

## 首次覆盖：十年磨一剑， 双抗 ADC 领军企业

688506 CH  
Sichuan Biokin Pharmaceutica  
Rating: OUTPERFORM  
Target Price: Rmb226.83

Wenxin Yu  
wenxin.yu@htisec.com

Zhaoming Zhu  
zhaoming.zhu@htisec.com

Kehan Meng  
kh.meng@htisec.com

### 投资要点：

- 创新转型打造“全球新”研发管线，BL-B01D1 与 BMS 达成全球合作协议。**百利天恒于 2010 年起从仿制药业务重点转向创新药开发，通过建立中美研发子公司 Systimmune、多特生物和百利药业布局 SEBA 双抗技术、GNC 多抗技术和 HIRE-ADC 技术等核心平台。2019 年起公司累计已有 11 款创新生物药进入临床阶段，3 款药物进入注册性临床阶段，其中多款药物具有全球 FIC 潜力，并读出积极 I/II 期数据，展现公司研发实力。旗下 EGFR\*HER3 双抗 BL-B01D1 在 2023 年 12 月与 BMS 签订全球合作协议，首付款 8 亿美元，潜在总金额 84 亿美元，是 ADC 资产交易历史最高值。
- BL-B01D1 有成为全球重磅抗肿瘤药物潜力。**BL-B01D1 是全球首创 EGFR\*HER3 双抗 ADC，拥有广谱的治疗潜力。我们认为 01D1 相比一般 EGFR ADC 或 HER3 ADC 展现出减毒（靶向毒性）扩面（治疗范围）的优势；相比其他靶点的 ADC 能凭借 EGFR 在肿瘤中的高表达而取得更好的疗效（提效）。目前，01D1 针对 NSCLC、NPC、ESCC、SCLC、BC 等适应症已启动中国 III 期临床，公司预计最早于 2026 年递交 NDA 申请。上述适应症的 I/II 期临床结果已发布于柳叶刀和 2023SABCs，均展现出优异的早期疗效，尤其在 NSCLC 末线竞争力强劲。此外，01D1 的在研临床未来有望支持其拓展到全球更多适应症：1) 联合 PD1 及奥希替尼在多个适应症一线进行 II 期探索；2) BMS 在全球启动了一项覆盖多个适应症的 I 期剂量探索临床，公司预计 2025 年完成，并最早将于 2028 年向 FDA 递交首个 BLA 申请；3) 01D1 单药在泌尿系统肿瘤、妇科肿瘤、消化道肿瘤末线进行 I 期临床。我们预测 01D1 在 2034 年可达到 117.87 亿元人民币的经调整全球峰值销售额。
- 其他在研临床管线颇具亮点。**双抗药物上公司布局了 EGFR\*HER3 双抗 SI-B001，其针对 PD1 经治的 EGFRwt NSCLC 末线展现出了亮眼数据，目前已进入临床 III 期。ADC 药物上公司布局了 HER2 ADC BL-M07D1，CD33 ADC M11D1 等 6 款新药，其中 07D1 针对 HER2+乳腺癌的早期数据展现出 BIC 潜力，目前已进入临床 III 期。多抗方面，公司启动了 GNC035 等 4 款 PDL1\*41BB\*CD3\*TAA 四抗的 I 期临床，临床前数据显示其相比一般 TCE 双抗有着更强的有效性和更广的覆盖面。建议关注上述药物的未来进展。
- 盈利预测：**我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 40.89/-1.29/-9.05 亿元，对应 EPS 分别为 10.20/-0.32/-2.26 元。利用 DCF 估值法，对应目标价 226.83 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**药品研发进展不及预期风险，药品销售不及预期风险，竞争加剧风险，政策风险

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万）	703	562	6213	2308	2863
(+/-)YoY(%)	-11.7%	-20.1%	1005.8%	-62.8%	24.0%
净利润（百万元）	-282	-780	4089	-129	-905
(+/-)YoY(%)	-182.4%	-176.4%	623.9%	-103.1%	-602.9%
全面摊薄 EPS(元)	-0.70	-1.95	10.20	-0.32	-2.26
毛利率(%)	66.9%	59.2%	58.2%	57.2%	70.9%
净资产收益率(%)	-30.2%	-513.9%	95.9%	-3.1%	-28.0%

资料来源：公司年报（2022-2023），HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

## 目 录

1. 十年磨一剑，创新转型终结果.....	5
1.1 公司已进入创新转型的收获期.....	5
1.2 构建中美两大研发中心，赋能公司创新转型.....	5
1.3 与 BMS 达成合作，对外授权收入快速增长.....	6
1.4 实控人朱义博士把控全局，核心高管经验丰富.....	7
2. 深耕抗体技术和 ADC 平台.....	8
2.1 公司目前拥有三大创新药核心开发平台.....	8
2.2 11 款创新药进入临床阶段，3 款进入临床 III 期.....	9
3. BL-B01D1：全球首创双抗 ADC.....	11
3.1 药物设计赋能双抗 ADC 减毒扩面潜力.....	11
1.1 机理.....	11
3.2 单药针对泛癌种末线治疗已取得突破，未来有望凭借联用挺进前线.....	12
3.3 NSCLC：BL-B01D1 展现出最佳药物疗效.....	13
3.4 HER2- BC：早期数据展现出优秀潜力.....	16
3.5 NPC、HNSCC、ESCC：EGFR 优势癌种，早期数据 PFS 获益良好.....	17
3.6 我们预计经风险调整后 01D1 在 2034 年全球销售额可达 117.87 亿元.....	18
4. SI-B001：全球首创 EGFR-HER3 双抗.....	19
4.1 SI-B001 是 BL-B01D1 的抗体骨架，早期数据展现出良好疗效.....	19
5. BL-M07D1：.....	20
5.1 BL-M07D1 针对 HER2+实体瘤的早期数据优异.....	20
6. GNC：全球首创四抗，多功能协同治疗肿瘤.....	21
6.1 基于公司 GNC 平台开发多款针对血液瘤治疗的四抗.....	21
7. 盈利预测与估值：.....	22
7.1 盈利预测.....	22
7.2 利用 DCF 估值法，百利天恒每股合理价值为 214.73~226.83 元.....	22
8. 风险提示.....	24
附表 前十大股东：.....	25
财务报表分析和预测.....	26

## 图目录

图 1	公司发展历程 .....	5
图 2	公司全资子公司情况 .....	6
图 3	百利天恒 2019-1H2024 营收情况 .....	6
图 4	百利天恒 2019-1H2024 归母净利润情况 (亿元) .....	6
图 5	百利天恒 2019-1H2024 研发费用情况 .....	7
图 6	百利天恒 2019-1H2024 货币资金情况 (亿元) .....	7
图 7	公司股权结构 .....	7
图 8	公司核心技术平台情况 .....	9
图 9	百利天恒其他管线临床进展 .....	10
图 10	BL-B01D1 临床进展 .....	10
图 11	BL-B01D1 设计思路 .....	11
图 12	EGFR、HER3 在多个瘤种高表达 .....	11
图 13	BL-B01D1 在 EGFR 和 HER3 均高表达时结合最好 .....	11
图 14	BL-B01D1 对比 EGFR ADC、HER3 ADC 展现出广谱性 .....	12
图 15	BL-B01D1 相比其他 EGFR ADC 展现出减弱的靶毒性 .....	12
图 16	BL-B01D1 临床前抗肿瘤效果优异 .....	12
图 17	BL-B01D1 临床拓展路径情况 .....	13
图 18	BL-B01D1 I 期临床在 NSCLC 亚组的数据优秀 .....	14
图 19	BL-B01D1 在 NSCLC 中的瀑布图 .....	14
图 20	EGFRm NSCLC 后线临床数据肩对肩分析 .....	14
图 21	BL-B01D1 针对 HER2- BC 展现出潜力 .....	16
图 22	BL-B01D1 针对 TNBC 展现出潜力 .....	16
图 23	BL-B01D1 在乳腺癌中的生物标志物分析 .....	17
图 24	BL-B01D1 针对 NPC 的 PFS KM 图 .....	18
图 25	BL-B01D1 针对 HNSCC 的 PFS KM 图 .....	18
图 26	BL-B01D1 销售额预测 .....	18
图 27	PDL1+铂化疗经治后线 NSCLC ORR-PFS 汇总 .....	20
图 28	我国 HER2 ADC 进入 III 期临床的产品情况 .....	20
图 29	BL-M07D1 针对 HER2+BC I 期临床达到 100%DCR .....	20
图 30	GNC038 展现出更强的 PBMC 增殖能力 .....	21
图 31	GNC038 展现出更强的抗肿瘤信号 .....	21

## 表目录

表 1 百利天恒核心管理人员、技术人员情况 .....	8
表 2 EGFRm/AGA(-) NSCLC 后线治疗全球领先的在研药物进度情况 .....	15
表 3 BL-B01D1 对比其他药物在 AGA(-) NSCLC 后线治疗中表现出良好疗效 .....	16
表 4 EGFR 类生物药在 ESCC、HNSCC 和 NPC 中上市或在研 .....	17
表 5 SI-B001 已开展临床实验情况 .....	19
表 6 公司在研 GNC 四抗情况 .....	21
表 7 公司 2024-2026 年收入预测 .....	22
表 8 经计算, 公司得 WACC 为 6.89% .....	23
表 9 公司 DCF 估值 (亿元人民币) .....	23
表 10 WACC 敏感性分析 (每股合理价值, 元) .....	24

## 1. 十年磨一剑，创新转型终结果

### 1.1 公司已进入创新转型的收获期

百利天恒起家于中成药和仿制药业务，目前已逐步成长为一家聚焦于全球前沿领域的创新型生物医药企业。公司的发展历程可以分为三个阶段：第一阶段（1996年-2009年）公司通过自主研发和协作研发相结合的模式，专注于首仿药（原3类新药）开发，建立起一套完善的产研销体系，实现自给自足；第二阶段（2010年-2019年）公司转移战略重心，进军创新生物药业务，通过建立中美两大研发中心，逐步开发出 HIRE-ADC 平台、SEBA 双抗平台和 GNC 多特异性 T 细胞结合器平台；第三阶段（2020年-至今）公司创新转型逐步开花结果，首款双抗 SI-B001（EGFR\*HER3，2019年）、首款多款 GNC38（PD-L1\*CD3\*41BB\*CD19，2020年）、GNC39（PDL1\*CD3\*41BB\*EGFR，2020年）和首款双抗 ADC BL-B01D1（EGFR\*HER3，2021年）陆续进入临床阶段并读出积极的早期临床数据。此外，基于上述药物的开发经验，公司三大技术平台的新一代产品正在持续进入临床。

图1 公司发展历程



资料来源：公司港股招股书，HTI

### 1.2 构建中美两大研发中心，赋能公司创新转型

2010年以来公司通过布局中美两大研发中心、三个核心公司（Systimmune、多特药业、百利药业）助力公司创新转型。Syetimmune 和多特生物为公司的生物创新药核心平台，百利药业则利用其积累的化药技术开发 ADC 药物，拥有多类 linker 与 payload 的专利所有权。Systimmune 在 2014 年成立于美国，通过融入北美活跃的创新生态系统、招募全球优秀人才、配备尖端设备，在近 10 年的积淀下，形成抗体、ADC 等核心技术。目前 Systimmune 负责全球前沿领域药物“0 到 1”的开发，生物创新药从抗体发现、抗体工程及构建、初始高通量筛选到人源化及优化的过程。多特生物则作为公司在中国的创新药中心，在 Syetimmune 做出的“0 到 1”的基础上，发挥中国“1 到 100”规模化创新的优势，利用中国效率加速后续药理毒理研究、中试放大及后续的临床开发。

其他分子公司协同配合，构建化药、中成药全方位布局体系，覆盖从中间体、原料药到制剂的上下游一体化能力及产研销全生命周期商业化运营能力。百利药业、国瑞药业负责公司的仿制药业务，从事药品生产和化学制剂开发，拥有公司大部分化药仿制药、中成药注册批件的所有权。其中百利药业专注于化药仿制药的开发，在复杂仿制药方面已有重大突破；公司还拥有原料药平台（精西药业）和中间体平台（海亚特科技），原料药制剂一体化布局、内部协同带来生产的成本优势；此外，公司的销售平台（天恒药业、拉萨新博）已建立起覆盖全国 30 多个省市，200 个城市的综合营销体系。

图2 公司全资子公司情况

公司名称	百利药业	国瑞药业	多特生物	西雅图免疫	天恒药业	拉萨新博	精西药业	海亚特科技
成立时间	1996	2005	2017	2014	2006	2013	2014	2014
主营业务	药品的生产基地，并承担化药制剂的研发职能	药品的生产基地，并承担化药制剂的研发职能	创新生物药的研发和生产平台	创新生物药的研发	销售平台	销售平台	原料药生产和研发平台	医药中间体生产平台
备注	拥有多个化药仿制药批件，及部分ADC中国区专利所有权。公司四大（口服固体制剂及注射冻干粉）生产基地之一	拥有多个中成药、化药仿制药批件。公司四大（注射剂和口服制剂）生产基地之一	多抗、双抗及ADC中国区开发，拥有相关技术平台的中国专利权，公司核心研发平台，公司四大（创新药）生产基地之一	位于美国西雅图，负责多抗、双抗及ADC早期开发，拥有相关技术平台的全球专利权，公司核心研发平台	-	-	公司四大生产基地之一	公司四大生产基地之一

资料来源：公司招股书，HTI

### 1.3 与 BMS 达成合作，对外授权收入快速增长

2024 年上半年，公司实现营业收入 55.53 亿元，归母净利润 46.66 亿元，主要系于 3 月 7 日收到部分 BMS 的首付款。2023 年 12 月公司与 BMS 签订全球战略许可和合作协议，共同开发及商业化 EGFR\*HER3 双抗 ADC BL-B01D1，公司获得 8 亿美元首付款，5 亿美元近期或有付款，以及最多 71 亿美元的里程碑付款，总计 84 亿美元是全球 ADC 资产交易的最高值。其中的 7.51 亿美元（折合人民币 53.317 亿元）已于 2024 年 4 月 30 日前确认，剩余 0.49 亿美元（折合人民币 3.48 亿元）已计入合同负债，后续将陆续确认。

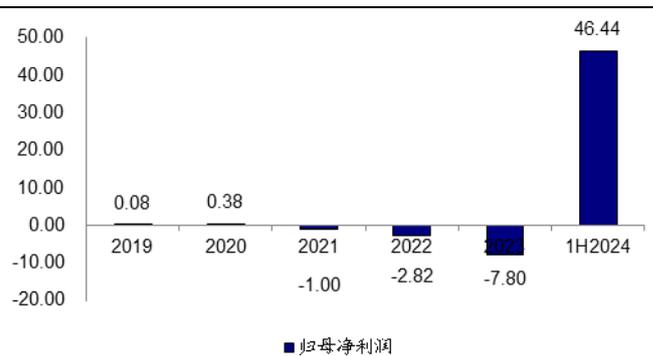
仿制药、中成药业务风险基本出清。公司长期以来的销售收入以中成药和仿制药为主，核心产品包括麻醉类的丙泊酚乳状注射液、盐酸右美托咪定，肠外营养的中长链脂肪乳注射液，中成药的黄芪颗粒等，2019 年公司营收达到 12.1 亿元，实现归母净利润 0.08 亿元。2020 年以来，公司的多款核心产品被纳入集采，收入逐渐下滑至 2023 年的 5.6 亿元。根据米内网数据，公司多款集采仿制药收入在 2023 年企稳，同比增速转正，我们认为公司仿制药业务风险基本出清。

图3 百利天恒 2019-1H2024 营收情况



资料来源：WIND，公司招股书，HTI

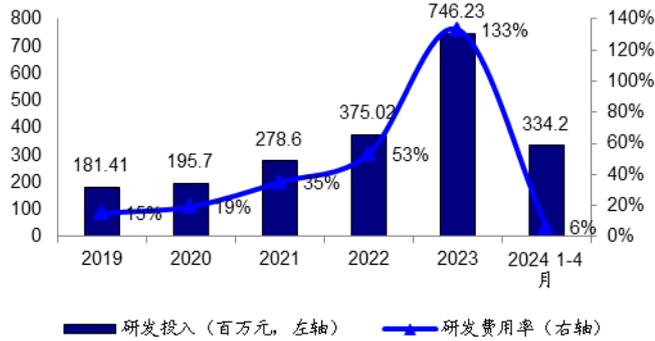
图4 百利天恒 2019-1H2024 归母净利润情况 (亿元)



资料来源：WIND，公司招股书，HTI

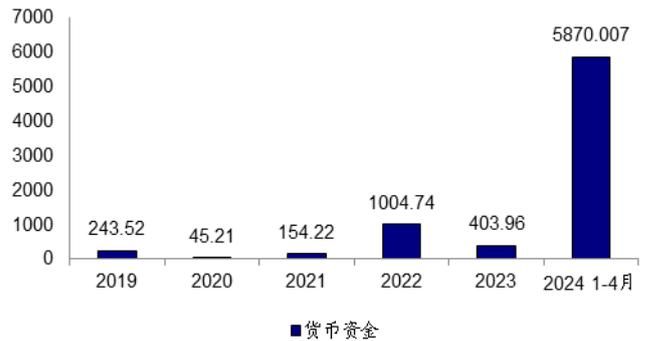
多款产品进入临床后期，我们预计未来研发投入将持续加大。2019 年以来，公司多款产品进入临床阶段，研发费用快速上升，2023 年公司研发费用达到 7.46 亿元，同比增长 133%。2023 年底至今，公司陆续启动了 8 项 III 期临床，未来随着管线持续推进，我们认为公司研发投入将进一步扩大。截至 2024 年 4 月，公司在手现金约为 58.7 亿元。

图5 百利天恒 2019-1H2024 研发费用情况



资料来源: WIND, 公司招股书, HTI

图6 百利天恒 2019-1H2024 货币资金情况 (亿元)

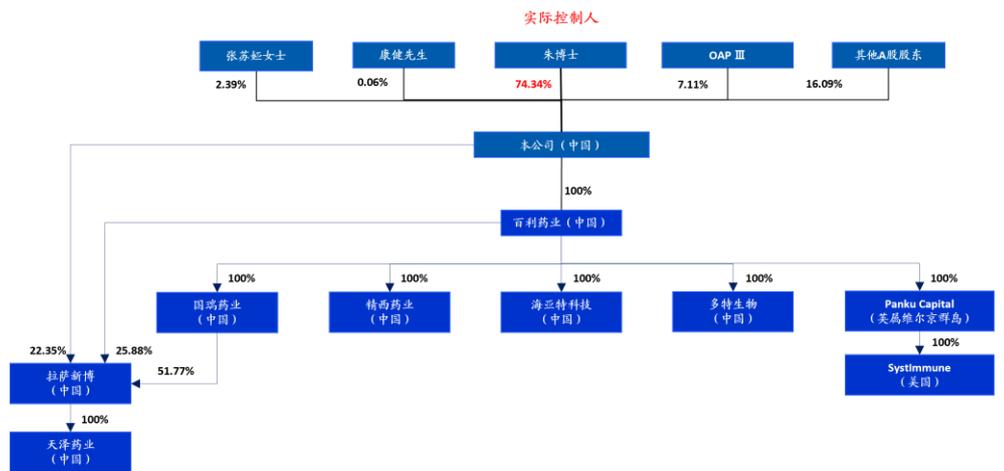


资料来源: WIND, 公司招股书, HTI

### 1.4 实控人朱义博士把控全局，核心高管经验丰富

公司股权高度集中，创始人朱义博士持股比例高。截至 2024 年 4 月，朱义博士拥有公司 74.34% 的股权，为公司实控人，其他持股 5% 以上的股东仅有 Orbimed 旗下 OAP III (7.11%)，股权高度集中。朱义博士是公司的创始人、董事长、总经理，负责集团的整体策略规划和业务管理。同时，朱义博士还全权负责公司的创新药开发，其于 2010 年提出转向创新药战略后，立志做全球 FIC、BIC 新药，统领公司创新药的开发方向，担任集团的首席科学官、美国创新药研发平台 Systimmune 总经理、以及中国创新药研发平台多特生物总经理。

图7 公司股权结构



资料来源: 公司招股书, HTI

核心高管经验丰富，国内管理团队稳定。除朱义博士外，公司其他核心高管或在成立初期即加入公司任职，或专业性强行业经验丰富 (表 1)。其中张苏娅女士在百利药业成立之初加入公司，有丰富的财务管理经验，现任集团财务总监、董事、常务副总经理及百利药业董事，负责集团财务策略；康健先生目前为集团董事兼副总经理，负责精西药业、海亚特科技、国瑞药业等全资子公司的运营管理。

Systimmune 积极引进海外专家，推动药物开发。Systimmune 拥有多位资深药物研发、临床经验的专家 (表 1)，并组建了临床咨询委员会，为公司药物开发提供临床指导。首席执行官 Jie D'Elia 博士曾任 BMS 高级副总裁；免疫部门副总裁 JAHAN SALAR KHALILI 博士曾任 MD 安德森研究员；首席医学官 Jonathan Cheng 博士曾任 BMS 和 MSD 的临床负责人，领导了 K 药、O 药、Y 等多款产品上市；临床顾问 Pasi Jänne 博士是 EGFR 突变的共同发现者。

表 1 百利天恒核心管理人员、技术人员情况

核心人员名称	简介
朱义	公司创始人，四川大学无线电物理学士，复旦大学生物学硕士，四川大学管理学博士。现任公司董事长、总经理及首席科学官，负责集团整体策略规划、研发和业务管理
张苏娅	1997 年加入百利药业，现任集团财务总监、董事、常务副总经理及百利药业董事。负责集团整体策略规划，财务策略及管理
康健	2000 年加入集团，现任集团董事兼副总经理、百利药业总经理、精西药业、海亚特科技、国瑞药业、天泽药业执行董事兼总经理
卓识	北京大学生物技术学士，印第安纳大学伯明翰分校生态学硕士。2011 年加入百利药业，历任研发中心研究员、项目经理、主任及副总经理。现任多特生物总经理及集团副总经理
朱海	前南京大学天文与空间科学学士，美国乔治敦大学统计学硕士，美国德克萨斯大学休斯顿健康科学中心生物统计学博士，FDA 药品评价和研究中心研究员，2019 年加入 Systimmune，现任 Systimmune 首席技术及数据官
陈英格	前君实生物董秘，现任公司董秘，负责董事会相关事宜、企业管治及投资者关系
万维李	四川大学药物化学博士。2014 年加入百利药业，历任新药研发中心小分子药物部项目经理、部门经理、总监、多特生物小分子药物部总监。现任集团公司副总经理兼成都研发中心总经理。
Jie D'Elia	德克萨斯大学奥斯汀药学院博士，于 BMS 就职超过 10 年，任 BMS 高级副总裁，负责肿瘤学、血液学及细胞治疗 BD 业务
JAHAN SALAR KHALILI	MD 安德森免疫学博士、博士后及研究员。2018 年加入 Systimmune，现任免疫肿瘤部门副总裁
Jonathan Cheng	前默沙东肿瘤临床研究副总裁，领导 K 药和 Lenvatinib 的上市；BMS 高级副总裁兼肿瘤发展主管，负责管理抗肿瘤管线的临床后期开发，领导 O 药、Y 药 Relatlimab 和 Reprotectinib 的上市，现任 Systimmune 首席医学官
Hope Rugo	前 UCSF 乳腺癌临床实验项目主任，乳腺癌研究联盟创始成员，现任 Systimmune 临床科学顾问
Sara Tolane	前 Dana-Farber 癌症研究所乳腺肿瘤科主任，Susan F. Smith 妇女癌症中心副主任和哈佛医学院副教授，现任 Systimmune 临床科学顾问
Pasi Jänne	前 Lowe 胸部肿瘤学中心主任、Belfer 癌症应用科学中心主任、Dana-Farber 癌症研究所的 Chen-Huang 中心 EGFR 突变型肺癌研究主任，EGFR 突变的共同发现者，现任 Systimmune 临床科学顾问
Dr. Helena A. Yu	纽约纪念斯隆凯特琳癌症中心靶向治疗和胸部肿瘤学的研究主任、部门主管和副主任医师，管理 MSKEGFR 肺癌临床和转化项目

资料来源：公司招股书，公司官网，HTI

## 2. 深耕抗体技术和 ADC 平台

### 2.1 公司目前拥有三大创新药核心开发平台

三大技术平台支持公司创新药开发。基于 Systimmune、百利药业和多特生物的技术积淀，目前公司拥有三大创新生物药技术平台：SEBA 双抗平台、GNC 多抗平台、HIRE-ADC 平台，并能够基于上述平台进行药物开发。百利天恒拥有上述平台在全球的自有专利，截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有已授权的多抗新型分子专利 10 项，申请中 127 项；拥有已授权的 ADC 药物专利 16 项，申请中 85 项。

图8 公司核心技术平台情况

平台名称	核心技术	样式	核心专利	对应管线
SEBA	2+2双抗，保留Fc端，通过选择不同的靶点组合、调节抗体分子对于靶点的亲和力，可实现抗体分子增强、拮抗、选择性等不同的生物学效应，从而获得增强的特异性，阻断细胞生长信号，诱导更强大的免疫系统活性，提高效力和靶向性，减少脱靶效应		双特异性抗体及其制备和使用方法	SI-B001 (EGFR-HER3双抗, III期) SI-B003 (PD1-CTLA4双抗, II期)
GNC	对称或不对称结构的四特异性抗体，同时靶向CD3、41BB、PDL1、TAA靶点，通过初免和活化免疫细胞，促进免疫细胞迁徙/肿瘤组织浸润和持久杀伤，从而获得突破性疗法		双特异性四价抗体及其制造和使用方法 多特异性抗体及其制备和使用方法	GNC-038 (CD3-41BB-PDL1-CD19四抗, I期) GNC-039 (CD3-41BB-PDL1-EGFRVIII四抗, I期) GNC-035 (CD3-41BB-PDL1-ROR1四抗, I期) GNC-077 (多抗, IND)
HIRE-ADC	抗体技术来自SEBA、GNC等；内部开发的可裂解高稳定性连接器；细胞毒性荷载Ed-04，相比SN38和Dxd有更强的旁观者效应；非特异性偶联及精确位点偶联		一种带酸性自稳定接头的抗体-药物偶联物 一种喜树碱药物及其抗体偶联物 双特异性抗体-喜树碱类药物偶联物及其医药用途 靶向EGFR和HER3的双特异性四价抗体	BL-B01D1 (EGFR-HER3双抗ADC, III期) BL-M07D1 (HER2 ADC, III期) BL-M11D1 (CD33 ADC, I期) BL-B16D1 (单抗ADC, I期) BL-M17D1 (ADC, I期) BL-M05D1 (CLDN18.2 ADC, I期) BL-M14D1 (单抗ADC, IND)

资料来源：公司招股书，HTI

**SEBA 和 GNC 平台赋能公司抗体业务。**2014-2015 年，百利天恒分别完成 SEBA 和 GNC 技术的开发，能够生产出肿瘤杀伤效率更高（普通抗体的 100-1000 倍）且不易脱靶的多抗。对比全球知名双抗平台如 KiH (Genentech)、CrossMab (罗氏)、BiTE (安进) 等，公司的多抗展现出以下特点：1) 理论上不存在错配问题；2) 成品拥有良好的稳定性；3) 保留了 Fc 区使得其拥有较长的血清半衰期；4) 利用 CHOZN 细胞进行表达，表达量高，纯化工艺稳定简单，利于大规模生产。

**HIRE-ADC 平台拥有全球领先的 ADC 技术。**在公司强大抗体技术的支持下，公司开发了 ADC 配套技术，拥有完全端到端的能力，并积累了大量基础研究数据使得能够迭代 ADC 创新：1) 新型拓扑异构酶抑制剂 Ed-04，其临床前数据显示相比 SN38 和 Dxd 该毒素有更好的旁观者效应，并能更好地诱导 ICD。在小鼠实验中，Ed-04 展现出了更好的肿瘤抑制效果；2) 公司同时拥有传统的非特异性偶联和精确位点特异性方法，且后者能够提升分子和血浆的稳定性；3) 公司开发的可裂解 AC 连接器，相比 MC 接头有更好的稳定性，更好的亲水性（减少聚集）以及更强的抗肿瘤活性。临床前实验对比 T-Dxd 稳定性更佳。

## 2.2 11 款创新药进入临床阶段，3 款进入临床 III 期

截至目前，百利天恒已有 11 款创新药进入临床阶段，3 款已开启注册性临床。ADC 和双抗类药物进展较快，多个产品位于 II-III 期，GNC 多抗多处 I 期探索阶段。

已开启注册性临床的药物如下：1) BL-B01D1 (EGFR-HER3 ADC) 已开启 7 项 III 期注册性临床：针对 2L EGFR 野生型(EGFRwt)和突变型(EGFRm)的 NSCLC、针对 3L+ HR+/HER2-乳腺癌和 2L+ 三阴性乳腺癌 (TNBC)、针对 2L+ 食管鳞癌 (ESCC)、末线鼻咽癌 (NPC) 和 2L+ SCLC；2) BL-M07D1 (HER2 ADC) 已开启 1 项 III 期临床：针对 HER2+乳腺癌；3) SI-B001 (EGFR-HER3) 开启 1 项 III 期临床：针对 EGFRwt NSCLC。

**图9 百利天恒其他管线临床进展**

产品	靶点	类型	适应症	单药/联用	临床前	IND	Ia期	Ib期	II期	III期	预计完成年份	商业权益		
HIRE-ADC	BL-M07D1	HER2	HER2阳性乳腺癌	单药	■	■	■	■	■	■	2026年	全球		
			HER2阳性乳腺癌	+帕妥珠单抗 ±化疗	■	■	■	■	■	■	2026年			
			實體瘤	+PD-L1 ±化疗	■	■	■	■	■	■	2026年			
			HER2低表達乳腺癌、胃癌、非小細胞肺癌、尿路上皮癌、婦科腫瘤及其他實體瘤	單藥	■	■	■	■	■	■	2026年			
	BL-M11D1	CD33	急性髓系白血病	單藥	■	■	■	■	■	■	2025年			
	BL-B16D1	未披露	雙抗ADC	實體瘤	單藥	■	■	■	■	■	2026年			
	BL-M17D1	未披露	實體瘤	單藥	■	■	■	■	■	■	2026年			
	BL-M05D1	Claudin18.2	單抗ADC	實體瘤	單藥	■	■	■	■	■	■		2026年	
				實體瘤 <sup>1</sup>	單藥	■	■	■	■	■	2026年			
	BL-M14D1	未披露	實體瘤	單藥	■	■	■	■	■	■	2026年			
GNC	GNC-077	多特异性抗體	實體瘤	單藥	■	■	■	■	■	■	2027年	全球		
			CD3 × 4-1BB × PD-L1 × CD19	急性淋巴細胞白血病、非霍奇金淋巴瘤等血液瘤	單藥	■	■	■	■	■	■		2024年至2025年	
			GNC-035	四特异性抗體	急性淋巴細胞白血病、非霍奇金淋巴瘤等血液瘤	單藥	■	■	■	■	■		■	2024年至2025年
					乳腺癌、肺癌及其他復發難治性實體瘤	單藥	■	■	■	■	■		■	2024年
			GNC-039	CD3 × 4-1BB × PD-L1 × EGFRvIII	高級別腦膠質瘤	單藥	■	■	■	■	■		■	2024年
SEBA	SI-B001	EGFR × HER3	EGFR野生型非小細胞肺癌	+化疗	■	■	■	■	■	■	2026年	全球		
			EGFR突變型非小細胞肺癌	+奧希替尼	■	■	■	■	■	■	2024年			
			頭頸癌	單藥	■	■	■	■	■	■	2024年			
			頭頸癌	+化疗	■	■	■	■	■	■	2024年			
	SI-B003	CTLA-4 × PD-1	食管癌	+化疗	■	■	■	■	■	■	2024年			
頭頸癌、非小細胞肺癌			+SI-B003 ±化疗	■	■	■	■	■	■	2025年				
實體瘤	單藥	■	■	■	■	■	■	■	2024年					

资料来源：公司招股书，HTI

**图10 BL-B01D1 临床进展**

适应症	单药/联用	线数	临床前	IND	Ia期	Ib期	II期	III期	预计完成年份	临床试验编号
肺癌	EGFR野生型非小细胞肺癌	單藥	二線	■	■	■	■	■	2026年	NCT06382129
	EGFR突變型非小細胞肺癌	單藥	二線	■	■	■	■	■	2026年	NCT06382116
	小细胞肺癌	單藥	二線	■	■	■	■	■	2026年	— <sup>3</sup>
	EGFR突變型非小細胞肺癌	+奧希替尼	一線	■	■	■	■	■	2025年	NCT05880706
	非小細胞肺癌	+SI-B003	一線及二線+	■	■	■	■	■	2025年	NCT05956587 <sup>1</sup>
	非小細胞肺癌	+PD-(L)1	一線及二線+	■	■	■	■	■	2026年	NCT06475300 <sup>2</sup>
	小細胞肺癌	單藥 / -B003	二線	■	■	■	■	■	2025年	NCT05924841
	小細胞肺癌	+PD-(L)1	一線及二線+	■	■	■	■	■	2026年	NCT06437509
乳腺癌	HR+/HER2- 乳腺癌	單藥	三線+	■	■	■	■	■	2026年	NCT06343948
	三陰性乳腺癌	單藥	二線+	■	■	■	■	■	2026年	NCT06382142
	三陰性乳腺癌	+PD-(L)1	一線	■	■	■	■	■	2026年	NCT06471205
	HER2-乳腺癌	+SI-B003	二線	■	■	■	■	■	2025年	NCT0642894
乳腺癌及其他實體瘤	單藥	二線+	■	■	■	■	■	2024年	NCT05470348	
胃肠道癌	食管癌	單藥	二線	■	■	■	■	■	2026年	NCT06304074
	食管癌、胃癌、結直腸癌	+ SI-B003/PD-(L)1	一線及二線+	■	■	■	■	■	2025年	NCT06008054
	胃腸道癌	單藥	二線+	■	■	■	■	■	2024年	NCT05262491
其他癌症	鼻咽癌	單藥	未線	■	■	■	■	■	2025年	NCT06118333
	鼻咽癌	+ SI-B003	一線及二線+	■	■	■	■	■	2025年	NCT05956587 <sup>1</sup>
	鼻咽癌	+PD-(L)1	一線及二線+	■	■	■	■	■	2026年	NCT06475300 <sup>2</sup>
	頭頸癌	單藥	二線+	■	■	■	■	■	2025年	NCT06006169 <sup>3</sup>
	頭頸癌	+ SI-B003	一線及二線+	■	■	■	■	■	2025年	NCT06006169 <sup>3</sup>
	頭頸癌	+PD-(L)1	一線及二線+	■	■	■	■	■	2026年	NCT06437522
	婦科腫瘤及其他實體瘤	單藥	二線+	■	■	■	■	■	2025年	NCT05803018
	宮頸癌	單藥/ +SI-B003	二線+	■	■	■	■	■	2025年	NCT05990803
	泌尿系統腫瘤	單藥	二線+	■	■	■	■	■	2025年	NCT05785039
	尿路上皮癌及其他實體瘤	+ SI-B003	二線+	■	■	■	■	■	2025年	NCT05965856
	尿路上皮癌	+PD-(L)1	一線	■	■	■	■	■	2026年	NCT06405425
	泌尿系統腫瘤及其他實體瘤	單藥	二線+	■	■	■	■	■	2024年	NCT05393427
	實體瘤	單藥	二線+	■	■	■	■	■	2024年	NCT05194982
非小細胞肺癌、小細胞肺癌、乳腺癌、食管癌、鼻咽癌等 <sup>1</sup>	單藥	二線+	■	■	■	■	■	2025年	NCT05983432	

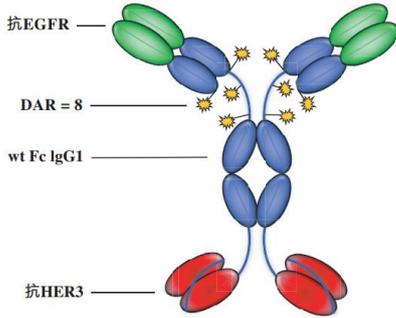
资料来源：公司招股书，HTI

### 3. BL-B01D1: 全球首创双抗 ADC

#### 3.1 药物设计赋能双抗 ADC 减毒扩面潜力

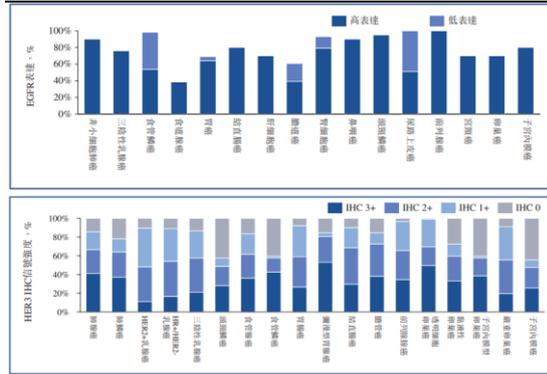
BL-B01D1 (以下简称 01D1) 是公司抗体平台和 ADC 平台的集大成者。01D1 是一款 EGFR-HER3 双抗 ADC, 以 SI-B001 为抗体骨架, 在 DAR=8 的荷载下, 利用 AC 接头链接 Ed-04 毒素。

图11 BL-B01D1 设计思路



资料来源: 公司招股书, HTI

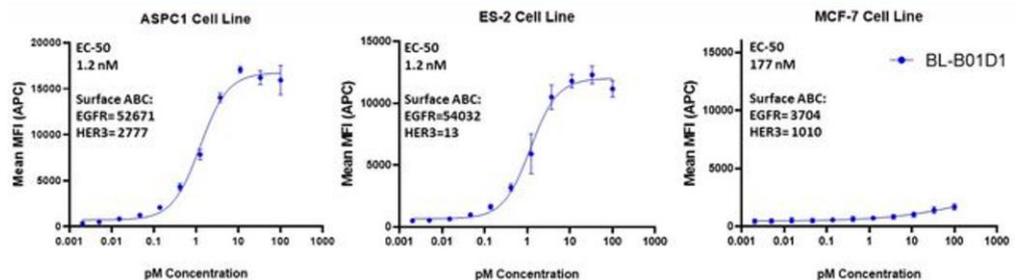
图12 EGFR、HER3 在多个瘤种高表达



资料来源: 公司招股书, HTI

01D1 具有泛癌种覆盖潜力, 叠加双靶设计有望提高肿瘤靶向的特异性。EGFR 和 HER3 同属 ERBB 家族, 在多个瘤种中高表达 (图 11), 两者通过形成 EGFR\*EGFR 或 EGFR\*HER3 二聚体激活下游信号, 导致肿瘤的异常增殖及存活。研究发现 HER3 蛋白在大量恶性肿瘤中有代偿性升高, 因此 EGFR、HER3 共同的高表达多见于转移、恶性或耐药肿瘤中。从临床前数据来看 (图 13), 01D1 一方面能够同时靶向 EGFR\*EGFR 二聚体和 EGFR\*HER3 二聚体, 更全面的抑制 ErbB 家族信号通路; 另一方面, 01D1 倾向于在 EGFR 和 HER3 两个靶点共同高表达的肿瘤中富集, 起到增强肿瘤特异性, 降低脱靶毒性风险。

图13 BL-B01D1 在 EGFR 和 HER3 均高表达时结合最好



资料来源: AACR2023, HTI

回顾对比临床实验, 01D1 对比传统 EGFR ADC 展现出广谱性、更强的有效性和减弱的靶毒性。01D1 在广泛的瘤种中都展现出疗效 (NCT05194982), 而 EGFR ADC 主要覆盖适应症为 EGFR 高表达的癌种如 ESCC、HNSCC 等 (图 15)。对比 EGFR ADC 在早期临床中的安全性数据, 也能观察到 01D1 有着更弱的 EGFR 在靶毒性弱 (红疹、瘙痒少), 而主要表现为毒素带来的血液毒性。

图14 BL-B01D1 对比 EGFR ADC、HER3 ADC 展现出广谱性

靶点	EGFR ADC				HER3 ADC	EGFR*HER3 ADC
药物名称	Akalux	MRG003	AMG595	ABBV414	U3-1402	<b>BL-B01D1</b>
毒素	IR700	MMAE	DM1	MMAF	TOPOI	<b>TOPOI</b>
覆盖适应症	HNSCC (上市)	HNSCC (III) NPC (II) NSCLC (II)	GBM (I)	GBM (III) NSCLC (II)	NSCLC (NDA) BC (II) HNSCC (II) GC (II)	<b>NSCLC (III) NPC (III) ESCC (III) SCLC (III) TNBC (III) HER2lo BC (III) BTC (III) UC (III) ...</b>

资料来源: insight 数据库汇总各文献, 公司招股说明书, HTI

图15 BL-B01D1 相比其他 EGFR ADC 展现出减弱的靶毒性

靶点	EGFRVIII	EGFRVIII	EGFRwt	EGFRwt	EGFR*HER3
药物名称	ABT-414	ABBV-221	AVID100	MRG003	<b>BL-B01D1</b>
所属公司	艾伯维	艾伯维	Forbius	乐普生物	<b>百利天恒</b>
安全性	98%AE 43%>3级	98%TRAE 60%>3级	可控	可控	<b>97%TRAE 86%&gt;3级</b>
任何眼毒性或皮肤毒性	48%视力模糊 36%干眼症 23%结膜炎 23%畏光	20%痒痒 22%红疹	常见不良反应包括 口腔炎、结膜炎等	39%红疹 28%痒痒 15%口腔溃疡	-
其他 >3级毒性	5%贫血	7%贫血		7%白细胞减少 5%中性粒细胞减少 3%血小板减少	<b>40%贫血 29%白细胞减少 30%血小板减少 34%中性粒细胞减少</b>

资料来源: insight 数据库汇总各文献, 公司招股说明书, HTI

我们认为 01D1 凭借高 DAR 配合效果更强的毒素使得 01D1 抗肿瘤效果优异。临床前数据来看, 01D1 的在多个细胞系的小鼠模型中均展现出强于母抗 EGFR ADC、HER3 ADC、U3-1402 类似物和 SI-B001 的疗效。

图16 BL-B01D1 临床前抗肿瘤效果优异

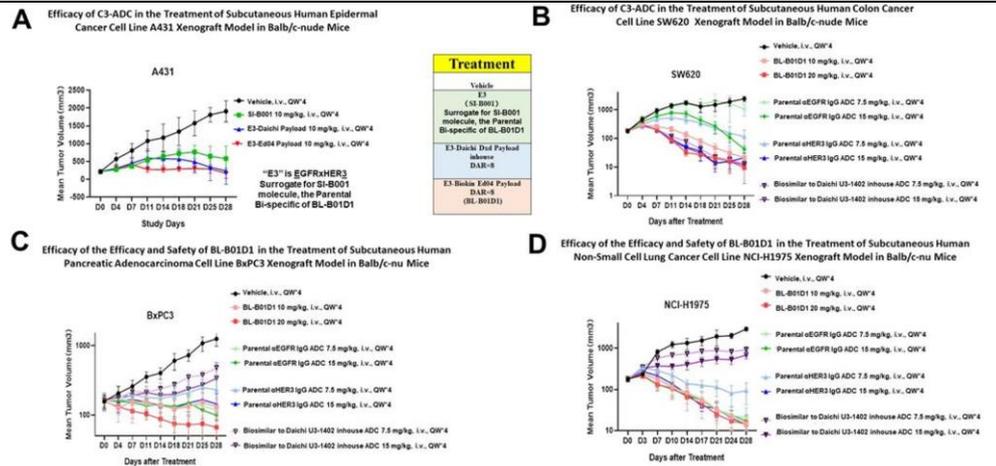


Figure 3. BL-B01D1 comparative testing in tumor xenograft models. Payload comparison (A). Bi-specific parental component comparison and comparator evaluation (B-D)

资料来源: AACR2023, HTI

### 3.2 单药针对泛癌种末线治疗已取得突破, 未来有望凭借联用挺进前线

01D1 通过末线单药治疗快速上市, 联用疗法拓展前线机会, 有望取代肿瘤治疗中化疗的地位。01D1 目前已经开设接近 30 项临床实验, 纳入超过 1000 名患者, 主要可以分为以下四类 (见图 9):

1) 后线治疗, 适应症包括 NSCLC (EGFRwt 和 EGFRm)、HER2- BC (包括 HR+ BC 和 TNBC)、NPC、ESCC、SCLC, 上述适应症均已开启中国区域的 III 期临床。公司预计上述临床有望于 2026 或之前申报 NDA 上市, 取代当前化疗的 SOC 地位。我们对上述临床的成功有着较高的信心, 主要基于两项临床结果, 其均展现出 01D1 在安全性可控的情况下优异的抗肿瘤效果: a) 纳入 195 名肿瘤患者的 I/II 期临床 (NCT05194982, BL-B01D1-101), 该临床最终结果于 2024 年在柳叶刀上发布, 01D1 在 113 名 NSCLC、42 名 NPC、25 名 HNSCC、13 名 SCLC 等一篮子肿瘤的末线患者中 (81%接受过 PD(L)1 治疗), 实现了 46%的 ORR、89%的 DCR 和 5.7m 的 PFS, 在 RP2D 2.5mpk 的剂量下, 安全性可控, 无间质性肺炎; b) 纳入 127 名乳腺癌患者的 I 期临床 (NCT05470348, BL-B01D1-104), 其实验结果于 2023 年在 SABCS 上更新, 38 名 HR+/HER2- BC 和 35 名 TNBC 的末线患者分别实现了 44.7%和 33.4%的 ORR。

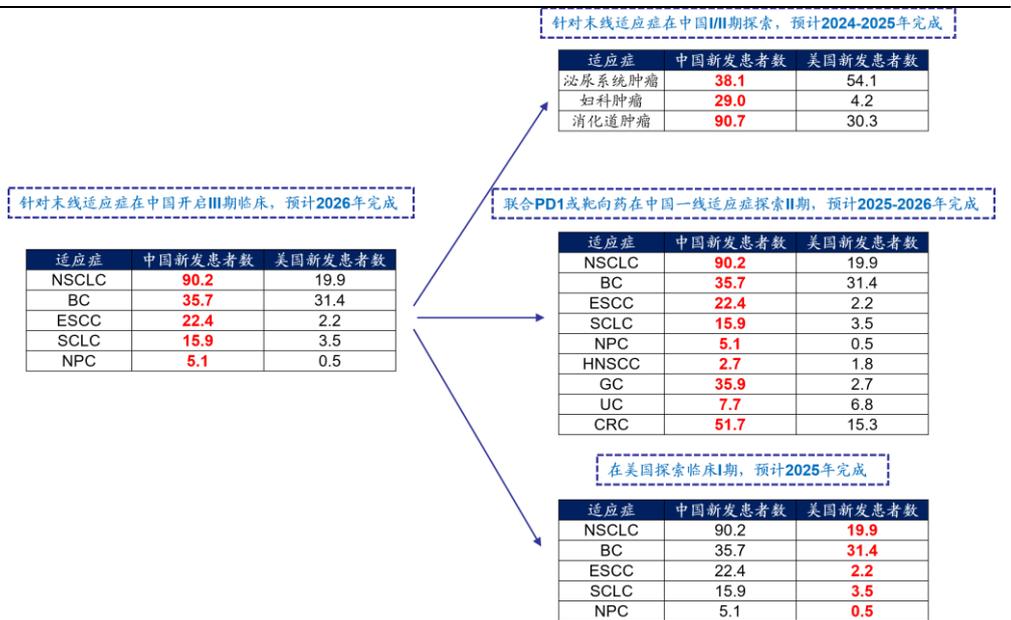
2) 联合 PD(L)1 类药物探索前线治疗机会，适应症包括 9 类肿瘤 (SCLC、NSCLC、NPC、HNSCC、ESCC、GC、CRC、TNBC、UC)，上述适应症均在中国区域开启了 II 期临床的探索；此外，01D1 还启动了联合奥希替尼一线治疗 EGFRm NSCLC 的 II 期临床。期待上述数据在未来几年的持续读出。

3) 泛瘤种潜力的拓展，包括泌尿系统肿瘤 (如 UC、膀胱癌等)、消化道系统肿瘤 (如 CRC、BTC、CG/GEJ 等)、妇科类肿瘤 (如卵巢癌、宫颈癌等) 等广泛的实体瘤，目前处于临床 I 期，未来我们期待更多数据读出。2024ESMO，公司将披露 UC 等癌种中的数据。

4) 在全球，百利天恒和 BMS 一同开发 01D1。目前 BMS 正在进行一项 I 期临床，纳入 260 例患者，覆盖瘤种包括 NSCLC、SCLC、BC、ESCC、NPC (NCT05983432)，旨在确定最佳剂量及 PK，BMS 预计数据将在 2025 年读出。公司预计其最早将于 2028 年向 FDA 递交 01D1 的上市申请。

5) 公司的下一代 EGFR-HER3 双抗 ADC BL-B16D1 已进入临床 I 期进行多适应症探索，16D1 搭载了新一代有效荷载，我们认为未来或能实现安全性、疗效的提升。

图17 BL-B01D1 临床拓展路径情况



资料来源：Cancer statistics, 2024, Cancer incidence and mortality in China, 2022, HTI；注：泌尿系统肿瘤包括前列腺癌、尿路上皮癌、肾细胞癌、睾丸癌、膀胱癌；妇科肿瘤包括宫颈癌、子宫内膜癌、卵巢癌；消化道肿瘤包括胃癌、结直肠癌、胆管癌。标红为当前开启适应症覆盖的患者情况。

### 3.3 NSCLC: BL-B01D1 展现出最佳药物疗效

**NSCLC 全球疾病负担重，市场空间大。**肺癌是全球最为高发的癌种，2023 年新发患者数接近 254 万例，其中中国和美国分别有 110 万和 23.1 万。NSCLC 是肺癌最为常见的亚型，约占整体患者的 85%。根据公司招股书援引灼识咨询数据 displays，2023 年全球 NSCLC 药物市场规模约 431 亿美元。根据是否存在驱动基因突变，NSCLC 可进一步分为 EGFR 突变型 (EGFRm) 和 EGFR 野生型 (EGFRwt)。EGFRm 亚型约占亚洲 NSCLC 病例的 40%，欧美的 15%，其主要的一线治疗手段为 EGFR TKI；EGFRwt NSCLC 以 AGA 阴性亚型为主，其约占亚洲 NSCLC 病例的 30%，欧美的 40%，主要的一线治疗手段为 ICI 类药物。根据我们测算，我国 2023 年针对 EGFRm NSCLC 治疗的 EGFR TKI 市场规模约为 134 亿元人民币，而针对 AGA 阴性 NSCLC 治疗的 PD1 类药物市场规模约 56 亿元人民币；两者在美国的市场规模分别约为 58 和 179 亿美元。

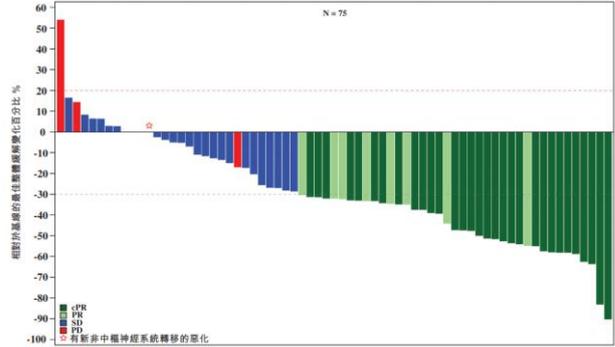
我们认为 01D1 有望成为 EGFRm 和 AGA(-) NSCLC 后线的新 SOC 药物，且我们期待 01D1 未来在前线 NSCLC 的拓展潜力。化疗是当前 NSCLC 后线治疗的基石药物，其他针对不区分突变与否的 ALL-COMER 肺癌适应症获批新药仅有安罗替尼（中国获批），在研新药中仅有 AZ/第一三共的 TROP2 ADC Dato-Dxd 目前已完成 TROPION-Lung01 的 III 期临床。01D1 在 I 期临床的 NSCLC 亚组中纳入 75 例后线患者，中期结果显示整体的 ORR 为 52.0%，DCR 86.7%，DOR 12.3 个月，PFS 6.8 个月，早期数据展现出优秀潜力。（图 15）我们在下文进行了亚组分析。

图18 BL-B01D1 I 期临床在 NSCLC 亚组的数据优秀

药物名称	Dato		安罗替尼		BL-B01D1
所属公司	AZ/第一三共		正大天晴		百利天恒
临床代号	TROPION-Lung01	TROPION-PanTumor02	ALTER0303	ALTER0302	BL-B01D1-101
临床阶段	III	I/II	III	II	I/II
人数	299 vs 305	40	294 vs 143	60 vs 57	75
给药方式	Dato vs Doce	Dato	安罗替尼 vs 安慰剂	安罗替尼 vs 安慰剂	BL-B01D1
ORR	-	45%	9.2% vs 0.7%	10% vs 0%	<b>52%</b> (cORR=40.3%)
PFS	4.4 vs 3.7 HR=0.75	7.4	5.4 vs 1.4 HR=0.25	4.8 vs 1.2 HR=0.32	<b>6.8</b>

资料来源：柳叶刀、JCO 等文献汇总，HTI

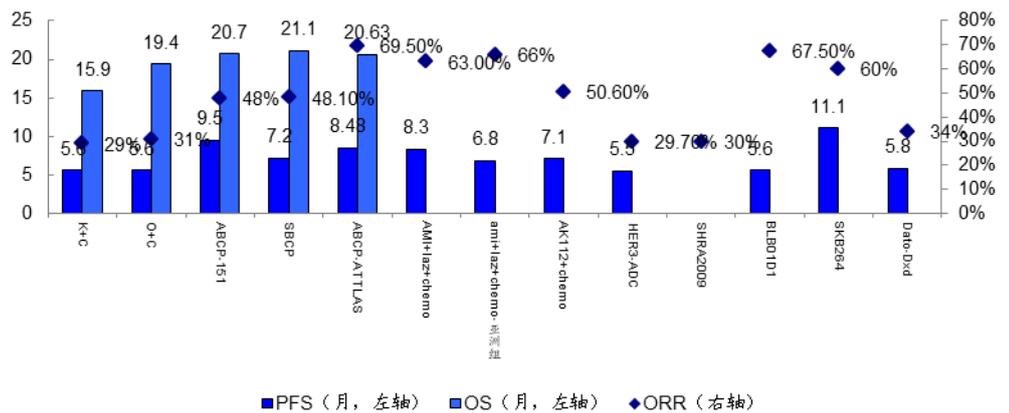
图19 BL-B01D1 在 NSCLC 中的瀑布图



资料来源：公司招股书，HTI

1) 后线 EGFRm NSCLC: 治疗标准以化疗为主。全球范围内领先的治疗方式包括 a) PD1+VEGF+化疗的联用组合，如早期的 ABCP（阿替利珠单抗+贝伐珠单抗+化疗）四药方案，信达生物的信迪利单抗四药方案（中国获批）等；b) VEGF+PD1 双抗如康方生物的 AK112（中国获批）；c) VEGF 类的多靶点小分子抑制剂如中国生物制药的安罗替尼（中国获批）；d) 强生的 EGFR/CMET 双抗 amivantamab（海外获批）以及 e) 各类 ADC 药物，如 TROP2 ADC、HER3 ADC。将 01D1 横向对比上述药物，其能够在入组患者基线更差的情况下（70%接受过 3 线以上治疗且 55%脑转移），展现出更好的缓解率：ORR 67.5%（cORR=52.5%），PFS 5.6m（n=40）。且在非脑转移组的表现更强：ORR 达 69.2%，PFS 15.0m（n=13）。

图20 EGFRm NSCLC 后线临床数据肩对肩分析



资料来源：柳叶刀、JCO 等文献汇总，HTI；注：K 表示帕博利珠单抗，C 表示卡铂，O 表示纳武利尤单抗，A 表示阿替利珠单抗，B 表示贝伐珠单抗，P 表示紫杉醇，S 表示信迪利单抗，Ami 表示埃万妥单抗，laz 表示兰泽替尼，chemo 表示化疗

目前全球范围内的在研药物中，第一三共/MSD 的 HER3 ADC U3-1402 进展最快，已于 2023/12 申报上市，目前由于生产问题暂缓进程。我们认为该药物后续有较大可能性获批，因此作为 HER3 ADC 升级版的 01D1 更加值得期待。第一三共/AZ 的 TROP2 ADC Dato 已于 2024/2/19 凭借三期临床 TROPION-Lung01 递交了 BLA 申请，PDUFA 2024/12/20，但其三期临床在 2024/5 宣布未达到 OS 终点，横向对比两类 ADC 药物，

我们认为 EGFR 靶点在 NSCLC 中的绝对表达量更高，因此未来仍然值得期待（TROP2 表达量约为  $10^4$ - $10^5$  数量级，EGFR 为  $10^5$ - $10^6$  级别）。另一款 TROP2 ADC，科伦博泰/MSD 的 SKB264 已于 2023 年底开启全球 III 期临床。此外，康方生物/summit 的 AK112 全球 III 期临床正在进行中。目前，O1D1 针对 EGFRm NSCLC 的 III 期临床已在中国地区开展，预计 2026 年能够完成。

表 2 EGFRm/AGA(-) NSCLC 后线治疗全球领先的在研药物进度情况

适应症	药物名称	药物类型	所属公司	临床地区	临床阶段	备注
EGFRm	AK112	PD1-VEGF 双抗	康方生物/summit	中国	已上市	根据 III 期 AK112-301 获 CDE 批准上市
	AK112	PD1-VEGF 双抗	康方生物/summit	全球	III	HARMONI-A 研究, 全球入组中
	Dato-Dxd	TROP2 ADC	第一三共/AZ	全球	NDA	根据 III 期临床 TROPION-Lung01 递交 BLA, PDUFA 2024/12/20, 但未达到 OS 终点
	SKB264	TROP2 ADC	科伦博泰/MSD	中国/全球	III	两项 III 期 MK-2870-009, MK-2870-004 均已启动, 后者 2023/11/12 FPI
	U3-1402	HER3 ADC	第一三共/MSD	全球	NDA	根据 II 期单臂临床 HERTHENA-Lung01 递交了 NDA, 目前由于生产问题暂缓上市
	BL-B01D1	EGFR-HER3 双抗 ADC	百利天恒/BMS	中国	III	2024/5/22 FPI
AGA(-)	Dato-Dxd	TROP2 ADC	第一三共/AZ	全球	NDA	根据 III 期临床 TROPION-Lung01 递交 BLA, PDUFA 2024/12/20, 但未达到 OS 终点
	Trodelyv	TROP2 ADC	吉利德	全球	NDA	III 期临床 EVOKE-01 未达到 OS 终点
	BL-B01D1	EGFR-HER3 双抗 ADC	百利天恒/BMS	中国	III	2024/5/17 FPI

资料来源: insight 数据库, HTI

2) 后线 AGA(-) NSCLC: 目前治疗标准以多西他赛等化疗为主。临床研究长期以来发现 IO+VEGF 类药物 (包括 VEGF 单抗和 VEGFR 小分子多靶点药物) 展现出一定潜力但全球并未有药物组合因此获批, 我国获批药物为安罗替尼。在研药物中, TROP2 ADC 进展最快, 但两款 TROP2 ADC (吉利德的 Trodelvy 和第一三共的 Dato) 的 III 期临床均未达到临床终点; 此外 AK112 和信达生物的 PD1/IL2 $\alpha$  融合蛋白在早期临床中展现出优秀潜力。肩对肩对比上述药物, O1D1 展现出了更优的 ORR 和 PFS, ORR 40.3% (cORR=30.6%), DCR 87.1%, PFS 5.4m (表 5), O1D1 目前已经开启中国区域的临床 III 期, 预计 2026 年完成。

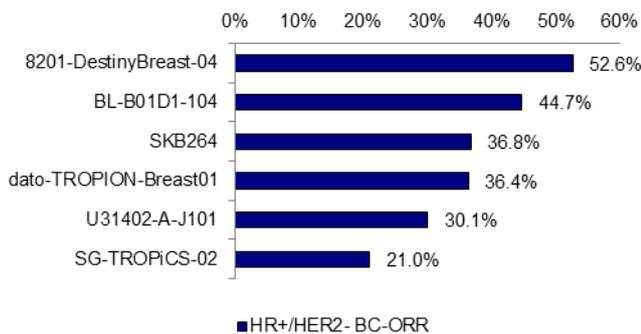
**表 3 BL-B01D1 对比其他药物在 AGA(-) NSCLC 后线治疗中表现出良好疗效**

企业名称	康方生物	百利天恒	科伦博泰	吉利德	
药物名称	AK112	BL-B01D1	SKB264	Trodelvy	
所属临床阶段	II	I	I	III	
患者人数	20	62	21	299	304
ECOG=1	95%	95%	90.50%	66%	70%
鳞癌	35%	35%	57.10%	28%	26%
非鳞癌	65%	65%	42.90%	72%	74%
脑转移	5%	55%	14.30%	12%	13%
2L 治疗	80%	28%	76.20%	33.20%	33.20%
3L 治疗		70%		9.70%	11.80%
PDL1 经治占比	100%	90%	100%	100%	100%
<b>ORR</b>	<b>40.0%</b>	<b>40.3% (cORR=30.6%)</b>	<b>26.3%</b>	<b>13.7%</b>	<b>18.1%</b>
<b>DCR</b>	<b>80.0%</b>	<b>87.1%</b>	<b>89.5%</b>	<b>67.6%</b>	<b>67.1%</b>
mDOR	12.7		9.6	6.7	5.8
<b>mPFS</b>	<b>7.1</b>	<b>5.4</b>	<b>5.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>
mOS	17.1	NR	14.1	11.1	9.8
TRAE		95%	95.30%	87%	87%
3 级以上	24.10%	61%	67.40%	57%	73%
导致停药			0%	16%	20%
导致死亡		2%	0%	1%	1%

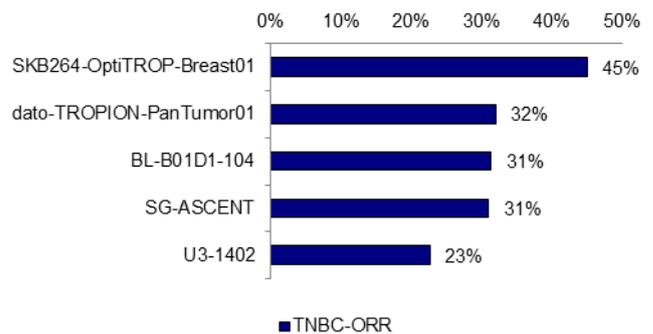
资料来源：柳叶刀、JCO 等文献汇总，HTI

### 3.4 HER2- BC：早期数据展现出优秀潜力

乳腺癌是全球高发的癌种，HER2-BC 占比较大。乳腺癌的发病率在近十年来快速提高，2023 年已经成为全球第二大和美国最大的癌种，全球新发病例约为 230 万例。根据阿斯利康对乳腺癌的分型，HER2- BC 包括 HER2 低表达 (IHC1+~2+) 和超低表达 (0<IHC<1+)，约占整体乳腺癌人群的 65-80%。其中 HR 激素受体阳性占比 65-75%，HR 阴性（即三阴性乳腺癌 TNBC）占比 10-15%。

**图21 BL-B01D1 针对 HER2- BC 展现出潜力**


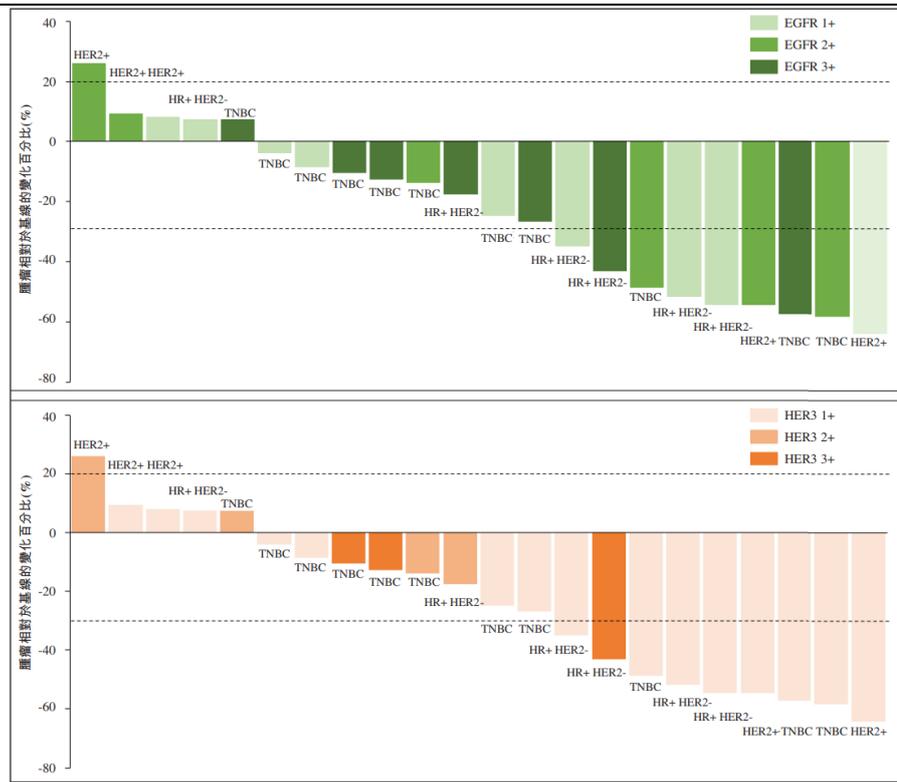
资料来源：柳叶刀、JCO 等文献汇总，HTI

**图22 BL-B01D1 针对 TNBC 展现出潜力**


资料来源：柳叶刀、JCO 等文献汇总，HTI

**01D1 展现出优秀治疗潜力,有望成为 HER2 ADC、TROP2 ADC 之后又一款成药的 ADC 药物。**AZ/第一三共的 HER2 ADC DS-8201 开辟了 HER2- BC 治疗的先河,在 III 期临床 DestinyBreast-04 中展现出了优异数据,目前已获批上市,2023 年全球销售额接近 30 亿美元。TROP2 ADC Trodelvy 凭借 III 期临床 TROPiCS-02 获批上市。百利天恒在 2023 SABCS 上公布了 01D1 治疗 HER2-BC 的 I 期探索临床数据:1) 在 38 例 HR+/HER2-BC 患者中(中位治疗 4 线),ORR 为 44.7% (cORR=18.4%),DCR 为 94.7%;2) 在 35 名中位 3 线经治的 TNBC 患者中实现 31.4%的 ORR (cORR=22.9%),DCR 91.4%,ORR 在早期数据中对竞品展现出竞争力。且安全性可控,无间质性肺炎。考虑到 EGFR 在 BC 中的表达量并不低,我们看好 01D1 未来的成药潜力。

图23 BL-B01D1 在乳腺癌中的生物标志物分析



资料来源:公司招股书,HTI

### 3.5 NPC、HNSCC、ESCC: EGFR 优势癌种,早期数据 PFS 获益良好

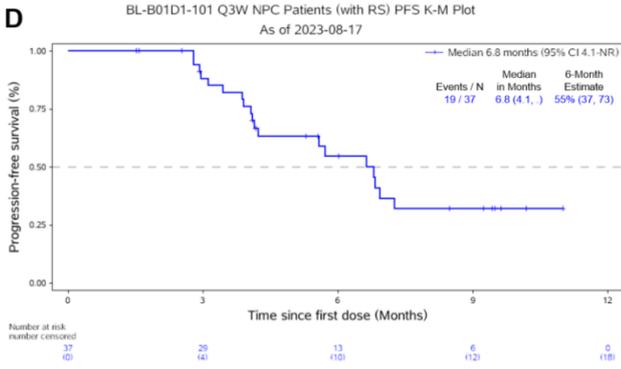
NPC、HNSCC、ESCC 是 EGFR 靶点的优势癌种,01D1 早期数据 PFS 获益优秀。EGFR 在 NPC、HNSCC、ESCC 上表达量极高,因此长期以来有多款 EGFR 类药物获批或进行临床研究,如 EGFR 单抗尼妥珠单抗获批用于三个适应症的治疗,全球唯一获批上市的 EGFR ADC Cetuximab sarotalocan 用于 HNSCC 治疗。

表 4 EGFR 类生物药在 ESCC、HNSCC 和 NPC 中上市或在研

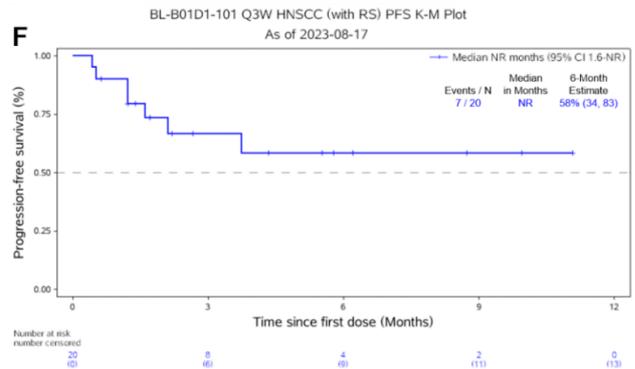
药物类型	药物名称	所属公司	适应症	临床阶段
EGFR 单抗	尼妥珠单抗	YM BioSciences	ESCC、NPC、HNSCC	获批上市
	西妥昔单抗	BMS	CRC	2004 获批上市
EGFR-LGR5 双抗	Petosemtamab	merus	HNSCC	III 期
EGFR-HER3 双抗	SI-B001	百利天恒	HNSCC、ESCC	II 期
EGFR ADC	Cetuximab sarotalocan	Rakuten Medical	HNSCC	2020 获批上市
	MRG003	乐普生物	HNSCC	III 期
			NPC	II 期
EGFR-HER3 ADC	BL-B01D1	百利天恒	ESCC	III 期
			NPC	III 期
EGFR-MET ADC	AZD9552	AZ	HNSCC、CRC	I 期

资料来源:insight 数据库,HTI

O1D1 在 I 期临床中纳入 25 例 HNSCC 和 42 例 NPC 后线患者，分别取得 15% 和 38% 的 ORR，80% 和 100% 的 DCR，NE (6 个月 PFS 率 58%) 和 6.8m 的 PFS，展现出优秀的生存获益，我们认为后续值得期待。

**图24 BL-B01D1 针对 NPC 的 PFS KM 图**


资料来源：柳叶刀，HTI

**图25 BL-B01D1 针对 HNSCC 的 PFS KM 图**


资料来源：柳叶刀，HTI

### 3.6 我们预计经风险调整后 O1D1 在 2034 年全球销售额可达 117.87 亿元

我们预计经风险调整后 O1D1 在 2034 年全球销售额可达 117.87 亿元。其中中国区销售额达 70.25 亿元，欧美地区销售额达 47.62 亿元。部分核心假设如下：

中国：1) EGFRm、EGFRwt、NPC、ESCC、SCLC、TNBC、HR+/HER2- BC 适应症均在 2026 年获批上市；2) 在中国区的远期定价参考 RC48、TDM1 等产品，单一疗程（假设 13-15 次给药）的价格为 22 万人民币；3) 稳态市占率 5-20%；

全球：1) EGFRm、EGFRwt、NPC、ESCC、SCLC、TNBC、HR+/HER2- BC 适应症均在 2028 年申报上市，2029 年获批；2) 在全球区的远期定价参考 Trodelvy，单一疗程（假设 13-15 次给药）的价格为 15 万美元；3) 稳态市占率 10-30%；4) 假设欧美地区临床成功率为 20-35% 水平；5) 假设欧美地区有 10-50% 的销售分成。

**图26 BL-B01D1 销售额预测**

调整后	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
BL-B01D1 中国销售额-亿元	3.89	10.55	22.51	35.97	48.56	57.93	64.57	67.95	70.25
NSCLC	2.92	7.97	16.13	24.90	33.92	40.97	46.28	49.28	51.75
TNBC、HR+/HER2- BC	0.30	0.83	2.12	3.77	5.36	6.52	7.25	7.54	7.61
SCLC	0.21	0.56	1.38	2.38	3.07	3.49	3.73	3.81	3.77
ESCC	0.32	0.83	2.02	3.44	4.35	4.87	5.11	5.12	4.99
NPC	0.14	0.36	0.87	1.48	1.87	2.09	2.20	2.20	2.14
BL-B01D1 欧美销售额-亿元				3.10	9.83	20.78	32.67	41.76	47.62
NSCLC				2.61	7.84	15.70	23.58	29.52	33.11
TNBC、HR+/HER2- BC				0.09	0.36	0.92	1.65	2.37	2.93
其他肿瘤				0.40	1.64	4.17	7.45	9.87	11.58
BL-B01D1 全球销售额合计-亿元	3.89	10.55	22.51	39.06	58.39	78.72	97.24	109.72	117.87

资料来源：HTI 预测

## 4. SI-B001: 全球首创 EGFR-HER3 双抗

### 4.1 SI-B001 是 BL-B01D1 的抗体骨架, 早期数据展现出良好疗效

SI-B001 是 BL-B01D1 的抗体骨架, 针对 NSCLC 临床进度较快。SI-B001 是全球 FIC 的 EGFR-HER3 双抗, 是 BL-B01D1 的抗体部分, 通过和配体竞争性结合 EGFR、HER3 靶点, 抑制 EGFR 同源或异源二聚体的形成, 达到阻断下游通路的效果。目前, SI-B001 正在进行 9 项临床实验: 1) 在 NSCLC 适应症的布局最快, 在 II 期临床的基础上, 已进入 2 项临床 III 期, 分别通过联合多西他赛和奥希替尼在 EGFRwt 和 EGFRm NSCLC 二线进行探索; 2) 通过联合 SI-B003 和化疗在 NSCLC 和 HNSCC 上进行 II 期研究; 3) 单药在上皮肿瘤中的 I 期临床 2020 年启动, 预计将于 2024 年完成。

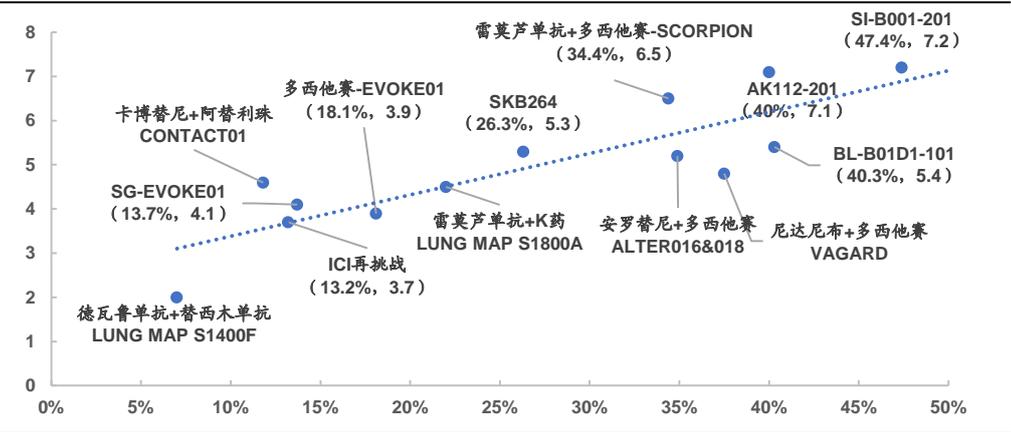
表 5 SI-B001 已开展临床实验情况

适应症	介入措施	NCT 编号	临床阶段	备注	预期完成时间
PDL1+铂化疗治疗后无基因驱动的 NSCLC 二线	联合多西他赛	NCT05943795	III	2023/7/14 FPI	2026
第三代 EGFR TKI 耐药或不敏感的 EGFRm NSCLC 二线	联合奥希替尼	NCT05020769	II/III 期	2022/1/6 FPI	2024
PDL1+铂化疗治疗后无基因驱动的 NSCLC 二线	联合多西他赛	NCT05020457	II 期	结果已公布	
复发转移性 HNSCC	联合紫杉醇	NCT05054439	II 期	结果已公布	
复发转移性 HNSCC	单药	NCT05044897	II 期	结果已公布	
复发转移性 ESCC	联合伊立替康	NCT05022654	II 期	2021/12/13 FPI	2024
复发转移性 HNSCC	联合 SI-B001+化疗	NCT05668858	I/II 期	2023/2/10 FPI	2024
晚期 NSCLC	联合 SI-B001+化疗	NCT05949606	I/II 期	2023/10/30 FPI	2025
晚期上皮肿瘤	单药	NCT04603287	I 期	2020/4/17 FPI	2024

资料来源: insight 数据库, 公司招股书, HTI

针对 PD(L)1 经治后线 NSCLC 和 HNSCC 的展现出治疗潜力。SI-B001 针对 PD(L)1+铂化疗经治的无基因驱动 NSCLC 进行了联合化疗的 II 期临床 (NCT05020457), 临床结果显示 19 名接受 SI-B001 联合多西他赛治疗的患者 ORR 达 47.4%, PFS 达 7.2 个月, 且安全性良好, 最高发的 3 级以上 TRAE 为中性粒细胞减少 (15%)、骨髓抑制 (13%) 和白细胞减少 (9%), 未出现死亡, 且 EGFR 相关靶向毒性皮疹和口腔溃疡仅有 5% 和 2%。上述有效性数据在我们汇总的多个针对 PD(L)1+铂化疗经治 NSCLC 后线治疗的 II-III 期临床中表现最佳。此外, 公司还完成了 SI-B001 单药或联合化疗针对复发转移性 HNSCC 的 II 期临床, 在 PD(L)1+铂化疗经治的 21 名患者中, ORR 为 58.2%, DCR 为 82.4%, PFS 为 5.4 个月, 展现出良好效果。

图27 PDL1+铂化疗经治后线 NSCLC ORR-PFS 汇总



资料来源：柳叶刀、JCO 等文献汇总，HTI；注：横轴为 ORR，纵轴为 PFS

我们预计经风险调整后 2034 年 SI-B001 的中国销售额可达 23.86 亿元。

## 5. BL-M07D1:

### 5.1 BL-M07D1 针对 HER2+实体瘤的早期数据优异

**BL-M07D1 针对 HER2+实体瘤的早期数据优异。** BL-M07D1 是一款 HER2 ADC，由人源化的曲妥珠单抗与 Ed-04 通过可裂解连接器连接而成，DAR=8。目前，M07D1 在中美进行 9 项临床，其中单药针对局部晚期或转移性 HER2+乳腺癌进度较快，已进入 III 期临床，预计 2026 年结束。

虽然国内 HER2 ADC 赛道较为拥挤，但 M07D1 早期数据展现出优势竞争力：1) 2023ESMO 披露的 M07D1 针对 HER2 表达实体瘤的 I 期临床 (NCT05461768) 显示其在 80 名乳腺癌、NSCLC 等癌种的患者中，实现了整体 55% 的 ORR 和 95% 的 DCR；2) 截至 2024/7，4.4mpk Q3W M07D1 针对 HER2+BC 的 ORR 达 88.9%，DCR 100% (n=45)；针对接受过 HER2 ADC 治疗 BC 患者 ORR 为 93.8%，DCR 为 100% (n=16)；针对 HER2 低表达 BC，ORR 达 62.3%，DCR 为 94.3%，上述队列均未达 mPFS。

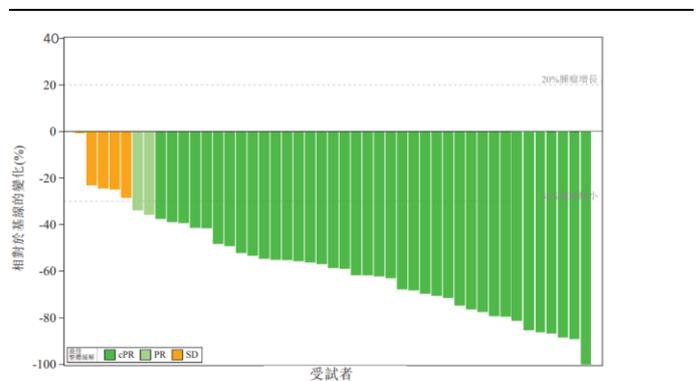
我们预计经风险调整后 2034 年 BL-M07D1 的中国销售额可达 1.10 亿元

图28 我国 HER2 ADC 进入 III 期临床的产品情况

药物名称	所属公司	适应症	临床阶段	开始时间
DS8201	第一三共	HER2+乳腺癌二线	获批上市	2023/2/24
		HER2+乳腺癌二线	获批上市	2023/7/13
T-DM1	罗氏	HER2+乳腺癌二线	获批上市	2021/6/22
A-166	科伦博泰	HER2+乳腺癌三线	NDA	2023/5/11
		HER2+乳腺癌二线	III期	2023/7/18
RC48	荣昌生物	HER2+乳腺癌二线	II/III期	2018/4/18
		HER2+乳腺癌二线	III期	2020/9/29
MRG002	乐普生物	HER2+乳腺癌二三线	II/III期	2021/6/30
SHRA1811	恒瑞医药	HER2+乳腺癌二线	III期	2022/7/29
		HER2+乳腺癌二线	III期	2023/6/30
FS1502	复星医药	HER2+乳腺癌二线	III期	2023/3/28
DP303C	石药集团	HER2+乳腺癌二三线	III期	2023/6/12
BNT323	映恩生物	HER2+乳腺癌二三线	III期	2023/11/29
		HER2+乳腺癌二三线	III期	2024/1/18
JSKN-003	康宁杰瑞	HER2+乳腺癌二线	III期	2023/12/1
BL-M07D1	百利天恒	HER2+乳腺癌二线	III期	2024/5/8

资料来源：insight 数据库，HTI

图29 BL-M07D1 针对 HER2+BC I 期临床达到 100%DCR



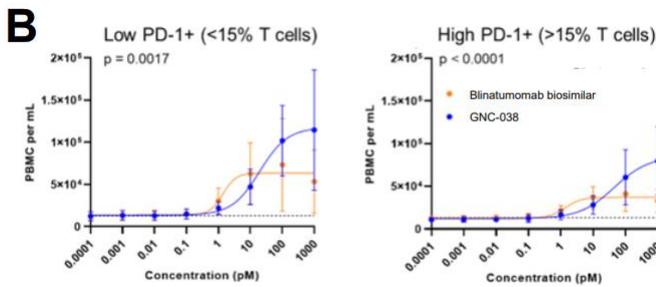
资料来源：公司招股书，HTI

## 6. GNC: 全球首创四抗, 多功能协同治疗肿瘤

### 6.1 基于公司 GNC 平台开发多款针对血液瘤治疗的四抗

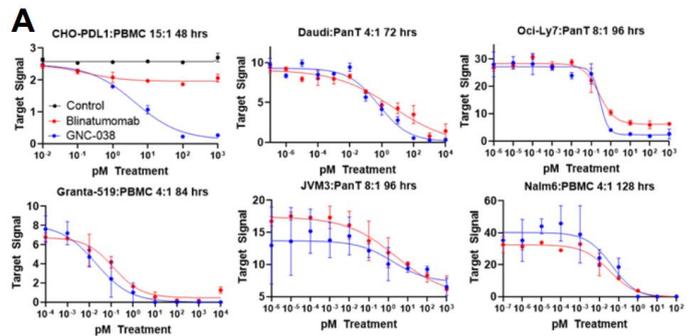
GNC 平台开发的四抗在 T 细胞连接器的功能上提高了 T 细胞的激活功能, 并拓宽了肿瘤的覆盖广度。T 细胞连接器 (CD3-TAA, TCE 双抗) 是一种通过 CD3 将外周的 T 细胞重新定位到肿瘤环境的药物形式, 在血液瘤中已有多款药物已获批上市, 在实体瘤也取得了一定突破。基于 GNC 平台开发的 CD3-41BB-PDL1-TAA 四抗, 通过增加 41BB 能够在 CD3 靶向 T 细胞的同时增强 T 细胞增殖、存活与细胞因子产生, 使得 T 细胞的活性更强; 增加 PDL1 使得药物能够靶向除 TAA 以外的靶点, 并通过阻断 PDL1 信号对抗肿瘤免疫逃逸, 使得药物能够靶向更多 PDL1 高表达的癌种或靶向耐药肿瘤。以 GNC038 (CD3-41BB-PDL1-CD19) 为例, 其临床前实验显示对比 Blinatumomab (安进旗下 CD3-CD19 双抗), GNC038 能够产生更好的 PBMC 增殖与激活, 产生更强的抗肿瘤信号, 且产生更低的 CRS 反应。

图30 GNC038 展现出更强的 PBMC 增殖能力



资料来源: insight 数据库, HTI

图31 GNC038 展现出更强的抗肿瘤信号



资料来源: 公司招股书, HTI

进军实体瘤治疗, 期待未来研发进展。除了 GNC038 外, 百利天恒还开发了: 1) GNC035 (CD3-41BB-PDL1-ROR1), 针对 ROR1+血液瘤 (ROR1 被发现在各种血液瘤上高表达); 2) GNC039 (CD3-41BB-PDL1-EGFRVIII) 针对 EGFRVIII 表达的实体瘤; 3) GNC077 针对实体瘤。上述药物均在临床前展现出了良好的抗肿瘤效果, 目前均处于临床 I 期阶段进行探索。

表 6 公司在研 GNC 四抗情况

药物名称	靶点	适应症	临床阶段	开始日期	结束时间
GNC035	CD3-41BB-PDL1-ROR1	r/r CLL 及其他血液系统肿瘤	I/II	2023/8	2025
		r/r NHL 及其他血液系统肿瘤	I/II	2023/11	2025
		晚期或转移性乳腺癌	I	2021/11	2024
		r/r 血液系统肿瘤	I	2022/2	2024
GNC038	CD3-41BB-PDL1-CD19	r/r DLBCL	I/II	2022/8	2024
		r/r NHL	I/II	2022/9	2024
		CNS 淋巴瘤	I/II	2023/2	2025
		r/rNKT 淋巴瘤、NHL、ALL	I	2020/11	2024
GNC039	CD3-41BB-PDL1-EGFRVIII	晚期实体瘤	I	2021/4	2024
GNC077		晚期实体瘤	IND		

资料来源: 公司招股书, HTI

## 7. 盈利预测与估值：

### 7.1 盈利预测

我们预测百利天恒 2024-2026 年营业收入分别为 62.13、23.08、28.63 亿元。关键假设如下：

1) 仿制药业务：公司在售仿制药主要产品均被纳入集采，且 2023 年来收入保持稳定，我们认为公司仿制药业务集采风险已出清，24-26 年保持-5%/0%/0%的增长；

2) BL-B01D1：我们预计公司目前在国内开展的 7 项 III 期临床（EGFRm NSCLC、EGFRwt NSCLC、TNBC、HER2lo BC、ESCC、SCLC、NPC）在 2025 年完成并递交上市申请，在 2026 年获批上市销售，2026 年销售额可达 3.89 亿元；

3) BL-B01D1 合作收入：根据公告，公司于 2024 年 3 月收到 BMS 首付款 8 亿美元（对应人民币 56.797 亿元），我们预计该项收入将于 2024 年确认完毕。此外根据协议，BMS 将支付最高 5 亿美元的近期或有付款，我们预计该项收入将在 2025-2026 分别以 2.5 亿美元、2.5 亿美元的金额确认，取美元兑人民币汇率 7.1 的情况下，对应每年 17.75 亿人民币收入。

4) SI-B001：目前正在国内进行一项联合多西他赛针对接受过 PD-1 和铂化疗治疗的 NSCLC 二线患者的 III 期临床，我们预计临床将于 2025-2026 完成并递交上市申请，2026 年获批上市当年销售额可达 1.61 亿元。

5) BL-M07D1：目前正在开展单药针对局部晚期或转移性 HER2+乳腺癌的国内 III 期临床，我们预计该临床于 2025-2026 年完成并递交上市申请，2026 年获批上市当年销售额可达 0.04 亿元。

表 7 公司 2024-2026 年收入预测

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
仿制药业务收入	703	562	533	533	533
BL-B01D1 中国区销售收入					389
SI-B001 中国区销售收入					161
BL-M07D1 中国区销售收入					4
BL-B01D1 合作收入			5680	1775	1775
营业收入合计	703	562	6213	2308	2863
yoy	-11.73%	-20.11%	1005.80%	-62.85%	24.01%

资料来源：HTI 预测

### 7.2 利用 DCF 估值法，百利天恒每股合理价值为 214.73~226.83 元

利用 DCF 估值法，我们认为百利天恒的每股目标价 226.83 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。关键假设如下：

- 1) 无风险利率：采用近期十年期国债收益率，取 2.03%（截止 2024 年 9 月 19 日）；
- 2)  $\beta$  值：参考 A 股可比公司，取 1.78；
- 3) 市场的预期收益率  $R_m$ ：根据 Wind 数据，选取沪深指数 2014 年 9 月 19 日至 2024 年 9 月 19 日的年化平均收益率 5.36% 为市场的预期收益率；
- 4) 债务资本成本  $K_d$ ：审慎起见取商业贷款利率 1-3 年期，为 4.75%；

5) 有效税率 T: 我们预计公司长期稳定后所得税率维持在 15%左右;

6) 债务比率: 根据模型预计 2024 年公司债务比例为 27.55%;

计算得公司股权资本成本  $K_e$  为 7.97%, WACC 为 6.89%。

表 8 经计算, 公司得 WACC 为 6.89%

估值假设	取值	数据来源
贝塔值 ( $\beta$ )	1.78	Wind 参考可比公司
无风险利率 $R_f$ (%)	2.03%	十年期国债收益率
市场的预期收益率 $R_m$ (%)	5.36%	
债务收益率 $K_d$ (%)	4.75%	人民币贷款 1-3 年基准利率
有效税率 T (%)	15.00%	预计公司长期稳定后所得税税率
债务比率 $D/(D+E)$	27.55%	资产负债率
股权资本成本 $K_e$ (%)	7.97%	
加权平均资本成本 WACC	6.89%	

资料来源: Wind, HTI

DCF 中性估值: 现阶段公司即将进入产品放量的高速成长期, 因此我们假设其永续增长率为 3.00%, WACC 取 6.89%, 对应公司每股合理价值为 226.83 元。

表 9 公司 DCF 估值 (亿元人民币)

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	(748.25)	4192.27	(263.16)	(1048.76)	(2307.75)	(1030.80)	34.23	1568.95	3421.70	5268.60	6779.29
所得税税率	(0.01)	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.15	0.15	0.15	0.15
息前税后利润(NOPAT)	(759.43)	4087.47	(256.58)	(1022.55)	(2250.06)	(1005.03)	33.37	1333.60	2908.44	4478.31	5762.40
加: 非现金调整	73.57	80.89	87.80	96.20	103.20	110.63	116.59	123.75	131.15	138.63	146.06
减: 营运资金的增加	(246.39)	(64.33)	3.63	1636.55	70.40	183.23	195.22	1696.55	20.41	(9.55)	(34.42)
减: 资本性投资	(81.88)	(106.06)	(117.55)	(132.19)	(118.60)	(122.78)	(124.53)	(121.97)	(123.09)	(123.20)	(122.75)
公司自由现金流量 FCFE	(521.34)	4126.63	(289.97)	(2695.09)	(2335.86)	(1200.41)	(169.79)	(361.16)	2896.09	4503.30	5820.12
PV 合计	3134.19										
永续价值	82796.20										
债务价值	1161.54										
非核心资产价值	6191.19										
少数股东权益	0.00										
股票价值	90960.04										

资料来源: Wind, HTI

进一步, 对企业价值进行关于永续增长率、WACC 假设进行敏感性测算:

- 1) 保守情景: 永续增长率为 2.90%, WACC 为 6.99%, 测算公司对应每股合理价值 214.73 元;
- 2) 中性情景: 永续增长率为 3.00%, WACC 为 6.89%, 测算公司对应每股合理价值 226.83 元;
- 3) 乐观情景: 永续增长率为 3.10%, WACC 为 6.79%, 测算公司对应每股合理价值 240.26 元;

最后最后我们取永续增长率 2.90%-3.00%、WACC 6.89%~6.99%, 得到目标价 226.83 元。

表 10 WACC 敏感性分析 (每股合理价值, 元)

敏感性分析	折现率变化值		0.10%						
	永续增长率变化值		0.10%						
	226.83	6.59%	6.69%	6.79%	6.89%	6.99%	7.09%	7.19%	
	2.70%	232.03	224.83	217.99	211.48	205.30	199.41	193.79	
	2.80%	237.82	230.28	223.14	216.35	209.90	203.76	197.92	
	2.90%	243.93	236.03	228.55	221.46	214.73	208.33	202.24	
	3.00%	250.37	242.09	234.25	226.83	219.80	213.12	206.78	
	3.10%	257.19	248.48	240.26	232.49	225.13	218.15	211.53	
	3.20%	264.40	255.24	246.61	238.45	230.74	223.44	216.52	
	3.30%	278.77	269.12	260.03	251.46	243.37	235.72	228.47	

资料来源: Wind, HTI

## 8. 风险提示

药品研发进展不及预期风险, 药品销售不及预期风险, 竞争加剧风险, 政策风险

发行人是一家集药品研发、生产与营销一体化的现代生物医药企业，拥有化药制剂与中成药制剂业务板块和创新生物药业务板块，具备包括小分子化学药、大分子生物药及抗体偶联药物(ADC 药物)的全系列药物研究开发生产能力；拥有中美两地研发中心(美国：Systimmune；中国：百利药业和多特生物等)、1 个大分子生物药及抗体偶联药物(ADC 药物)生产企业(多特生物)、2 个化药制剂生产企业(百利药业和国瑞药业)、1 个化学原料药生产企业(精西药业)、1 个化学中间体生产企业(海亚特科技)以及 2 个药品营销公司(百利天恒和拉萨新博)；覆盖从中间体、原料药到制剂的上下游一体化能力及“研发—生产—营销”完整全生命周期商业化运营能力。公司经过长期的行业和市场积累，逐步建立起良好的口碑和市场影响力，组建了完善的销售团队和销售体系，营销网络遍布全国 30 多个省、200 余个地级市，实现了对不同地域的覆盖，以及“高—中—低”多层次市场的全面渗透。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
朱义	74.3400
OAP III (HK) Limited	8.4900
广州德福投资咨询合伙企业(有限合伙)-广州德福二期股权投资基金(有限合伙)	3.7600
张苏娅	2.3900
中信证券-兴业银行-中信证券百利天恒员工参与科创板战略配售集合资产管理计划	0.9000
中国银行股份有限公司-广发医疗保健股票型证券投资基金	0.8500
中国建设银行股份有限公司-富国精准医疗灵活配置混合型证券投资基金	0.5400
中国银行股份有限公司-易方达医疗保健行业混合型证券投资基金	0.3900
中国工商银行股份有限公司-富国医疗保健行业混合型证券投资基金	0.3400
招商银行股份有限公司-兴全合润混合型证券投资基金	0.3200
<b>合 计</b>	<b>92.3200</b>

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>562</b>	<b>6213</b>	<b>2308</b>	<b>2863</b>
每股收益	-1.95	10.20	-0.32	-2.26	营业成本	229	223	228	317
每股净资产	0.38	10.64	10.32	8.06	毛利率%	59.2%	58.2%	57.2%	70.9%
每股经营现金流	-1.53	10.01	-0.09	-2.01	营业税金及附加	10	11	12	12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.9%	2.1%	2.2%	1.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	251	238	271	979
P/E	-83.54	15.95	-506.24	-72.02	营业费用率%	44.7%	44.7%	50.7%	90.0%
P/B	429.35	15.29	15.76	20.18	管理费用	117	128	141	184
P/S	116.05	10.49	28.25	22.78	管理费用率%	20.8%	24.1%	26.5%	16.9%
EV/EBITDA	-82.76	14.41	-352.07	-67.52	EBIT	-748	4192	-263	-1049
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	21	-2	-131	-120
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	3.7%	-0.3%	-24.6%	-11.0%
毛利率	59.2%	58.2%	57.2%	70.9%	资产减值损失	-13	0	0	0
净利润率	-138.9%	766.5%	-24.1%	-83.2%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	-513.9%	95.9%	-3.1%	-28.0%	<b>营业利润</b>	<b>-769</b>	<b>4194</b>	<b>-132</b>	<b>-929</b>
资产回报率	-54.8%	69.5%	-2.4%	-18.5%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	-91.2%	76.7%	-5.2%	-25.0%	<b>利润总额</b>	<b>-769</b>	<b>4194</b>	<b>-132</b>	<b>-929</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	-681	4273	-175	-953
营业收入增长率	-20.1%	1005.8%	-62.8%	24.0%	所得税	11	105	-3	-23
EBIT 增长率	-181.7%	660.3%	-106.3%	-298.5%	有效所得税率%	-1.5%	2.5%	2.5%	2.5%
净利润增长率	-176.4%	623.9%	-103.1%	-602.9%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>-780</b>	<b>4089</b>	<b>-129</b>	<b>-905</b>
资产负债率	89.3%	27.5%	24.4%	33.9%					
流动比率	0.74	3.58	4.50	3.20	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
速动比率	0.52	3.41	4.26	2.93	货币资金	404	4696	4234	1756
现金比率	0.38	3.32	4.12	1.41	应收账款及应收票据	118	112	112	229
<b>经营效率指标</b>					存货	141	137	140	195
应收账款周转天数	104.72	64.72	63.04	46.98	其它流动资产	113	120	131	1820
存货周转天数	190.17	224.34	218.66	190.35	流动资产合计	776	5066	4618	3999
总资产周转率	0.33	0.15	0.09	0.21	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.42	1.16	1.12	2.19	固定资产	448	471	483	511
					在建工程	81	83	105	117
					无形资产	28	26	25	23
					非流动资产合计	649	822	852	888
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1425</b>	<b>5887</b>	<b>5470</b>	<b>4887</b>
净利润	-780	4089	-129	-905	短期借款	275	575	175	175
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	339	330	338	469
非现金支出	74	81	88	96	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	35	-136	10	7	其它流动负债	440	511	514	605
营运资金变动	57	-20	-4	-4	流动负债合计	1054	1416	1027	1249
<b>经营活动现金流</b>	<b>-615</b>	<b>4013</b>	<b>-35</b>	<b>-806</b>	长期借款	184	184	284	384
资产	-82	-106	-118	-132	其它长期负债	35	22	22	22
投资	0	0	0	-1633	非流动负债合计	219	206	306	406
其他	0	-1	0	0	<b>负债总计</b>	<b>1273</b>	<b>1622</b>	<b>1333</b>	<b>1655</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-82</b>	<b>-107</b>	<b>-118</b>	<b>-1765</b>	实收资本	401	401	401	401
债权募资	208	377	-300	100	归属于母公司所有者权益	152	4266	4137	3231
股权募资	0	3	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-117	-8	-10	-7	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1425</b>	<b>5887</b>	<b>5470</b>	<b>4887</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>91</b>	<b>372</b>	<b>-310</b>	<b>93</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-609</b>	<b>4292</b>	<b>-462</b>	<b>-2478</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), HTI

## APPENDIX 1

### Summary

#### Investment Highlights:

Innovative transformation creates a 'global new' R&D pipeline, with BL-B01D1 reaching a global cooperation agreement with BMS. Since 2010, Baile Tianheng has shifted from generic drugs to innovative drug development, establishing subsidiaries in China and the US to focus on SEBA double resistance technology, GNC multi-resistance technology, and HIRE-ADC technology. Since 2019, the company has had 11 innovative biological drugs enter clinical stages, with 3 in registration clinical stages, showing global FIC potential and positive Phase I/II data. The EGFR\*HER3 double resistance BL-B01D1 signed a global cooperation agreement with BMS in December 2023, with an upfront payment of 0.8 billion USD and a potential total of 8.4 billion USD, the highest value in ADC asset transactions. BL-B01D1 has the potential to become a blockbuster anti-tumor drug. It is the world's first EGFR\*HER3 double resistance ADC, showing advantages in toxicity reduction and treatment range expansion. It has started Phase III clinical trials in China for NSCLC, NPC, ESCC, SCLC, and BC, with an NDA application expected by 2026. Early clinical results published in The Lancet and 2023 SABCS show strong efficacy, especially in late-line NSCLC. Future clinical research may support its expansion to more global indications: 1) Phase II exploration in combination with PD1 and Osimertinib; 2) BMS's global Phase I dose exploration, expected to complete by 2025, with a BLA application to the FDA by 2028; 3) Phase I trials for urinary, gynecological, and gastrointestinal tumors. We predict BL-B01D1's adjusted global peak sales to reach 11.79 billion RMB by 2034. Other clinical pipelines are also promising. The company has developed the EGFR\*HER3 double resistance SI-B001, showing excellent data in late-line PD1-treated EGFRwt NSCLC, now in Phase III. The ADC drugs include HER2 ADC BL-M07D1 and CD33 ADC M11D1, with 07D1 showing BIC potential in early HER2+ breast cancer data, now in Phase III. The company has initiated Phase I clinical trials for four PDL1\*41BB\*CD3\*TAA quadruple resistance drugs like GNC035, showing stronger efficacy and broader coverage than typical TCE double resistance in preclinical data. Pay attention to the future progress of these drugs. Profit forecast: We expect the company to achieve net profit attributable to shareholders of 4.09/-0.13/-0.91 billion RMB in 2024-2026, corresponding to EPS of 10.20/-0.32/-2.26 RMB. Using the DCF valuation method, the target price is 226.83 RMB, with an initial 'Outperform' rating.

**Risk Warning:** Risks of weaker than expected drug development progress, weaker than expected drug sales, increased competition, and policy risks.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，余文心，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Wenxin Yu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，朱赵明，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Zhaoming Zhu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，孟科含，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kehan Meng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 601988.CH, 601939.CH, 601398.CH and 600036.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 601988.CH, 601939.CH, 601398.CH and 600036.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601988.CH, 601939.CH, 601398.CH and 600036.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

601988.CH, 601939.CH, 601398.CH 及 600036.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

601988.CH, 601939.CH, 601398.CH and 600036.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

600030.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601398.CH 及 600036.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600030.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601398.CH and 600036.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

600030.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

600030.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从 600030.CH, 601939.CH, 601398.CH 及 600036.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

**评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行) :**

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

**分析师股票评级**

**优于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

**中性**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

**Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):**

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

**Analyst Stock Ratings**

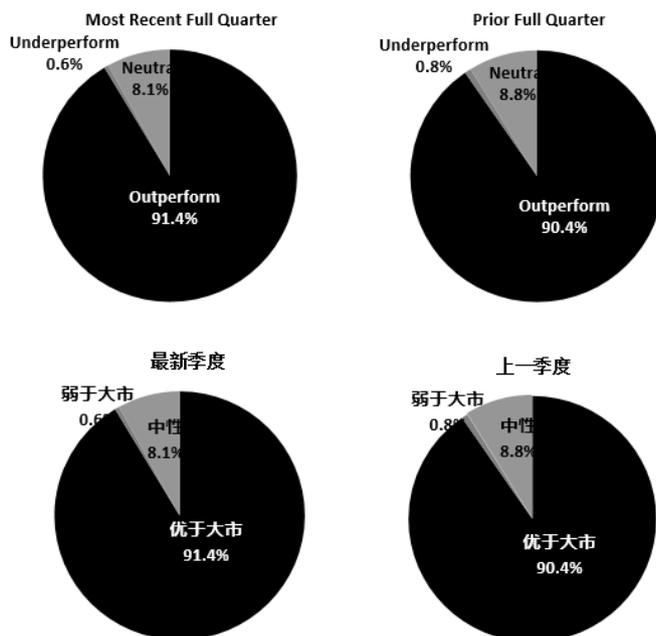
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**评级分布 Rating Distribution**



**截至 2024 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布**

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.4%	8.1%	0.6%
投资银行客户*	3.1%	4.8%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

**此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日) :**

**买入**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

**中性**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.4%	8.1%	0.6%
IB clients*	3.1%	4.8%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究:** 海通国际发布计量、筛选或短篇报告, 并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名, 或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值, 而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

#### 盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the

prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaptation, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

#### 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com), 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

#### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal

in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话:(65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) ) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and

only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

## Sichuan Biokin Pharmaceutical - 688506 CH

