

买入
匹米替尼在 ESMO 公布优秀数据，创新管线不断丰富
和誉-B (2256.HK)

2025-10-27 星期一

【投资要点】

目标价：	22.06 港元
现 价：	14.85 港元
预计升幅：	48.5%

重要数据

日期	2025-10-27
收盘价 (港元)	14.85
总股本 (亿股)	6.80
总市值 (亿港元)	101
净资产 (亿元)	22.23
总资产 (亿元)	24.41
52 周高低 (港元)	19.78/3.26
每股净资产 (元)	3.27

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

深度报告：和誉-B-20250319

更新报告：和誉-B-20250807

➤ 全球 BIC 产品匹米替尼在 ESMO 公布优秀数据

匹米替尼数据在 2025 年 ESMO 会议公布，匹米替尼在全球 III 期 MANEUVER 研究中，针对腱鞘巨细胞瘤患者展示了长期疗效和安全性数据。在中位随访 14.3 个月时，依据 RECIST v1.1 标准及肿瘤体积评分评估的 ORR 达到 76.2% (95% CI: 63.8, 86.0)，中位缓解持续时间尚未达到（范围：0.03-19.81 个月）。截至第 73 周，患者相对关节活动度较基线改善达 23.9%。安慰剂组患者在第二部分改用匹米替尼后，ORR 达到 64.5%，临床结果评估也有所改善。已递交国内 NDA；FDA 的 NDA 申报有序进行中，预计 25 年 Q4 递交。匹米替尼第二个适应症：治疗慢性移植物抗宿主病患者的 II 期研究顺利推进中。

➤ 创新药研发加快推进，肝癌新药依帕戈替尼前景广阔

2025 年 8 月，口服 PD-L1 抑制剂 ABSK043 与艾力斯 KRAS G12C 抑制剂的联合用药 IND 申请获 CDE 批准，针对 KRAS G12C 突变的非小细胞肺癌(NSCLC) 患者；2025 年 3 月双方此前已合作探索 ABSK043 与艾力斯甲磺酸伏美替尼片联合治疗晚期 NSCLC，首例患者给药于 2024 年 12 月完成。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。ABSK211 (泛 KRAS 抑制剂)：已经进入 IND 申请阶段。ABSK141 (KRAS G12D)：有望于 2025 年下半年获得 IND 批准。依帕戈替尼单药已经开展用于治疗 FGF19 过表达的晚期肝细胞癌注册性临床试验。于 2025 年 6 月完成注册性研究的首例患者给药。计划入组约 141 名患者。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；联合阿替利珠单抗于 25 年 7 月在 ESMO-GI 大会上发布的 II 期研究结果，220 mg BID 剂量组中 ORR $\geq 50\%$ ，PFS ≥ 7 个月。

给予“买入”评级，目标价 22.06 港元/股

公司是小分子创新药龙头。预计 2025-27 年收入分别为人民币 6.50 亿、6.80 亿、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 22.06 港元，给予买入评级，较现价有 48.5% 的升幅。

人民币百万元	FY2023	FY2024	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%
归母净利润	-431.58	28.30	96.70	110.75	142.41
同比增长 (%)	-12.92%	100.00%	241.71%	14.52%	28.59%
每股盈利	-0.63	0.04	0.14	0.16	0.21
PE@14.85HKD	-21.52	328.23	96.05	83.87	65.78

数据来源:Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

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

【報告正文】

➤ 全球 BIC 產品匹米替尼在 ESMO 公布優秀數據

匹米替尼數據在 2025 年 ESMO 會議公布，匹米替尼（ABSK021）在全 球 III 期 MANEUVER 研究中，針對腫瘤巨細胞瘤患者展示了長期療效和安全性數據。在中位隨訪 14.3 個月時，依據 RECIST v1.1 標準及腫瘤體積評分（TVS）評估的客觀緩解率（ORR）達到 76.2%（95% CI: 63.8, 86.0），中位緩解持續時間（mDOR）尚未達到（範圍：0.03-19.81 個月）。截至第 73 周，患者相對关节活動度較基線改善達 23.9%。安慰劑組患者在第二部分改用匹米替尼後，ORR 达到 64.5%，臨床結果評估也有所改善。已遞交國內 NDA；FDA 的 NDA 申報有序進行中，預計 25 年 Q4 遞交。匹米替尼第二個適應症：治療慢性移植物抗宿主病患者的 II 期研究順利推進中。

➤ 別創藥研發加快推進，肝癌新藥依帕戈替尼前景廣闊

2025 年 8 月，口服 PD-L1 抑制剂 ABSK043 與艾力斯 KRAS G12C 抑制剂的聯合用藥 IND 申請獲 CDE 批准，針對 KRAS G12C 突變的非小細胞肺癌（NSCLC）患者。2025 年 3 月雙方達成合作協議，此前已合作探索 ABSK043 與艾力斯甲磺酸伏美替尼片（艾弗沙）聯合治療晚期 NSCLC，首例患者給藥於 2024 年 12 月完成。公司自主研發的口服小分子 PD-L1 抑制剂，通過阻斷 PD-1/PD-L1 通路激活 T 細胞，臨床前數據與已獲批 PD-L1 抗體療效相當。臨床數據：口服 PD-L1 抑制剂在 49 名療效可評估的未經腫瘤免疫治療的患者中，在活性劑量（600-1000mgBID）中，ABSK043 的 ORR 達 20.4%。在患者組中，15 名未經腫瘤免疫治療的 NSCLC 患者的 ORR 達 33.3%，DCR 達 73.3%。在 PD-L1 高表達（TPS ≥50%）的 NSCLC 患者（包括存在 EGFR 或 KRAS 突變的患者）中觀察到更好療效，顯示 ORR 達 41.7%。正在開展 ABSK043 聯合伏美替尼治療 EGFR 突變 NSCLC 的 II 期臨床研究。ABSK061 处於二期臨床階段，2025 年 6 月完成首例患者入組；胃癌：ABSK061 + ABSK043 聯合針對 1L 胃癌正在進行中，061 在軟骨發育不全症及多種癌症方面潛力大，市場空間廣闊。

依帕戈替尼單藥已經開展用於治療 FGFR19 過表達的晚期肝細胞癌註冊性臨床試

验。于 2025 年 6 月完成注册性研究的首例患者给药。计划入组约 141 名患者。

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；联合阿替利珠单抗于 25 年 7 月在 ESMO-GI 大会上发布的 II 期研究结果，220 mg BID 剂量组中 ORR $\geq 50\%$ ，PFS ≥ 7 个月。依帕戈替尼成药概率极大，国内外峰值超 100 亿元。

KRAS 抑制剂方面。ABSK211（泛 KRAS 抑制剂）：已经进入 IND 申请阶段。对多种 KRAS 突变具有广泛抑制作用，且效力卓越，同时不损伤 KRAS 非依赖性细胞系即使在极低暴露水平下，仍观察到显著的体内疗效。药物代谢动力学 (DMPK) 特性良好，安全性佳。IND 申报相关研究正在进行中，预计 2026 年进入临床阶段。ABSK141（KRAS G12D）：有望于 2025 年下半年获得 IND 批准，潜在同类最佳口服生物利用度 KRAS-G12D 抑制剂。KRASG12D 在包括胰腺导管腺癌(PDAC)、结直肠癌(CRC)和非小细胞肺癌。(NSCLC)等高未满足需求人群中普遍存在。ABSK141 在小鼠、大鼠和狗中的潜在同类最佳口服生物利用度。有强大的效力和选择性。在包括 PDAC 和 CRC 在内的各种 CDX 模型中具有体内疗效。KRAS 抑制剂技术壁垒高，公司在小分子研发有优势，应用前景广阔。公司研发加快推进，包括匹米替尼 TGCT 适应症在 FDA 的 NDA 申报预计 25 年 Q4 递交等各种催化剂如下图所示。

图 1：公司预计在 2025 年按照计划实现的目标

管线	靶点	临床试验	阶段	事件	2025
					目标
临床阶段					
Pimicotinib (ABSK021)	CSF-1R	TGCT	NDA	<ul style="list-style-type: none"> 向中国 NMPA 递交 NDA 向美国 FDA 递交 NDA 	✓ Mid25 2H25
Irpagratinib (ABSK011)	FGFR4	2L HCC, 单药 1L/2L HCC, 联合	Pivotal Phase II	<ul style="list-style-type: none"> 关键注册临床试验启动 扩展临床 II 期试验数据读出 	✓ Mid25 ✓ 2Q25
ABSK043	PD-L1	1L/2L NSCLC, 联合	Phase I	初步安全性数据读出	4Q25
ABSK061	FGFR2/3	软骨发育不全症	Phase I	临床 I 期试验启动	✓ 2Q25
ABSK121	FGFR resistant mut	实体瘤	Phase I	初步安全性数据读出	4Q25
ABSK131	PRMT5*MTA	多种肿瘤	Phase I	临床 I 期试验启动	✓ 3Q25
IND申请					
ABSK141	KRAS G12D	实体瘤	IND申请	<ul style="list-style-type: none"> IND 递交 	3Q25

资料来源：公司官网演示材料、国元证券经纪（香港）整理

➤ 给予“买入”评级，目标价 20.06 港元/股

公司是小分子创新药龙头，公司启动 2 亿港元的回购，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 亿、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 20.06 港元，给予买入评级，较现价有 48.5% 的升幅。

【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
- (3) 国际形势复杂度超预期，创新药国际化进度低于预期

【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	1.00	1.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	0.24	
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	695.13	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%	100.0%
EBITDA 利率 (%)	-2156.3%	19.2%	22.1%	24.8%	27.9%	
净利润率 (%)	-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/总资产率	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

投资评级定义及免责条款

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着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，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。本报告清晰准确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) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>