001	14%	24% p < 0.001	26% p < 0.001
NASH Resolution	11%	25% p < 0.001	30% p < 0.001	9%	24% p < 0.001	29% p < 0.001	12%	27% p < 0.001	32% p < 0.001	10%	26% p < 0.001	30% p < 0.001
Number of Patients	888			888			966			966		

资料来源: Madrigal公司公告

请参阅本报告尾部免责声明



处于临床阶段的MASH药物

- 目前MASH治疗领域的研发活动较为活跃，有超过60项活跃临床试验于Clinical Trials注册及受美国食品药品监督管理局监管。根据我们的不完全统计，截止25年4月，在研的项目包括11款处于III期临床阶段的候选药物及超16款处于II期临床阶段的药物。

图表12: 处于临床III期的MASH适应症在研药物

药物名称	靶点	公司	阶段
Efruxifermin	FGF21	Akero Therapeutics	III
pegozafermin	FGF21	89bio	III
Semaglutide	GLP-1	诺和诺德公司	III
Survodutide	GLP-1R/GCGR	Boehringer	III
Lanifibranor	PPAR	Inventiva Pharma	III
Aramchol	SCD1	Galmed	III
MSDC-0602K	MPC	Cirius Therapeutics	III
Dapagliflozin	SGLT-2	AZ/BMS	III
Belapectin	Galectin-3	Galectin	III
ASC40	脂肪合成	歌礼制药&Sagimet Biosciences	III
Genicriviroc	CCR2/CCR5	武田公司&Tobira Therapeutics	III

图表13: 处于临床II期的MASH适应症在研药物

药物名称	靶点	公司	阶段
HTD1801	激活AMPK+抑制NLRP3	君圣泰医药	II
Tizepatide	GLP-1R/GCGR/GIPR	礼来	II
HEC88473	DualGLP-1/FGF21	广东东阳光科技	II
Coptisglycosides capsules	不适用	天津药物研究院	II
RecombinanthumanFGF21-FcFu	FGF21	安源医药科技	II
AZD2693	不适用	阿斯利康	II
ZSP1601 Capsule	PDE	广东众生药业	II
ASC41 Capsule	不适用	歌礼制药	II
Chiglitazar Sodium	PPAR	微芯生物	II
BI456906	GLP-1	百灵佳殷格翰	II
HEC96719	FXR	东阳光药业	II
CZ130 Capsule	不适用	Hongjing	II
PF-06865571	ACC, DGAT2	辉瑞	II
MK-3655	KLB, FGFR1	默克	II
HSK-31679	THR β	海思科	II
VK2809	THR β	Viking	II

资料来源: 新闻报导, 公司官网, 国证国际研究整理

HTD1801与Lanifibranor、Resmetirom (Rezdiffra) 的 II期临床试验结果对比

- **HTD1801的差异化优势：**除了海外药企之外，国内也有多个药企紧随其后。我们比较HTD1801与Lanifibranor、Resmetirom (Rezdiffra) 的 II期临床试验结果认为HTD1801拥有一定的差异化优势。
- 君圣泰旗下的HTD1801从中国传统医药知识中获得启发，是一种由两个活性成分小檗碱及熊去氧胆酸组成的含离子键的盐，目前已经美国进行到临床IIb阶段，在此之前的IIa期获得了积极的试验结果。与Lanifibranor和Resmetirom相比，HTD1801的IIa期结果表现出良好的安全性和耐受性。在考虑给药期差异带来的影响后，HTD1801的IIa期结果提示，其在肝脂改善方面的能力与Resmetirom相当。

药物名称	靶点	公司	治疗意向	给药方式	II期临床试验终点		按研究组别划分的结果							
					组别	时间范围：18周	500毫克	1000毫克	安慰剂					
HTD1801	熊去氧胆酸 小檗碱	HighTide	代谢相关脂肪性肝炎及2型糖尿病	口服	主要终点	• 自基线至第18周，透过核磁共振成像质子密度脂肪分数测量的肝脏脂肪含量绝对变化（自基线至第18周/提前终止的绝对变化，最小平方	-3.198	-4.681	-1.824					
					额外肝脏脂肪含量次要终点	• 自基线至第18周，透过核磁共振成像质子密度脂肪分数测量的肝脏脂肪含量相对变化	-15.942%	-23.308%	-8.231%					
					次要终点	• 自基线至第18周的HbA1c变化（自基线至第18周的百分比变动，平均值） • 自基线至第18周的谷丙转氨酶变化（自基线至第18周的百分比变动，平均值） • 自基线至第18周的谷草转氨酶变化（自基线至第18周的百分比变动，平均值） • 自基线至第18周的γ-谷氨酰转氨酶变化（自基线至第18周的百分比变动，平均值） • 于治疗期间出现的不良事件的严重治疗期间出现的不良事件数量（%）	-4.4% -6% 3% -23%	-7.4% -21% -14% -29%	1.3% -6% -5% 5%					
Lanifibranor	过氧化体增殖剂活化受体	Iinventiva	代谢异常性脂肪性肝病及2型糖尿病	口服	主要终点	• 以质子核磁共振及光谱量化肝内甘油三酯的变化（第24周肝脏脂肪自基线的最小平方均值相对百分比变动）、FAS • 至第24周肝内甘油三酯（以质子核磁共振及光谱量化）自基线下降≥30%的患者比例（第24周实现肝脏脂肪下降≥30%的患者百分比）、FAS		-46%	-12%					
					次要终点	• 代谢异常性脂肪性肝病缓解的患者比例，定义为肝内甘油三酯（以质子核磁共振及光谱量化）≤5.5%（第24周实现代谢异常性脂肪性肝病缓解的患者百分比）、FAS • 血糖控制（HbA1c）变化（最小平方均值自基线至第24周的绝对变化）、完成者 • 肌肉胰岛素敏感度（Rd）改善（最小平方均值自基线至第24周的绝对变化）、完成者 • 于治疗期间出现的不良事件的严重不良事件数量（%）	65%	25%	22% 0%					
							-0.9	-0.2	2.2	-0.2	1 (5%)	0 (0%)		
Resmetirom	甲状腺激素受体-β	Madrigal	活检证实代谢相关脂肪性肝炎（1至3阶段） 经核磁共振成像质子密度脂肪分数评估肝脏脂肪含量≥10%	口服	主要终点	• 经核磁共振成像质子密度脂肪分数评估的肝脏脂肪分数自基线的相对变化（最小平方均值） • 经核磁共振成像质子密度脂肪分数评估的相对肝脏脂肪分数下降30%或以上的患者比例 • 谷丙转氨酶（国际单位每升）（与安慰剂相比自基线变化的最小平方均值差值） • 谷草转氨酶（国际单位每升）（与安慰剂相比自基线变化的最小平方均值差值） • 于治疗期间出现的不良事件的严重不良事件数量（%）	-22.5%	-10.4%	-28.4%	-8.9%				
					次要终点		60.3%	18.4%	67.6%	29.4%	-3.0	不适用	-26.4	不适用
							-4.8	不适用	-11.1	不适用			2 (5%)	6 (7%)

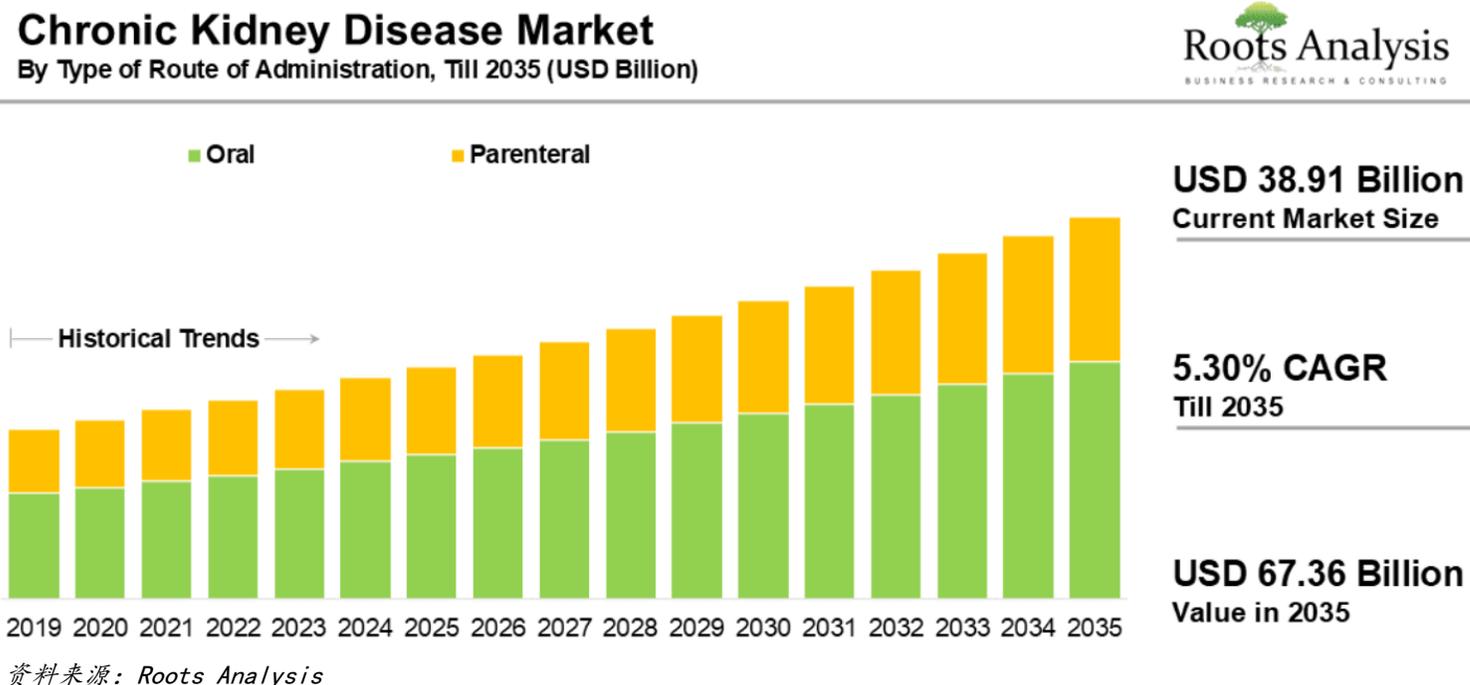
资料来源：招股书，公司资料

注：1.FAS：全分析集。全分析集人群包括随机分配接受至少一次试验药物治疗的所有受试者。2. 所示数字指于治疗期间出现的治疗期间出现的不良事件中严重不良事件总数。3. 该等技术用于探测肝脏脂肪（肝脂肪），包括定量测量肝内甘油三酯及其他脂质代谢物。



CKD的市場規模

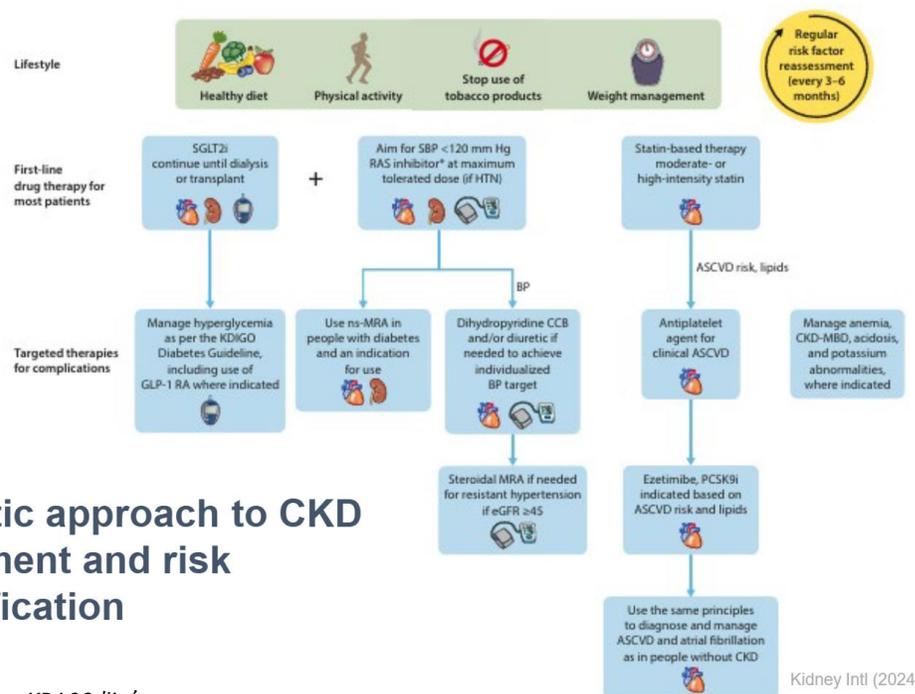
- 根据Roots Analysis研究，2025年全球CKD治疗市场达到389亿美元，预期未来年化增速5.3%，到2035年将达到673亿美元。其中美国是最大的市场，占比达到42%。美国的人均治疗费用在3万美元/年。





现有的CKD治疗方案

- 目前针对CKD的治疗方案只能延缓病情发展、控制并发症，并不能改善甚至治愈疾病。
- 根据2024-2025年KDIGO慢性肾脏病（CKD）指南更新，治疗方案以延缓肾功能进展、降低心血管风险、管理并发症为核心目标，形成分层化、个体化的药物体系。一线基础治疗包括SGLT2（钠-葡萄糖共转运蛋白2）抑制剂和RAS（肾素-血管紧张素系统）抑制剂。



资料来源: KDIGO指南



现有的CKD治疗方案

- RAS抑制剂主要通过血管紧张素II调节水、盐代谢，维持血容量和血管张力，调节心脏和肾脏功能，包括ACEi（血管紧张素转换酶抑制剂）和ARB（血管紧张素受体拮抗剂）两类药物。其中ACEi药物卡托普利、依那普利、贝那普利（洛汀新）、雷米普利、福辛普利（蒙诺）、西拉普利（一平苏）、培哌普利（雅施达）等。ARB药物包括缬沙坦、厄贝沙坦、替米沙坦、氯沙坦等。
- SGLT2抑制剂包括达格列净、恩格列净、卡格列净等。根据患者的并发症和CKD分期选择不同的药物治疗。
- **ACEi/ARB以及SGLT2抑制剂能够延缓肾病进展，降低终末期肾病、肾性死亡等终点事件的发生风险，延长终点事件发生的时间。**根据《慢性肾脏病多学科临床管理路径专家共识2024》，多项大型随机对照试验（RCT）研究表明，ACEi/ARB有效改善CKD患者的蛋白尿、延缓肾脏病进展、降低心血管风险。全球首个观察降糖药SGLT2i治疗合并T2DM的CKD患者肾脏结局的大型RCT（CREDESCENCE研究），纳入4401例合并T2DM的CKD患者，中位随访时间2.62年，与安慰剂组比，SGLT2i卡格列净可显著降低肾脏特异性复合终点事件（终末期肾病、血肌酐倍增或肾性死亡）30%，降低终末期肾脏病风险32%。依据该研究中eGFR结果分析显示，在ACEi/ARB治疗基础上加用SGLT2i，可将终末期肾病的发生延缓约15年。



司美格鲁肽获批肾病相关适应症

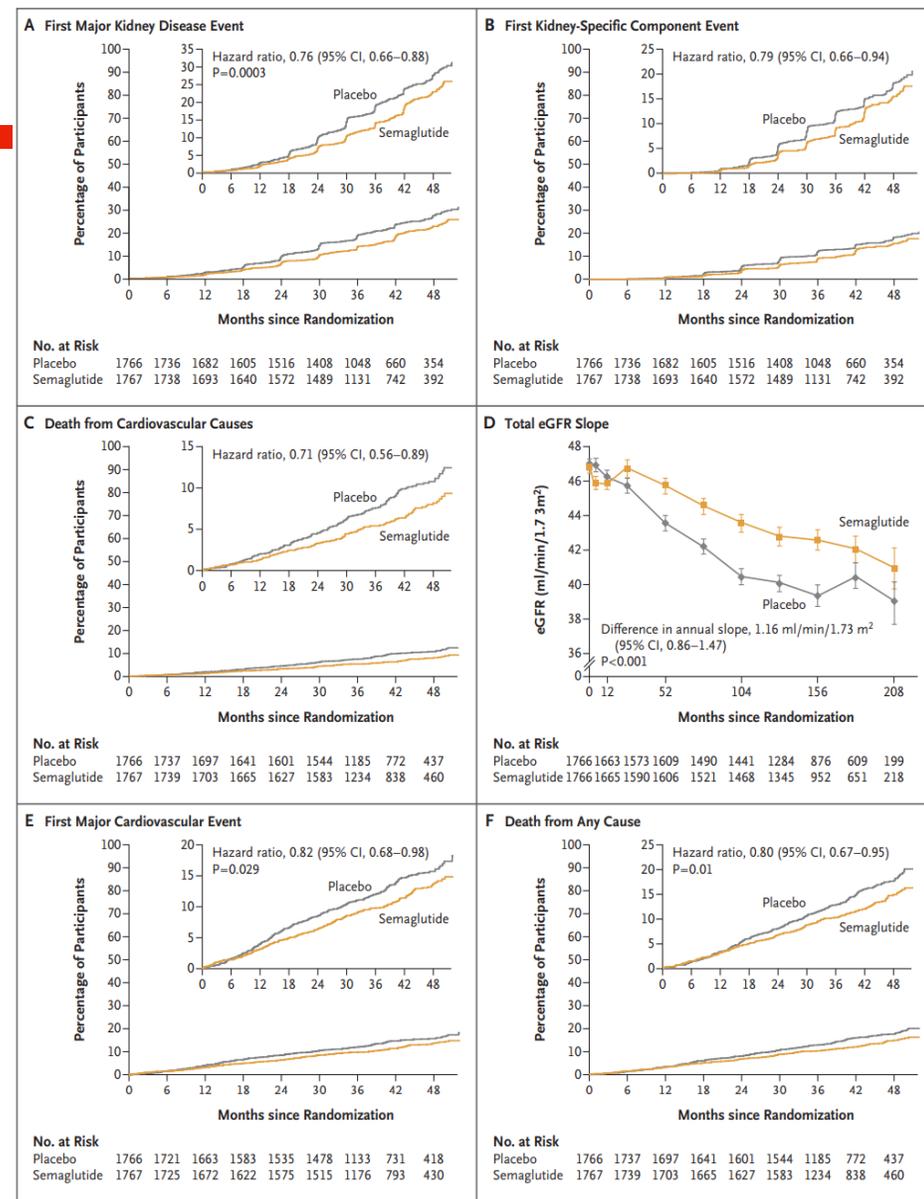
- 2025年1月28日，美国FDA批准诺和诺德司美格鲁肽用于降低患有CKD的糖尿病患者发生肾衰竭和病情恶化的风险，以及因心脏病导致的死亡。该药物也成为首个用于治疗CKD的GLP-1药物。2025年7月15日，中国国家药品监督管理局（NMPA）正式批准了诺和泰（司美格鲁肽注射液）新增CKD适应症，使其成为中国首个且目前唯一获批用于降低伴有CKD的T2DM成人患者的GLP-1RA。



图表14: 司美格鲁肽针对患有CKD的T2DM患者临床试验数据结果

司美格鲁肽在肾病相关适应症的疗效

- 此次获批是基于III期FLOW研究的积极成果。该研究是一项随机、双盲、安慰剂对照、优效性试验 (n=3533, 来自28个国家), 评估了 Ozempic (1.0mg 司美格鲁肽) 对比安慰剂作为肾脏结局标准治疗的辅助治疗方案来预防T2DM合并CKD患者的肾损伤进展以及降低肾脏和心血管死亡风险的疗效和安全性。
- 结果显示, 在标准治疗的基础之上, 司美格鲁肽1.0mg较安慰剂可显著降低主要肾脏复合终点 (持续性eGFR降低 $\geq 50\%$ 、肾衰竭 (起始长期透析、肾移植或持续性eGFR $< 15\text{ml}/\text{min}/1.73\text{m}^2$)、肾性死亡或心血管死亡) 风险24%, 并显著延缓eGFR年下降速率、改善尿白蛋白/肌酐比值 (UACR) 水平、降低主要心血管不良事件风险达18%, 降低全因死亡风险达20%。此外, 在整个研究中, 司美格鲁肽安全性与耐受性良好。



资料来源: 《Effects of Semaglutide on Chronic Kidney Disease in Patients with Type 2 Diabetes》

请参阅本报告尾部免责声明



HTD1801的机会

- 于**T2DM**治疗领域，目前有超过70项及60项分别受美国食品药品监督管理局及国家药品监督管理局监管的III期临床试验。主要的作用机制以GLP-1R、SGLT-1/2居多。君圣泰的HTD1801为小檗碱和熊去氧胆酸通过离子键键合形成的新分子实体，机制较为独特。并且HTD1801在脏器保护、安全性、耐药性方面都有良好的表现，对于当前存量的治疗方案将是一种良好的补充。
- 于**MASH**治疗领域，尽管MASH适应症已经有一款药物上市、多款药物在研，但我们也看到HTD1801的差异化的发展潜力：针对胰岛素抵抗的机制，使得产品不仅对MASH症状带来改善，同时在降糖、降脂、脏器保护、抗炎等方面获得成效，此外还展现良好的安全性、耐受性。这使得HTD1801的综合疗效值得期待。
- 于**CKD**治疗领域，HTD1801在CKD领域中具备显著治疗潜力，在相关药物的竞争格局中展现出改善eGFR变化趋势的优势。我们期待进一步的临床研究验证其疗效。



盈利预测

- 我们主要针对MASH适应症和T2DM适应症的未來销售前景进行预测。以下是我们的关键假设。
- T2DM适应症（中国市场）
- 假设产品于2027年上市，获批概率为80%，预期到2036年达到销售峰值。2032年预期中国T2DM患者约1.4亿人，假设接受治疗的患者占20%，HTD1801的市占率为2%，每年每位患者的治疗费用为6000元人民币。那么风险调整后的预期销售峰值为27亿人民币。
- MASH适应症（美国市场）
- 假设产品于2029年上市，获批概率为60%，预期到2038年达到销售峰值。2032年预期美国MASH患者约5100万人，假设接受治疗的患者占20%，HTD1801的市占率为1%，每年每位患者的治疗费用为60000元人民币。那么风险调整后的预期销售峰值为37亿人民币。

图表15: 峰值销售测算

产品	HTD1801	
	MASH	T2DM
适应症	美国	中国
目标市场	美国	中国
试验进度	IIb 期	III 期
预期上市时间	2029 年	2027 年
达到峰值销售年份	10	10
适应症患者数（百万人）	51	140
峰值渗透率	20%	20%
峰值市占率	1%	2%
医保后价格（元人民币/年）	60,000	6,000
峰值销售额（亿人民币）	61	34
临床试验成功率	60%	80%
风险调整后峰值销售额（亿人民币）	37	27

资料来源：公司资料，国证国际研究预测



盈利预测

➤ 基于以上假设，我们测算至2038年公司的收入、费用支出及利润预期如下

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E
主营业务收入	-	-	-	-	-	217	433	817	1,308	2,129	3,233	4,280	5,107	5,752	6,117	6,234	6,175
YoY	-	-	-	-	-	-	100.0%	88.4%	60.2%	62.7%	51.9%	32.4%	19.3%	12.6%	6.3%	1.9%	-1.0%
HTD1801MASH适应症	-	-	-	-	-	-	-	167	333	666	1,332	1,998	2,597	3,117	3,429	3,600	3,672
HTD1801T2DM适应症	-	-	-	-	-	217	433	650	975	1,463	1,901	2,282	2,510	2,635	2,688	2,634	2,503
营业成本	-	-	-	-	-	-87	-173	-327	-523	-851	-1,293	-1,712	-2,043	-2,301	-2,447	-2,494	-2,470
毛利	-	-	-	-	-	130	260	490	785	1,277	1,940	2,568	3,064	3,451	3,670	3,741	3,705
毛利率	-	-	-	-	-	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
其他收入	21	34	65	65	65	2	4	8	13	21	32	43	51	58	61	62	62
占收入比例	-	-	-	-	-	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
研发费用	-183	-312	-364	-200	-150	-217	-217	-245	-262	-255	-259	-214	-255	-288	-306	-312	-309
占收入比例	-	-	-	-	-	-100.0%	-50.0%	-30.0%	-20.0%	-12.0%	-8.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
销售费用	-	-	-	-	-	-33	-65	-122	-196	-319	-485	-642	-766	-863	-917	-935	-926
占收入比例	-	-	-	-	-	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
管理费用	-43	-137	-81	-81	-81	-22	-43	-82	-131	-213	-323	-428	-511	-575	-612	-623	-617
占收入比例	-	-	-	-	-	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
财务费用	-	-	-2	-2	-2	-1	-2	-4	-7	-11	-16	-21	-26	-29	-31	-31	-31
占收入比例	-	-	-	-	-	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
其他支出和损益	15	-525	-	-	-	-2	-4	-8	-13	-21	-32	-43	-51	-58	-61	-62	-62
占收入比例	-	-	-	-	-	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
除税前溢利	-190	-940	-382	-218	-168	-142	-67	37	190	479	857	1,262	1,507	1,697	1,804	1,839	1,821
所得税	-	-	-	-	-	-	-	-6	-28	-72	-129	-189	-226	-255	-271	-276	-273
所得税率	-	-	-	-	-	-	-	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润(含少数股东权益)	-190	-940	-382	-218	-168	-142	-67	31	161	407	728	1,073	1,281	1,442	1,534	1,563	1,548
净利率	-	-	-	-	-	-65.5%	-15.5%	3.8%	12.3%	19.1%	22.5%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%
少数股东损益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
净利润(不含少数股东权益)	-190	-939	-382	-218	-168	-142	-67	31	161	407	728	1,073	1,281	1,442	1,534	1,563	1,548
EPS (港元)	-4.48	-3.62	-0.84	-0.42	-0.32	-0.27	-0.13	0.06	0.31	0.78	1.39	2.05	2.45	2.76	2.93	2.99	2.96
市盈率(倍)	-	-	-	-	-	-	-	69.1	13.4	5.3	3.0	2.0	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4

资料来源：公司资料，国证国际研究预测



估值分析

- 我们采用DCF估值法和管线峰值估值法两种方法进行估值。
- DCF估值法中，考虑药物研发的不确定性和公司未来发展空间，我们给予WACC为18%，达到峰值销售之后，假设永续增长率为-5%。由此计算合理市值为31.7亿港元，对应股价为5.5港元。

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	FY2033	FY2034	FY2035	FY2036	FY2037	FY2038
(年结31/12; RMB 000)	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	-	-	-	-	-	217	433	817	1,308	2,129	3,233	4,280	5,107	5,752	6,117	6,234	6,175
增长率%							100.0%	88.4%	60.2%	62.7%	51.9%	32.4%	19.3%	12.6%	6.3%	1.9%	-1.0%
EBIT	-190	-940	-380	-216	-166	-141	-65	41	196	490	873	1,284	1,532	1,726	1,835	1,870	1,852
增长率%									380.6%	149.5%	78.3%	47.1%	19.3%	12.6%	6.3%	1.9%	-1.0%
EBIT率%						-65.0%	-15.0%	5.0%	15.0%	23.0%	27.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
有效税率%								-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
EBITx(1-有效税率)	-190	-940	-380	-216	-166	-141	-65	47	226	563	1,004	1,476	1,762	1,985	2,110	2,151	2,130
+折旧	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0	0	5	10	14	19	18	17
+营运资金变动	25	-13	4	-	-	-	-148	-105	-135	-225	-303	-287	-227	-177	-100	-32	16
-资本支出	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-100	-100	-100	-100	-	-	-
自由现金流, FCF	-165	-953	-376	-216	-166	-141	-213	-58	91	338	601	1,095	1,445	1,722	2,029	2,136	2,163
增长率%									271.1%	77.7%	82.1%	32.0%	19.2%	17.8%	5.3%	1.3%	
折现年份				-	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
折现因子				1.0000	0.8475	0.7182	0.6086	0.5158	0.4371	0.3704	0.3139	0.2660	0.2255	0.1911	0.1619	0.1372	0.1163
FCF现值				-216	-140	-101	-129	-30	40	125	189	291	326	329	329	293	252
FY2025-38FCF现值总额																	1,557
永续期价值现值																	1,203
企业价值																	2,760
加: 净现金																	136
减: 少数股东权益																	-
DCF估值(HKD 000)																	3,165
假设:																	
WACC																	18.0%
永续增长率																	-5.0%

		永续增长率				
		-9.0%	-7.0%	-5.0%	-3.0%	-1.0%
WACC	14.0%	7.8	8.1	8.5	9.1	9.7
	16.0%	6.3	6.6	6.9	7.2	7.7
	18.0%	5.1	5.3	5.5	5.8	6.1
	20.0%	4.2	4.3	4.5	4.7	4.9
	22.0%	3.4	3.5	3.6	3.8	4.0

资料来源: 公司资料, 国证国际研究预测



估值分析

- 管线峰值估值法中，我们预期MASH和T2DM的风险调整后峰值销售分别为37亿和27亿人民币，按照销售峰值的3倍计算得管线的达峰时的估值分别为120港元和88港元。按照18%折现率折现到当前的合理市值为33.2港元，对应股价为5.8港元。
- 综合DCF和峰值管线估值法，我们认为公司的合理股价为**5.7港元**，较当前股价有30%的上涨空间。

产品	HTD1801	
	MASH	T2DM
适应症		
风险调整后峰值销售额 (亿人民币)	37	27
估值乘数	2.5	2.5
估值 (亿港元)	100	73
达峰时估值合计 (亿港元)	174	
折现率	18%	
合理市值 (亿港元)	33.2	
合理股价 (港元)	5.8	

资料来源：公司资料，国证国际研究预测



风险提示

- 研发失败风险；
- 审批政策、医保政策不确定风险；
- 美国针对中国药企的政策风险；
- 销售不及预期的风险；
- 产品延迟取得监管批准的风险。

免责声明

客户服务热线 香港：2213 1888

国内：40086 95517

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

国证国际及每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，向本报告提及的君圣泰医药在过去12个月内有就投资银行服务收取补偿或受委托。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；

增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；

中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；

减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；

卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010