



卫材：全球神经/肿瘤创新药巨头

日本特色企业巡礼之二

日本特色企业巡礼是我们推出的关于海外特色企业分析的系列，由于和国内企业业务存在竞争或者是全球的龙头企业，日本企业的发展经历对于国内企业或具备借鉴意义。本系列的第二家是处于日本创新药第一梯队的卫材（エーザイ），我们邀请其和国内投资者进行了交流。无论是收入利润体量，还是日本国内给予的市值和 PE，卫材均在前 5 的水平。正如卫材的口号 HHC（human health care-关心人类健康是我们的目标），其在精神疾病创新药领域也选择了一条披荆斩棘的道路-阿尔茨海默症这一火线前沿。

卫材是日本排名前 5 的创新药巨头。公司成立于 1941 年，是一家在全球范围开展研发、生产、分销和营销业务的制药公司，产品以神经领域、肿瘤领域的创新药为主。公司于 1961 年在东京和大阪证券交易所首批上市。2019 年公司实现营业收入 63.99 亿美元，归母净利润 11.20 亿美元，分别同比增长 10.4% 与 95.9%。同年研发开支 12.9 亿美元，占收入比重的 20.2%，最新市值约为 260 亿美元。

研发+海外布局是公司成为世界级药企的关键。1941 年成立至今，卫材的发展经历了 3 个阶段，其中第二阶段（即 80 年代末到 2000 年研发和海外布局）是关键阶段。第二阶段核心驱动力先后来自于：①80 年代开始日本国内进入医保控费阶段，卫材制定研发投入的 5 年计划，先后在美国和欧洲建立研发机构，形成了横跨日本、美国和欧洲的三中心研发网络，期间收获了许多重磅品种，峰值收入时期合计年收入达 45 亿美元，占当年收入的 60%。②医保控费导致日本国内医药工业增速下滑，1995 年-2000 年医药工业持续零增长，卫材加大海外业务拓展，海外业务占比从不到 5% 提高到 31.4%，维持了业务的稳定性。

深耕神经和肿瘤领域铸就未来的成长路径。卫材将神经病学和肿瘤学疾病定位为重要研发领域，2019 年两个板块收入占比达到 32.0% 和 29.2%。①肿瘤领域目前的重磅炸弹是仑伐替尼，目前已经获批肝癌、肾癌、甲状腺癌等适应症，2019 年收入为 10.5 亿美元，过去 5 年复合增速为 77%。目前重点绑定 Keytrude 进行适应症开发，预计 2024 年峰值收入将超过 40 亿美元。②Aducanumab、BAN2401 为针对阿尔茨海默症的 β 淀粉样蛋白单抗。阿尔茨海默症药物研发难度极高，是药物研发领域著名的“死亡之谷”；自 2002 年以来，各大药企在该方向药物研发先后投入了 2500 多亿美元，但 FDA 历史上仅批准 6 个产品，公司这 2 个产品有望在 2022 年上市。

借鉴日本，看好国内创新药头部企业。带量采购冲击之下，中国医药行业研发投入持续增加，行业研发占收入的比重从 1.71% 提高到 2.93%，行业进入收获期。但是企业研发投入存在明显的分化，研发龙头的研发收入比远高于行业水平。2018 年研发投入前 5 的企业中，我们看好具备创新基因的恒瑞医药、中国生物制药、石药集团、信达生物等企业。

风险提示：管线产品研发失败风险；核心产品专利到期风险；疫情反复风险。

证券研究报告

2020 年 09 月 14 日

相对市场表现



分析师

医药研究团队

吴文华

wenhua.wu@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720519120005

沈泽宇 研究助理

zeyu.shen@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720120050004

正文目录

卫材：日本头部创新药企.....	3
发展历史：研发+海外驱动成长	6
从 OTC 到创新药的日本制药巨头	6
海外合作研发是卫材成功的关键	8
多奈哌齐和雷贝拉唑是重磅驱动品种	11
卫材的未来：深耕肿瘤+神经领域.....	13
肿瘤和神经用药是卫材的优势领域.....	13
仑伐替尼	15
研发管线：重点突破，内外协同	18
Aducantumab.....	20
BAN2401.....	22
中日对比：创新药头部企业 PK	23
风险提示	24

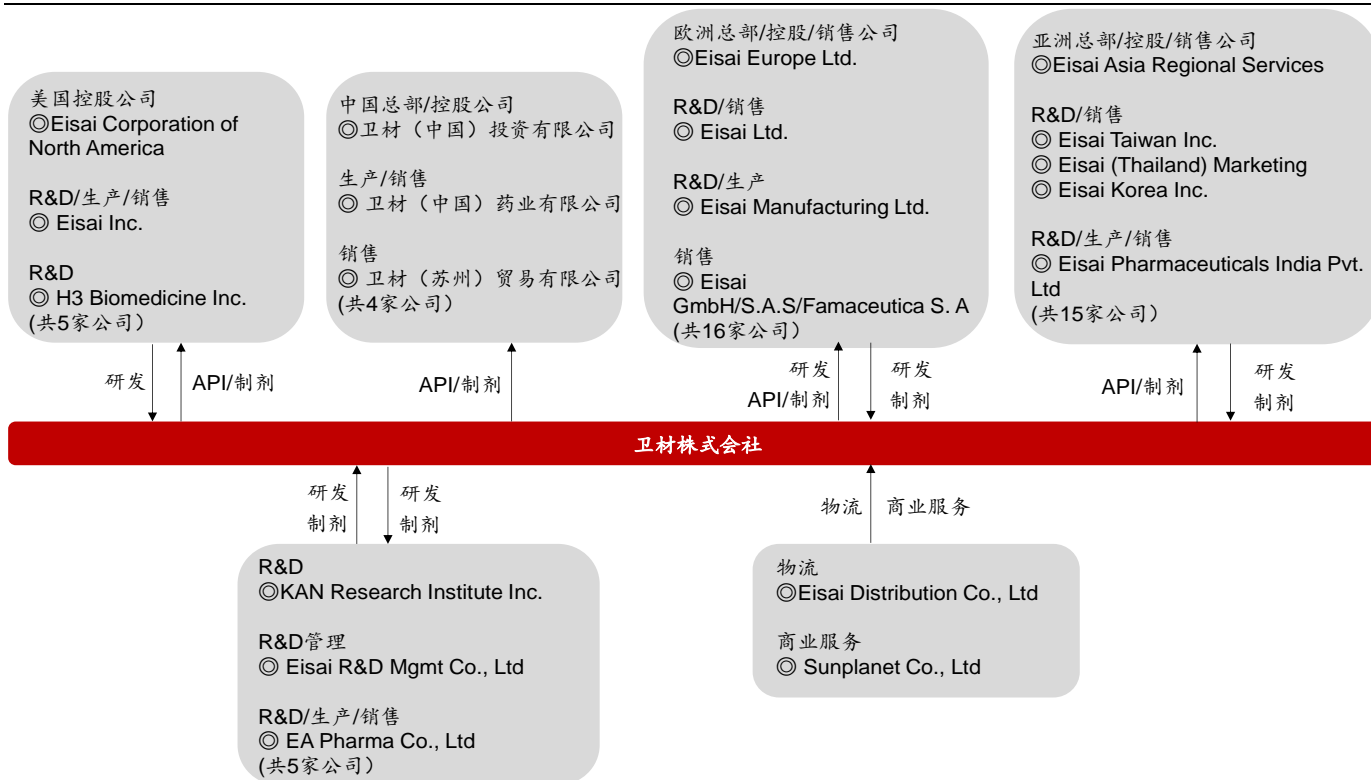
图表目录

图表 1：卫材药业公司架构	3
图表 2：1991-2019 年卫材营业收入及增速	3
图表 3：1991-2019 年卫材归母净利润及增速	4
图表 4：1991-2019 年卫材营业毛利率及净利率水平	4
图表 5：销售额前十日本药企	5
图表 6：日本制药工业的几个发展阶段	7
图表 7：卫材历史的市值变化	7
图表 8：卫材与味之素胃肠病业务的并购整合	8
图表 9：卫材全球的研发基地布局	8
图表 10：日本部分创新药企业从 80 年代末开始国际化	9
图表 11：日本部分创新药企业海外销售额占比	9
图表 12：2005-2019 年卫材分地区收入占比	10
图表 13：2005-2019 年卫材分地区销售额	10
图表 14：1993-2019 年卫材药业研发开支及占比	11
图表 15：Aricept 和 Pariet 在卫材历史上的收入占比	11
图表 16：Aricept 和 Pariet 历史上收入和增速的情况	12
图表 17：卫材制药各地区主要产品及适应症	14
图表 18：2019 年公司各板块重点处方药产品销售额	15
图表 19：仑伐替尼开发历史	16
图表 20：仑伐替尼上市后销售额及同比增长	16
图表 21：2017-2019 年仑伐替尼销售额分地区情况	17
图表 22：仑伐替尼肝细胞癌适应症 III 期临床试验数据	18
图表 23：仑伐替尼与 Keytruda 联合研发进展	18
图表 24：卫材药业研发管线	19
图表 25：管线重点产品未来收入预测	20
图表 26：1998-2017 年阿尔茨海默症药物研发情况	21
图表 27：EMERGE 和 ENGAGE 试验结果	21
图表 28： β 淀粉样蛋白抗体代表性药物对比	22
图表 29：卫材与中国医药公司对比	23

卫材：日本头部创新药企

卫材株式会社是日本名列前茅的大型制药公司，总部位于东京。公司成立于1941年，是一家在全球范围开展研发、生产、分销和营销业务的制药公司，产品以神经领域、肿瘤领域的创新药为主。公司于1961年在东京和大阪证券交易所首批上市。

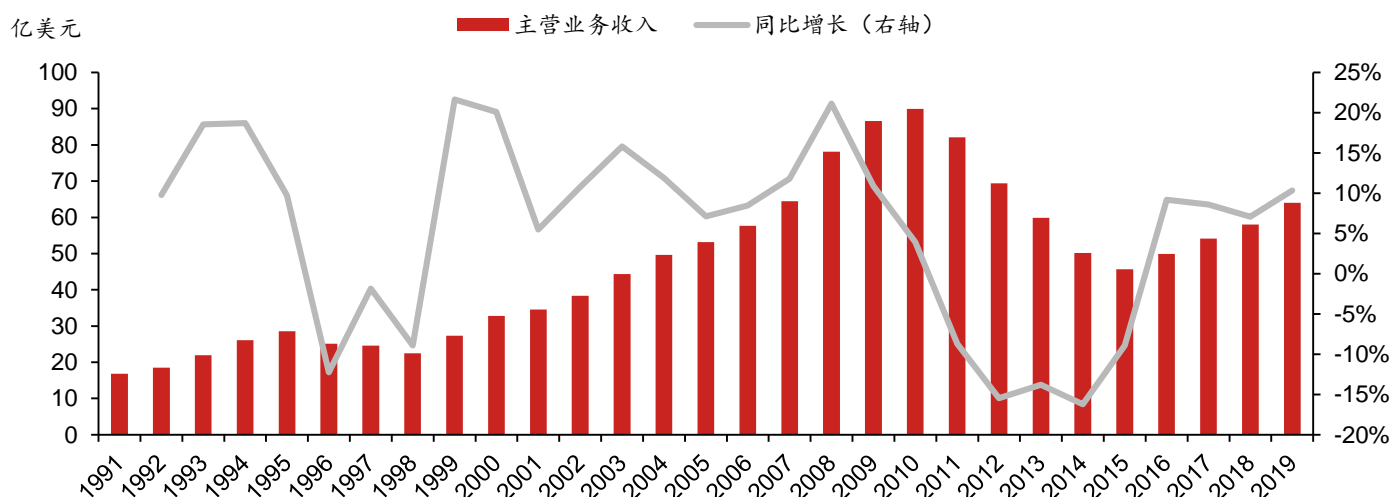
图表 1：卫材药业公司架构



资料来源：公司公告，Bloomberg，野村东方国际证券

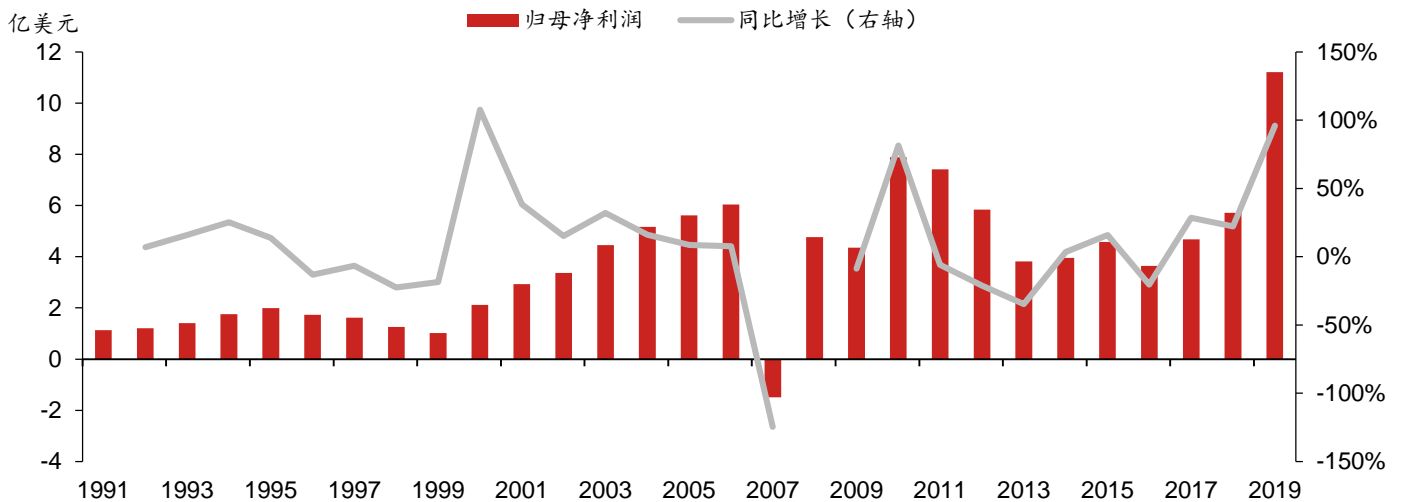
2019年公司实现营业收入63.99亿美元，归母净利润11.20亿美元，分别同比增长10.4%与95.9%。

图表 2：1991-2019 年卫材营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

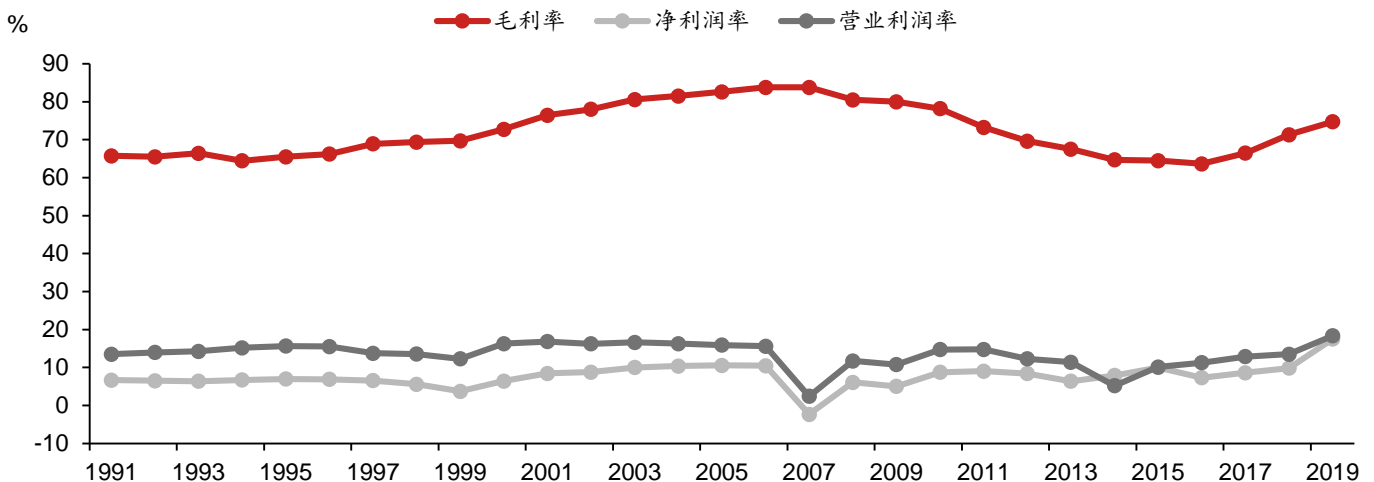
图表 3：1991-2019 年卫材归母净利润及增速



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

公司整体毛利率较高并有一定波动，总体维持在 65%-80% 区间。1991-2007 年间呈上升趋势，2008-2015 呈下降趋势，2016-2019 毛利率回升；毛利率影响因素与公司三阶段业务驱动因素类似。2019 年公司毛利率 74.74%。净利率除极端值外，基本保持在 5%-10% 之间，2019 年净利率为 17.5%。

图表 4：1991-2019 年卫材营业毛利率及净利率水平



资料来源：Bloomberg，野村东方国际证券

卫材药业营业收入在日本药企中排名第五，与第一三共、中外制药在营收体量方面同属第二梯队（武田、大塚制药与安斯泰来为营收规模第一梯队）。卫材药业营收规模居中，但净利率水平较高，净利润与营收规模第一梯队的武田药业和大塚制药相近，研发开支占比居前列。

图表 5：销售额前十日本药企

股票代码	公司名称	营收	净利润	研发开支	研发开支占比	市值	市盈率
4502 JP	武田药品工业	189.2	12.2	33.2	17.6%	574.8	16.52
4578 JP	大塚控股株式会社	128.1	12.6	19.8	15.5%	237.4	39.88
4503 JP	安斯泰来制药株式会社	117.8	22.1	18.8	16.0%	282.6	16.15
4568 JP	第一三共	83.9	9.0	18.4	21.9%	632.5	51.36
4523 JP	卫材株式会社	64.0	11.2	12.9	20.2%	258.1	23.04
4519 JP	中外制药	62.9	14.7	9.9	15.7%	745.4	56.17
4506 JP	大日本住友制药	41.4	5.5	9.2	22.3%	50.6	14.99
4508 JP	田边三菱制药	38.3	3.7	7.8	20.4%	129.2	34.49
4507 JP	盐野义制药有限公司	33.2	13.8	6.2	18.6%	170.3	12.34
4151 JP	协和麒麟株式会社	28.1	4.2	4.9	17.5%	144.5	24.51

资料来源：野村东方国际证券

注：*营收，净利润，研发开支均为 2019 财年数据，市值基于 2020/9/9 数据，单位均为亿美元。

发展历史：研发+海外驱动成长

从 OTC 到创新药的日本制药巨头

卫材的前身日本卫材成立于 1941 年，1944 年和樱冈实验室合并，50 年代初期的业务以维生素 B、维生素 E 为主，这些 OTC 药物业务一直是卫材业务的一部分。1955 年日本卫材改名卫材，1961 年在东京和大阪交易所上市，在此期间又推出了一些胃肠类药物。此后卫材经历了三个阶段的发展。

第一阶段：从 60 年代上市到 80 年代，以 OTC 药物为主，70 年代开始早期的国际化拓展。这段时间日本受益于国内医保扩容，医药行业快速发展。

1966 年开始的亚洲业务拓展是卫材迈向全球性公司的第一步。1969 年在中国台湾省、1970 年在印尼、1974 年在马来西亚和菲律宾开设子公司，进行海外业务拓展。

1976 年到 1986 年，卫材业务快速发展，帮助公司在国际舞台上立足；期间推出了维生素 E、外周神经治疗药物。1981 年卫材美国成立，主攻化学制药业务，1983 年卫材鹿岛工厂建立并开始涉及原料药（API）业务，1984 年推出重磅产品胃溃疡药物 Selbex，该产品峰值收入达到 300 亿日元。

第二阶段：80 年代末到 2000 年，卫材制定以研发驱动的策略，市场寒冬环境下苦修内功。日本国内进入医保控费阶段，医药工业增速下滑，1995 年-2000 年医药工业持续零增长；卫材加大海外业务拓展，海外业务占比从不到 5% 提高到 31.4%，维持了业务的稳定性。期间由于国内医药行业进入寒冬，且公司研发投入上升，公司股价 10 年基本 0 增长。

1987 年卫材发布第一个 5 年计划，以创新为战略导向，同年波士顿研发中心建立；1988 年在新泽西、伦敦建立临床研究基地；1990 年伦敦研发中心成立，和英国伦敦大学建立科研关系；1997 年在日本大阪成立 KAN 研究所；

期间卫材也在泰国、中国（香港、北京、沈阳、苏州）、美国新泽西、英国伦敦、德国、法国巴黎、韩国首尔等地成立销售中心。

期间最大的成果是，1997/1998 年公司两个超级重磅产品盐酸多奈哌齐（Aricept）/雷贝拉唑（Pariet）分别上市，其峰值收入之后分别达到 3224/2288 亿日元，驱动了卫材往后十年的发展。

第三阶段：2000 年至今，全球布局使卫材成为跨国药企巨头，卫材在研发成果的驱动下快速成长，市值增长 6 倍。

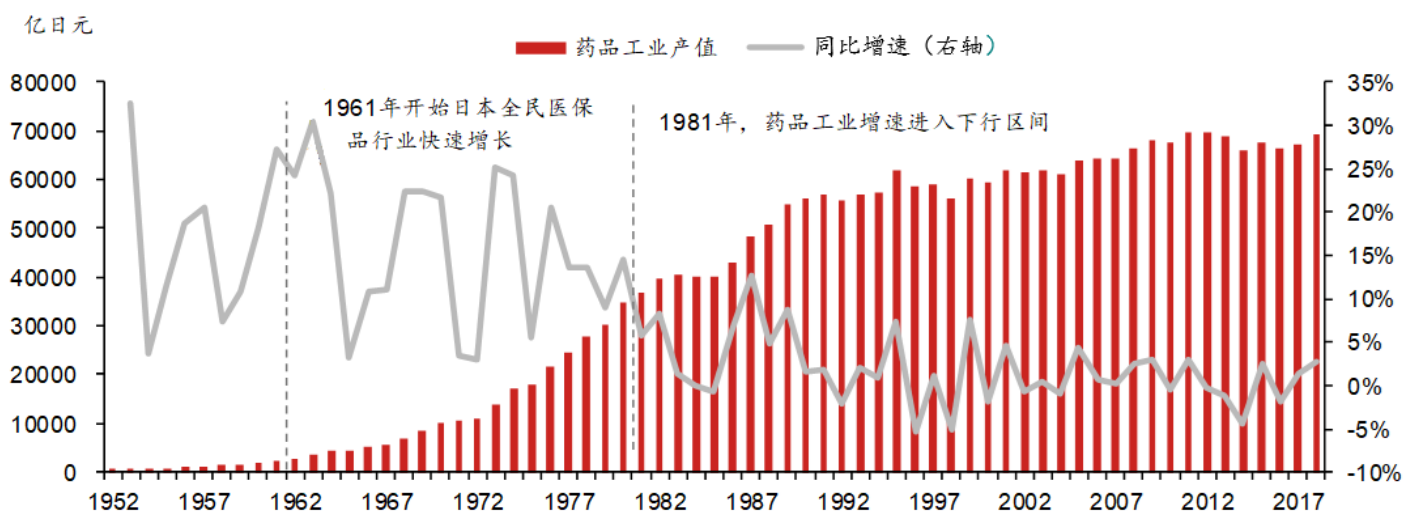
2004 年卫材伦敦成立并成为欧洲的总部，同年在印度孟买成立销售中心；2005 年在意大利米兰、瑞士苏黎世、瑞典斯德哥尔摩成立销售中心；2006 年在新加坡成立临床研发中心和销售中心，在葡萄牙的里斯本成立销售中心。

2007 年，卫材并购 Morphotek（一家美国抗体研发企业）；2008 年并购 MGI（一家美国肿瘤生物药企业）；同年在中国上海成立子公司；重磅产品 Humira 在日本上市，卫材获得该产品在日本的商业化权力。

2009 年，卫材确立了以患者为导向的研发策略。2010 年抗肿瘤药 Halaven 上市，H3 生物学中心在美国成立。2012 年抗癫痫药 Fycompa 上市。2013 年减肥药 BELVIQ 上市。2015 年抗肿瘤药 Lenvima 上市。2019 卫材

在美国马萨诸塞州成立基因治疗老年痴呆的研究中心。

图表 6：日本制药工业的几个发展阶段



资料来源：日本厚生劳动省、野村东方国际证券

卫材的市值从 1992 年的 25 亿美元左右上涨到 2020 年 9 月份最新的 260 亿美元左右，期间市值上涨逾 10 倍。

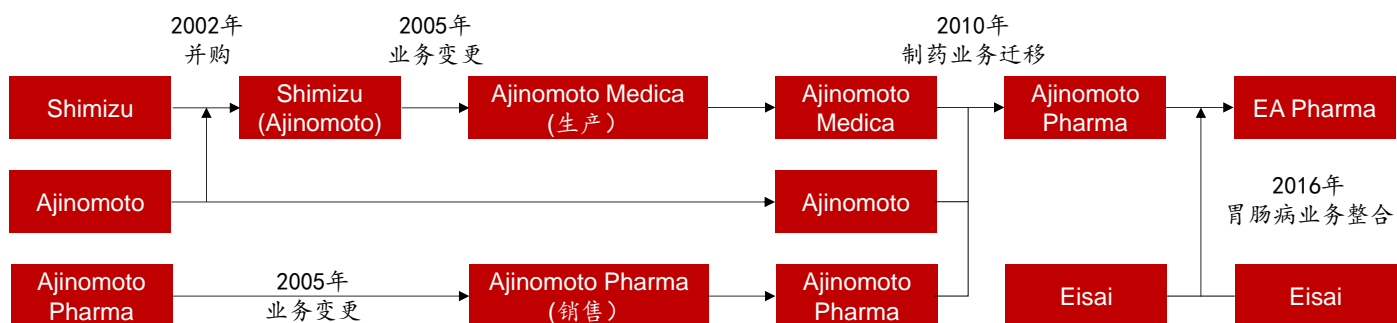
图表 7：卫材历史的市值变化



资料来源：Bloomberg、野村东方国际证券

卫材在历史上并没有进行大的并购整合，是比较少的主要依靠内生增长的公司。公司较为重大的并购是在 2016 年将胃肠病业务和味之素公司进行整合，成立了 EA Pharma，卫材持有其 60% 的股权。

图表 8：卫材与味之素胃肠病业务的并购整合



资料来源：野村东方国际证券

海外合作研发是卫材成功的关键

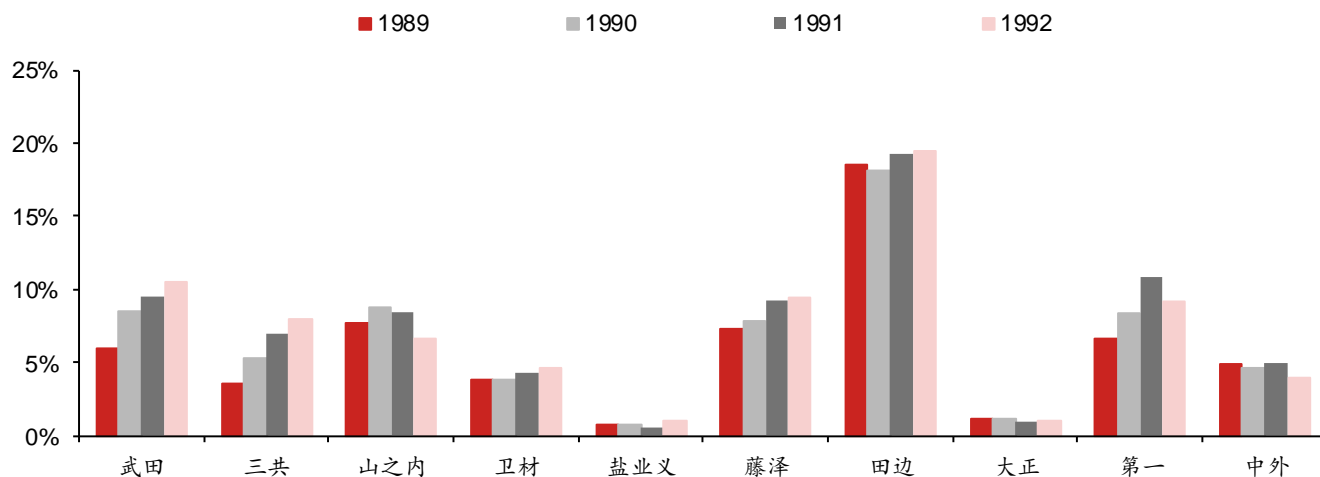
公司是较早重视海外市场的日本头部药企。公司于上世纪 90 年代开始全球化进程，制定了三步走的长期计划。与当时日本药企海外扩张的主流方式不同，卫材未采取直接授权给国外药企的方案，而是建立了覆盖从研发到最终生产、营销的全流程体系，先后在美国和欧洲建立研发机构，形成了横跨日本、美国和欧洲的三中心研发网络。

图表 9：卫材全球的研发基地布局



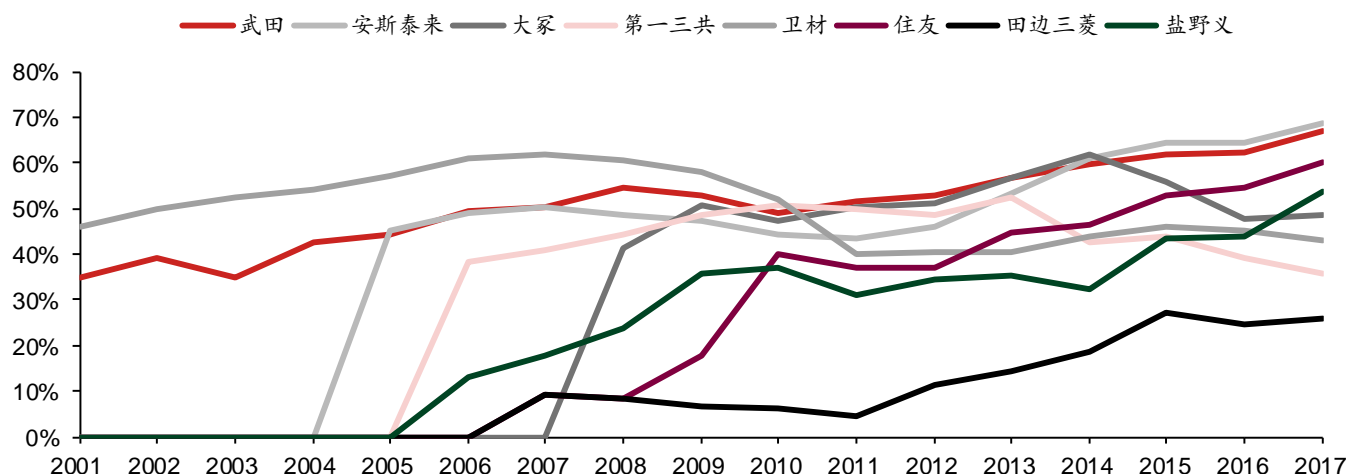
资料来源：公司官网、野村东方国际证券

图表 10: 日本部分创新药企业从 80 年代末开始国际化



资料来源: 日本厚生劳动省、野村东方国际证券

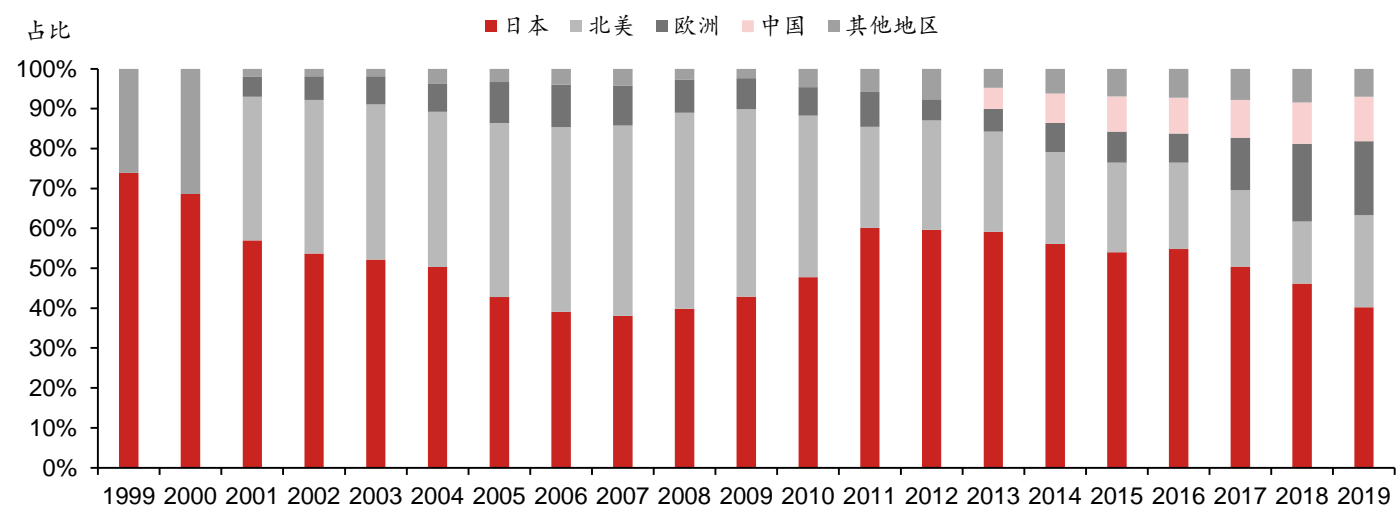
图表 11: 日本部分创新药企业海外销售额占比



资料来源: 日本制药工业协会、野村东方国际证券

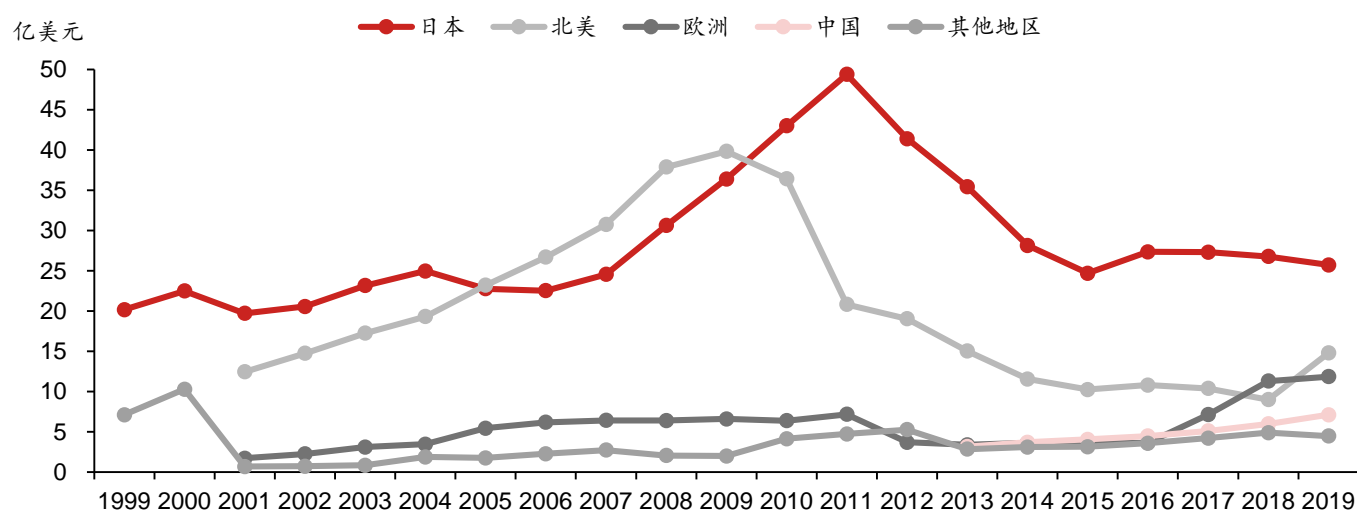
公司业务收入中, 日本与北美区域为占比最大的两个板块。海外业务中, 北美区域占比最高, 欧洲区与中国区占比其次但近年来营收增长较快。公司海外业务占比从上世纪 90 年代开始快速提升, 由 1999 年的 26.31% 迅速上升至 2007 年的 61.9%。支撑北美业务增长的 Aricept 和 Aciphex 专利过期后, 北美地区营收下行, 占比减少。但 2013 年以后, 随着 Lenvima 等产品的推出, 公司海外布局开始调整, 北美业务占比稳定, 中国及欧洲区营收快速成长, 收入结构重整。2019 年日本、北美、欧洲、中国的收入占比分别为 40.21%、23.11%、18.54%、11.12%, 其他地区占比 7.02%。

图表 12: 2005-2019 年卫材分地区收入占比



资料来源: Bloomberg, 野村东方国际证券

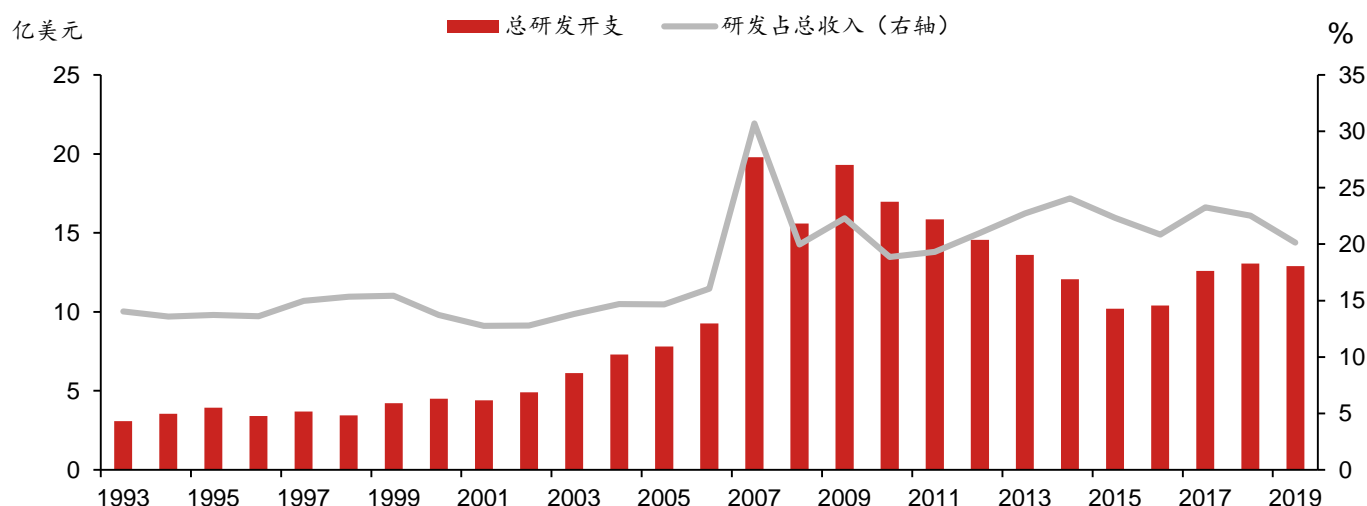
图表 13: 2005-2019 年卫材分地区销售额



资料来源: Bloomberg, 野村东方国际证券

公司高度重视自主研发, 研发开支占比保持较高水平, 自 2006 年起研发费用占总收入比例连续 13 年保持在 15% 以上。2019 年研发支出 12.9 亿美元, 占比 20.14%。

图表 14: 1993-2019 年卫材药业研发开支及占比

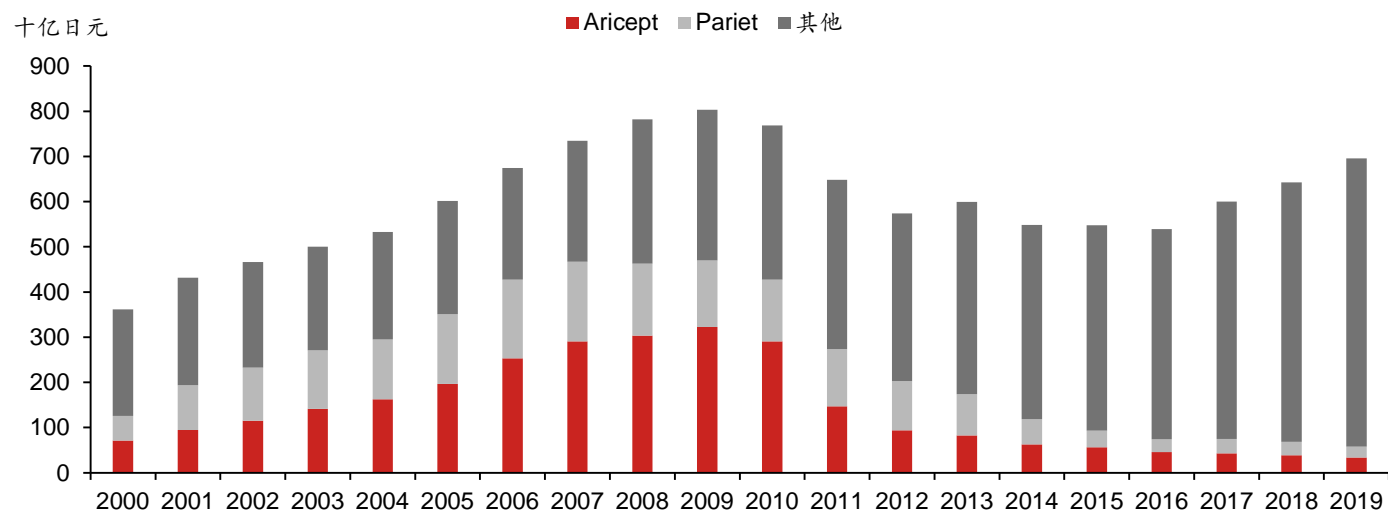


资料来源: Bloomberg, 野村东方国际证券

多奈哌齐和雷贝拉唑是重磅驱动品种

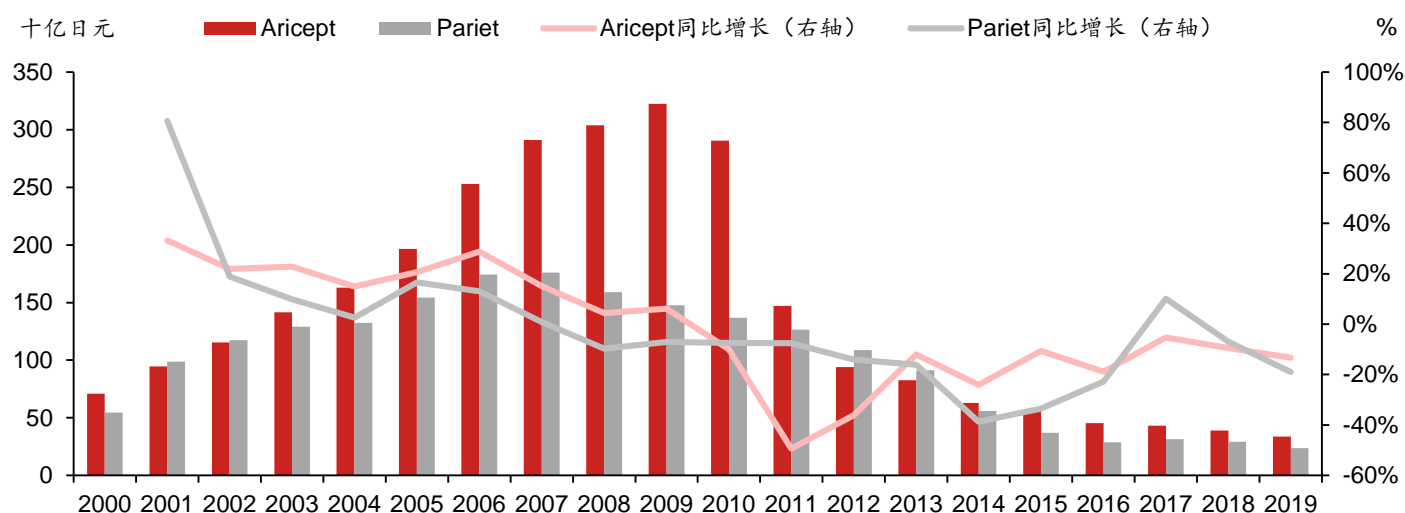
Aricept 的通用名为盐酸多奈哌齐, 用于治疗阿尔茨海默症; Pariet 为质子泵抑制剂, 用于治疗胃溃疡。这两个产品分别于 1997 年、1998 年上市, 是公司发展历史上最重磅的 2 个产品。在 2006 年两个产品的峰值收入时期, 两者合计最高占卫材 50 亿美元全球销售额的 60% 左右。2010 年两个产品专利均到期, 也导致了之后卫材主业下滑的情况。2010-2013 年, 公司营业收入 CAGR 为 -12.70%, 归母净利润 CAGR 达 -21.47%。

图表 15: Aricept 和 Pariet 在卫材历史上的收入占比



资料来源: 公司公告、野村东方国际证券

图表 16: Aricept 和 Pariet 历史上收入和增速的情况



资料来源：公司公告、野村东方国际证券

由于公司的另一支重磅抗癌药 Lenvima（仑伐替尼）于 2015 年获 FDA 批准上市，用于治疗分化型甲状腺癌，并接连获批肾细胞癌，肝细胞癌及子宫内膜癌等重磅适应症，上市后迅速放量，带动公司业绩提升。2014-2019 年公司营业收入 CAGR 为 5.00%，归母净利润 CAGR 达 23.15%。

卫材的未来：深耕肿瘤+神经领域

肿瘤和神经用药是卫材的优势领域

卫材将神经病学和肿瘤学疾病定位为公司重点研发领域，神经病学方面包括神经退行性疾病（阿尔茨海默氏病等）以及神经系统疾病（癫痫等）。公司自主研发的抗癫痫药物 Fycompa 在日本、美国、中国等超过 65 个国家被批准作为部分性发作以及原发性全身性发作的辅助治疗，并于 2020 年 6-7 月在美国和日本推出了失眠治疗药 Dayvigo。

肿瘤学方面主要包括肝癌，乳腺癌，甲状腺癌等。公司自主研发的抗癌药物 Halaven 已在超过 75 个国家被批准用于治疗乳腺癌，并在超过 65 个国家被批准用于治疗恶性软组织肉瘤。另一种自主研发的抗癌药 Lenvima（仑伐替尼）已在日本、美国等超过 65 个国家被批准用于治疗甲状腺癌，肝细胞癌，在包括美国的部分国家被批准与 Everolimus 的联用于肾细胞癌治疗，以及与默沙东的 Keytruda 联用于子宫内膜癌治疗。

除神经病学和肿瘤学外，卫材在自身免疫疾病和消化道疾病用药方面也有布局。自身免疫板块主要为 Humira（阿达木单抗）和 Careram。消化道疾病方面主要以 Pariet/AcipHex（雷贝拉唑）为拳头产品。

神经病学和肿瘤学业务在公司营收的占比最高。2019 年神经病学和肿瘤学业务重点产品的销售额分别为 1770/1615 亿日元，占处方药板块总营收的比重分别为 32.0% 和 29.2%。自身免疫疾病药物产品中，由于阿达木单抗销售额较高，核心产品的处方药板块总营收占比为 12.3%。处方药 22 个核心产品共计 4669 亿日元，占全部处方药营收的比重为 84.5%。

图表 17: 卫材制药各地区主要产品及适应症

药物名称	中文通用名	适应症	板块
日本			
Humira	阿达木单抗	人源 TNF- α 单克隆抗体	自身免疫疾病
Lyrica	普瑞巴林	神经性疼痛/纤维肌痛	神经病学
Lenvima	仑伐替尼	肿瘤	肿瘤学
Lunesta	右旋佐匹克隆	失眠症	神经病学
Methycobal	甲钴胺	周围神经病变	神经病学
Aricept	多奈哌齐	治疗阿尔茨海默病/路易体痴呆	神经病学
Pariet	雷贝拉唑	质子泵抑制剂	胃肠道疾病
Halaven	甲磺酸艾瑞布林	肿瘤	肿瘤学
Careram	艾拉莫得	抗风湿药	自身免疫疾病
Treakisym	盐酸苯达莫司汀	肿瘤	肿瘤学
Elental		支链氨基酸制剂	-
Fycompa	吡仑帕奈	癫痫	神经病学
Goofice	-	慢性便秘	胃肠道疾病
Chocola BB (OTC 药物)	维生素制剂 Chocola BB	-	
北美			
Lenvima	仑伐替尼	肿瘤	肿瘤学
Banzel		癫痫	神经病学
Halaven	甲磺酸艾瑞布林	肿瘤	肿瘤学
Fycompa	吡仑帕奈	癫痫	神经病学
AcipHex	雷贝拉唑	质子泵抑制剂	胃肠道疾病
中国			
Methycobal	甲钴胺	周围神经病变	神经病学
Lenvima	仑伐替尼	肿瘤	肿瘤学
Stronger Neo-Minophagen C	复方甘草酸苷片	肝病/过敏性疾病	自身免疫疾病
Aricept	多奈哌齐	阿尔茨海默症	神经病学
Pariet	雷贝拉唑	质子泵抑制剂	胃肠道疾病
Halaven	甲磺酸艾瑞布林	肿瘤	肿瘤学
Fycompa	吡仑帕奈	癫痫	神经病学
欧洲			
Lenvima/Kisplyx	仑伐替尼	肿瘤	肿瘤学
Halaven	甲磺酸艾瑞布林	肿瘤	肿瘤学
Fycompa	吡仑帕奈	癫痫	神经病学
Zebinix	醋酸艾司利卡西平	癫痫	神经病学
Zonegran	唑尼沙胺	癫痫	神经病学
Inovelon	卢非酰胺	癫痫	神经病学
亚洲其他地区和拉丁美洲			
Aricept	多奈哌齐	阿尔茨海默症	神经病学
Humira	阿达木单抗	人源 TNF- α 单克隆抗体	自身免疫疾病
Lenvima	仑伐替尼	肿瘤	肿瘤学
Pariet	雷贝拉唑	肿瘤	肿瘤学
Halaven	甲磺酸艾瑞布林	肿瘤	肿瘤学
Methycobal	甲钴胺	周围神经病变	神经病学
Fycompa	吡仑帕奈	癫痫	神经病学

资料来源: 野村东方国际证券

图表 18：2019 年公司各板块重点处方药产品销售额

通用名	商品名	适应症/类型	销售额 (亿日元)	处方药营收占比
肿瘤				
仑伐替尼	Lenvima	肝癌/肾癌/子宫内膜癌	1119	20.3%
甲磺酸艾瑞布林	Halaven	乳腺癌和脂肪肉瘤	402	7.3%
盐酸苯达莫司汀	Treakisym	慢性淋巴细胞性白血病/多发性骨髓瘤/非霍奇金/淋巴瘤	77	1.4%
帕洛诺司琼	Aloxi	癌症化疗呕吐	17	0.3%
合计			1615	29.2%
神经病学				
甲钴胺	Methycobal	周围神经病变	430	7.8%
多奈哌齐	Aricept	阿尔兹海默症	338	6.1%
普瑞巴林	Lyrica	癫痫	286	5.2%
吡仑帕奈	Fycompa	癫痫	252	4.6%
	Banzel	癫痫	224	4.1%
右旋佐匹克隆	Lunesta	镇定催眠剂	112	2.0%
醋酸艾司利卡西平	Zebinix	癫痫	65	1.2%
唑尼沙胺	Zonegran	癫痫	39	0.7%
卢非酰胺	Inovelon	癫痫	24	0.4%
合计			1770	32.0%
胃肠道疾病				
雷贝拉唑	Pariet/AcipHex	质子泵胃酸抑制剂	234	3.6%
-	Elental	肠内、肠外营养药	64	1.0%
合计			302	5.5%
自身免疫疾病				
阿达木单抗	Humira	TNF- α 单克隆抗体	599	9.3%
艾拉莫得	Careram	风湿	64	1.2%
合计			679	12.3%
其他				
复方甘草酸苷片	Stronger Neo Minophagen C	肝脏和过敏性疾病	103	1.9%
华丙酮香豆素	Warfarin	抗凝药	54	1.0%
	Livact	肝脏营养剂	48	0.9%
氯卡色林	BELVIQ	减肥药	34	0.6%
-	Elental	支链氨基酸补剂	64	1.2%
合计			303	5.5%

资料来源：公司公告，野村东方国际证券

仑伐替尼

仑伐替尼（商品名：Lenvima，乐卫玛）由卫材开发，是一种多靶点激酶抑制剂，属于抗血管生成药物，可以阻滞肿瘤细胞内包括 VEGFR1-3、FGFR1-4、PDGFR α 、KIT、RET 在内的一系列调节因子，从而控制肿瘤血管生成。2015 年获 NDA 批准上市，目前被批准作为单药治疗甲状腺癌，与依维莫司（Everolimus）联用治疗先前治疗失败的肾细胞癌（RCC），用于不可切除的肝细胞癌（HCC）患者的一线治疗；与默沙东的 Keytruda 联用，用于治疗高度微卫星不稳定（MSI-H）或错配修复缺陷（dMMR）的晚期子宫内膜癌。

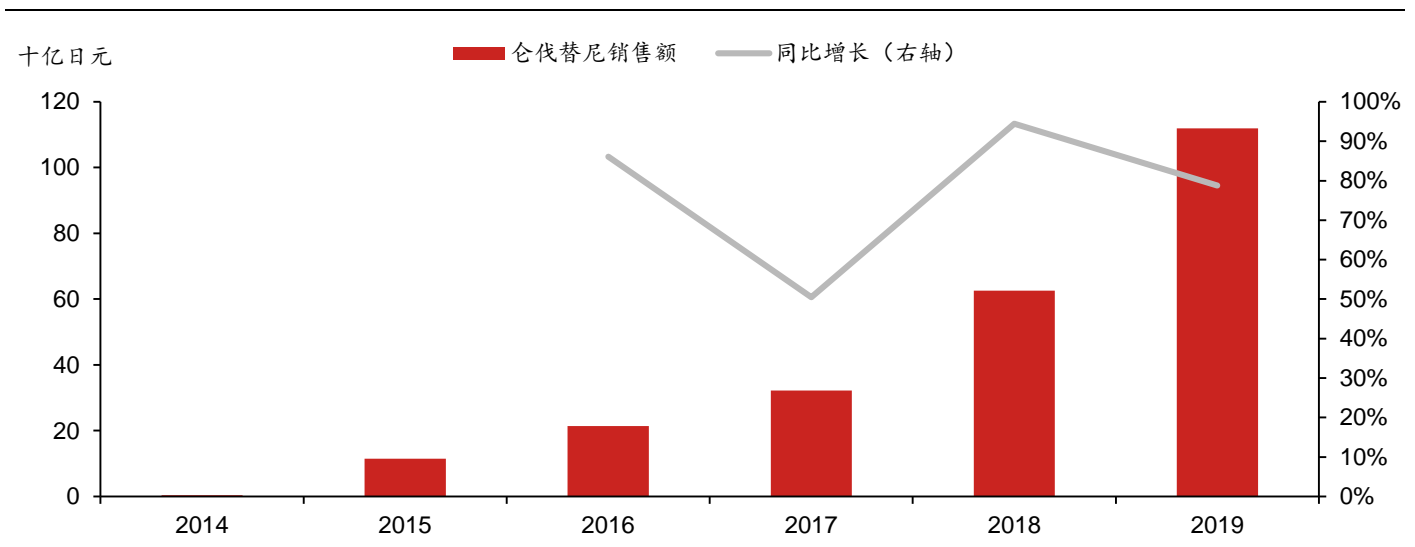
图表 19：仑伐替尼开发历史

日期	适应症	单药/联用	状态
2014/10/15	分化型甲状腺癌	单药	获得 NDA 优先审评资格
2015/1/30	晚期肾细胞癌 (RCC)	单药	II 期试验达到主要终点
2015/2/12	分化型甲状腺癌	单药	III 期结果公布
2015/2/13	分化型甲状腺癌	单药	获 FDA 批准
2016/5/13	晚期肾细胞癌 (RCC)	与依维莫司联用	获 FDA 批准
2018/8/16	不可切除的肝细胞癌 (HCC)	单药	获 FDA 批准
2019/9/17	子宫内膜癌	与 Keytruda 联用	获 FDA 批准

资料来源：公司公告、野村东方国际证券

仑伐替尼上市后迅速放量，是公司目前最重磅的产品。其销售收入由 2014 年的约 4 亿日元迅速增长至 2019 年的 1119 亿日元，2015-2019 年 CAGR 达到 76.65%。预计 2020 年销售额将超过 1580 亿日元，2024 年达到峰值收入（约 4500 亿日元）。

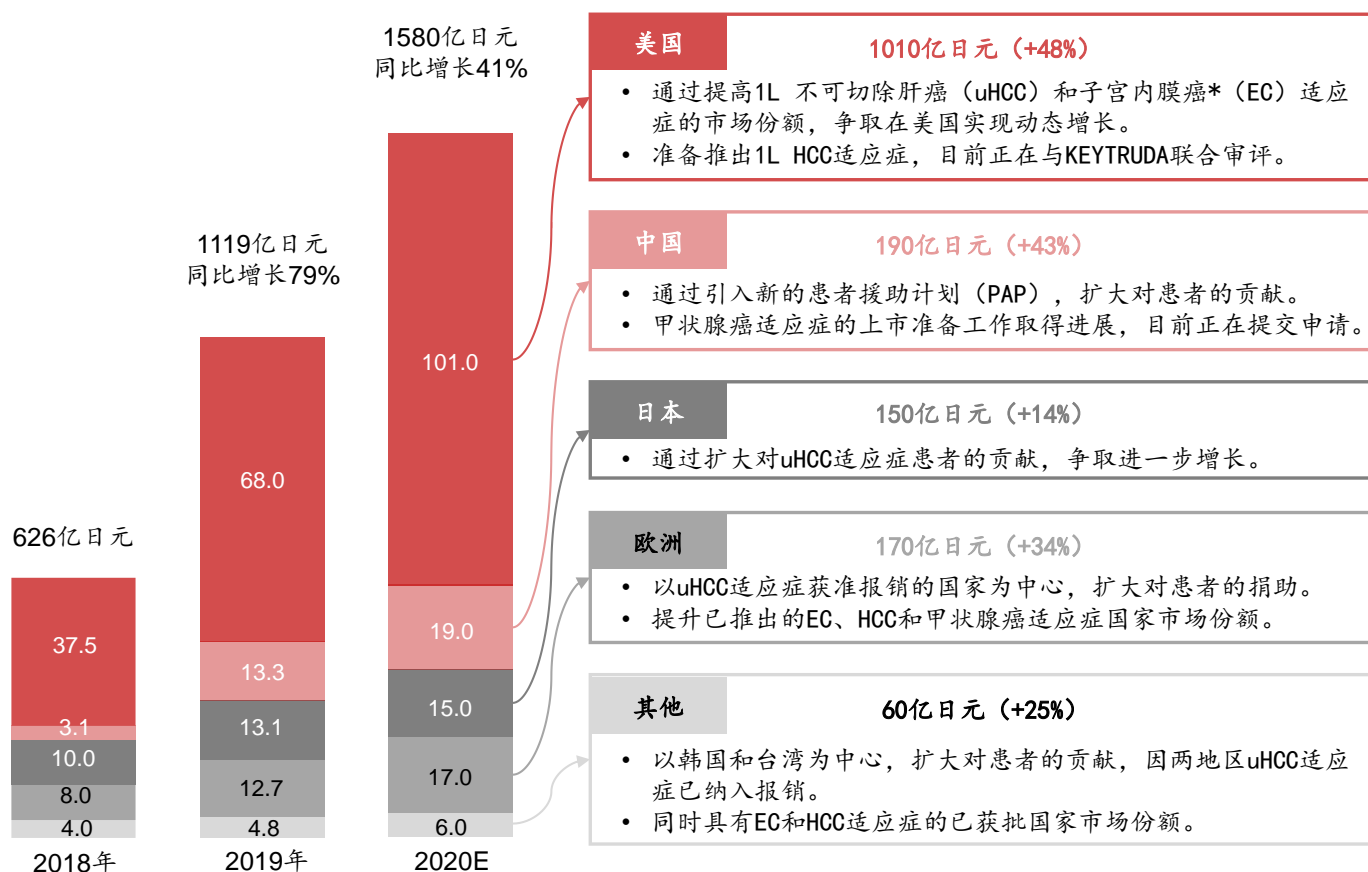
图表 20：仑伐替尼上市后销售额及同比增长



资料来源：公司公告、野村东方国际证券

仑伐替尼目前的第一大市场为美国，2019 年在美销售额达 680 亿日元，占比超 60%；中国为第二大市场，2019 年销售额 133 亿日元；日本、欧洲及其他地区分别为 131 亿，127 亿和 48 亿日元。预计 2020 年美国和中国地区将继续放量，销售额分别达到 1010 亿日元（同比+48%）及 190 亿日元（+43%），欧洲销售增速也将超 34%。

图表 21: 2017-2019 年仑伐替尼销售额分地区情况



资料来源: 公司年报, 野村东方国际证券

与已上市的索拉非尼 (全球首个多靶点 TKI) 相比, 仑伐替尼疗效明显更加。索拉非尼由拜耳研发, 2005 年 12 月获 FDA 批准上市, 用于治疗晚期肾癌, 2007 年获批准治疗肝细胞癌 (HCC), 2008 年 7 月获批准中国上市, 用于治疗不能手术的晚期肝癌患者, 作为首个有明确证据显示能够改善晚期肝癌患者生存期的系统治疗药物, 也是国内 HCC 一线用药。

仑伐替尼一线治疗不可切除肝细胞癌的 III 期临床试验 (REFLECT 研究) 有入组患者共 954 人。临床试验数据显示, 仑伐替尼客观缓解率达到索拉非尼 3 倍 (40.6% VS 12.4%), 无进展生存期为索拉非尼高 2 倍 (7.3 个月 VS 3.6 个月), 中位总生存期也具有优势 (13.6 个月 VS 12.3 个月)。由于中国 90% 以上肝癌患者由乙肝病毒引起, 而仑伐替尼对于与乙肝病毒相关的肝癌疗效尤为突出, 仑伐替尼在中国区的实验数据优于全球。

2017 年 9 月的全国临床肿瘤学大会 (CSCO) 公布了中国地区数据。中国地区入组患者共计 288 人, 仑伐替尼组的客观缓解率显著优于索拉非尼

(43.8% VS 13.2%), 无进展生存期比索拉非尼高 (8.4 个月 VS 3.6 个月), 中位总生存期 OS 高达 15.0 个月 (15 个月 VS 10.2 个月)。仑伐替尼是继索拉非尼上市 10 年来, 首个在晚期肝癌一线治疗中取得阳性结果的 III 期临床研究。

图表 22：仑伐替尼肝细胞癌适应症 III 期临床试验数据

	全球（入组 954 人）		中国（入组 288 人）	
	仑伐替尼	索拉菲尼	仑伐替尼	索拉菲尼
客观缓解率（ORR）	40.6%	12.4%	43.8%	13.2%
无进展生存期（PFS）	7.3 个月	3.6 个月	8.4 个月	3.6 个月
中位总生存期（mOS）	13.6 个月	12.3 个月	15 个月	10.2 个月

资料来源：CSCO，公司公告，野村东方国际证券

由于仑伐替尼对 FGFR 的阻断会增加细胞毒性 T 细胞产生的干扰素 γ 的数量，从而增加了癌细胞中 PD-L1 的表达。且仑伐替尼还可以通过减少免疫抑制性肿瘤相关巨噬细胞激活细胞毒性 T 细胞，从而提升 PD-1 单抗 Keytruda 的疗效，默沙东（Keytruda 原研厂家）与卫材就 Keytruda 与仑伐替尼联用开展了全面合作。

图表 23：仑伐替尼与 Keytruda 联合研发进展

~2018	1L 肾细胞癌 2016年10月进入III期 STUDY 307	2L 子宫内膜癌 2018年6月进入III期 STUDY 309	1L 肝细胞癌 2018年12月进入III期 LEAP-002
	2L 黑色素瘤 2019年1月进入II期 LEAP-004	1L 黑色素瘤 2019年3月进入III期 LEAP-003	1L 子宫内膜癌 2019年4月进入III期 LEAP-001
2019	三阴性乳腺癌/胃癌/ 卵巢癌/结直肠癌/ 胶质母细胞瘤/胆道癌 2019年2月进入II期 LEAP-005	1L 非小细胞肺癌 PD-L1 阳性 2019年3月进入III期 LEAP-007	1L 尿道上皮癌 2019年5月进入III期 LEAP-011
		联合化疗治疗 非鳞状细胞癌 2019年3月进入III期 LEAP-006	2L 非小细胞肺癌 2019年6月进入III期 LEAP-008
2020	1L 头颈癌 PD-L1 阳性 2020年2月进入III期 LEAP-010	2L 头颈癌 PD-L1 阳性 2020年7月进入II期 LEAP-009	2L 头颈癌 PD-L1 阳性 2020年5月进入II期 LEAP-012

资料来源：公司公告，野村东方国际证券

*灰色已经完成招募入组

研发管线：重点突破，内外协同

卫材药业研发管线围绕肿瘤学和神经病学两大核心业务全面布局。神经病学方面，以大病种阿尔茨海默症为核心，共 6 个产品布局相关适应症，其中与 Biogen 联合研发的 aducanumab 和 BAN2401 已经准备提交申请/进入三期，癫痫产品也即将上市。肿瘤学方面，研发布局以重磅炸弹仑伐替尼为核心，重点布局与默沙东 Keytruda 联用适应症，期待获批后实现进一步放量。此外，公司在胃肠道疾病，以及自身免疫性疾病方面也有布局。

图表 24：卫材药业研发管线

研发编号	通用名	药物类别	适应症	实验编号	实验状态
神经病学					
E2007	perampanel	AMPA 受体拮抗剂	局部性癫痫	Study 335	中国：2019/9/批准
			小儿癫痫	Study 311	日本：2020/1 核准 欧盟：2019/2 提交
			部分发作性癫痫	Study 342	日本：2020/1 核准
			-		日本：2020/1 核准
			伦诺克斯-加斯陶特综合征	Study 338	日/美/欧：III 期
ME2125	safinamide	MAO-B 抑制剂	阿尔茨海默症	—	日本：2019/9 批准 韩国：2019/7 提交
E2006	lemborexant	奥雷辛受体拮抗剂	失眠症	Study303/304	美国：2019/12 批准 日本：2020/1 核准
			睡眠节律紊乱和阿尔茨海默症	Study 202	日本/美国：II 期
BIIB037	aducanumab	β 淀粉样蛋白单抗	早期阿尔茨海默症	ENGAGE/ EMERGE	美国：准备提交；
BAN2401	—	β 淀粉样蛋白单抗	早期阿尔茨海默症	Study 301 (ClarityAD)	日/美/欧/中：III 期；
E2027	—	PDE-9 抑制剂	痴呆症与卢维体	Study 201 (DELPHIA)	日/美/欧：II/III 期
E2730	—	抗癫痫药	癫痫	Study 201	美国：II 期
E2814	—		阿尔茨海默症	-	美国：I 期
肿瘤学					
E7080	lenvatinib	激酶抑制剂	晚期子宫内膜癌 (Keytruda 联用)	Study 111	2019/9 美国批准
			甲状腺癌	Study 303/308	中国：2019/11 提交
			2L 子宫内膜癌 (Keytruda 联用)	Study 309	日/美/欧：III 期
			1L 肾脏细胞癌 (Keytruda 联用)	Study 307	日/美/欧：III 期
			1L 肝细胞癌 (Keytruda 联用)	LEAP-002	日/美/欧：III 期
			1L 黑色素瘤(Keytruda 联用)	LEAP-003	美/欧/中：III 期
			非鳞非小细胞肺癌(Keytruda 联用)	LEAP-006	日/美/欧/中：III 期
			1L 非小细胞肺癌(Keytruda 联用)	LEAP-007	日/美/欧/中：III 期
			1L 子宫内膜癌 (Keytruda 联用)	LEAP-001	日/美/欧/中：III 期
			2L 小细胞肺癌 (Keytruda 联用)	LEAP-008	日/美/欧：III 期
			1L 膀胱癌 (Keytruda 联用)	LEAP-011	日/美/欧/中：III 期
			1L 头颈癌 (Keytruda 联用)	LEAP-010	日/美/欧/中：III 期
			实体瘤	Study 111	美/欧：I/II 期；日：I 期
			实体瘤	LEAP-004	美国/欧洲：II 期
			实体瘤 (Keytruda 联用)	LEAP-005	美国/欧洲：II 期
			肝细胞癌 (Keytruda 联用)	—	日本/美国：I 期
			肝细胞癌 (Keytruda 联用)	—	日本：I 期
E7389	eribulin	微管抑制剂	局部晚期或转移性乳腺癌	Study 304	中国：2019/7 批准
			膀胱癌 (附加适应症)	Study 702	美国/欧洲：I/II 期
			三阴性乳腺癌 (Keytruda 联用)	Study 218	美国：I/II 期
			HER2 阴性乳腺癌(PEGPH20)	Study 219	美国：I/II 期
			脂质体配方	—	日本/欧洲：I 期

			脂质体制剂（纳武单抗联用）	—	日本：I 期/II 期
MORAb-003	farletuzumab	FRA 单抗	铂敏感卵巢癌	Study 011	日/美/欧：II 期
MORAb-004	—	内脏素单抗	黑色素瘤	Study 201	美国/欧洲：II 期
MORAb-009	amatuximab	甲状腺素单抗	间皮瘤	Study 003/201	美国/欧洲：II 期
E7777	—	-	外周 T/切皮性 T 细胞淋巴瘤	Study 205	日本：II 期
E7438	tazemetostat	EZH2 抑制剂	非霍奇金 B 细胞淋巴瘤	Study 206	日本：II 期
H3B-6545	—	ERα 抑制剂	乳腺癌	Study 101	美国/欧洲：I/II 期
E7090	—	FGFR1/2/3 抑制剂	胆管癌	Study 201	日本/中国：II 期
H3B-6527	—	—	肝细胞癌	—	美国/欧洲：I 期
H3B-8800	—	—	血液肿瘤	—	美国/欧洲：I 期
E7386	—	—	实体瘤	—	日本/欧洲：I 期
MORAb-202	—	—	实体瘤	—	日本：I 期
E7130	—	—	实体瘤	—	日本：I 期
E7766	—	—	实体瘤	—	美国：I 期
胃肠道疾病					
AJM300	carotegrast methyl	α4 整合素拮抗剂	溃疡性结肠炎		日本：III 期
E6007	—	整合蛋白抑制剂	溃疡性结肠炎	Study 201	日本：II 期
E3112	—	—	肝病	—	日本：I 期
其他					
E6011	—	趋化因子抗体	类风湿性关节炎	Study 201/202	日本：II 期
			克罗恩病	Study ET2	日本/欧洲：II 期
E6742	—	—	自身免疫性疾病	—	美国：I 期

资料来源：公司官网，野村东方国际证券

图表 25：管线重点产品未来收入预测

管线产品	临床阶段	销售区域	上市成功率	预计上市时间	预计峰值时间	预计峰值收入（亿日元）	预计专利到期时间
aducanumab	III	日本	50%	2022	2024	500	2034
BAN2401	III	全球	40%	2022	2027	2000	2032
lemborexant	获批	全球	100%	2019	2030	350	2031
filgotinib	获批	日本	100%	2020	2029	50	2030
MORAb-202	I/II	全球	30%	2023	2026	150	2037
H3B-6545	I/II	全球	30%	2024	2035	200	2036

资料来源：野村东方国际证券

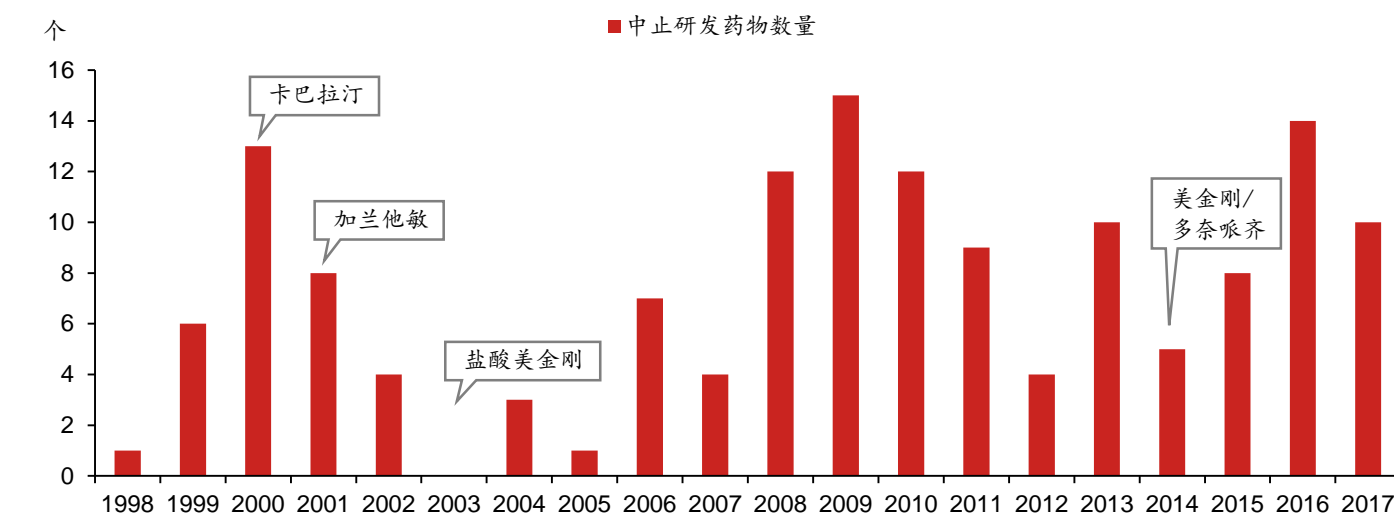
Aducanumab

Aducanumab (BIIB037) 由 Biogen 与卫材共同开发，用于治疗阿尔茨海默症。Aducanumab 是一种 β 淀粉样蛋白单抗，能够防止其聚集成为斑块，延缓疾病进展。

阿尔茨海默症药物研发难度极高，是药物研发领域著名的“死亡之谷”。自 2002 年以来，各大药企在阿尔茨海默症药物研发中先后投入 2500 多亿美元，但大多在 III 期临床失败。1998 年-2017 年，全球共计 146 个阿尔茨海默症药物

临床试验失败，早期、中期、晚期临床失败占比分别为 40%、39%和 18%。截至目前，仅有 6 种阿尔茨海默病药物获 FDA 批准上市，分别为他克林（1993 年）、多奈哌齐（1996 年）、卡巴拉汀（2000 年）、加兰他敏（2001 年）、盐酸美金刚（2003 年）、美金刚/多奈哌齐复方制剂（2014 年）。另有 9 款药物在美国之外的其他国家获批上市，但均仅为对症治疗，能够改善认知和记忆障碍，但不能阻止或延缓疾病进展。

图表 26：1998-2017 年阿尔茨海默症药物研发情况



资料来源：pHPharma, Bloomberg, 野村东方国际证券

Aducanumab 在 2019 年 3 月基于早期、小规模数据集的预先设定无效性分析结果，一度宣布 III 期研究失败，两项研究终止。但同年 10 月，Biogen 与卫材宣布已完成向 FDA 提交生物制品许可申请(BLA)，“复活”该药物。

“复活”研发基于试验终止后获得的更多数据，该组数据包括 3285 名患者 (其中 2066 名患者完成了 18 个月的治疗期)。基于更大的数据集，公司分析认为 EMERGE 在预先设定的主要终点上具有统计学意义 ($P = 0.01$)，且未达到主要终点的 ENGAGE 试验中一类亚组患者的相关数据为 EMERGE 试验的结果提供了支持。

图表 27：EMERGE 和 ENGAGE 试验结果

参考指标	对照组 减少值 (n=548)	相对对照组 (%)		对照组 减少值 (n=545)	相对对照组 (%)	
		P 值			P 值	
		低剂量 (n=543)	高剂量 (n=547)		低剂量 (n=547)	高剂量 (n=555)
	EMERGE			ENGAGE		
CDR-SB	1.74	0.26(-15%) 0.0901	-0.40 (-23%) 0.0120	1.56	-0.18 (-12%) 0.2250	0.03 (2%) 0.8330
MMSE	-3.3	-0.1 (3%) 0.7578	0.5 (15%) 0.0493	-3.5	0.2 (-6%) 0.4795	-0.1 (3%) 0.8106
ADAS-Cog 13	5.162	-0.747 (-14%) 0.1962	1.395 (27%) 0.0097	5.140	-0.583 (-11%) 0.2536	-0.588 (-11%) 0.2578
ADCS-ADL-MCI	-4.3	0.7 (-16%) 0.1515	1.7 (40%) 0.0006	-3.8	0.7 (-18%) 0.1225	0.7 (-18%) 0.1506

资料来源：CATD2019, 野村东方国际证券

虽然研究界对 Aducanumab 实验结果存在争议，但考虑到阿尔茨海默症造成的严重社会疾病负担（占全球 GDP 的 1% 以上）以及长期缺乏新药，来自患者组织及制药行业的压力较大，FDA 对相关药品的审批可能逐步倾向于放松，提高了最终上市的可能性。一旦成功，作为生物制药研发中最大的蛋糕之一，相关药物具有成为数十亿美元“重磅炸弹”的潜力。公司 2020 财年第一季度报告（2020 年第二季度）表示，预计将在 2020 财年第二财季（2020 年第三季度）完成申报，并已与日本和欧洲的监管机构的接触。

BAN2401

BAN2401 也由 Biogen 和卫材共同研发，与 Aducanumab 具有相同的作用机制，都是通过与 β 淀粉样蛋白结合而加快其消除，减缓疾病进程。BAN2401 已经通过两项 I 期和一项 II 期临床试验，分别验证了其安全性和有效性。

BAN2401 与其他 β 淀粉样蛋白抗体的不同之处在于，它能够与高神经毒性的原纤维结合。这说明它在临床试验中获得成功的可能性更大。在对阿兹海默晚期患者进行了 18 个月的临床试验后，发现该药物能显著减慢病人的认知减退速度。

图表 28： β 淀粉样蛋白抗体代表性药物对比

代号/名称	研发公司	靶点	淀粉样蛋白相关成像异常 (大脑水肿或微出血的迹象)
BAN2401	Biogen/卫材	β 淀粉样蛋白原纤维	有
Aducanumab	Biogen/卫材	β 淀粉样蛋白原纤维/淀粉样斑块	有
Gantenerumab	罗氏	非单体 β 淀粉样蛋白（着重于淀粉样斑块）	有
Crenezumab	罗氏	全部 β 淀粉样蛋白（着重于低聚体）	无
Solanezumab	礼来	β 淀粉样蛋白单体	无

资料来源：公司公告，野村东方国际证券

公司 2019 年 5 月启动了 BAN2401 全球性 III 期临床研究（Clarity AD），计划入组 1566 人，主要受试者为阿尔茨海默症所致的轻度认知功能障碍（MCI）且明确存在脑内淀粉样蛋白病理的患者，主要终点是治疗 18 个月后临床痴呆评分总和（CDR-SB）相对于基线的变化。关键次要终点设定为从基线到 18 个月治疗期间 AD 综合评分（ADComs）、AD 评估量表-认知子量表（ADAS-Cog）和大脑 PET 评估的淀粉样蛋白水平的变化。

2020 年 7 月，公司在美国正式启动新一项 III 期研究 AHEAD 3-45，评估 BAN2401 对无症状但伴有脑部淀粉样蛋白水平增高的早期阿尔茨海默病患者的疗效。卫材计划基于 II 期和 III 期结果进行 NDA 申请。

中日对比：创新药头部企业 PK

国内创新药具有代表性的公司包括恒瑞医药、中国生物制药与翰森制药。其中，恒瑞医药业务包括肿瘤，麻醉，造影剂三大板块；中国生物制药专注肝病，肿瘤，心脑血管；翰森制药主要经营肿瘤，抗感染，中枢神经系统药物。

从四家公司的经营情况方面来看，卫材营收规模最大，中国生物制药、恒瑞医药和翰森制药依次减少。卫材净利润规模也位列第一，而恒瑞医药的净利润高于中国生物制药与翰森制药。毛利率水平方面，中国三家创新药企业均接近或高于 80%，高于卫材的 74.7%，其近五年的收入增速也显著高于卫材。但卫材由于仑伐替尼放量，净利润增速位列第二，仅次于恒瑞医药。从近十年增速来看，恒瑞医药和中国生物制药的收入增速均显著高于卫材，净利润增速也高于卫材一倍，卫材受 2010 年多奈哌齐和雷贝拉唑专利到期拖累，之后十年的业务增长较低。

研发支出方面，卫材制药的研发投入绝对值和收入占比均高于三家中国创新药公司，显示本土企业在自主创新方面仍有提升空间。管线方面，四家企业均将肿瘤作为核心板块布局，但卫材将神经病学（阿尔茨海默症）与肿瘤作为同等重要板块，均给与高额研发投入，管线更多样化，本土企业则结合国内市场现状，主要将肿瘤药作为突破点。

总体来看，卫材作为日本创新药龙头，其收入规模高于本土创新药企业，大体量配合重磅炸弹产品带来的稳定增速对其估值起到了支撑作用。本土创新药企业仍然处于快速增长期，专注于肿瘤板块的研发投入能够更好地利用资金与市场，加速公司成长，这些药企仍远未达到成长天花板。

图表 29：卫材与中国医药公司对比

	卫材株式会社	恒瑞医药	中国生物制药	翰森制药
股票代码	4523.T	600276.SH	1177.HK	3692.HK
市值（亿美元）	258.1	700.3	213.8	267.3
市盈率	23.0	89.9	54.8	72.6
收入（亿美元）	64.0	34.1	35.5	12.7
净利润（亿美元）	11.2	7.8	4.0	3.7
毛利率	74.7%	87.4%	79.7%	91.6%
净利率	18%	23%	11%	29%
研发投入（亿美元）	12.9	5.7	3.5	1.6
研发投入占比	20.1%	16.7%	9.9%	12.9%
收入 CAGR（2014-2019）	5.0%	25.6%	14.4%	14.5%
收入 CAGR（2009-2019）	-3.0%	22.6%	23.1%	-
净利润 CAGR（2014-2019）	23.2%	28.6%	12.3%	15.3%
净利润 CAGR（2009-2019）	9.9%	22.2%	21.2%	-
重点板块	肿瘤，神经病学	肿瘤，麻醉，造影剂	肝病，肿瘤，心脑血管	肿瘤，抗感染，中枢神经系统

资料来源：Wind, Bloomberg, 野村东方国际证券

注：*营收，净利润，研发开支均为 2019 财年数据，市值基于 2020/9/9 数据，单位均为亿美元。

风险提示

1、管线产品研发失败风险：由于阿尔兹海默症研发难度较大，公司投入较大的产品 Aducanumab 与 BAN2401 存在研发失败风险。与默沙东联合进行的 Keytruda 和仑伐替尼的试验结果也存在不确定性。

2、核心产品专利到期风险：由于仑伐替尼 2021 年部分专利即将到期，仿制药可能陆续上市，或对公司产品销售产生影响。

3、疫情反复风险：公司全球化程度较高，全球疫情反复可能对销售造成负面影响。

附录

相关研究

《板块协同增强，业绩全面恢复》	2020.08.27
《二季度恢复增长，盈利显著修复》	2020.08.26
《试剂贡献明显，其他业务静候恢复》	2020.08.26
《日本生命线：心医疗器械代理商向研发自产的进击》	2020.08.24
《第三批带量采购结果公布》	2020.08.21

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraoi-sec.com	梅煜晖 +86 21 66199041 yuhui.mei@nomuraoi-sec.com	王文凯 +86 21 66199115 wenkai.wang@nomuraoi-sec.com
池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraoi-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraoi-sec.com	王斌 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraoi-sec.com
沈颖 +86 21 66199087 ying.shen@nomuraoi-sec.com		
张亦青 +86 21 66199074 yiqing.zhang@nomuraoi-sec.com		

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询职业资格并注册为证券分析师，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，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。此外，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

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询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推荐或者投资操作性建议。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信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）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，野村东方国际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在本报告中，或在与野村东方国际的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，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事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的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。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均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。

野村东方国际可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际。野村东方国际的销售人员、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。野村东方国际没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际的资产管理部门、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仅代表过往表现。过往的业绩表现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方是基于该接收方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者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际可能与在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。野村东方国际及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际亦可能就该等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际及/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。

本报告仅面向经野村东方国际授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使

用，且接收方具有保密义务。野村东方国际并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。野村东方国际对本报告及本免责声明具有修改权和最终解释权。