

买入

创新药研发加快开展，商业化和 BD 同步推进

和誉-B (2256.HK)

2026-10-22 星期四

【投资要点】

目标价：**15.19 港元**现价：**7.035 港元**预计升幅：**116.0%**

重要数据

日期	2026-10-22
收盘价 (港元)	7.035
总股本 (亿股)	7.26
总市值 (亿港元)	51
净资产 (亿元)	21.80
总资产 (亿元)	26.95
52 周高低 (港元)	19.78/6.91
每股净资产 (元)	3.01

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 9.71%

GIC Private Limited 占比 6.04%

Qiming Venture Partners 占比 5.53%

相关报告

深度报告：和誉-B-20250319

更新报告：和誉-B-20251027

➤ ABSK061 儿童软骨发育不全 II 期数据优秀

2026 年 9 月 21 日，公司披露自研口服选择性 FGFR2/3 抑制剂 (ABSK061) 用于儿童软骨发育不全的 II 期研究 (ABSK061-202) 初步结果：在起始的最低剂量组 (0.064 mg/kg、每日一次) 中，6 岁及以上患儿用药 27 周后，年化身高增长速度 (AHV) 较基线平均提升 2.4 厘米/年，应答率 (AHV 较基线提高不低于 25%) 为 100%；研究期间未见严重不良事件 (SAEs)，无因不良事件停药，耐受性总体良好。ABSK061 已就 ACH 适应症获得美国 FDA 的罕见儿科疾病认定 (RPDD) 与孤儿药认定 (ODD)，并于 2026 年 3 月取得 FDA 的 IND 批准，全球临床开发同步启动。

➤ 创新药研发加快推进，前景广阔

2026 年 6 月，公司与礼来订立多靶点战略研究合作及授权协议，潜在总额约 19 亿美元，并按产品年度净销售额享有阶梯式提成，BD 形态从单资产授权升级为平台化、连续性的早期研发合作；2026 年 7 月，公司与阿斯利康达成战略合作，联合开展 ABSK043 与第三代 EGFR-TKI 奥希替尼 (泰瑞沙®) 治疗 EGFR 突变合并 PD-L1 阳性局部晚期/转移性 NSCLC 的 I/II 期研究。2026 年 8 月 31 日，pan-KRAS 抑制剂 ABSK211 的 I 期研究完成首例患者给药 (此前已获美国 FDA 与中国 NMPA 的 IND 批准)；KRAS G12D 抑制剂 ABSK141 已于 2026 年 3 月完成 I 期首例给药；依帕戈替尼 (ABSK011) 针对 FGF19 过表达晚期 HCC 的注册性研究在国内 50 余家中心推进中，有望明年 NDA，28 年商业化，市场空间广阔。

➤ 匹米替尼商业化开局良好，收入有望持续增长

2026 年上半年公司收入人民币 9,726.5 万元，来源为贝捷迈® (匹米替尼，ABSK021) 自 2026 年 3 月起由合作方默克在中国正式商业化所形成的销售分成，以及首张处方触发的里程碑款；其中授权收入 9,318.1 万元 (里程碑款 9,200 万元、首批销售分成约 110 万元)，其他收入 408.4 万元。

➤ 给予“买入”评级，目标价 15.19 港元/股

公司是小分子创新药龙头。预计 2026-28 年收入分别为人民币 3.95 亿、6.50 亿、7.60 亿元，净利润分别为-1.46 亿、0.36 亿、0.90 亿元，根据 DCF 模型，目标价 15.19 港元，给予买入评级，较现价有 116.0% 的升幅。

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	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
营业额	504.0	612.1	395.0	650.0	760.0
同比增长 (%)	2544.28%	21.45%	-35.47%	64.56%	16.92%
归母净利润	28.30	55.26	-145.98	35.55	89.55
同比增长 (%)	NA	95.27%	NA	NA	151.91%
每股盈利	0.04	0.08	-0.21	0.05	0.13
PE@7.035HKD	145.37	74.45	-28.18	119.26	47.13

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ ABSK061 儿童软骨发育不全 II 期数据优秀

2026 年 9 月 21 日，公司披露自研口服选择性 FGFR2/3 抑制剂（ABSK061）用于儿童软骨发育不全的 II 期研究（ABSK061-202）初步结果：在起始的最低剂量组（0.064 mg/kg、每日一次）中，6 岁及以上患儿用药 27 周后，年化身高增长速度（AHV）较基线平均提升 2.4 厘米/年，应答率（AHV 较基线提高不低于 25%）为 100%；研究期间未见严重不良事件（SAEs），无因不良事件停药，也未出现与 FGFR1 或 FGFR2 抑制相关的高磷血症、角膜毒性等事件，耐受性总体良好。目前前 3 个剂量组的初步安全性评估已经完成，公司计划于 2026 年底读出 6 个月疗效与安全性数据，据此确定关键/注册研究方案。ABSK061 已就 ACH 适应症获得美国 FDA 的罕见儿科疾病认定（RPDD）与孤儿药认定（ODD），并于 2026 年 3 月取得 FDA 的 IND 批准，全球临床开发同步启动。肿瘤端，ABSK061 联合口服 PD-L1 抑制剂 lumipodlin（ABSK043）加减化疗、一线治疗 FGFR2 扩增/过表达胃癌及胃食管结合部癌（GC/GEJC）的 II 期研究中，2026 年 ASCO 披露的 10 例初治 FGFR2 阳性患者客观缓解率（ORR）达 90%。

➤ 创新药研发加快推进，前景广阔

2026 年 6 月，公司与礼来订立多靶点战略研究合作及授权协议，潜在总额约 19 亿美元，并按产品年度净销售额享有阶梯式提成，BD 形态从单资产授权升级为平台化、连续性的早期研发合作；2026 年 7 月，公司与阿斯利康达成战略合作，联合开展 ABSK043 与第三代 EGFR-TKI 奥希替尼（泰瑞沙®）治疗 EGFR 突变合并 PD-L1 阳性局部晚期/转移性 NSCLC 的 I/II 期研究。2026 年 8 月 31 日，pan-KRAS 抑制剂 ABSK211 的 I 期研究完成首例患者给药（此前已获美国 FDA 与中国 NMPA 的 IND 批准）；KRAS G12D 抑制剂 ABSK141 已于 2026 年 3 月完成 I 期首例给药。

依帕戈替尼（ABSK011）针对 FGF19 过表达晚期 HCC 的注册性研究在国内 50 余家中心推进中，有望明年 NDA，28 年商业化，市场空间广阔。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。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。该亚型预后通常较差，而现有方案缺乏针对 FGF19-FGFR4 通路的精准药物。公司正推进依帕戈替尼用于既往接受全身治疗、FGF19 过表达晚期或不可切除 HCC 的注册性研究，设计为多中心、随机、双盲、安慰剂对照，计划入组约 141 例，主要终点为 ORR，目前国内 50 余家中心在组，并于 2026 年 2 月完成全球多中心 I 期研究首例美国患者给药。该产品已获中国 NMPA CDE 突破性疗法认定（2025 年 5 月）与美国 FDA 快速通道认定（2025 年 12 月）。2026 年 3 月，公司启动依帕戈替尼联合特瑞普利单抗及贝伐珠单抗生物类似药的一线 HCC II 期研究，若三联方案能在疗效与安全性之间取得平衡，其商业空间将明显大于后线单药。

图 1：公司重点管线及展望

Core Pipeline	Indication	Feature	2026	2027E	2028E	2029E	2030E
Pimicotinib (ABSK021)	TGCT	BIC	NDA/ Commercial	Commercial	Commercial	Commercial	Commercial
	cGVHD	BIC	Phase II/III				Commercial
Irpagratinib (ABSK011)	2L+ HCC	FIC	Registrational	NDA	Commercial	Commercial	Commercial
	1L HCC	FIC	Phase II/III				NDA
Lavengratinib (ABSK061)	ACH	BIC	Phase II				NDA
	1L GC	FIC	Phase II				NDA
Lumipodlin (ABSK043)	1L EGFRm NSCLC	FIC	Phase II				NDA
	1L KRAS-G12Cm NSCLC	FIC	Phase II				NDA

↓

展望亮点：

FY26: Pimicotinib 中国及全球其他地区（含美国）NDA 里程碑付款及特许权使用费收入

↓

FY28: Irpagratinib 中国商业化上市

↓

FY30: 4 个商业化/NDA 阶段产品覆盖 8 个适应症，峰值销售潜力 **超过 110 亿美元**¹

资料来源：公司官网演示材料、国元证券经纪（香港）整理

➤ 匹米替尼商业化开局良好，收入有望持续增长

2026 年上半年，公司收入为人民币 9,726.5 万元，主要来自核心产品贝捷迈®（盐酸匹米替尼胶囊，ABSK021）在中国上市后的销售收入及销售分成。贝捷迈®于 2025 年 12 月获中国 NMPA 批准，用于腱鞘巨细胞瘤（TGCT）成年患者，为国内首个获批的 CSF-1R 抑制剂；2026 年 3 月起借助默克（Merck KGaA, Darmstadt, Germany）的中国商业化体系铺开销售。报告期内，公司因首张处方取得 9,200 万元里程碑款，并获首批约 110 万元销售分成，收入结构由一次性

授权收入进一步向商业化里程碑与持续销售提成过渡。2026 年 1 月，美国 FDA 正式受理贝捷迈®治疗 TGCT 的 NDA，海外首个批准有望落地。按与默克的协议，公司可获取合计最高约 6.055 亿美元的首付款、选择权行使费及开发与商业化里程碑，并就贝捷迈®年度净销售额收取两位数提成；2024 年、2025 年已分别收到 7,000 万美元首付款与 8,500 万美元全球选择权行使费。由于默克承担全球商业化，公司无需自建大规模销售队伍，可以较轻的商业化投入保留里程碑与销售分成收益。

➤ **给予“买入”评级，目标价 15.19 港元/股**

公司是小分子创新药龙头，公司开展持续的回购，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 2026-28 年收入分别为人民币 3.95 亿、6.50 亿、7.60 亿元，净利润分别为-1.46 亿、0.36 亿、0.90 亿元，根据 DCF 模型，目标价 15.19 港元，给予买入评级，较现价有 116.0%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

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	19.1	504.0	612.1	395.0	650.0	760.0
销售成本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
毛利	19.1	504.0	612.1	395.0	650.0	761.0
其他收入	87.4	104.1	109.8	30.0	30.0	31.0
分销开支	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
行政费用	-96.40	-74.21	-75.77	-77.29	-78.83	-80.41
经营盈利	-429.41	78.03	119.80	-175.98	26.34	87.39
财务开支	-2.17	-1.60	-3.33	30.00	30.30	30.60
应占联营公司利润						
研发费用	-433.74	-451.38	-508.44	-523.69	-570.83	-622.20
其他开支	-5.71	-3.00	-17.88	0.00	-4.00	-3.00
税前盈利	-431.58	78.03	116.47	-145.98	40.64	103.00
所得税	0.00	-49.73	-61.21	0.00	-6.10	-15.45
少数股东应占利润	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
净利润	-431.58	28.30	55.26	-145.98	35.55	89.55
折旧及摊销	18.42	23.57	22.32	22.77	23.22	23.69
EBITDA	-410.99	101.60	142.12	-153.21	49.57	111.08
增长						
总收入 (%)	NA	2544.28%	21.45%	-35.47%	64.56%	16.92%
EBITDA (%)	-13.86%	NA	39.88%	NA	NA	124.11%
净利润 (%)	-12.92%	NA	95.27%	NA	NA	151.91%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	578.08	289.53	749.00	608.98	660.71	741.67
交易性金融资产	0.92	0.23	72.51	73.24	73.97	74.71
应收账款	68.99	61.00	27.75	28.03	28.31	28.59
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	7.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	655.43	350.76	849.26	710.24	762.98	844.97
固定资产	34.26	29.35	4464.99	4465.99	4466.99	4467.99
贷款	39.72	57.27	-4239.13	-4229.89	-4220.09	-4209.70
非流动资产	73.98	86.62	225.86	236.10	246.90	258.29
总资产	729.41	437.38	1075.12	946.34	1009.88	1103.26
流动负债	109.17	135.44	427.08	143.33	151.75	160.67
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期银行贷款	-1.00	0.00	1.00	2.00	3.00	4.00
其他短期负债	110.17	135.44	426.08	141.33	148.75	156.67
非流动负债	25.11	13.27	3.15	3.18	4.21	5.25
长期银行贷款	-1.00	0.00	1.00	2.00	3.00	4.00
其他负债	26.11	13.27	2.15	1.18	1.21	1.25
总负债	134.28	148.71	430.23	146.51	155.96	165.92
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
股东权益	595.13	288.67	644.89	799.83	853.92	937.34

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力						
毛利率 (%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.1%
EBITDA 利率 (%)	-2156.3%	20.2%	23.2%	-38.8%	7.6%	14.6%
净利率 (%)	-2264.3%	5.6%	9.0%	-37.0%	5.5%	11.8%
ROE	-72.52%	9.80%	8.57%	-18.25%	4.16%	9.55%
ROA	-59.17%	6.47%	5.14%	-15.43%	3.52%	8.12%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	505.77%	14.72%	12.38%	19.57%	12.13%	10.58%
实际税率 (%)	0.00%	63.73%	52.55%	0.00%	15.00%	15.00%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
库存周转天数	162.16	97.36	58.16	59.16	60.16	61.16
应付账款天数						
应收账款天数	1321.16	44.18	16.55	25.90	15.90	13.73
财务状况						
净负债/资产负债率	0.18	0.34	0.40	0.15	0.15	0.15
收入/总资产	0.03	1.15	0.57	0.42	0.64	0.69
总资产/股本	1.23	1.52	1.67	1.18	1.18	1.18

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-431.58	28.30	55.26	-145.98	35.55	89.55
折旧与摊销	18.42	23.57	22.32	22.77	23.22	23.69
营运资本变动	-20.60	7.59	4.25	4.34	4.42	4.51
其他非现金调整	-10.97	-72.39	-2.53	-2.58	-2.63	-2.68
营运现金流	-444.73	-12.93	79.30	-121.46	60.56	115.06
资本开支	-12.25	-7.40	-5.53	-5.64	-5.75	-5.87
其他投资活动	390.77	-189.11	217.47	-230.47	-235.08	-239.78
投资活动现金流	378.52	-196.51	211.94	-236.11	-240.84	-245.65
负债变化	-9.45	-9.46	281.38	287.01	292.75	298.60
股本变化	8.42	6.53	4.81	4.91	5.00	5.10
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动	-15.08	-77.93	-99.30	-101.29	-103.31	-105.38
融资活动现金流	-16.11	-80.86	186.89	190.63	194.44	198.33
汇率变动影响	5.00	6.00	7.00	7.00	8.00	9.00
现金变化	-63.77	-288.56	459.49	-140.02	51.73	80.96
期初持有现金等价物	641.84	578.07	289.51	749.00	608.98	660.71
期末持有现金等价物	578.07	289.51	749.00	608.98	660.71	741.67

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

免责声明

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著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) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>