

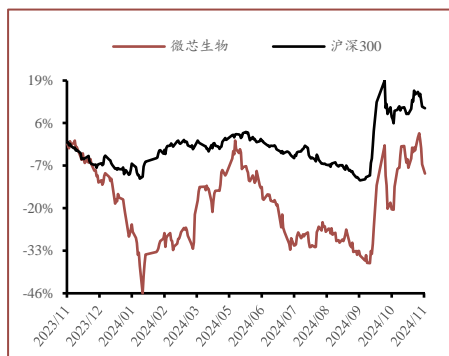
★ 投资评级:增持(首次)

基本数据

2024-11-18

收盘价(元)	21.93
流通股本(亿股)	4.08
每股净资产(元)	3.73
总股本(亿股)	4.08

最近 12 月市场表现



分析师 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001  
zhangwenlu@ctsec.com

分析师 华挺

SAC 证书编号: S0160523010002  
huating@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **公司在研适应症市场规模大，竞品少：**西达本胺在研 MSS/pMMR 结直肠癌适应症、西奥罗尼治疗小细胞肺癌以及治疗胰腺癌，其中结直肠癌 2022 年新发病 51.71 万例，小细胞肺癌占全部肺癌的 13%-17%，患者人数多，市场规模大。而 MSS/pMMR 结直肠癌、小细胞肺癌以及胰腺癌目前的治疗均尚属空白，竞品少。公司产品已在部分适应症中取得突破性进展，小细胞肺癌和胰腺癌的治疗也有取得突破性进展的潜力。
- ❖ **西达本胺三药联合治疗 MSS/pMMR 结直肠癌患者获突破：**根据国家癌症中心报告，2022 年中国新发结直肠癌病例 51.71 万例，其中 MSS/pMMR 亚型占比超 90%，该亚型免疫治疗进展尚属空白，但西达本胺联合贝伐珠单抗和信迪利单抗的突破性临床研究结果显示三药疗法的巨大潜力。目前该三药联合疗法已被 2024 年 CSCO 诊疗指南收录，西达本胺也被国家药监局纳入“突破性治疗品种”。
- ❖ **西奥罗尼三线治疗小细胞肺癌准备申请上市，产品潜力较大：**小细胞肺癌 (SCLC) 恶性程度高，预后差。目前治疗以放化疗为主，大多数 SCLC 患者易出现复发和耐药。西奥罗尼 II 期临床三线治疗小细胞肺癌 ORR 为 17.9%，DCR 为 64.3%。中位 PFS、DoR 和 OS 分别为 3.6 个月、8.2 个月和 8.4 个月。西奥罗尼有望成为多靶点激酶抑制剂中的同类最佳产品。
- ❖ **可转债用于创新药三期生产基地建造：**公司于 2022 年 7 月 5 日公开发行 6 年期可转换公司债券 5 亿元。截至目前，已转股 0.02%，暂不向下修订转股价格。截至 2024 年上半年募投项目创新药三期基地已建造 66.85%。
- ❖ **投资建议：**公司的在研适应症取得突破，即将上市的新产品前景良好，公司未来增长潜力较大。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 6.73/8.76/11.93 亿元，对应 PS 分别为 13.28/10.21/7.50 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**核心产品专利过期；商业化不及预期；临床试验结果不及预期。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	530	524	673	876	1193
收入增长率(%)	23.11	-1.18	28.57	30.07	36.22
归母净利润(百万元)	17	89	-144	-62	43
净利润增长率(%)	-20.37	408.09	-262.05	—	—
EPS(元)	0.04	0.22	-0.35	-0.15	0.11
PE	511.16	100.87	—	—	206.87
ROE(%)	1.15	5.20	-10.02	-4.51	3.05
PB	5.96	5.28	6.22	6.50	6.31

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 11 月 18 日收盘价计算）

## 内容目录

1	公司简介：科创板第一家上市创新药企.....	5
1.1	中国原创新药领域的先行者.....	5
1.2	公司股权结构清晰，管理层稳定.....	5
1.3	可转债用于创新药三期生产基地建造.....	6
1.4	公司营收增长稳定，创新药品收入是主要来源.....	7
1.4.1	公司营业收入增长，利润端短期亏损.....	7
1.4.2	期间费用可控，研发投入持续增长.....	7
2	西达本胺开拓 DLBCL 增长新空间.....	8
2.1	西达本胺：全球首个亚型选择性 HDAC 抑制剂.....	8
2.2	DLBCL 市场将成为增长新空间.....	9
2.2.1	DLBCL 市场概况.....	9
2.3	结直肠癌：三药联用开启结直肠癌“冷”肿瘤治疗新方法.....	12
2.3.1	结直肠癌市场概况.....	12
2.3.2	西达本胺三药疗法成为 MSS/pMMR CRC 潜力疗法.....	13
3	西格列他钠：2 型糖尿病适应症迅速放量.....	14
3.1	西格列他钠：潜在最佳泛 PPAR 全激动剂.....	14
3.2	2 型糖尿病适应症中更安全的胰岛素抵抗药物.....	15
3.2.1	TZDs 药物概况.....	15
3.2.2	西格列他钠可替换 TZD 类药物在 T2DM 市场中的销售份额.....	16
3.3	西格列他钠治疗 MASH 重要临床数据披露.....	17
3.3.1	非酒精性肝炎市场概况.....	17
3.3.2	西格列他钠治疗 MASH 临床实验数据（CGZ203 研究）.....	18
4	西奥罗尼：潜在最佳的多激酶靶点抑制剂.....	18
4.1	西奥罗尼作用机理.....	18
4.2	西奥罗尼小细胞肺癌适应症即将申请上市.....	19
4.2.1	安罗替尼治疗小细胞肺癌.....	19
4.2.2	西奥罗尼治疗小细胞肺癌开拓新空间.....	19
4.2.3	安罗替尼联合免疫和化疗方案一线治疗转移性胰腺癌获重大突破.....	20
5	公司研发投入不断加大，研发管线梯度形成.....	21
5.1	AI+化学基因组学平台发掘更多潜在最佳小分子.....	21

5.2	PD-L1+西达本胺/西奥罗尼或为新方向	22
6	盈利预测与投资建议	22
6.1	药品销售收入预测	22
6.1.1	西达本胺	22
6.1.2	西格列他钠	23
6.1.3	西奥罗尼	23
6.2	费率假设	25
6.2.1	毛利率	25
6.2.2	三大费率与所得税率假设	25
6.3	可比公司	26
6.4	投资建议	27
7	风险提示	27

## 图表目录

图 1.	公司发展历程	5
图 2.	公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）	5
图 3.	营收维持长期增长趋势(百万元)	7
图 4.	利润端短期亏损（百万元）	7
图 5.	销售药品是营收主要来源（百万元）	7
图 6.	西格列他钠收入增长迅速（百万元）	7
图 7.	期间费用率趋于稳定	8
图 8.	研发投入持续增长（百万元）	8
图 9.	西达本胺作用机理	8
图 10.	西达本胺研发进展图	9
图 11.	DLBCL 治疗方法	10
图 12.	结直肠癌治疗方法	12
图 13.	CAPability-01 研究治疗 MSS/pMMR 型结直肠癌获突破性疗效	14
图 14.	西格列他钠潜在机理	15
图 15.	罗格列酮类药物医院销售额呈下滑趋势（百万元）	16
图 16.	吡格列酮二甲双胍复方制剂较快增长（百万元）	16
图 17.	西格列他钠可能成为合并高血脂风险的糖尿病人群治疗新选择	17

图 18. MASH 治疗潜在策略.....	18
图 19. 西奥罗尼的作用机制.....	19
图 20. 西奥罗尼治疗 SCLC 的突破性临床数据 .....	20
图 21. PAAG 临床试验表现出治疗胰腺癌的潜力.....	21
图 22. 公司处于临床阶段的在研管线.....	22
图 23. 可比公司营业收入对比（百万元） .....	26
图 24. 可比公司归母净利润对比（百万元） .....	26
图 25. 可比公司研发费用率对比（%） .....	27
表 1. 公司高管人员履历.....	6
表 2. R-CHOP+X 临床数据汇总 .....	11
表 3. 免疫疗法+靶向治疗临床实验数据 .....	13
表 4. 未来三年药品销售收入预测.....	23
表 5. 公司费率假设.....	25
表 6. 可比公司估值比较.....	27

# 1 公司简介：科创板第一家上市创新药企

## 1.1 中国原创新药领域的先行者

微芯生物由鲁先平博士与多名归国学者于 2001 年创立，2002 年构建国际先进的基于化学基因组学的集成式药物发现与早期评价平台，并依托该平台发现了多个全球首创且同类潜在最优的原创新药。2014 年，全球首个亚型选择性组蛋白去乙酰化酶 (HDAC) 抑制剂西达本胺在中国获批上市，也成为全球首个获批治疗外周 T 细胞淋巴瘤的口服药物。2019 年公司成功登陆上交所科创板，成为科创板生物医药第一股；2021 年西格列他钠获批上市；2024 年上半年公司两大适应症获批，多个临床数据超预期，公司未来发展空间不断扩展。

截至目前，公司在中国已有 2 个原创新药，5 个适应症上市销售，在日本 2 个适应症上市销售以及在中国台湾 1 个适应症上市销售。

图1.公司发展历程

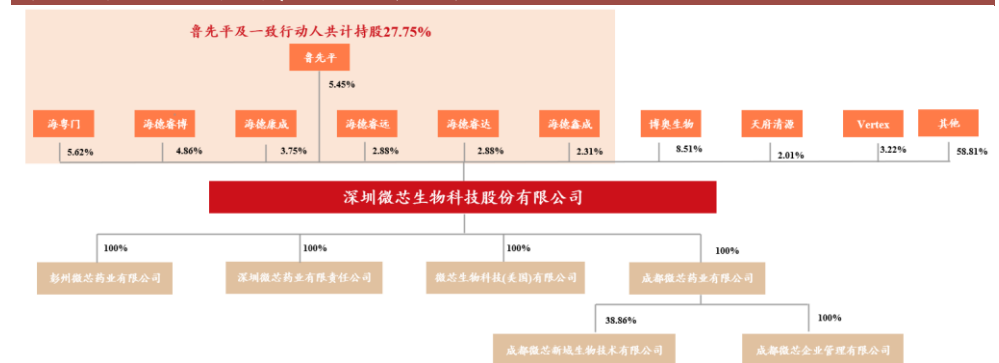


数据来源：公司官网、财通证券研究所

## 1.2 公司股权结构清晰，管理层稳定

公司股权结构清晰，控股股东、实控人鲁先平与海粤门、海德睿博、海德康成、海德睿远、海德睿达及海德鑫成为一致行动人，共计持股 27.75%。

图2.公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）



数据来源：iFinD、财通证券研究所

公司管理人员稳定，人员流动较小。董事长鲁先平先生先后参与创建多家 biotech 公司，研发经验丰富，具有超 30 年的全球药物研发及丰富的医药领域管理经验，曾在国际顶级期刊如 Science、Nature 和 Lancet 等杂志上发表论文百余

篇，在小分子创新药治疗领域，作为第一发明人已获得 100 余项发明专利。后期引进多位具有跨国药企经验的销售人员。

**表1.公司高管人员履历**

姓名	职位	工作经历
XIANPING LU	董事长、总经理、核心技术人员	1989.1-1994.6 在美国加州大学圣迭戈分校从事博士后研究；1994.6-1998.4 参与创建 Maxia 和 Galderma Research；1998.5-2000.9 任 Galderma 北美研发中心研究部主任；2000.10-2001.10 清华大学生物膜与膜生物工程国家重点实验室高级访问学者；2001.3-至今历任公司首席科学官、总裁、副董事长、董事长、总经理。
黎建勋	董事、副总经理、财务负责人	1991.7-1992.3 任港澳国际公司会计；1992.3-1996.6 历任海国投工业主管、经理；1996.7-2001.1 任瑞骏实业董事、经理；2001.1-2019.2 任杰鸿基实业董事；2001.6-2018.3 历任公司财务经理、副总经理、财务负责人、董事。
海鸥	董事、副总经理、董事会秘书	1999.9-2001.6 任华基粤海人力资源助理；2001.7-2018.3 历任公司研发部助理、总裁助理、法律与公共事务部总监；2018.3-至今任公司董事、副总经理、董事会秘书。
杨哈鹏	董事	1995.4-1998.4 任航天科工党委书记秘书；1998.5-1999.10 任特发投资法律经理；1999.10-2001.3 在广东中安律所任职；2001.4-2002.10 在小耘律所任职；2002.11-2011.10 在深金牛律所任职；2012.6-至今任同为数码董事、董事会秘书、副总经理。
李伟华	董事	1997.7-1998.10 任金源实业总经理秘书；1998.10-2000.3 任南方国际部门经理；2000.3-2001.3 任亿槌国际部门经理；2001.8-2004.2 任巨融投资董事会秘书、办公室主任；2004.1-2010.2 任安信巨融董事、常务副总经理；2010.4-2016.11 任明微电子独立董事；2010.11-2016.2 任大沙河创新走廊公司董事、常务副总裁；2013.7-2016.2 任南山创业投资董事、常务副总裁；2016.2-至今任前海普正执行董事、总经理。
何杰	监事会主席	2010.7-2011.2 任北京协和药厂制剂研究员。2011.3-2019.4 任国家知识产权局专利局专利审查员。2019.5-至今任公司知识产权总监；2019.12-至今任公司职工代表监事。
李志斌	副总经理、核心技术	1988.3-1992.9 任西安近代化学研究所工程师；1992.9-1994.6 任西安开米副总经理；1994.6-1999.2 任西安近代化学研究所高级工程师；1999.2-2001.7 在华东理工大学攻读博士学位；2001.9-至今任微芯有限、公司副总经理；2017.1-至今任微芯药业总经理；2017.9-至今任成都微芯常务副总经理。
潘德思	副总经理、核心技术人员	1999.1-1999.12 任中国医学科学院阜外医院助理研究员；2000.1-2002.1 在美国韦恩州立大学医学院从事博士后研究；2002.5-2019.12 任微芯有限、公司深圳早期研发中心高级总监；2018.3-2019.12 任公司监事；2020.1-至今，任公司首席科学官，2020.4-至今，任公司副总经理。
张丽滨	副总经理	2007.9-2013.6 任辉瑞大区销售经理；2013.7-2017.6 任苏州礼来高级全国区域市场经理；2017.7-2020.6 任珠海英联医药销售和市场总监；2020.6 组建和负责公司代谢病产品事业部；2020.12-至今，任公司副总经理。

数据来源：iFinD、财通证券研究所

### 1.3 可转债用于创新药三期生产基地建造

公司于 2022 年 7 月 5 日公开发行 6 年期可转换公司债券 5 亿元。每年付息 1 次，利率第一年 0.4%，第二年 0.6%，第三年 1.2%，第四年 1.8%，第五年 2.5%，第六年 3.0%。初始转股价格 25.36 元/股，2024 年 6 月下修至 25.26 元/股。募集资金扣除发行费用后其中 2.6 亿元用于创新药三期生产基地的建造，1.2 亿元用于

西奥罗尼联合紫杉醇治疗卵巢癌III期临床试验项目，1.2亿元用于补充流动资金。截至目前，公司已付息2期，已转股0.02%，暂不向下修订转股价格。截至2024年上半年募投项目创新药三期基地已建造66.85%。

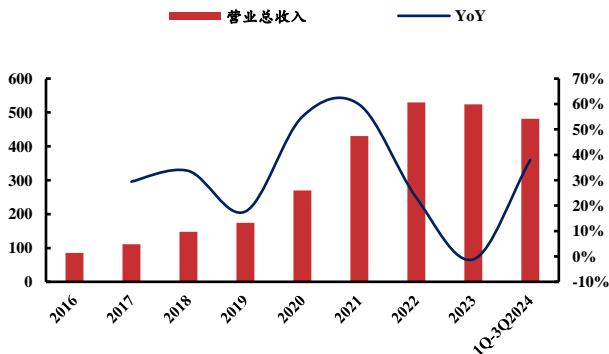
### 1.4 公司营收增长稳定，创新药品收入是主要来源

#### 1.4.1 公司营业收入增长，利润端短期亏损

**2024年公司营业收入增长，利润端短期亏损。**2024年前三季度营业收入为4.81亿元，较上年同期增长38.02%（3.49亿元），主要系西达本胺和西格列他钠销售收入增长所致。公司归母净利润为-0.51亿元，较上年同期转亏（1.08亿元），主要系上年期末微芯新域不再纳入公司合并报表范围所致，公司不再控制新域后的剩余股份按公允价值计算确认投资收益，从而导致上年同期净利润增加。扣非归母净利同比增长68.04%，主要系营业收入增加的同时费用下降所致。

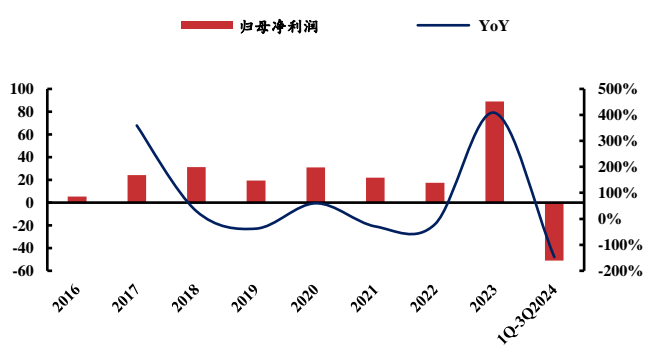
**两大核心产品销售收入不断增加，其中西格列他钠进入医保后快速放量。**2024年上半年，公司西达本胺销量同比增长11.74%，销售收入达2.38亿元，同比增长4.15%（2.28亿元），销售收入增长较少主要系医保降价6%。西格列他钠销量同比增长396.15%，销售收入5500.92万元，相较上年同期增长632.48%（750.77万元）。

图3.营收维持长期增长趋势(百万元)



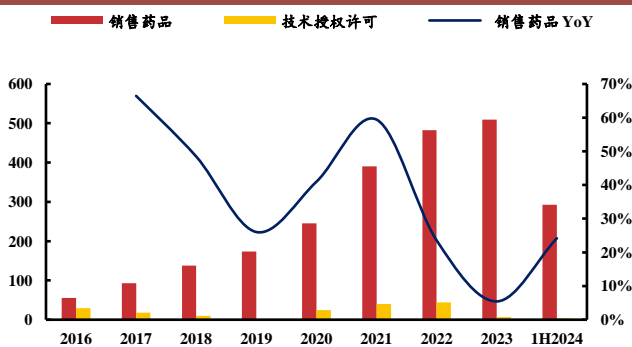
数据来源：Wind、财通证券研究所

图4.利润端短期亏损(百万元)



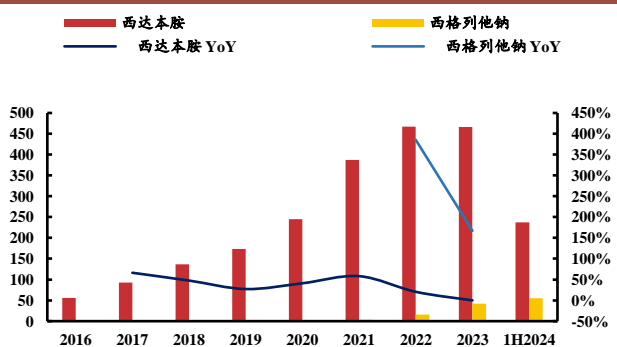
数据来源：Wind、财通证券研究所

图5.销售药品是营收主要来源(百万元)



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图6.西格列他钠收入增长迅速(百万元)



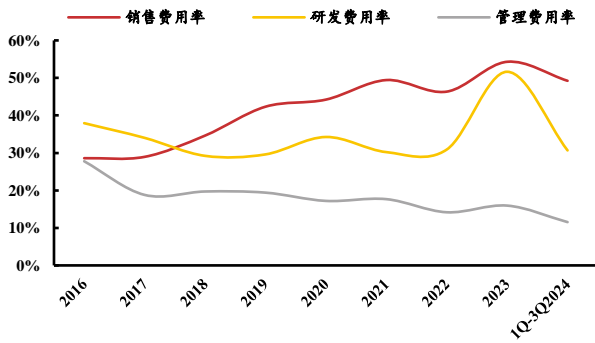
数据来源：iFinD、公司公告、财通证券研究所

#### 1.4.2 期间费用可控，研发投入持续增长

敬请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

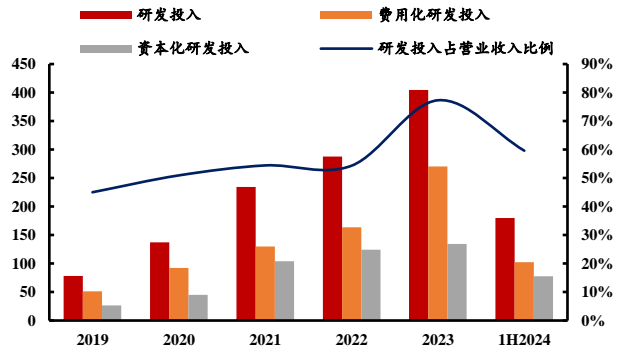
公司期间费用率可控，研发投入持续增长。2024 年前三季度销售费用率/研发费用率/管理费用率分别为 49.23%/30.67%/11.55%，整体费用率可控。其中销售费用率持续上升，系两大药品开拓销售市场所致。管理费用率不断下降，表明管理层降本增效，将有效资源更多投入研发的决心。公司研发投入持续增长，2024 年上半年研发投入 1.80 亿元，占营业收入 59.60%。

图7.期间费用率趋于稳定



数据来源: iFinD、财通证券研究所

图8.研发投入持续增长 (百万元)



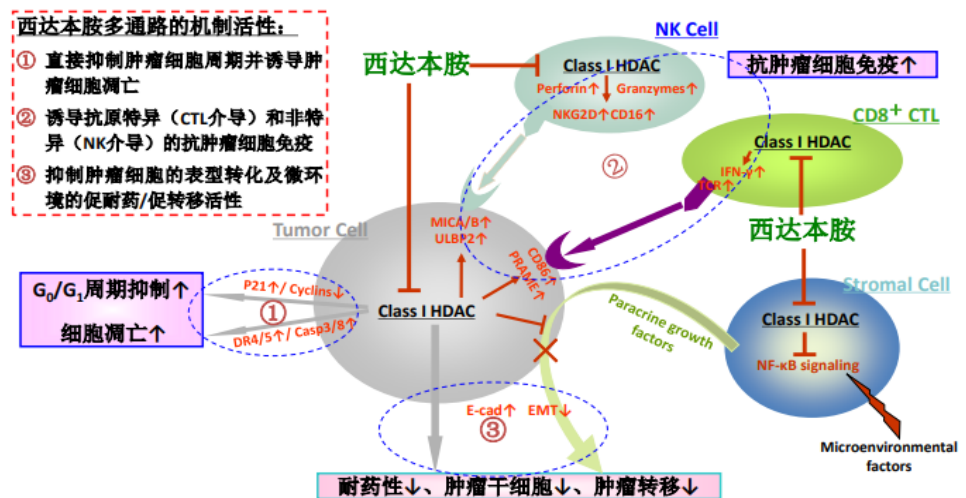
数据来源: 公司公告、财通证券研究所

## 2 西达本胺开拓 DLBCL 增长新空间

### 2.1 西达本胺: 全球首个亚型选择性 HDAC 抑制剂

西达本胺是公司独家发现的新分子实体药物，是全球首个亚型选择性 HDAC 抑制剂，全球首个获批治疗 PTCL 的口服药物。西达本胺作用于组蛋白去乙酰化酶的第 I 类的 1、2、3 亚型和第 II b 类的 10 亚型，主要通过 3 方面发挥作用：直接抑制肿瘤细胞周期并诱导细胞凋亡、诱导和激活自然杀伤 (NK) 细胞和抗原特异性细胞毒 T 细胞 (CTL) 介导的杀伤作用以及抑制肿瘤细胞的表型转化及微环境的促耐药/促转移活性。

图9.西达本胺作用机理



数据来源: 公司招股说明书、财通证券研究所

目前西达本胺国内已获批 3 个适应症，分别为：2014 年 12 月获批用于既往至少接受过一次全身化疗的复发或难治性 PTCL；2019 年 11 月获批联合芳香化酶抑制剂用于治疗雌激素受体阳性、人表皮生长因子受体-2 阴性（HR+/HER2-）、绝经后、经内分泌治疗复发或进展的局部晚期或转移性乳腺癌患者；2024 年 4 月获批联合 R-CHOP 用于治疗 MYC 和 BCL2 表达阳性的 DLBCL 患者。

图10.西达本胺研发进展图



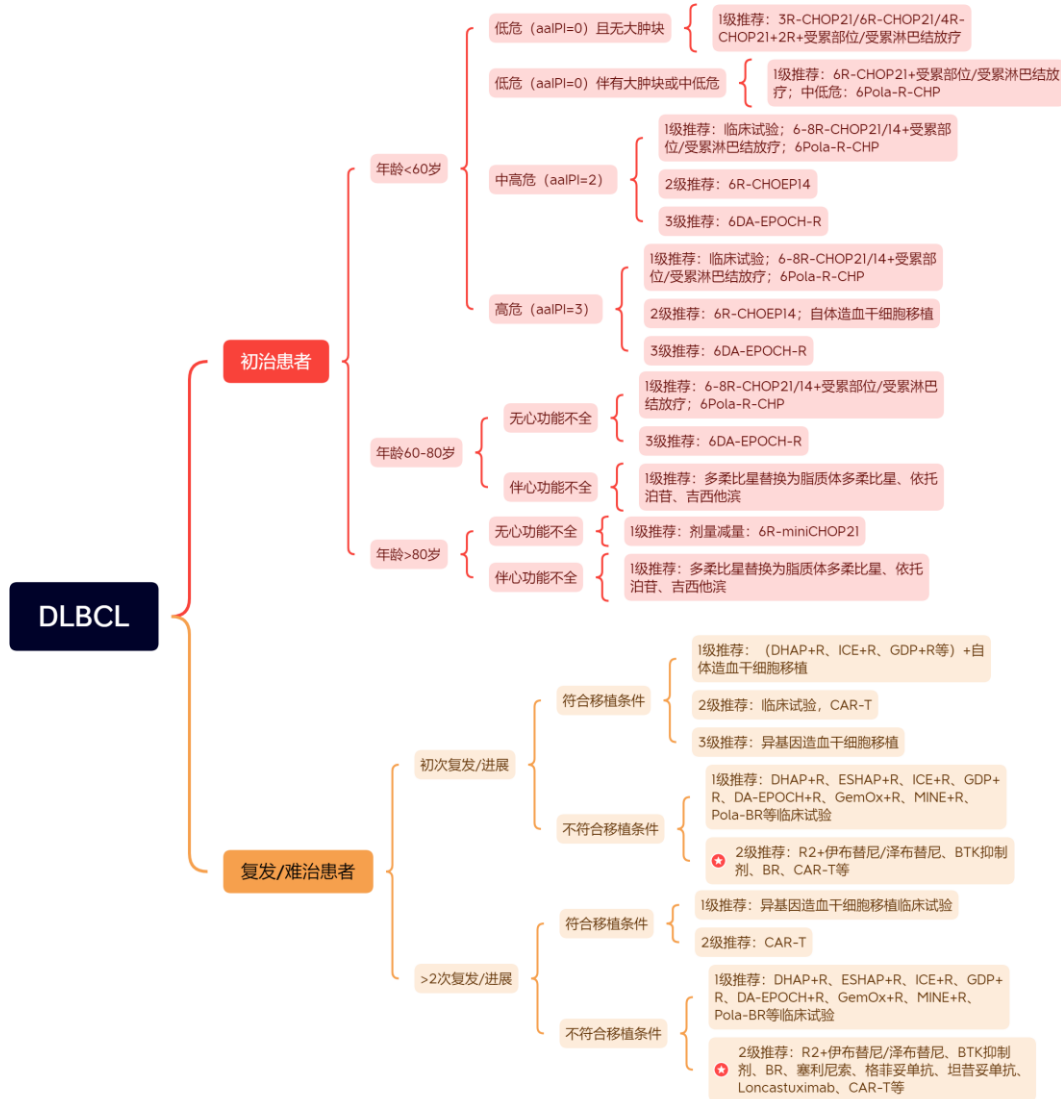
数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

## 2.2 DLBCL 市场将成为增长新空间

### 2.2.1 DLBCL 市场概况

淋巴瘤是起源于淋巴结及淋巴组织的免疫系统恶性肿瘤，非霍奇金淋巴瘤（NHL）约占淋巴瘤 90% 以上的比例，根据 GLOBOCAN 2020 数据显示，2020 年中国新发 NHL 患者 9.28 万例，死亡 5.44 万例。DLBCL 是 NHL 中的最常见亚型，约占 NHL 患病人数的 30%，目前 DLBCL 的标准一线治疗方案是 CD20 单抗联合 CHOP 化疗方案，其完全缓解率（CRR）可达到 76%，但临床上的 MYC/BCL2 双过表达（DE）患者的 CRR 明显低于非双表达患者，DE-DLBCL 患者接受 R-CHOP 治疗后预后极差，5 年无进展生存和总生存率均低于 40%。根据流行病学数据，DE-DLBCL 在中国 DLBCL 患者人群的检出率达 34%，患病人数规模较大，这表明该类患者急需新疗法以获得更好的治疗效果。

图 11.DLBCL 治疗方法



数据来源：《CSCO 淋巴瘤诊疗指南（2024 年版）》、财通证券研究所

DLBCL 标准一线治疗为 R-CHOP 疗法，为了应对 DE-DLBCL 患者预后差的问题，学界已开展多项研究，包括以 LNH03-2B 为代表的强化化疗方案试验，该研究共纳入 32 例 DE-DLBCL 患者，15 例接受强化的 R-ACVBP 方案，但结果表明 R-ACVBP 方案并未使年轻低中危患者的 PFS 及 OS 获益，另有研究也表明强化化疗方案 DA-R-EPOCH 并未改善 DE-DLBCL 患者预后。

目前主流 DE-DLBCL 的治疗方案以 R-CHOP+X 为主要探索方向，目前靶向药物与 R-CHOP 联用治疗 DE-DLBCL 临床实验结果汇总如下，分别为三款 BTK 抑制剂、BCL-2 抑制剂维奈克拉以及 HDAC 选择性抑制剂西达本胺。目前已获批治疗 DLBCL 的只有维泊妥珠单抗和西达本胺两款产品且仅有西达本胺明确用于治疗 DE-DLBCL 患者。

从临床试验结果来看，目前明确入组 DE-DLBCL 患者且实验数据成熟的有维奈克拉和西达本胺两款药物。

西达本胺是目前唯一一款明确使 DE-DLBCL 患者获益的药物。在 DEB 中期研究中，共入组 423 例患者，其中 212 例患者接受西达本胺+R-CHOP 治疗，对照组接受 R-CHOP 治疗，中位随访时间 13.9 个月，试验/对照组 2 年 EFS 发生率分别为 58.9%/46.2%，HR 为 0.68。试验/对照组 CRR 分别为 73.0%/61.8%，表现出显著获益。DEB 中期实验结果表明西达本胺的加入可使 DE-DLBCL 患者明显获益，且安全性符合预期，西达本胺将成为 DE-DLBCL 患者人群的新一线治疗选择。

在 A051701 研究中，共纳入 119 例患者，其中 59 例患者接受维奈克拉+R-CHOP 治疗，中位随访时间 27 个月，最终维奈克拉+R-CHOP 组/R-CHOP 组的 ORR 为 90%/87.5%，CR 为 82%/70%，12 个月 PFS 和 12 个月 OS 无明显获益，且由于维奈克拉组毒性过大，维奈克拉的加入反倒使得病人总生存期缩短，最终该试验并未进入 III 期。

BTK 抑制剂+R-CHOP 的开发可能成为 DE-DLBCL 治疗的新疗法。从 PHOENIX 研究的 DE-DLBCL 亚组结果分析中可以看出，伊布替尼+R-CHOP 的疗法使 <60 岁的患者的 EFS 和 OS 明显获益，表明伊布替尼+R-CHOP 可能成为 DE-DLBCL 患者的潜力疗法，但目前 BTK 抑制剂开展的 DE-DLBCL 临床试验数据均未成熟，但分析目前的数据可以看出，BTK 抑制剂的加入可以使 DE-DLBCL 患者获得收益。BTK 抑制剂+R-CHOP 疗法将成为西达本胺在 DE-DLBCL 治疗领域的有力竞争者，但目前 BTK 抑制剂针对 DE-DLBCL 亚型开发进度较慢，这将成为西达本胺迅速渗透市场的机会。

表2.R-CHOP+X 临床数据汇总

西达本胺 DEB研究 NOT04231448			伊布替尼 PHOENIX研究亚组结果再分析 NOT01855750			奥布替尼 ORIENT研究 NOT05498259		泽布替尼 单中心回顾性研究		维奈克拉 A051701研究 NOT03984448			
III期			III期			II期		II/III期		II/III期			
组别	西达本胺+R-CHOP	安慰剂+R-CHOP	组别	伊布替尼+R-CHOP	安慰剂+R-CHOP	奥布替尼+R-CHOP		泽布替尼+R-CHOP	R-CHOP	R-CHOP	R-CHOP-维奈克拉		
入组标准	MYC≥40%, BCL2≥50%, 且不伴有MYC和BCL2/BCL6基因重排		非GCB DLBCL, 利用RNA-Seq重新测序确定回顾分析			初治non-GCB DLBCL患者: 年龄18-70; 可测病灶至少15mm; ECOG 0-2; IPI≥2		DE-DLBCL		年龄≥18岁的未经治疗的DEL患者			
给药方案	西达本胺每3周一周期, 1、4、8、11口服一次, 20mg一次。联合治疗3周中期疗效评估, 6周末期疗效评估, 中期表现为OR/PR, 继续治疗, 末期评估为CR, 西达本胺单药维持, 3周一周期, 维持24周, 每12周疗效		伊布替尼(口服560mg/天)+R-CHOP治疗6/8个周期, 每个周期21天			奥布替尼(150mg, QD)+利妥昔单抗(375mg/m <sup>2</sup> , D1)诱导治疗21天, 应答组接受奥布替尼联合R-CHOP治疗6周期, 每周21天		泽布替尼160mg每日一次+R-CHOP6周期		维奈克拉 800 mg 在第 1 周期的第 4-8 天和后续周期的第 1-5 天口服给药, 最多 6 个周期。所有周期均由 GCSF 或 peg-GCSF 支持。			
中位随访时间	13.9个月		34.8个月			进行中		15.5个月	21个月	27个月			
入组人数	211	212	419 (123例患者共有高BCL2/MYC共表达)			419 (111例患者共有高BCL2/MYC共表达)		14	11	60	59		
2年EFS率	58.9% (95%CI, 48.9-67.6)	46.2% (95%CI, 35.7-56.1)	OR	67.50%	64.90%	mRR	100.00%	12个月PFS	100%	54.50%	ORR	87.50%	90%
HR	0.68 (95%CI, 0.49-0.94)		PR	22.80%	27.90%	CR	100%	ORR	100%	82%	CR	70%	82%
EFS事件	64 (30.3%)	88 (41.5%)	EFS HR	1.806 (95%CI, 1.264-2.580)		CMR	100%	36%	12个月PFS	77%	76%	HR	0.98 (95%CI, 0.48-2.01)
ORR	73.0% (95%CI, 66.6-78.5)	61.8% (95%CI, 55.1-68.1)	OS HR	1.909, 95%CI, 1.200-3.037					12个月OS	94%	79%	HR	1.27 (95%CI, 0.57-2.79)
			EFS HR	0.381 (95%CI, 0.193-0.752)									
			OS HR	0.234 (95%CI, 0.078-0.707)									
			EFS HR	0.924 (95%CI, 0.530-1.609)									
			OS HR	1.085 (95%CI, 0.562-2.095)									

数据来源: Tucidinostat plus R-CHOP in previously untreated diffuse large B-cell lymphoma with double expression of MYC and BCL2: An interim analysis from the phase III DEB study 等、财通证券研究所

敬请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

## 2.3 结直肠癌：三药联用开启结直肠癌“冷”肿瘤治疗新方法

### 2.3.1 结直肠癌市场概况

结直肠癌（CRC）是指发生在结肠和直肠的一类恶性肿瘤。相关监测数据显示，2022年中国新发结直肠癌病例51.71万例，死亡病例24.00万例，全国结直肠癌发病率和死亡率分别为36.63/10万和17.00/10万，近年来我国结直肠癌患者5年生存率虽有所提高，但仍处于较低水平。通过微卫星不稳定性（MSI）/错配修复基因状态（MMR）可将结直肠癌分为高度微卫星不稳定（MSI-H）/错配修复基因缺陷（dMMR）型和微卫星稳定（MSS）/错配修复基因完整（pMMR）型。而MSS/pMMR型在晚期肠癌患者中占比超90%。

当前已有多项实验证据表明MSI-H/dMMR CRC患者可在免疫抑制剂治疗中获益，但MSS/pMMR CRC作为典型的“冷肿瘤”，免疫治疗中的单药疗法始终难以获益。

图12.结直肠癌治疗方法

适合强烈治疗	RAS+BRAF 野生型	FOLFOX/FOLFIRI/CAPOX ±西妥昔 (原发灶左侧时I级推荐)		FOLFOX/FOLFIRI/CAPOX ±贝伐珠	FOLFOX/IRI±贝伐珠	其他局部治疗		
	RAS或BRAF 突变型							
适合强烈治疗	RAS+BRAF 野生型	氟尿嘧啶单药 ±贝伐珠	西妥昔单药 (左半结直肠)	减量两药化疗 ±西妥昔	减量两药化疗 ±贝伐	TAS-102+贝伐		
	RAS或BRAF 突变型							
2F	RAS+BRAF 野生型	奥沙利铂和伊立替康双药化疗方案换用±西妥昔	奥沙利铂和伊立替康双药化疗方案换用±贝伐珠	伊立替康±西妥昔	伊立替康/奥沙利铂±雷替曲塞	伊立替康+卡培他滨±贝伐珠	其他局部治疗	RAS wt / BRAF V600E 伊立替康+西妥昔+维莫非尼
	RAS或BRAF 突变型							BRAF抑制剂+西妥昔±MEK抑制剂
3F	RAS+BRAF 野生型	西妥昔±伊立替康	瑞戈非尼/ 呋喹替尼	TAS102± 贝伐珠	抗HER-2治疗 (HER-2扩增)	雷替曲塞 (既往未用)	其他局部治疗	RAS wt / BRAF V600E 伊立替康+西妥昔+维莫非尼
	RAS或BRAF 突变型							BRAF抑制剂+西妥昔±MEK抑制剂

根据2024CSCO指南推荐，当前MSS或MSI-L/pMMR结直肠癌系统治疗仍以化疗和靶向治疗为主，免疫治疗仅突破MSI-H/dMMR人群

数据来源：《CSCO 结直肠癌治疗指南（2024年版）》、财通证券研究所

多项临床试验表明目前MSS/pMMR CRC患者几乎不能从ICIs单药治疗中获益，因此多个研发机构开始尝试免疫疗法+X的方式调节肿瘤微环境从而使MSS/pMMR CRC患者对免疫抑制剂产生应答，包括免疫疗法+化疗、免疫疗法+放疗+化疗、免疫疗法+靶向治疗、双免疫疗法+化疗四类疗法。

已开展的免疫疗法+化疗已完成的临床研究有KEYNOTE-165研究、METIMMOX研究，但现有的数据未能达到预期水平或实验太早期，需要进一步验证。而联合放疗的疗法则更多以新辅助治疗的方式获益，如VOLTAGE研究和NSABP FR-2研究。

目前更主流的疗法为免疫治疗联合靶向治疗，常使用的靶向药物有TKI抑制剂、EGFR抗体、VEGF抗体等。

### 2.3.2 西达本胺三药疗法成为 MSS/pMMR CRC 潜力疗法

目前针对 MSS/pMMR CRC 治疗免疫疗法联合靶向治疗的多个明显获益实验结果如下。对结果分析，TKI+免疫抑制剂、免疫抑制剂+抗血管单抗+化疗以及双免疫疗法+化疗均有不错的临床效果。但可惜的是，取得明显获益的临床实验多为单臂试验或临床数据不够成熟，并不能为目前的 MSS/pMMR CRC 患者的治疗提供方向性参考。

表3.免疫疗法+靶向治疗临床实验数据

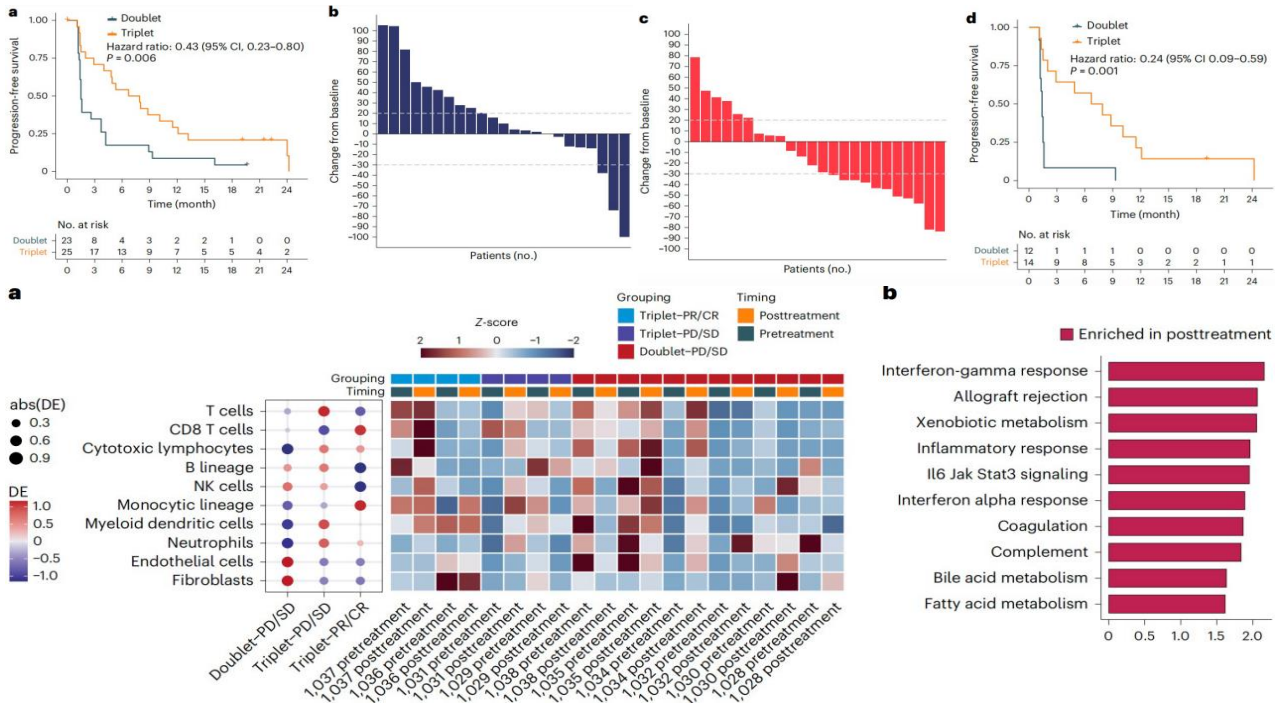
组别	西达本胺+信迪利单抗+贝伐珠单抗	瑞戈非尼+纳武利尤单抗	吡唑替尼+信迪利单抗	仑伐替尼+帕博利珠单抗	信迪利单抗联合CapeOx和贝伐珠单抗	帕尼单抗+伊匹木单抗+纳武利尤单抗	巴利单抗 (GTLA-4单抗) 联合博特利单抗 (PD-1单抗)
	GAPability-01研究 II期 NGT04724239	REBONIVO研究 I b期 EPDC1603	I b/II期 NGT03903705	LEAP-005研究 II期 NGT03979326	BBGAPX研究 II期	LCGC1623研究 II期 NGT03442569	I a/ I b期 NGT03860272
入选条件	标准治疗失败的MSS/pMMR晚期CRC患者	ECOG为0或1，既往接受过免疫检查点抑制剂，足够的骨髓储备和足够的肝肾功能；对标准治疗失败或不耐受的晚期或转移性结肠癌	ECOG为0或1，18-75岁，确诊无法手术或转移性晚期、标准治疗失败或没有可用标准治疗的患者。	患有组织学/细胞学记录的转移性和/或不可切除的结直肠癌、根据局部测定的非MSI-H/pMMR肿瘤，既往在不同的治疗线中使用奥沙利铂和伊立替康治疗的成年患者，ECOG为0-1	18-75岁组织学明确诊断的不可切除的转移性结直肠癌患者，且要求携带RAS基因突变和明确的MSS状态	接受过1-2线治疗，并且之前没有接受过抗EGFR免疫检查点抑制剂治疗。KRAS/NRAS/BRAF WT MSS型CRC	难治性转移性MSS型CRC患者
基线特征	原发部位右半结肠13例，左半结肠和直肠35例；26例肝转移；33例肺转移；25例接受过少于三线的系统治疗；23例接受过三线以上治疗。双药组有更多患者接受过贝伐珠单抗治疗。	所有患者既往接受过≥2线化疗。5例原发部位为右半结肠，20例原发部位为结肠癌和直肠；1例CRC为MSI-H/dMMR患者，19例为RAS野生型，6例为RAS突变	所有患者接受了化疗，31例接受了贝伐珠单抗，10例接受了西妥昔单抗，25例被确认为pMMR	32例患者中位年龄56岁，91%的患者接受3线以上的治疗	中位年龄60岁，72%男性，所有患者ECOG PS0-1分，60%患者肝转移；36%患者原发右结肠；64%原发左结肠		中位年龄57岁，58%为女性，76%至少接受过三种既往治疗，包括既往免疫治疗(34%)
组别	西达本胺+信迪利单抗+贝伐珠单抗	瑞戈非尼+纳武利尤单抗	吡唑替尼+信迪利单抗	仑伐替尼+帕博利珠单抗	信迪利单抗联合CapeOx和贝伐珠单抗	帕尼单抗+伊匹木单抗+纳武利尤单抗	巴利单抗+博特利单抗
给药方案	西达本胺30mg biw, 信迪利单抗200mg q3w, 贝伐珠单抗7.5mg/kg q3w	口服80-160mg瑞戈非尼，QD，持续21天/停药7天，纳武利尤单抗iv3mg/kg, Q2W, 一个周期为4周。	信迪利单抗固定剂量200mg, Q4W/Q3W加吡唑替尼3mg/4mg/5mg, QD, 持续3周/停药周	仑伐替尼20mg QD加帕博利珠单抗200mg QW35周期，约2年或直到确诊疾病进展、不可接受的毒性或撤回同意	信迪利单抗200mg, 第1天+贝伐珠单抗7.5mg/kg, 第1天+奥沙利铂135mg/m <sup>2</sup> , 第1天+卡培他滨1g/m <sup>2</sup> , bid, 1-14天, 21天为一疗程	接受ipilimumab 1mg/kg IV Q6W, 纳武利尤单抗 240mg IV Q2W和帕尼单抗 6mg/kg IV Q2W直至进展、毒性或患者退出	Q6W接受BOT1/2mg/kg+BAL 3mg/kg Q2W, 允许从单一疗法交叉到联合疗法以及固定剂量 (150mg BOT Q6W+450mg BAL Q3W)
患者人数	25	23	25	32	25	49	59
18周PFS	64.00%	21.30%	ORR 排除MSI-H CRC患者33.3%	ORR 22% (95%CI, 9-40%)	PR 8%	12周RRR 35% (95%CI, 21-48%)	中位随访时间 6.4个月
mPFS	7.3m	1.5m	mPFS 7.9 (95%CI, 2.9-NR)	ORR 47% (95%CI, 29-65%)	ORR 76%	mPFS 5.7 (95%CI, 5.5-7.9)	ORR 22% (95%CI, 12-35)
ORR	44.00%	13.00%	SD 68.00%	mDoR NR	SD 16%	DCR 73% (95%CI, 60-84)	DCR NR
DCR	72.00%	39.10%	PO 41.80%	mOS 2.3 (95%CI, 2.0-5.2)	ORR 84%	mDoR NR	mDoR NR
			12个月PFS 68.00%	mOS 7.5 (95%CI, 3.9-NR)	DCR 100%	12个月OS 61% (95%CI, 42-75)	mOS NR
			mOS NR	mDoR 11.9m (95%CI, 2.7-NA)	mPFS NR		
			DCR 92% (95%CI, 74.0%-99.0%)	mPFS 6.9m (95%CI, 4.8-9.5)			
			mTR 2.9m (95%CI, 1.5-NA)	mOS 17.3m (95%CI, 8.9-NA)			
			mDoR 11.9m (95%CI, 2.7-NA)	≥3级TEAE 47.70%			
			mPFS 6.9m (95%CI, 4.8-9.5)	≥3级TEAE 50%			
			mOS 17.3m (95%CI, 8.9-NA)				
安全性							
≥3级TEAE	60.00%	30.40%					34%
最常见≥3级TEAE分别为血小板减少症 (16.0%vs.8.7%) 和中性粒细胞减少症 (28.0%vs.0.0%)		160mg瑞戈非尼出现DLT			最常见的有中性粒细胞减少 (12%)、天冬氨酸转氨酶升高 (4%)、丙氨酸转氨酶升高 (4%)、红细胞素升高 (4%)	常见3-4级AE包括脂肪酶升高 (9%)、淀粉酶升高 (7%)、ALT升高 (5%)、AST升高 (5%)、腹泻 (5%)、低磷血症 (5%) 和血小板 (5%)	最常见的腹泻 (15% 3级, 2% 4级)

数据来源：Results from a phase 1a/1b study of botensilimab (BOT), a novel innate/adaptive immune activator, plus balstilimab (BAL; anti-PD-1 antibody) in metastatic heavily pretreated microsatellite stable colorectal cancer (MSS CRC)等、财通证券研究所

然而，公司近期公布的西达本胺+贝伐珠单抗+信迪利单抗治疗 MSS/pMMR CRC 患者的临床数据为该患者人群的治疗提供了新选择。CAPability-01 研究共纳入 48 例标准治疗失败的 MSS/pMMR 晚期 CRC 患者，52.1%患者接受过少于三线的系统治疗，47.9%接受过三线以上治疗。研究结果显示，截至 2023 年 5 月 26 日加入贝伐珠单抗的三药组 18 周 PFS 率显著高于两药组 64.0%vs.21.3%，mPFS 为 7.3vs.1.5 个月，OS 结果尚不成熟。三药组 ORR 和 DCR 显著优于两药组，分别为 44.0%vs.13.0%，72.0%vs.39.1%。在肝转移患者中三药组的疗效也表现更优。安全性整体表现良好，三药组和两药组≥3 级治疗期间不良事件(TEAE)的发生率分别为 60.0%和 30.4%，最常见的≥3 级 TEAEs 分别为血小板减少症 (16.0%vs.8.7%)和中性粒细胞减少症(28.0%vs.0.0%)。另外，根据 RNA 测序数据的结果，西达本胺的加入在联合治疗方案中发挥了重要作用，西达本胺使肿瘤“由冷变热”，大幅提升了抗肿瘤免疫应答。

目前该三药联合疗法已被收录至 2024 年 CSCO 结直肠癌诊疗指南，西达本胺也被国家药监局纳入“突破性治疗品种”。目前该三药联合疗法治疗 $\geq 2$  线标准治疗失败的晚期 MSS/pMMR 型结直肠癌的 III 期临床试验申请已获批。

图 13. CAPability-01 研究治疗 MSS/pMMR 型结直肠癌获突破性疗效



数据来源: pubmed、财通证券研究所

### 3 西格列他钠：2 型糖尿病适应症迅速放量

#### 3.1 西格列他钠：潜在最佳泛 PPAR 全激动剂

西格列他钠是一种 PPAR 全激动剂，可适度且平衡地激活 PPAR 三个受体亚型，在发挥胰岛素增敏、脂代谢调节作用的同时，可能还会减少 PPAR  $\gamma$  相关的副作用，带来更好的疗效和安全性。

图14.西格列他钠潜在机理



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

### 3.2 2型糖尿病适应症中更安全的胰岛素抵抗药物

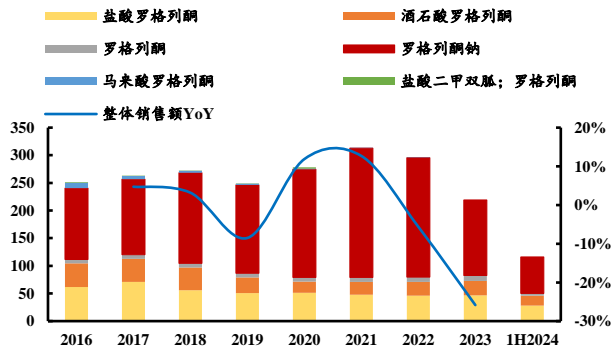
#### 3.2.1 TZDs 药物概况

糖尿病是由于胰岛素绝对或相对分泌不足引起的体内葡萄糖含量明显升高而引起一系列并发症的一类疾病。根据最新文献统计，1990-2021年我国总体糖尿病年龄标准化发病率、患病率和伤残调整生命年率均呈现总体增长趋势，而死亡率呈下降趋势。2021年中国糖尿病患病总人数超过1.17亿，其中1型糖尿病144.28万例，2型糖尿病1.16亿例。由于糖尿病病人需要终身用药，因此未来我国糖尿病负担将越来越重。

胰岛素分泌绝对分泌不足属于1型糖尿病，主要治疗方式为外源补充胰岛素。而2型糖尿病的特征为胰岛素分泌相对不足，胰岛素抵抗是2型糖尿病(T2DM)的始动因素，并贯穿全部病程，TZD类药物(PPAR $\gamma$ 激动剂)是目前已知最为明确的针对胰岛素抵抗的口服降糖药物，临床治疗实践中也显示出持续的降糖效果，其作用机制是通过激动PPAR $\gamma$ ，使GLUT4表达增强，从而减轻胰岛素抵抗，增加脂肪细胞、肝细胞及骨骼肌细胞对胰岛素的敏感性，促进胰岛素靶细胞对血糖的摄取、转运和氧化利用以降低血糖。但PPAR $\gamma$ 激动剂存在的共同安全性问题，例如体重增加、水肿以及肝肾毒性，大大限制了该类药物的使用。

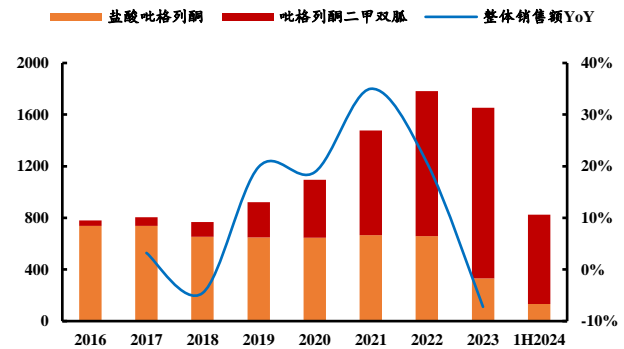
最早进行临床开发研究的TZDs为曲格列酮，在美国FDA批准用于临床4年后，于2000年3月因严重的肝脏毒性被停止应用。国内已被批准的TZDs类药物有罗格列酮、吡格列酮，目前上述两种药物的专利均已过期并纳入集采。根据药智网数据，以罗格列酮和吡格列酮为主要活性成分的药物2023年医院销售额分别为2.19亿元、16.54亿元，其中吡格列酮二甲双胍复方制剂销售额增长较快。

图15.罗格列酮类药物医院销售额呈下滑趋势（百万元）



数据来源：药智网、财通证券研究所

图16.吡格列酮二甲双胍复方制剂较快增长（百万元）



数据来源：药智网、财通证券研究所

### 3.2.2 西格列他钠可替换 TZD 类药物在 T2DM 市场中的销售份额

西格列他钠拥有明确的临床疗效和更好的安全性。从西格列他钠的临床实验数据来看，CMAP 研究和 RECAM 研究中，与安慰剂组/二甲双胍单药组对比，西格列他钠/西格列他钠+二甲双胍两剂量组均可显著并持久降低 T2DM 患者的糖化血红蛋白（HbA1c）水平且优效于安慰剂组/二甲双胍单药组，具有明确的疗效。在 CMAS 研究中西格列他钠两剂量组均显著降低 T2DM 患者的 HbA1c 水平且非劣效于西格列汀组，在安全性方面，西格列他钠两剂量组患者体重增加、水肿不良事件整体发生率低，安全耐受性良好。另外 RECAM 研究结果表明，西格列他钠显著升高了 HDL-C 水平，不仅可降低空腹和餐后血糖，还具有调节血脂的作用。这表明西格列他钠在糖尿病合并高血脂风险人群中具有应用潜力。

由于 PPAR  $\gamma$  激动剂的副作用，TZD 类药物在 2 型糖尿病市场中每年的销售规模被大大限制，但目前明确针对胰岛素抵抗的仅有 TZDs 药物。西格列他钠在具有明确疗效的情况下，还具有较好的安全性。对于 PPAR 全亚型的激活在一定程度上降低了 PPAR  $\gamma$  单激活的副作用，同时具有一定的 PPAR  $\alpha$  和 PPAR  $\beta$  激活后的血脂获益。因此西格列他钠是潜在最佳的具有胰岛素抵抗逆转疗效且安全性较好的新药物，且有可能成为合并高血脂风险的糖尿病人群治疗新选择。

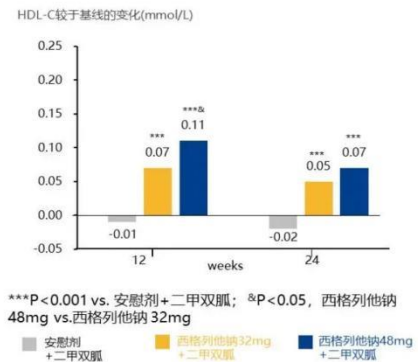
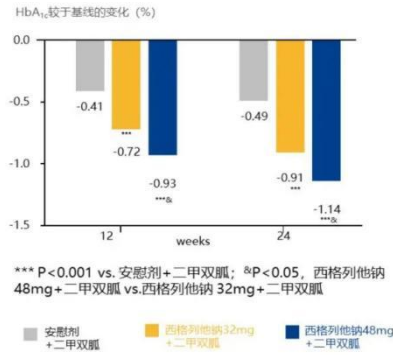
图17.西格列他钠可能成为合并高血脂风险的糖尿病人群治疗新选择

	安慰剂 (n=202)	西格列他钠片32mg (n=167)	西格列他钠片48mg (n=166)
基线 (%)	8.6 (0.7)	8.5 (0.7)	8.6 (0.7)
第24周	8.1 (1.3)	7.2 (1.0)	7.1 (1.2)
变化 (%)	-0.47 (-0.63, -0.31)	-1.32 (-1.48, -1.15)	-1.52 (-1.69, -1.34)
与安慰剂相比的 差异†	-	-0.87 (-1.10, -0.65)	-1.05 (-1.29, -0.81)
第52周时相对 基线的变化	-	-1.34 (1.16)	-1.57 (1.13)

	西格列汀100mg (n=248)	西格列他钠32mg (n=245)	西格列他钠片48mg (n=246)
基线 (%)	8.6 (0.7)	8.5 (0.7)	8.6 (0.7)
第24周	7.2 (1.0)	7.2 (1.0)	7.1 (1.1)
变化 (%)	-1.39 (-1.52~-1.26)	-1.4 (-1.53~-1.27)	-1.47 (-1.60~-1.34)
与西格列汀 的差异	-	-0.04 (-0.22~0.15)	-0.08 (-0.27~0.10)

†优效性定义为组间差异的95%CI上限<0.0%。



数据来源：Efficacy and safety of chiglitazar, a novel peroxisome proliferator-activated receptor pan-agonist, in patients with type 2 diabetes: a randomized, double-blind, placebo-controlled, phase 3 trial (CMAP)、EASD2023 等、财通证券研究所

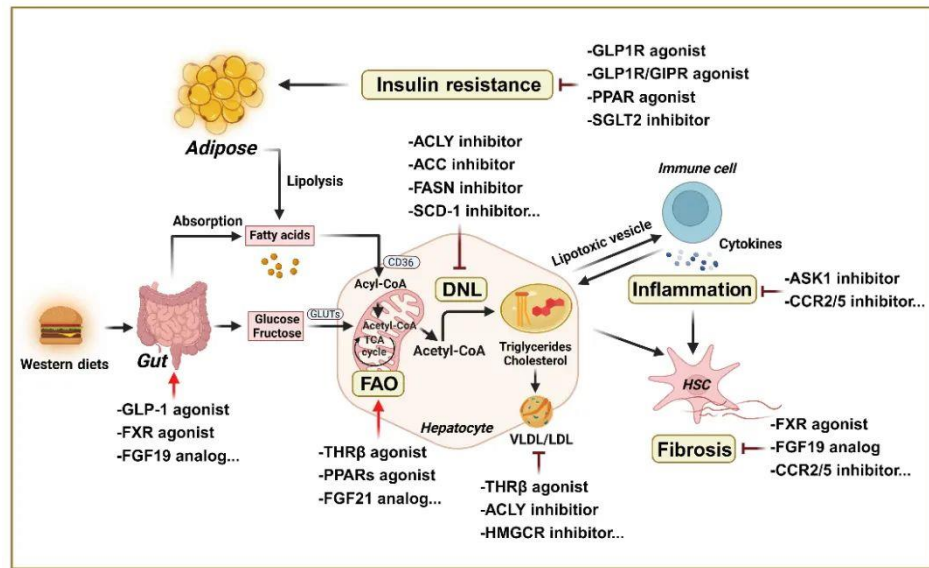
### 3.3 西格列他钠治疗 MASH 重要临床数据披露

#### 3.3.1 非酒精性肝炎市场概况

非酒精性脂肪肝 (NAFLD) 是由糖脂代谢紊乱诱发的以脂质过度积累、炎症和肝细胞损伤为特征的慢性肝脏疾病。自 2008-2018 年，中国 NAFLD 发病率急剧上升，患病率高达 29.2%，其中约 25% 会进展为代谢功能障碍相关脂肪性肝炎 (MASH)，如果未及时干预会发展成肝脏纤维化并进展为肝硬化或肝癌。

全球目前针对 MASH 治疗的靶点包括核受体激动剂 (THR β 激动剂、PPAR 激动剂、FXR 激动剂)、胰高血糖素样肽-1 受体 (GLP-1R) 激动剂、脂肪生成抑制剂 (乙酰辅酶 A 羧化酶、脂肪酸合成酶、硬脂酰-CoA 去饱和酶 1 和二酰基甘油酰基转移酶 2)、FGF 类似物以及其他新兴疗法，目前全球仅获批 Resmetirom (THR β 激动剂) 一款药物。

图18.MASH 治疗潜在策略



数据来源: pubmed、财通证券研究所

### 3.3.2 西格列他钠治疗 MASH 临床实验数据 (CGZ203 研究)

CGZ203 是一项在 MASH 患者中开展治疗的无创性临床 II 期探索研究, 入组患者为临床诊断的非酒精性脂肪性肝炎并伴有肝纤维化, 按照 2: 2: 1 的比例随即入组分别接受每天一次口服西格列他钠 48mg (n=42)、64mg (n=41) 和安慰剂 (n=21) 治疗, 治疗周期为 18 周。研究结果显示, 入组患者经过治疗后, MRI-PDFP 检测的肝脏脂肪含量相比基线分别下降 28.1% 和 39.5% (安慰剂组下降 3.2%), 其中肝脂肪含量下降比例超过 30% 的患者比例分别为 40.5% 和 65.9% (安慰剂组为 14.3%), 同时慢性炎症与肝脏损伤相关的血浆生化指标如 CK-18、肝转氨胆红素等在治疗后也明显下降。在肝脏纤维化相关的 Fibroscan LSM 评价中, 西格列他钠对肝脏硬度值具有剂量和时间依赖性的降低, 高剂量组在 18 周治疗后 LSM 值降幅达 2 Kpa。同时也表现出良好的安全性, 仅一例轻微水肿出现在低剂量组。

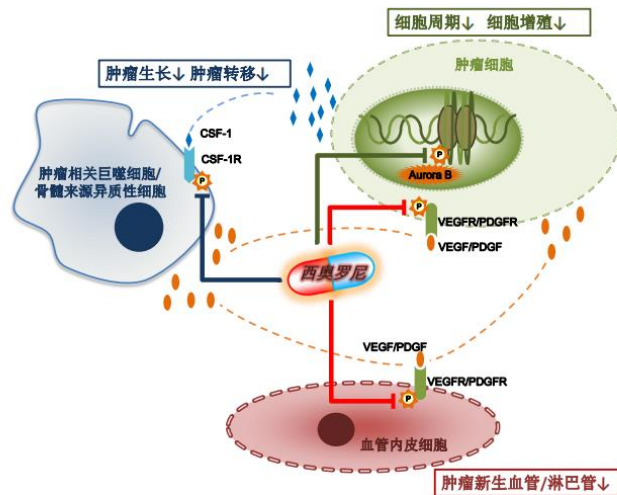
以上结果表明西格列他钠在 MASH 治疗中具有应用潜力, 值得进一步临床研究。西格列他钠治疗 MASH 的临床数据也入选了 2024 年美国肝病年会口头报告。然而 PPAR 激动剂的成药性还未得到验证, 仍具有一定风险。目前全球进展最快的 PPAR 全激动剂为 Lanifibranor, 目前处于临床 III 期阶段, 有望达到主要终点并获批上市。但也有 PPAR 激动剂三期实验未能达到主要终点, 如 Elafibrano (PPAR  $\alpha/\beta$  激动剂) 在三期试验 (NCT02704403) 中未能证明在纤维化不进展的情况下改善 MASH。

## 4 西奥罗尼: 潜在最佳的多激酶靶点抑制剂

### 4.1 西奥罗尼作用机理

西奥罗尼是公司自主设计和研发的多靶点多通路选择性激酶抑制剂，针对 VEGFR1,2,3、PDGFR  $\alpha/\beta$ 、CSF1R 和 Aurora B 均有显著的抑制活性，其独特的 Aurora B 抑制活性对于 SCLC 等神经内分泌肿瘤具有针对性的作用，属于小分子抗肿瘤原创新药。西奥罗尼可通过抑制肿瘤细胞有丝分裂/基因组稳定性、抑制肿瘤血管生成和调节肿瘤免疫微环境的三种活性机制，实现多通路机制的抗肿瘤药效，从而发挥综合抗肿瘤作用，具有相对同类机制药物更优异的动物药效活性和良好的安全性。

图19.西奥罗尼的作用机制



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

## 4.2 西奥罗尼小细胞肺癌适应症即将申请上市

### 4.2.1 安罗替尼治疗小细胞肺癌

小细胞肺癌（SCLC）约占全部肺癌的 13%-17%，其恶性程度高，预后差。与非小细胞肺癌相比，SCLC 缺乏明确的治疗靶点，目前治疗以放化疗为主。尽管 SCLC 对初始治疗非常敏感，但大多数 SCLC 患者在初始治疗后出现复发和耐药，这些患者在接受进一步的化疗后中位生存期只有 4-5 个月。根据《CSCO 小细胞肺癌诊疗指南 2024 年版》信息，目前三线以上小细胞肺癌的治疗药物严重不足，I 级推荐为安罗替尼，II 级推荐为 PD-1 抑制剂，急需新的治疗药物。

安罗替尼治疗三线以上小细胞肺癌的 II 期临床数据显示其相对安慰剂组延长 PFS 达 3.4 个月，取得较大进展，ORR 为 4.94%，DCR 显著提高为 71.60%，中位 OS 达 7.3 个月，相较安慰剂组延长 2.4 个月，取得明显 OS 获益。

安全性方面，安罗替尼组常见的不良反应为高血压（39.5%）、手足综合征（21.0%）、TSH 升高（17.3%）、白细胞计数降低（16.0%）等，整体的安全性可接受。

### 4.2.2 西奥罗尼治疗小细胞肺癌开拓新空间

美国癌症研究协会（AACR）2021 年壁报中公司披露了西奥罗尼后线治疗小细胞肺癌的 II 期（NCT03216343）研究结果，该研究共纳入 28 例已接受过铂类药物化疗和至少一种其他化疗药物治疗后进展的 SCLC 患者，所有患者接受西奥罗尼 50mg QD 治疗，直至疾病进展或出现不可接受的毒性。

患者基线符合要求，临床效果良好。28 例患者中，12 例既往接受了两种全身治疗方案，16 例接受了三种及以上治疗全身治疗方案，中位随访时间为 25.6 个月，研究者评估的 ORR 为 17.9%，DCR 为 64.3%。中位 PFS、DoR 和 OS 分别为 3.6 个月、8.2 个月和 8.4 个月。

西奥罗尼安全性良好。研究中 3-4 级不良事件为高血压（25%）、低钠血症（14.3%）、疲劳（7.1%）、腹泻（3.6%）、高甘油三酯血症（3.6%）、咳嗽（3.6%）和肢体疼痛（3.6%），没有与治疗有关的死亡，2 名患者由于 3 级疲劳中断治疗。

图20.西奥罗尼治疗 SCLC 的突破性临床数据

Table 1. Baseline Characteristics		Table 2. Efficacy analysis on the basis of investigator	
Characteristics	Chiauranib (n=28)	Characteristics	Chiauranib (n=28)
Median age, y (range)	55.5 (32-71)	Objective response, n (%; 95% CI)	5 (17.9, 6.06%-36.89%)
Male, n (%)	21 (75.0)	Best overall response, n (%)	
Prior systemic treatment regimens, n (%)		CR	0
2	12 (42.9)	PR	5 (17.9)
≥3	16 (57.1)	SD	13 (46.4)
ECOG, n (%)		PD	9 (32.1)
0	8 (28.6)	DCR	18 (64.3)
1	20 (71.4)	Duration of response, median (m)	8.2 (1.9, NE)
		Progression-free survival, median (m)	3.6 (0.9, 4.8)
		Overall survival, median (m)	8.4 (3.2, 10.1)

数据来源：AACR 2021、财通证券研究所

简单对比安罗替尼和西奥罗尼数据，西奥罗尼的 ORR 和 mOS 数据表现似乎更好，这可能与西奥罗尼独有的 Aurora B 激酶抑制作用相关，但由于西奥罗尼临床数据为单臂，具体效果还需要 III 期临床数据披露。

2024 年 4 月，西奥罗尼单药用于治疗小细胞肺癌的 III 期临床试验完成数据库锁定，预计 8 月向 CDE 递交 PreNDA 沟通材料。预计 2025 年可获批上市，西奥罗尼成功获批上市可为公司开拓新增长空间。

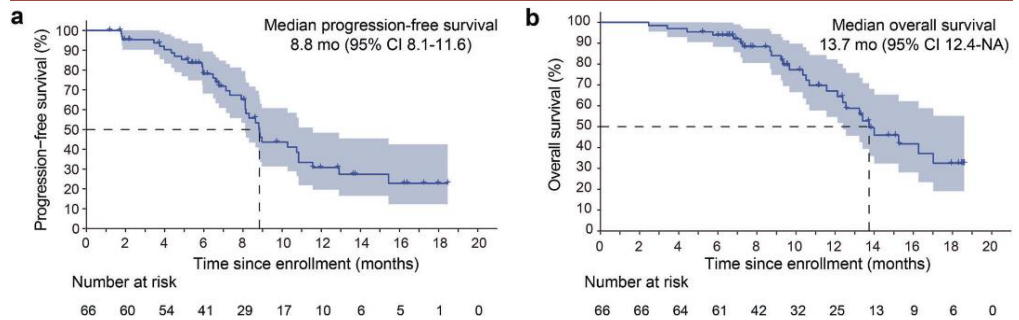
#### 4.2.3 安罗替尼联合免疫和化疗方案一线治疗转移性胰腺癌获重大突破

胰腺癌被称为“万癌之王”，早期症状不明显，80% 的患者确诊时已处于晚期，无法进行手术切除。目前该类患者主要以化疗为主，最新批准的化疗方案为 NALIRIFOX 含伊立替康脂质体的四药联合疗法，其总生存期也仅有 11.1 个月。最新 PAAG 研究（多中心、单臂、II 期）中，安罗替尼联合派安普利单抗（PD-1 抑制剂）和白蛋白结合型紫杉醇/吉西他滨治疗晚期转移性胰腺癌的临床疗效有了突破性进展。该研究截至 2024 年 2 月 15 日共纳入 66 名转移性胰腺癌患者，中位年龄 60.0 岁，肝转移发生率 70%。中位随访时间 13.3 个月，结果显示 ORR 达到

50%，DCR 为 95.5%，mPFS 为 8.8 个月，mOS 为 13.7 个月，相较之前相似临床研究该研究在 ORR 和 mOS 上均有较大突破。总体安全性可接受。

西奥罗尼的在研适应症中也包括胰腺癌治疗方案的开发，安罗替尼联合免疫化疗的治疗模式将为西奥罗尼开展胰腺癌相关临床试验提供指导作用，胰腺癌相较其他癌种，近几年虽有免疫抑制剂的上市不断提高肿瘤患者的生存时间，但胰腺癌的治疗始终没有大的突破。安罗替尼在胰腺癌上的重大突破将很有可能同样出现在西奥罗尼上。

图21.PAAG 临床试验表现出治疗胰腺癌的潜力



数据来源：中国医学论坛报、财通证券研究所

## 5 公司研发投入不断加大，研发管线梯度形成

### 5.1 AI+化学基因组学平台发掘更多潜在最佳小分子

公司是一家以核心技术驱动，构建具有全球竞争力产品线的原创新药企业。作为中国原创新药领域的先行者，秉持“原创、安全、优效、中国”的理念，致力于为患者提供临床急需的、具有革命性疗效的创新机制药物。公司已形成从早期探索性发现到商业化的完整产业链布局，为全球患者提供中国原创新药。

公司通过基于中国早期研究的全球开发策略，凭借深圳小分子早期研发中心和成都小分子早期研发中心汇聚的相关领域具有资深经验的顶尖科学家和团队，应用基于 AI 辅助设计与化学基因组学的整合式药物发现技术平台，打通了提升从基础研究到临床转化成功率的全过程，目前在中国有 2 个药 6 个适应症上市销售，在日本有 2 个适应症上市销售以及在中国台湾地区有 1 个适应症上市销售；且在肿瘤、代谢性疾病、自身免疫性疾病、中枢神经系统疾病及抗病毒五大领域布局了多个具有差异化优势和全球竞争力的研发项目。

图22.公司处于临床阶段的在研管线

药物名称	作用机制	适应症	临床前	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	上市申请	上市	来源	商业化权利
西达本胺 (爱谱沙®) Chidamide (Tucidinostat Epidaza®)	表观遗传调控剂 免疫调控剂 亚型选择性 HDACi (HDAC 1,2,3,10)	外周 T 细胞淋巴瘤 (难治复发)					2013.02	2014.12	自主研发 独家发现	中国大陆 港澳
		乳腺癌 (HR+/ 联合 AI)					2018.11	2019.11		
		弥漫大 B 细胞淋巴瘤 (一线/ 联合标准治疗)					2023.07	2024.04		
		结直肠癌 (联合信迪利单抗和贝伐珠单抗)								
		非小细胞肺癌 (替雷利珠单抗 BGC-A317)								
西格列他钠 (双洛平®) Chiglitazar (Carfloglitazar Bilesglu®)	新型胰岛素增敏剂 非 TZD 类、构象限制性 PPAR 全激动剂	2 型糖尿病 (饮食运动控制不佳)					2019.09	2021.10	自主研发 独家发现	全球
		2 型糖尿病 (联合二甲双胍)					2023.06	2024.07		
		非酒精性脂肪性肝炎								
		二甲双胍复方 (T2DM)								
		恩格列净复方 (T2DM)								
西奥罗尼 (奥尼沙®) Chlauranib (Ibcaertib Auraza®)	三通路靶向激酶 抑制剂 (Auroa B/VEGFRs/ CSF1R)	小细胞肺癌 (三线/ 单药)	中国						自主研发 独家发现	全球
		小细胞肺癌/ 晚期实体瘤 (Ib/Ila 单药)	美国							
		卵巢癌 (铂耐药/ 联合化疗)								
		三阴乳腺癌 (单药及联合用药)								
		恶性肉瘤 (STS)								
		胰腺癌								
		血液: 移植宿主病								
CS23546	PD-L1 小分子抑制剂	肿瘤						自主研发 独家发现	全球	
CS32582	酪氨酸激酶 2 (TYK2) 高选择性小分子变构抑制剂	银屑病						自主研发 独家发现	全球	
CS12192	JAK3/JAK1/TBK1 选择性激酶抑制剂	类风湿关节炎 (RA)	中国						自主研发 独家发现	全球
		多发性硬化症、斑秃								
		GVHD	美国							

数据来源: 公司公告、财通证券研究所

## 5.2 PD-L1+西达本胺/西奥罗尼或为新方向

CS23546 是公司自主研发的高效小分子 PD-L1 抑制剂, 通过结合 PD-L1 并诱导其内吞从而解除 PD-1/PD-L1 信号通路介导的免疫抑制活性, CS23546 在临床前研究中显示出良好的口服吸收和肿瘤组织局部富集的代谢特征, 单药针对不同肿瘤移植瘤模型均有显著抗肿瘤药效, 联合化疗或公司自有品种如西达本胺和西奥罗尼则可产生显著的协同抗肿瘤活性。目前, CS23546 的 I 期剂量爬坡正按计划进行中。

公司目前已有 3 款产品处于 I 期临床阶段。分别为 CS12192 (JAK3/JAK1/TBK1 选择性激酶抑制剂) 和 CS32582 (TYK2 高选择性小分子变构抑制剂) 布局自免领域, CS231295 (小分子多靶点蛋白激酶抑制剂) 布局实体瘤领域, 并且已有多个临床前阶段小分子表现出开发潜力。为公司的长期发展形成可接续的在研管线。

## 6 盈利预测与投资建议

### 6.1 药品销售收入预测

#### 6.1.1 西达本胺

**已获批三款适应症:** R/R 外周 T 细胞淋巴瘤 (PTCL), 根据 GLOBOCAN2020 统计数据, 中国 NHL 患病人数 92,834 人, 假设每年以 3% 增长。根据 CNKI 相关

文献报道，中国 R/R PTCL 占 NHL 患病人群 21.38%，该适应症 2014 年 12 月获批，已进入医保。联合芳香化酶抑制剂（AI）治疗 HR+/HER2-绝经后、经内分泌治疗复发或进展的局部晚期或转移性乳腺癌，根据国家癌症中心 2022 年数据，我国乳腺癌患病人数 357,200 人，假设每年以 3% 增长，根据文献报道，其中 72.7% 为 HR+/HER2-，30% 患者进入晚期，其中 47% 的患者处于绝经状态。该适应症 2019 年 11 月获批，未进入医保报销。一线联合 R-CHOP 治疗 DE-DLBCL 患者，根据流行病学数据，中国 DLBCL 患者占 NHL 人群 39%，其中 DE-DLBCL 占 DLBCL 患者人群的 33.69%。该适应症 2024 年 4 月获批，暂时未进入医保。

**年用药费用及用药时长：**目前西达本胺 322.42 元/片，假设每两年降价 10%。用药时长根据临床数据中的 mPFS 及 mOS 确定。

### 6.1.2 西格列他钠

**已获批适应症：**饮食运动控制不佳的 2 型糖尿病 2021 年 1 月获批，已进入医保，2024 年 7 月联合二甲双胍治疗 2 型糖尿病获批上市，医保报销适应症为 2 型糖尿病，视同医保内。根据文献报道，我国 2021 年 2 型糖尿病患者人数达到 115,845,778 人，且每年快速增长，假设每年以 3% 增长。

**年用药费用：**目前西格列他钠 2.92 元/片，假设每两年降价 10%。

### 6.1.3 西奥罗尼

**在研适应症：**目前在研适应症进展最快的为三线治疗小细胞肺癌，目前已进入整理数据准备提交 NDA 阶段，成功获批上市的概率为 90%。根据国家癌症中心 2022 年数据，我国肺癌发病人数 828,000 人，假设每年 3% 增长，其中 15% 为小细胞肺癌，由于小细胞肺癌恶性程度高、进展快、预后差，多数患者进入三期治疗。

**年用药费用及用药时长：**参考同类产品安罗替尼确定价格，根据临床实验数据确定用药时长。

表4.未来三年药品销售收入预测

年份	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>西达本胺</b>					
西达本胺销售收入估算（百万元）	470.75	472.00	496.89	570.37	619.80
yoy	20.82%	0.26%	5.27%	14.79%	8.67%
价格（5mg/片）	343	343	322.42	322.42	290.178
年用药费用（万元）	25.04	25.04	23.54	23.54	21.18
NHL 新发病人数	98,488	101,442	104,485	107,620	110,849
yoy	3%	3%	3%	3%	3%
年份	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>R/R 外周 T 细胞淋巴瘤</b>					

年份	2022	2023	2024E	2025E	2026E
占 NHL 比例	21.38%	21.38%	21.38%	21.38%	21.38%
PTCL 新发病人数	21,057	21,688	22,339	23,009	23,699
R/R PTCL 人数	6,317	6,507	6,702	6,903	7,110
用药时长 (月)	16	16	16	16	16
渗透率	21.40%	20.50%	22.00%	24.00%	26.00%
销售收入 (百万元)	451.32	445.30	462.69	519.9	522.11
<b>HR+/HER2-乳腺癌 (未纳入医保), 但零售价变化与医保价格一致</b>					
乳腺癌新发病人数	357,200	367,916	378,953	390,322	402,032
yoy	3%	3%	3%	3%	3%
HR+/HER2-绝经后、晚期 BC 发病人数	34,506	35,541	36,607	37,705	38,836
用药时长 (月)	9	9	9	9	9
渗透率	0.30%	0.40%	0.50%	0.70%	1.00%
销售收入 (百万元)	19.44	26.70	32.31	46.59	61.70
<b>1L MYC/BCL2 DLBCL (与 R-CHOP 联用)</b>					
占 NHL 比例	39%	39%	39%	39%	39%
DLBCL 发病人数	38,410	39,562	40,749	41,972	43,231
DE-DLBCL	12,940	13,329	13,728	14,140	14,565
用药时长 (月)	14	14	14	14	14
渗透率	-	-	0.05%	0.10%	1.00%
销售收入 (百万元)			1.88	3.88	35.99
<b>西格列他钠</b>					
西格列他钠 (预估) 销售收入 (百万元)	15.97	41.92	121.43	250.14	515.28
yoy	390.48%	162.39%	189.69%	106.00%	106.00%
价格 (16mg/片)	9.17	2.92	2.92	2.63	2.63
年用药费用 (元)	6694.10	2131.60	2131.6	1918.44	1918.44
2 型糖尿病患者人数	119,321,151	122,900,786	126,587,809	130,385,444	134,297,007
yoy	3%	3%	3%	3%	3%
渗透率	0.002%	0.016%	0.05%	0.10%	0.20%
<b>西奥罗尼</b>					
销售收入 (百万元)	0	0	0	0.29	2.94
yoy					930.00%
所处阶段	III 期	III 期	NDA	上市	上市
研发风险				90%	90%
肺癌新发病人数	828,000	852,840	878,425	904,778	931,921
小细胞肺癌新发病人数		127,926	131,764	135,717	139,788
用药时长 (月)		4	4	4	4
渗透率				0.01%	0.10%

数据来源: CNKI、Pubmed 等、财通证券研究所

公司西达本胺除 2024 年新获批适应症 DE-DLBCL 会带来销售收入增长外, 其在研适应症特别是针对三线以上 MSS/pMMR CRC 患者的三药联合疗法取得了

重大突破，该适应症市场空间大，竞品少，如能成功上市将为公司带来 26.15 亿元的峰值销售额。另外公司西达本胺也布局了一线非小细胞肺癌的适应症，该适应症如能获批上市，虽该赛道竞品较多，但也能为公司贡献一定收入，共同支持西达本胺成为公司大单品。

西格列他钠联合二甲双胍治疗 2 型糖尿病 2024 年 7 月获批，拓宽了西格列他钠的天花板，若能利用其安全性较好的优势从 TZDs 药物中获取更多市场份额，也将为公司带来不错的收入增长。MASH 适应症的开发也已进入 III 期临床，但由于 PPAR 泛激动剂治疗 MASH 并无已获批上市的先例，我们对此保持谨慎态度。

西奥罗尼对标安罗替尼，从已披露的小细胞肺癌临床数据来看，西奥罗尼似乎临床疗效要好于安罗替尼，但由于两者临床试验开展方法不同，西奥罗尼治疗小细胞肺癌的具体疗效还需要新的临床数据佐证，但安罗替尼的成功经验给了西奥罗尼后续临床开发以指引。另外最近安罗替尼联合免疫和化疗治疗转移性胰腺癌的突破性临床数据的披露，也提示西奥罗尼有可能成为治疗胰腺癌的潜力分子。

## 6.2 费率假设

### 6.2.1 毛利率

公司上市产品西达本胺及即将上市产品西奥罗尼均属于单价较高的创新药，毛利率较高。按照行业标准假设其毛利率为 85%-95%。上市产品西格列他钠属于慢病用药，单价较低，毛利率较低，假设其毛利率为 15%。

### 6.2.2 三大费率与所得税率假设

由于公司营销团队效率不断提升，2024 年公司销售费用率不断下降。随着后续三大核心产品适应症的不间断获批，新市场的开拓和销售团队的组建将使销售费用不断增加，在营业收入增长的情况下销售费用率呈下降趋势；公司为了提高运营效率，坚持降本增效，管理费用维持稳定。随着未来营业收入增加，管理费用率将保持下降趋势；2024 年公司正在进行多个 III 期临床的前期工作，今年前三季度研发费用有所下降。预计 2025 年和 2026 年会开展多个大型临床试验，研发费用会有所增长。由于公司未来几年出现亏损，所得税费率保持在较低水平，扭亏后维持在 15% 左右。

表 5. 公司费率假设

费率假设	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	46.34%	54.30%	46.00%	35.00%	25.00%
研发费用率	30.89%	51.64%	35.00%	30.00%	20.00%
管理费用率	14.17%	15.95%	12.00%	10.00%	7.50%
所得税率	15.44%	49.30%	-4.50%	-4.50%	15.00%

数据来源：Wind、财通证券研究所

综上，我们预测公司 2024-2026 年实现营业收入 6.73/8.76/11.93 亿元，归母净利润-1.44/-0.62/0.43 亿元。

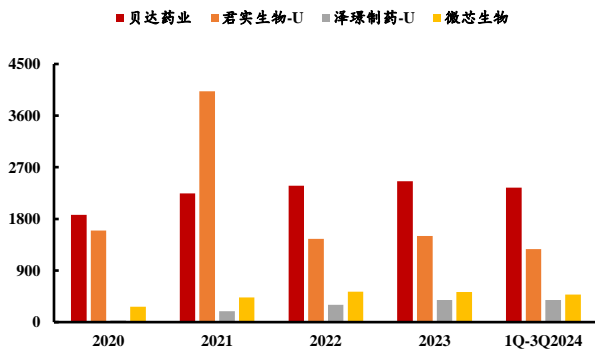
### 6.3 可比公司

公司已有两款产品上市，是深耕慢病和肿瘤领域的小分子创新药企业。选择同样有产品上市多年，深耕肿瘤领域的贝达药业，由于公司目前多个大临床的开展，后续将短暂处于亏损状态，选择同样处于亏损状态，研发投入较多处于成长阶段的君实生物和泽璟制药作为同行业可比公司。

可比公司营业收入对比，三家公司营业收入均处于增长趋势，其中君实生物 2021 年营业收入异常变动主要系产品授权带来的技术许可收入大幅增加，新增特许可收入。后续营业收入的增加均由产品销售驱动。

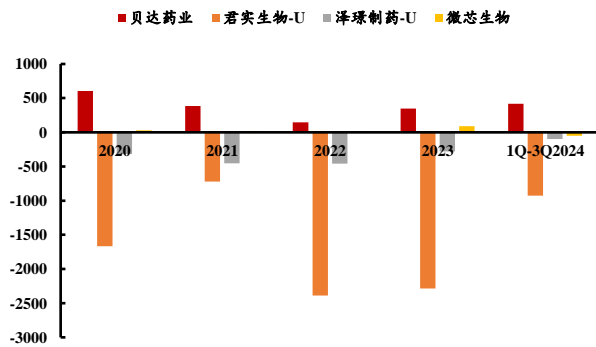
可比公司的归母净利润对比，其中仅贝达药业处于盈利状态，主要系多个产品上市销售所致。君实生物与泽璟制药均处于成长阶段，尚未盈利。公司 2020-2023 年为盈利状态，后续几年由于研发投入不断增加以及新市场的开拓，将短暂进入亏损状态。

图23.可比公司营业收入对比（百万元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

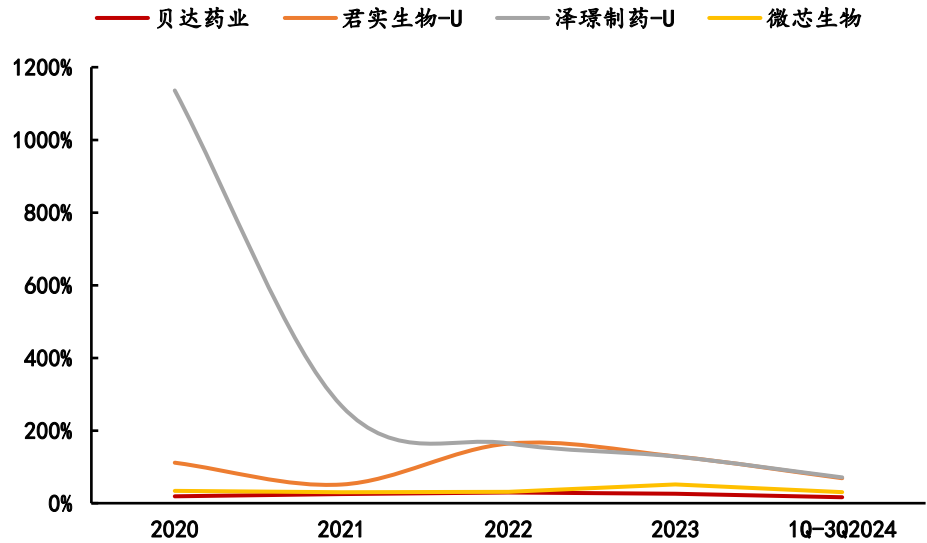
图24.可比公司归母净利润对比（百万元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

研发费用率为创新药公司对比的重要指标，其中泽璟制药由于 2020 年尚无产品上市销售，因此研发费用率较高。随着上市产品销售收入的增加，三家可比公司的研发费用率逐渐下降。

图25.可比公司研发费用率对比 (%)



数据来源: Wind、财通证券研究所

由于三家可比公司处于创新药公司成长的不同阶段, PS 差距较大, 故选择中位数作为可比公司的 PS。可比公司 2024-2026 年中位 PS 分别为 15.44/9.74/7.05 倍。公司 2024-2026 年的 PS 分别为 13.28/10.21/7.50 倍。

表6.可比公司估值比较

公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	营业收入预测 (亿元)					PS 预测				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
贝达药业*	46.00	195.00	23.77	24.56	30.28	36.89	44.75	8.20	7.94	6.44	5.29	4.36
君实生物-U*	29.68	295.00	14.53	15.03	19.11	30.29	41.83	20.30	19.63	15.44	9.74	7.05
泽璟制药-U	62.44	165.28	3.02	3.87	6	11.24	17.99	33.1	36.3	23.6	12.6	7.9
中位数								20.3	19.63	15.44	9.74	7.05
公司	23.95	89.43	5.30	5.24	6.73	8.76	11.93	17.04	17.24	13.28	10.21	7.50

数据来源: \*为 Wind 一致预期、各公司公告、财通证券研究所 (股价为 2024 年 11 月 18 日收盘价)

## 6.4 投资建议

基于公司西达本胺和西格列他钠两个适应症获批上市构成短期销售收入增长逻辑。在研适应症中西达本胺治疗 MSS/pMMR 型结肠癌患者的突破性临床数据, 西格列他钠治疗 MASH 进入 III 期临床以及西奥罗尼治疗三线小细胞肺癌适应症即将获批上市, 联合化疗治疗铂耐药卵巢癌进入 III 期, 治疗胰腺癌可行性已有安罗替尼获得超预期效果的成功经验将使西奥罗尼该适应症开展事半功倍。公司在研适应症市场规模较大, 竞品较少构成公司中长期销售收入增长逻辑。基于以上, 公司具有发展潜力, 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 6.73/8.76/11.93 亿元, 对应 PS 为 13.28/10.21/7.50 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 7 风险提示

**核心产品专利过期风险：**该风险为公司发展的首要风险，公司两大核心产品西达本胺化合物中国专利已于 2023 年 7 月 4 日到期，西格列他钠化合物中国专利将于 2028 年 6 月 17 日到期，公司虽已布局西达本胺晶型、制剂、质量控制等专利，最长专利保护期限可延长至 2042 年 8 月 30 日，但不排除公司专利被破解出现仿制药的可能性，若出现大量仿制药将对公司原研药物造成巨大冲击。

**商业化不及预期风险：**西达本胺及西奥罗尼未来有多个适应症获批上市，公司商业化能力进度将对公司的营收产生显著影响。

**临床试验结果不及预期：**公司目前主要商业价值体现在在研大适应症上，若大适应症临床试验结果不及预期不能上市或因此推迟上市时间，均会对公司市值产生较大影响。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>529.94</b>	<b>523.71</b>	<b>673.31</b>	<b>875.79</b>	<b>1193.02</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	29.99	56.97	135.56	248.64	476.57	营业收入增长率	23.1%	-1.2%	28.6%	30.1%	36.2%
营业税费	9.25	7.92	6.73	8.76	11.93	营业利润增长率	-28.2%	507.7%	-241.9%	56.9%	185.6%
销售费用	245.57	284.36	309.72	306.53	298.25	净利润增长率	-20.4%	408.1%	-262.0%	—	—
管理费用	75.09	83.54	80.80	87.58	89.48	EBITDA 增长率	61.5%	-308.3%	71.2%	287.2%	197.3%
研发费用	163.67	270.45	235.66	262.74	238.60	EBIT 增长率	8.8%	-1,108.8%	38.7%	88.2%	1,035.8%
财务费用	2.96	16.04	34.28	47.21	63.12	NOPLAT 增长率	-22.1%	-704.9%	26.3%	-88.2%	-861.2%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	52.0%	16.9%	-3.9%	8.8%	13.7%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.82</b>	<b>0.84</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	11.2%	8.5%	-16.0%	-4.3%	3.1%
投资和汇兑收益	1.58	281.19	-15.06	17.52	23.86	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>15.97</b>	<b>97.07</b>	<b>-137.76</b>	<b>-59.39</b>	<b>50.86</b>	毛利率	94.3%	89.1%	79.9%	71.6%	60.1%
加:营业外净收支	-0.82	-0.05	0.00	0.00	0.00	营业利润率	3.0%	18.5%	-20.5%	-6.8%	4.3%
<b>利润总额</b>	<b>15.16</b>	<b>97.02</b>	<b>-137.76</b>	<b>-59.39</b>	<b>50.86</b>	净利率	2.4%	9.4%	-21.4%	-7.1%	3.6%
减:所得税	2.34	47.83	6.20	2.67	7.63	EBITDA/营业收入	11.2%	-23.5%	-5.3%	7.6%	16.6%
<b>净利润</b>	<b>17.48</b>	<b>88.84</b>	<b>-143.96</b>	<b>-62.06</b>	<b>43.23</b>	EBIT/营业收入	3.2%	-32.3%	-15.4%	-1.4%	9.6%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	508.59	375.44	169.98	182.32	199.95	固定资产周转天数	449	509	368	298	243
交易性金融资产	291.07	216.72	242.72	262.72	282.72	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>165</b>	<b>280</b>	<b>270</b>	<b>207</b>	<b>195</b>
应收账款	153.47	195.88	179.55	233.54	318.14	流动资产周转天数	619	795	578	469	432
应收票据	1.34	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	90	120	100	85	83
预付账款	6.16	8.92	10.84	19.89	38.13	存货周转天数	263	239	213	232	228
存货	28.47	47.13	112.96	207.20	397.14	总资产周转天数	1627	2096	1689	1375	1146
其他流动资产	181.60	260.35	283.35	303.35	323.35	投资资本周转天数	1343	1779	1462	1150	940
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	1.2%	5.2%	-10.0%	-4.5%	3.0%
长期股权投资	29.83	268.94	252.94	252.94	252.94	ROA	0.6%	2.8%	-4.6%	-1.7%	1.1%
投资性房地产	43.79	120.37	168.66	221.15	276.86	ROIC	0.6%	-3.1%	-4.0%	-0.4%	2.9%
固定资产	787.77	692.22	684.24	767.09	843.69	费用率					
在建工程	308.10	360.81	360.81	503.09	477.93	销售费用率	46.3%	54.3%	46.0%	35.0%	25.0%
无形资产	202.80	183.99	339.99	309.99	279.99	管理费用率	14.2%	16.0%	12.0%	10.0%	7.5%
其他非流动资产	40.02	27.91	29.99	29.99	29.99	财务费用率	0.6%	3.1%	5.1%	5.4%	5.3%
<b>资产总额</b>	<b>2895.80</b>	<b>3203.25</b>	<b>3115.20</b>	<b>3576.75</b>	<b>4016.39</b>	三费/营业收入	61.1%	73.3%	63.1%	50.4%	37.8%
短期债务	185.78	130.11	17.09	309.34	659.38	<b>偿债能力</b>					
应付账款	0.32	8.98	10.75	19.71	37.78	资产负债率	45.6%	46.6%	53.9%	61.6%	64.7%
应付票据	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00	负权益比	83.8%	87.3%	116.8%	160.1%	183.2%
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.19	2.89	2.84	1.41	1.27
长期借款	221.85	490.73	672.73	672.73	672.73	速动比率	1.79	2.08	1.71	0.81	0.67
其他非流动负债	93.21	92.82	86.63	86.63	86.63	利息保障倍数	0.84	-4.86	-2.72	-0.25	1.76
<b>负债总额</b>	<b>1320.10</b>	<b>1493.35</b>	<b>1678.12</b>	<b>2201.74</b>	<b>2598.15</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	60.23	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	410.72	411.29	407.80	407.80	407.80	分红比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	53.99	142.83	-1.42	-63.48	-20.25	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>1575.70</b>	<b>1709.90</b>	<b>1437.08</b>	<b>1375.01</b>	<b>1418.24</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	0.04	0.22	-0.35	-0.15	0.11
净利润	17.48	88.84	-143.96	-62.06	43.23	BVPS(元)	3.69	4.16	3.52	3.37	3.48
加:折旧和摊销	42.46	45.62	67.98	78.62	83.56	PE(X)	511.2	100.9	—	—	206.9
资产减值准备	0.55	4.33	0.00	0.00	0.00	PB(X)	6.0	5.3	6.2	6.5	6.3
公允价值变动损失	-0.82	-0.84	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	15.66	17.58	38.03	48.91	64.94	P/S	17.0	17.2	13.3	10.2	7.5
投资收益	-1.58	-281.19	15.06	-17.52	-23.86	EV/EBITDA	157.6	-78.9	-282.1	155.0	53.9
少数股东损益	-4.67	-39.65	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-23.87	-38.04	-64.59	42.78	-285.50	PEG	—	0.2	—	—	1.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>43.30</b>	<b>-157.27</b>	<b>-82.82</b>	<b>90.73</b>	<b>-117.63</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-801.70</b>	<b>-375.01</b>	<b>-117.91</b>	<b>-326.73</b>	<b>-154.85</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>861.29</b>	<b>382.62</b>	<b>-4.43</b>	<b>248.33</b>	<b>290.10</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 11 月 18 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。