

和誉-B Abbisko (2256 HK)

首次覆盖：专注于小分子肿瘤精准治疗，扭亏为盈迎来拐点

Focusing on Precision Therapy with Small Molecules in Oncology, Achieving Profitability and Reaching an Turning Point: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$8.06
目标价	HK\$13.40
HTI ESG	4.8-4.8-4.5
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	
市值	HK\$5.48bn / US\$0.70bn
日交易额 (3个月均值)	US\$5.95mn
发行股票数目	680.11mn
自由流通股 (%)	67%
1年股价最高最低值	HK\$8.54-HK\$2.74
注：现价 HK\$7.30 为 2025 年 05 月 12 日收盘价	



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	20.1%	49.9%	108.6%
绝对值 (美元)	19.7%	50.1%	109.6%
相对 MSCI China	12.1%	46.6%	90.6%

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	504	595	420	560
Revenue (+/-)	2544%	18%	-29%	33%
Net profit	28	2	76	173
Net profit (+/-)	-	-93%	3657%	128%
Diluted EPS (Rmb)	0.04	0.00	0.11	0.25
GPM	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
ROE	1.4%	0.1%	3.7%	7.8%
P/E	183	2452	65	29

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

事件

公司商业化在即，BD 成为贡献营收的主力，2024 年首次实现盈利

2024 年，公司全年营收为 5.04 亿元（+2544%），营收的增加主要来自于与默克（Merck）达成 Pimicotinib（CSF-1R）大中华区授权协议，首付款 7000 万美元（约 5 亿人民币）以及艾力斯的 100 万美元里程碑收入（约 700 万人民币）。净利润达 2830 万元（2023 年：-4.3 亿元）。公司目前现金储备充沛，截至 2024 年 12 月 31 日，现金及银行结余 19.6 亿元。公司在 2024 年首次实现年度盈利。2025 年，公司核心管线 Pimicotinib 有望递交全球 NDA，商业化在即。

公司中晚期在研管线进展亮眼，不乏 FIC/BIC 潜力产品

Pimicotinib 的腱鞘巨细胞瘤（TGCT）的 III 期关键临床数据具备“best-in-class”潜力。移植物抗宿主病（cGvHD）适应症预计 25 年开设临床 III 期研究。Merck 拥有 Pimicotinib 的全球商业化的独家授权。我们预测该分子全球销售峰值有望达到 20 亿 USD 以上。

公司围绕 FGFR 靶点布局了丰富的在研管线，潜在可覆盖全球约 190 万名患有 FGFR 基因变异的胆管癌、肺癌、胃癌及乳腺癌患者。靶向特定 FGFR4 亚型的 ABSK011、靶向 FGFR2/3 亚型 ABSK061 互为补充，并布局新一代 FGFR 突变体抑制剂 ABSK121（泛 FGFR 变异）和 ABSK012（FGFR4 变异）。

- 1) ABSK011（FGFR4）在 2L FGF19+ HCC 患者中展现较好疗效，预计 2025 年启动单药治疗 2L FGF19+ HCC 的关键临床，公司预计在 2028 年左右上市。我们预测该分子在单药治疗 2L+ HCC 以及联合治疗 1L+ HCC 适应症均有望获批，全球潜在销售峰值超 12 亿 USD。
- 2) ABSK061（FGFR2/3）：针对实体瘤/软骨发育不全症进行研发。在 Ia 期实体瘤患者的治疗中展现出优异疗效，客观缓解率（ORR）达到 37.5%。2025 年，ABSK061 联合免疫治疗 2L FGFR2/3 变异实体瘤的 II 期临床有望开展；联合化疗和免疫治疗 1L FGFR2 突变胃癌的 II 期临床进行中；单药治疗软骨发育不全症有望进入临床 I 期。公司预计 2030 年上市。

孟科舍 Kehan Meng
kh.meng@htisec.com

宁嘉骏 Jiajun Ning, PhD
jj.ning@htisec.com

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)

口服 PD-L1 抑制剂，有望切分 PD-(L)1 市场

2023 年，全球 PD-(L)1 市场规模为 520 亿美元。全球暂无 PD-1/PD-L1 小分子药物获批。公司口服 PD-L1 抑制剂 ABSK043，在 PD-L1 高表达肺癌患者中实现 41.7% 的 ORR，且未出现间质性肺病等严重副作用。相比需要静脉注射的 PD-1/PD-L1 抗体，口服剂型可大幅提升患者依从性，降低治疗成本。公司预计 2030 年上市。

早期临床管线丰富，产品矩阵逐渐完整

公司注重早期研发投入，具备 15 个以上临床前候选化合物。公司 40% 以上员工来自早期 R&D 部门。30% 以上开支用于早期研发，每年持续推进 2~4 个临床前候选化合物（PCC）和 1~2 个 IND。公司早研布局了 ABSK112（第二代 EGFR Exon20ins）、ABSK131（PRMT5*MTA）、ABSK051（CD73）、ABSK141（KRAS-G12D）等早研管线。2025 年 AACR，公司发布了 ABSK112、ABSK131、KRAS G12C 抑制剂等分子四项最新的临床前研究结果，初步验证了抗肿瘤潜力。ABK3376（EGFR-C797S）与艾力斯达成独家授权许可合作（大中华区），首付款+里程碑付款高达\$188M，及额外的销售提成。我们认为公司优秀的早研实力能提供创新的持续动力，并且有望通过持续性对外授权早研分子，贡献现金流，增加研发成功率。

盈利预测及估值

根据公司未来可能获得的里程碑付款收入以及特许权使用费，我们预计公司 FY25-27 营收分别为 6.0/4.2/5.6 亿元。对应 FY25-27 的净利润为 0.0/0.8/2.0 亿元。我们使用经风险调整的贴现现金流（DCF）模型及 2026-2035 财年的现金流预测对该公司进行估值。基于 WACC 10.0%，永续增长率 3.0%，对应目标价 13.4 HKD/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

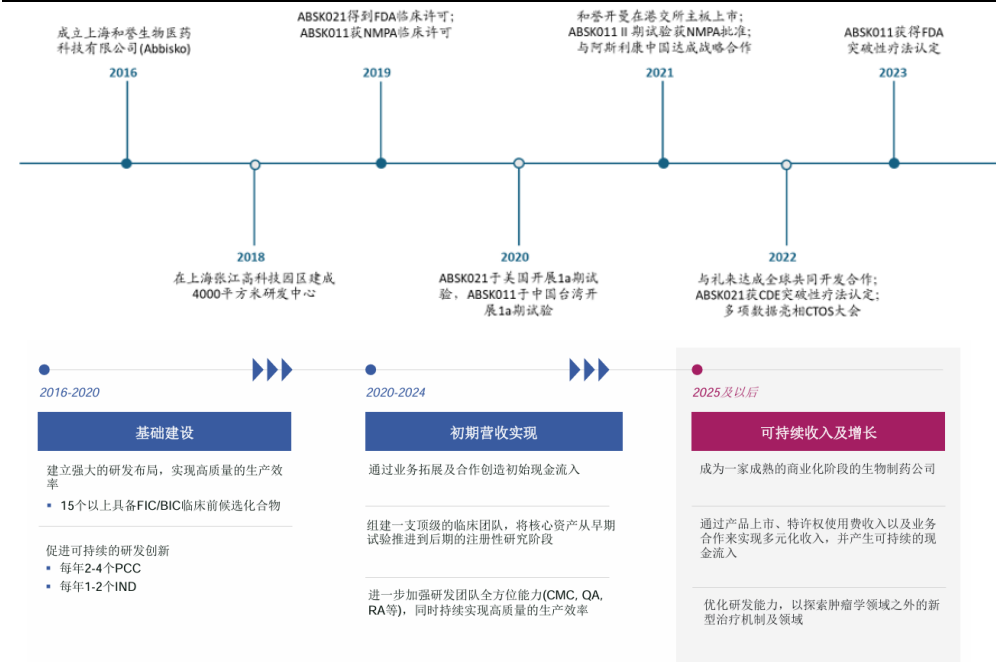
风险

新药研发风险，行业竞争加剧风险，汇率风险，政策风险等。

和誉医药：从早期研发逐步走向商业化

和誉医药成立于 2016 年，是一家致力于发现与开发治疗癌症及其他疾病的新型、差异化疗法，研发驱动、临床阶段的生物制药公司。其核心竞争优势在于经验丰富的管理团队，发现小分子肿瘤精准治疗及小分子肿瘤免疫治疗等疗法的内部研发团队。截至 2025 年 2 月，公司已拥有由 16 种候选药物组成的产品管线，靶点集中在 FGFR、EGFR 及 KRAS 等。

图1 公司发展里程碑



资料来源：公司演示资料，HTI

创始团队及管理层深耕医药行业，拥有海内外优秀药企经验。公司创始人兼首席执行官徐耀昌博士拥有近 30 年的新药研发和管理经验，曾有礼来、诺华与翰森等公司的工作经历；公司联合创始人兼药物化学高级副总裁喻红平博士曾先后在默克、诺华、翰森等领先的全球及国内药企从事新药研发工作。公司其他管理层基本拥有大型跨国药企工作经验。

表1 核心管理层经验丰富，覆盖从药物早期发现到商业化多个阶段

核心人员	简介
徐耀昌博士	公司联合创始人，徐博士于 2016 年创立公司，为本公司董事会主席兼首席执行官。徐博士于肿瘤及其他疾病领域拥有超 30 年研发经验，自 1993 年 10 月起担任礼来的高级有机化学家，并其后于礼来担任发现化学研究主管直至 2006 年 1 月。于 2006 年 1 月至 2012 年 3 月，徐博士担任诺华的执行董事。2012 年 3 月至 2016 年 3 月，徐博士担任豪森医药集团上海新药研发中心的总经理，带领团队研发出全球第二个也是中国首个第三代 EGFR 抑制剂阿美替尼。徐博士于 1982 年获得南京大学化学学士学位，并于 1988 年获得美国芝加哥大学有机化学博士学位。
喻红平博士	公司联合创始人，2018 年获委任为董事兼药物化学高级副总裁。2021 年调任为执行董事，并于 2022 年调任为首席科学官。喻博士曾任 Merck Frosst Centre for Therapeutic Research 的高级研究化学家以及诺华的高级研究员。2012 年至 2016 年，喻博士担任上海翰森生物医药科技有限公司副总经理。喻博士于 2000 年获得加拿大英属哥伦比亚大学化学博士学位。
嵇靖博士	首席医学官，负责领导跨职能团队并监督全公司的临床开发及监管战略。自 2025 年起担任和誉医药执行董事。嵇博士曾担任上海市第一人民医院的医生。并曾在 Merck Sharp & Dohme、Sanofi S.A.、GSK 等机构从事临床研究工作。2020 年至 2021 年，嵇博士担任上海联拓生物科技有限公司的医疗与临床开发高级副总裁。嵇博士于 1993 年获得中国复旦大学及上海第二医科大学医学学士学位，并于 1995 年获得中国复旦大学及上海第二医科大学医学硕士学位。
张子栋博士	首席财务官。负责公司的财务管理、资本运作、投资人关系等工作。曾担任诺威健康科技首席财务官，以及复宏汉霖的首席财务官，负责财务团队的组建和管理，并参与其融资和 2019 年首次公开募股上市。张博士曾在纽约担任瑞银集团股票分析师，覆盖美国大型制药企业。张博士获得复旦大学化学学士学位及美国杜克大学工商管理硕士学位、波士顿大学生物化学博士学位。

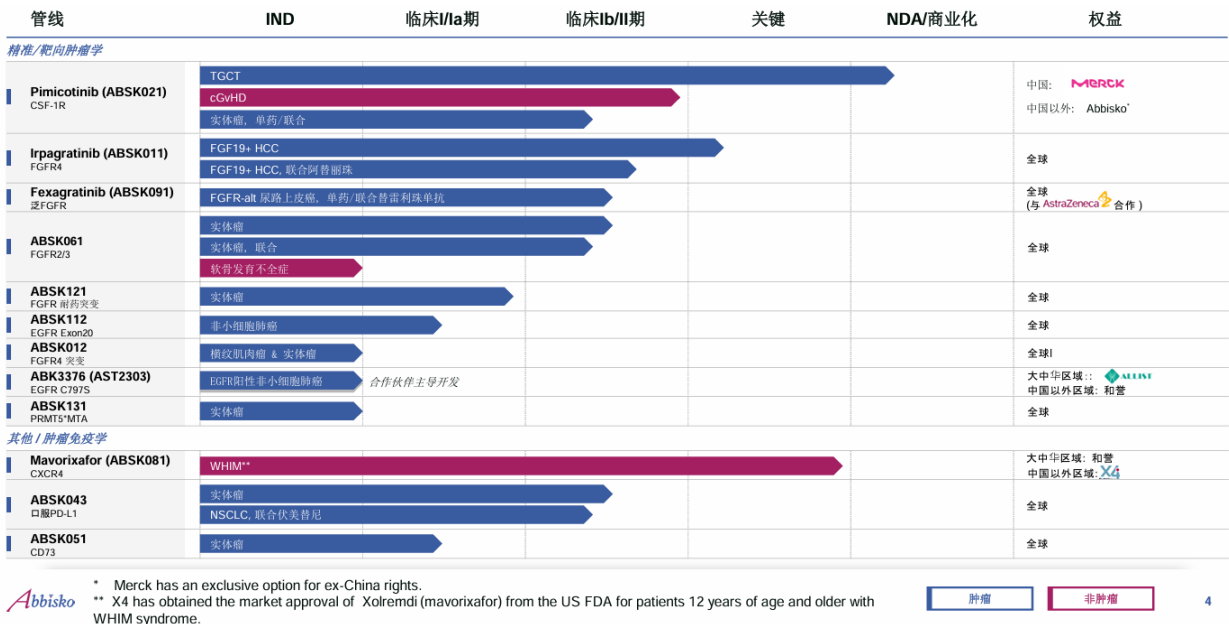
资料来源：公司演示资料，HTI

公司具有多样的产品管线涵盖肿瘤和非肿瘤疾病领域。公司中晚期在研管线进展亮眼，不乏 FIC/BIC 潜力产品，商业化在即。公司核心管线 Pimicotinib（CSF-1R），TGCT 的 III 期关键临床数据具备“best-in-class”潜力，即将在 2025 年递交 NDA。cGvHD 适应症预计 25 年开设临床 III 期研究。2023 年 12 月，公司与 Merck 达成 Pimicotinib 大中华区授权协议，首付款达到 7000 万美元，Merck 已于 2024 年支付 7000 万美元的首付款，并在 2025 年宣布，行使 Pimicotinib 全球商业化选择权，行权费用为 8,500 万美元。和誉医药未来有望获得研发里程碑付款及销售里程碑付款，潜在的付款总额高达 6.055 亿美元。此外，Merck 还将向和誉医药支付两位数百分比的销售提成。

针对 FGFR 靶点，公司拥有丰富管线组合。靶向特定 FGFR4 亚型的 ABSK011、靶向 FGFR2/3 亚型 ABSK061 互为补充，并布局新一代 FGFR 突变体抑制剂 ABSK121（泛 FGFR 变异）和 ABSK012（FGFR4 变异）。公司预计 ABSK011、ABSK061 分子有望实现 30 亿+USD 全球销售峰值。

口服 PD-L1 抑制剂，有望切分 PD-(L)1 市场。2023 年，全球 PD-(L)1 市场规模为 520 亿美元。全球暂无 PD-1/PD-L1 小分子药物获批。公司口服 PD-L1 抑制剂 ABSK043，在 PD-L1 高表达肺癌患者中实现 41.7%的 ORR，且未出现间质性肺病等严重副作用。相比需要静脉注射的 PD-1/PD-L1 抗体，口服剂型可大幅提升患者依从性，降低治疗成本。公司预计该分子 2030 年上市，并有望 30 亿+USD 全球销售峰值。

图2 公司临床阶段管线布局丰富，覆盖肿瘤和非肿瘤适应症



资料来源：公司演示资料，HTI

早期临床管线丰富，形成完整矩阵。早研布局了 ABSK112（第二代 EGFR Exon20ins）、ABSK131（PRMT5*MTA）、ABSK051（CD73）、ABSK141（KRAS-G12D）等早研管线。2025 年 AACR，公司发布了 ABSK112、ABSK131、KRAS G12C 抑制剂等分子四项最新的临床前研究结果，其中 ABK3376（EGFR-C797S）与艾力斯达成独家授权许可合作（大中华区），首付款+里程碑付款高达\$188M，及额外的销售提成。

图3 公司临床前阶段管线布局，覆盖肿瘤和非肿瘤适应症



资料来源：公司演示资料，HTI

核心临床管线：Pimicotinib 具有 BIC 潜力，有望实现全球 20 亿 USD 以上峰值销售额

CSF-1R，全称巨噬细胞集落刺激因子 1 受体，是一种在细胞表面的受体，主要功能是调节巨噬细胞的增殖和分化，在免疫系统中发挥着关键作用。肿瘤的生长和转移，往往与肿瘤微环境密切相关，其中肿瘤相关巨噬细胞（TAMs）更是在肿瘤微环境中扮演着重要角色。当 CSF1-R 过度表达时，会促使肿瘤相关巨噬细胞向促进肿瘤生长的类型转化，进而推动肿瘤的进展。

CSF1-R 抑制剂能够抑制多种肿瘤生长。CSF1-R 抑制剂作用机制是通过阻断 CSF1-R 与配体的结合，降低下游信号转导的活性，从而抑制相关细胞的增殖和生长。这一过程涉及复杂的信号通路，主要包括 MAPK 途径和 PI3K/Akt 途径等。重新激活巨噬细胞，抑制肿瘤细胞的生长和扩散。

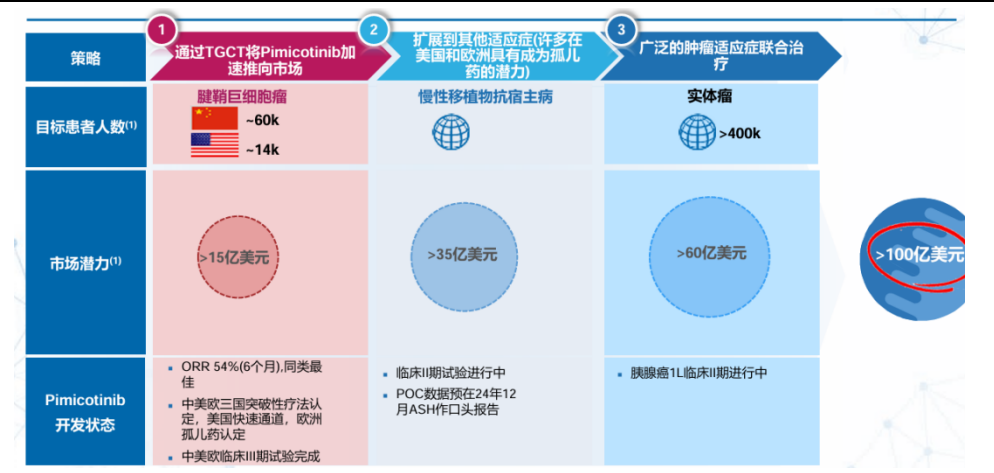
图4 CSF-1R 在多种巨噬细胞相关疾病中发挥关键作用



资料来源：公司演示资料，HTI

CSF-1R 在多种巨噬细胞相关疾病中发挥关键作用。回顾 CSF-1/CSF-1R 信号轴的选择性分子的研发历史，从 2007 年进入临床阶段后，共有 18 款研究药物，针对肿瘤、自免等合计 46 种适应症进行开发。目前 CSF-1R 抑制剂已经获批上市的适应症是 TGCT、cGvHD 有望成为第二个取得突破的适应症。另外，CSF-1R 抑制剂在实体瘤等诸多领域的应用也得到了初步验证。乐观情况下，单款药物有望覆盖超 100 亿美元的药物市场空间。

图5 Pimicotinib 有望推向多个数十亿美元市场潜力相关疾病领域



资料来源：公司演示资料，HTI

Pimicotinib 研发进度位于全球第一梯队。从 CSF-1R 抑制剂（小分子）的全球研发格局来看，目前小野制药/Deciphera 的 Vimseletinib、优时比制药的 Axatilimab、第一三共 Pexidartinib 以及和誉医药的 Pimicotinib 进度较为领先。2019 年，Pexidartinib 获 FDA 批准治疗伴有严重发病率或功能受限且无法通过手术改善的有症状的 TGCT，成为首个获得 FDA 批准的 CSF-1R 抑制剂，2023 年，Pexidartinib 全球销售额为 3700 万 USD。Vimseletinib 已经于 2025 年 2 月获得 FDA 批准，治疗无法通过手术切除的 TGCT 成人患者。2024 年 8 月，FDA 批准 Axatilimab 上市，用于治疗至少接受过两种系统性治疗失败的慢性 cGVHD 成人和体重至少 40 公斤的儿童患者。

表2 全球 CSF-1R 抑制剂的竞争格局

药物	公司	靶点	适应症（境外）	适应症（中国内地）
尼洛替尼	诺华/Cipla	Bcr-Abl/CSF1R	上市：慢性髓系白血病	-
Vimseletinib	小野制药/Deciphera Pharmaceuticals	CSF1R	上市：髓鞘巨细胞瘤 II 期：移植物抗宿主病;实体瘤	-
Axatilimab	优时比制药	CSF1R	上市：移植物抗宿主病 II 期：湿性年龄相关性黄斑变性 小细胞肺癌等	I/II 期：移植物抗宿主病
伏罗尼布/Vorolanib	贝达药业	CSF1R/FLT3/VEGFR	上市：骨髓纤维化	上市：肾细胞癌
帕克替尼/Pacritinib	百特制药	CSF1R	上市：骨髓纤维化	上市：肾细胞癌
索凡替尼/Surufatinib	和黄医药	CSF1R/FGFR1/VEGFR1/2/3	上市：神经内分泌肿瘤	上市：非胰腺神经内分泌肿瘤等
阿伐替尼/Avapritinib	蓝图药物/基石药业	CSF1R/KIT D816V	上市：胃肠道间质瘤	上市：胃肠道间质瘤
吡普替尼/Pexidartinib	第一三共	CSF1R	上市：髓鞘巨细胞瘤	NDA：髓鞘巨细胞瘤
厄达替尼/Erdafitinib	强生	CSF1R/FGFR1/2/3/4	上市：尿路上皮癌/膀胱癌	上市：尿路上皮癌/膀胱癌
米立司亭	协和麒麟	CSF1R	上市：粒细胞减少	-
Pimicotinib	和誉医药	CSF1R	III 期：髓鞘巨细胞瘤	III 期：髓鞘巨细胞瘤 II 期：移植物抗宿主病
Emactuzumab	罗氏/SynOx	CSF1R（单抗）	III 期：髓鞘巨细胞瘤	-

资料来源：Insight 数据库，HTI

腱鞘巨细胞瘤 (TGCT) 属于一种罕见疾病，中国每年新发病例约 6 万人，美国约 1.4 万人。腱鞘巨细胞瘤 (TGCT) 是由关节滑液、囊或腱鞘滑膜引起的罕见良性增生性炎症性疾病，根据生长方式和生物学行为可分类为弥漫性腱鞘巨细胞瘤 (D-TGCT) 和局限性腱鞘巨细胞瘤 (L-TGCT)。从临床表现来看，腱鞘巨细胞瘤患者高发年龄在 20 至 50 岁，且女性患者居多。根据流行病学数据，发病率逐年提高，约 14-49 例/百万人。中国每年新发病例约 6 万人，美国约 1.4 万人，存量患者规模较大（因大部分患者为良性），中国存量患者约 30 万人，美国存量患者约 9 万人。

TGCT 是一种罕见的、通常是良性的关节肿瘤。尽管是良性的，TGCT 可能会产生严重的影响。可能导致关节疼痛、僵硬和活动受限，如果不进行干预，它可能会影响日常活动和生活质量。在晚期，它可能导致残疾，影响工作和社交生活。

TGCT 存在巨大未满足的临床需求。局部型 TGCT 是一种具有局部复发能力的良性病变，虽然有 4-30% 的病例复发，但这些复发通常是非破坏性的，并且是可控制的，可以再次手术进行治疗。疾病的复发在弥漫型 TGCT 中更为常见，反复复发可能会严重损害关节功能，弥漫型 TGCT 复发率估计可以达到 40-60%。TGCT 有可能复发并形成转移性疾病，如转移到肺部或者淋巴结，这两个部位的转移占有所有转移患者的 50%。恶性 TGCT 死亡率较高，约 1/3 的患者会因为疾病死亡。针对于未发生转移的局部性疾病，手术是 TGCT 最主要的治疗方式，高复发率和重复手术引起的并发症带来了挑战，并降低了未来手术的可能性；而对于转移性疾病可以考虑进行针对 CSF1 通路的靶向治疗。

目前 TGCT 仅获批 2 款 CSF-1R 靶点药物，疗效相对有限。目前 CSF-1R 靶点有 4 款药物披露了较多的数据，除了已上市的 CSF-1R 小分子抑制剂 Pexidartinib 和 Vimseltinib，还有 CSF-1R 单抗 Emactuzumab、CSF-1R 小分子抑制剂 ABSK021，处于 3 期临床阶段。Pexidartinib 被欧洲药品管理局 (EMA) 拒绝，但被美国食品药品监督管理局 (FDA) 批准，由于存在肝毒性风险，它带有黑框警告和风险评估与缓解策略 (REMS) 计划，所以迫切需要具有良好安全性的替代和有效治疗方法。

和誉医药的 Pimicotinib 相比同靶点药物，在治疗 TGCT 方面表现出更为良好的有效性及安全性，并有望成为“best-in-class”药物。在 2023 年世界结缔组织肿瘤学会年会上，Pimicotinib 公布的针对 TGCT 适应症临床数据显示，ORR 达到 87.5%，超越所有在研以及已上市的 CSF-1R 抑制剂。安全性数据优异，Pimicotinib 耐受性良好，中位治疗持续时间为 12.2 个月，最长治疗持续时间达到 17.5 个月。其中 83.9% 的患者仍在接受治疗。在研究药物治疗期间发生的不良事件 (TEAEs) 均为 1 级或 2 级。Pimicotinib 已获得中美欧三地的突破性疗法或优先药物资格认定。

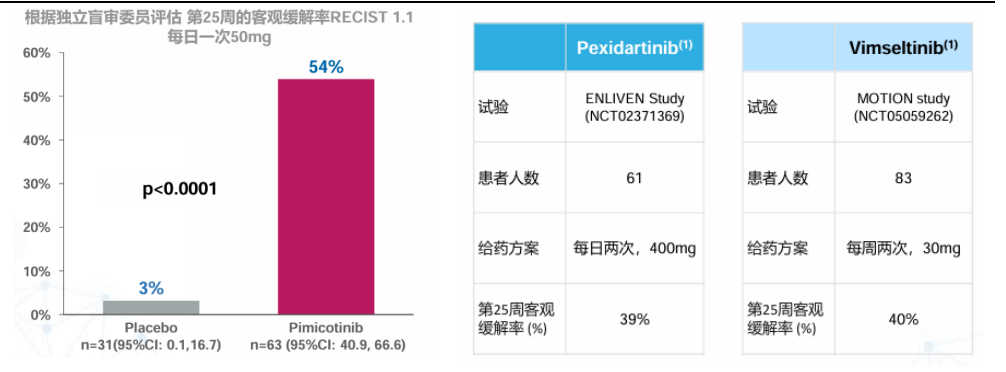
表3 全球 CSF-1R 抑制剂的竞争格局

药物		Pexidartinib	Vimseltinib	Emactuzumab	ABSK021
靶点		CSF1R	CSF1R	CSF1R	CSF1R
状态		上市	上市	III 期	III 期
公司		第一三共	小野制药/Deciphera	罗氏/SynOx	和誉
药物形式		小分子	小分子	单抗	小分子
适应症		TGCT	TGCT	TGCT	TGCT
疗效	ORR	39%	69%	86%	77%
安全性	常见的不良事件	发色变化、疲劳、恶心、味觉障碍等	眼睑水肿、瘙痒、乏力、面部水肿	痒、头痛、疲劳	LDH 升高、CPK 升高 未观察到毛发颜色变化或严重肝损伤
	严重 AE 比例	13%	-	-	8%
	因 AE 导致的中止治疗发生率	-	8%	20%	-

资料来源：Insight 数据库，HTI

全球关键 III 期 MANEUVER 研究，旨在评估 Pimicotinib 于腱鞘巨细胞瘤针对不可手术的患者（每日一次，50mg）中的疗效和安全性。对比 Vimseltinib（小野制药）的 III 期数据的 ORR 40%，以及 Pexidartinib 的 III 期数据的 ORR 39%，Pimicotinib 的 ORR 数据更优。Pimicotinib 的初步数据揭示患者临床获益大幅提升。

图6 Pimicotinib 的具备潜在最佳疗效



资料来源：公司演示资料，HTI

安全性上，Pimicotinib 没有明显肝毒性，展现出良好的安全性。SAE 的发生率较低，在各组之间相当。在 PIMI 组中，超过 5% 的患者中唯一的 3 级或以上治疗相关不良事件（TRAE）是肌酸激酶（CK）增加。没有证据表明有胆汁淤积性或药物诱导的肝损伤。没有 3 级肝酶增加，在 PIMI 组中，有 3 名（4.8%）患者有 2 级肝酶增加。在 PIMI 组中，没有报告 3 级水肿。治疗期出现的不良事件（TEAE），PIMI 组中有 1 名（1.6%）患者因 2 级疲劳而中断治疗。

图7 Pimicotinib 具备良好的安全性

参数	Pimicotinib N=63, n (%)	安慰剂 N=31, n (%)
不良事件	63 (100)	29 (93.5)
与治疗相关的不良事件	62 (98.4)	18 (58.1)
3级或以上治疗不良事件	22 (34.9)	1 (3.2)
3级或以上与治疗相关的治疗紧急不良事件	18 (28.6)	0
导致死亡的治疗紧急不良事件	0	0
与治疗相关的导致死亡的治疗紧急不良事件	0	0
任何严重的治疗紧急不良事件	3 (4.8)	1 (3.2)
与治疗相关的严重治疗紧急不良事件	1 (1.6)	0
导致治疗中断的治疗紧急不良事件	1 (1.6)	0
导致剂量减少的治疗紧急不良事件	5 (7.9)	0
导致剂量中断的治疗紧急不良事件	35 (55.6)	2 (6.5)

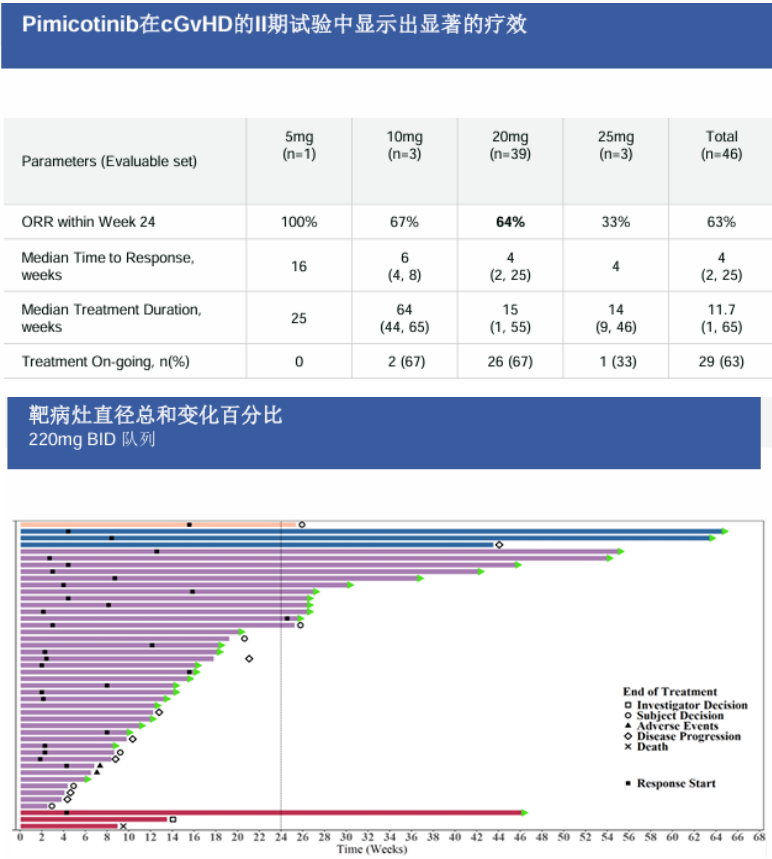
资料来源：公司演示资料，HTI

慢性移植抗宿主病（cGVHD）存在重大未满足的医疗需求。cGVHD 是异基因造血干细胞移植（allo-HSCT）后晚期发病率和死亡率的主要原因，发生率为 30~70%且 5 年存活率为 50~70%。在中国，每年有超过 1.5 万名 allo-HSCT 患者，大多数患者会进展成为 cGVHD 患者接受了一线和二线治疗，大约一半以上的患者接受了三线及更进一步的治疗。

cGVHD 的一线治疗通常是使用类固醇，对大约一半的患者有效，但它会引起许多毒副作用，限制其长期使用，许多患者会产生耐药性。目前 cGVHD 获批疗法包括：依鲁替尼（BTK 抑制剂）、鲁索利替尼（JAK1/2 抑制剂）、Belumosudil（ROCK2 抑制剂）、Axitilimab（CSF1-R），客观缓解率 65~75%。

根据 2024 ASH 数据，Pimicotinib 在 cGVHD 的 II 期试验中，46 位可评估的患者中，观察到 64%的 ORR，20 毫克 QD 组的中位反应时间仅为 4 周，在第 2 周时有 31%（12/39）达到完全缓解，中位缓解持续时间（DoR）和 12 个月无失败生存（FFS）尚未达到，大多数患者尚未达到第 24 周就诊的预定主要终点，并且在数据截止时仍在接受治疗。更多患者可能通过延长治疗获得 ORR。

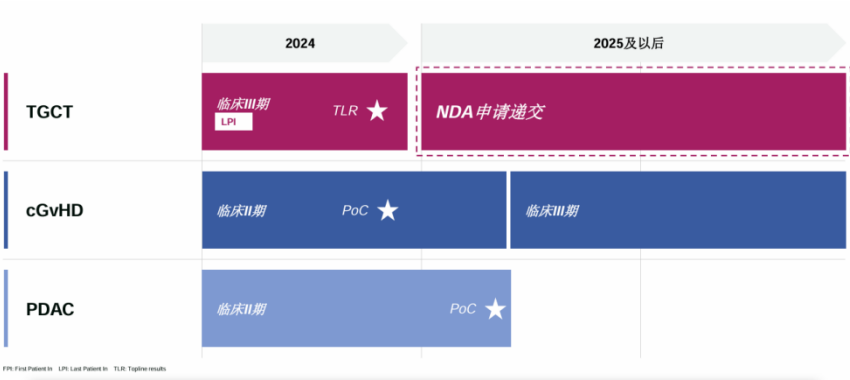
图8 Pimicotinib 治疗 cGvHD 具备良好的疗效、安全性



资料来源：ASH 2024，HTI

Pimicotinib 预计 25 年递交 TGCT 适应症 NDA，cGvHD 适应症预计 25 年开设临床 III 期研究。

图9 Pimicotinib 的临床开发计划



资料来源：ASH 2024，HTI

FGFR 是多种实体瘤的泛癌症靶点，具有大量未满足的医疗需求

FGFR 畸变发生于主要癌症类型中，每年全球约发生 190 万例。FGFR（成纤维细胞生长因子受体）是一类高度保守且高表达的跨膜酪氨酸激酶受体 RTK，包括 FGFR1、FGFR2、FGFR3 和 FGFR4 四种受体，均由胞外区-跨膜区-胞内酪氨酸激酶区三个部分组成，在调节细胞增殖和细胞存活方面起着关键作用。选择性地结合并抑制 FGFR 的泛 FGFR 抑制剂可以阻断 FGFR 相关信号通路，从而控制肿瘤细胞增殖和死亡。据统计，FGFR 畸变主要发生于胆管癌、肺癌、胃癌、乳腺癌等，每年全球约发生 190 万例。

针对 FGFR 靶点，和誉医药构建了丰富管线组合，涵盖多类野生型及突变型 FGFR 异构体。靶向特定 FGFR4 亚型的 ABSK011、靶向 FGFR2/3 亚型 ABSK061 互为补充，并布局新一代 FGFR 突变体抑制剂 ABSK121（泛 FGFR 变异）和 ABSK012（FGFR4 变异）。

图10 公司布局多代新型 FGFR 抑制剂满足为的患者需求



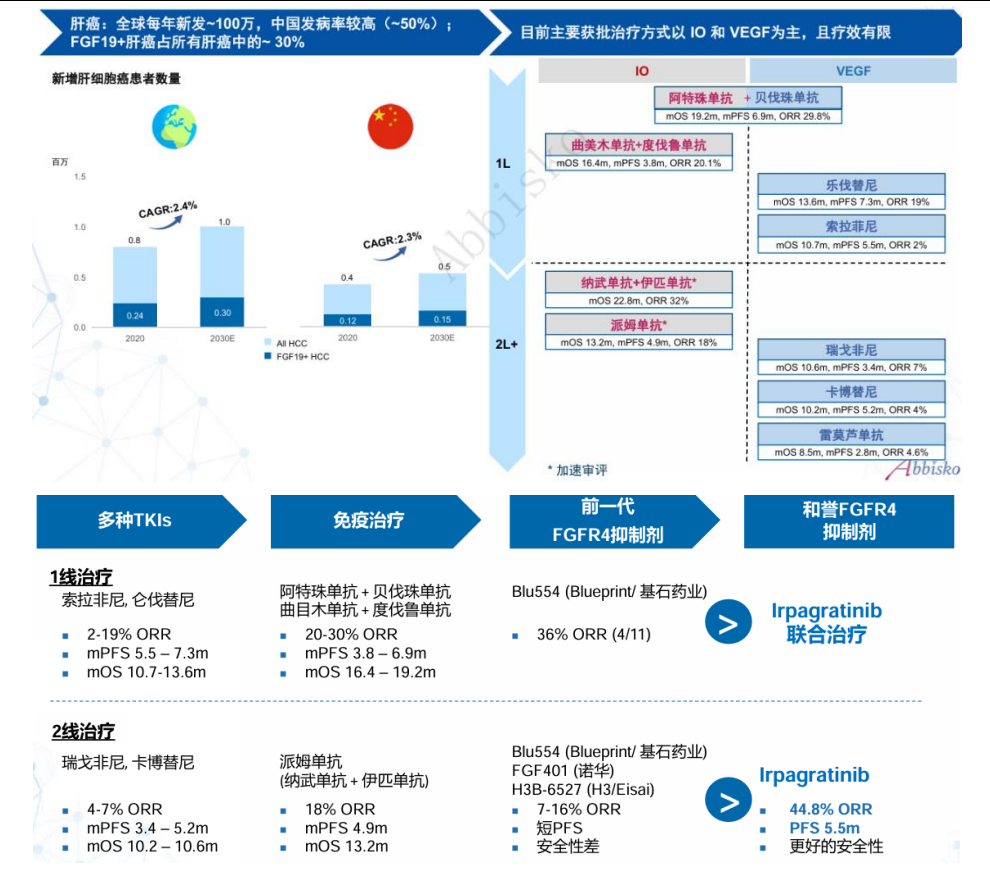
资料来源：ASH 2024，HTI

肝癌发病率高且目前治疗方案种类和疗效有限，仍有巨大且未满足的临床需求。全球肝癌每年新发~100 万，中国发病率较高（~50%）；FGF19+肝癌占有所有肝癌中的~30%。全球超 35 万例癌症患者中出现异常的 FGF19-FGFR4 通路改变，目前主要获批治疗方式以 IO 和 VEGF 为主，且疗效有限。FGF19 系 FGFR4 配体，在肝细胞癌和其他肿瘤类型中常被扩增和过表达。在约 30%肝细胞癌患者中发现 FGF19 过表达，全球每年约 30 万新增病例以及中国每年约 15 万新增病例。

由于 FGFR4 和 FGFR1-3 不同的结构基础，推动了 FGFR4 抑制剂的研发。1）在 FGFR 中，FGFR4 的同源性最低，极大地改变它们对配体的特异性。2）与 FGFR1-3 相比，FGFR4 在激酶结构域中含有一个独特的氨基酸，即 C552 残基，这使得设计 FGFR4 特异性抑制剂成为可能。FGFR4 特异性小分子抑制剂，包括 BLU-554、H3B-6527、FGF401 和 INCB062079 等都是通过共价结合位于激酶结构域铰链区的 C552 残基以抑制 FGFR4 的激活。

Irpagratinib（ABSK011）是一款高选择性 FGFR4 抑制剂，针对晚期实体瘤，尤其是存在 FGFR4 信号通路异常（如配体 FGF19 扩增/过表达，FGFR4 突变/扩增/融合等）的晚期 HCC、胆管癌、乳腺癌等瘤种探索。目前，一线经免疫检查点抑制剂（ICIs）治疗进展的 aHCC 患者目前尚无获批的标准治疗，FGF19/FGFR4 通路可能是 aHCC 患者的新治疗靶点。

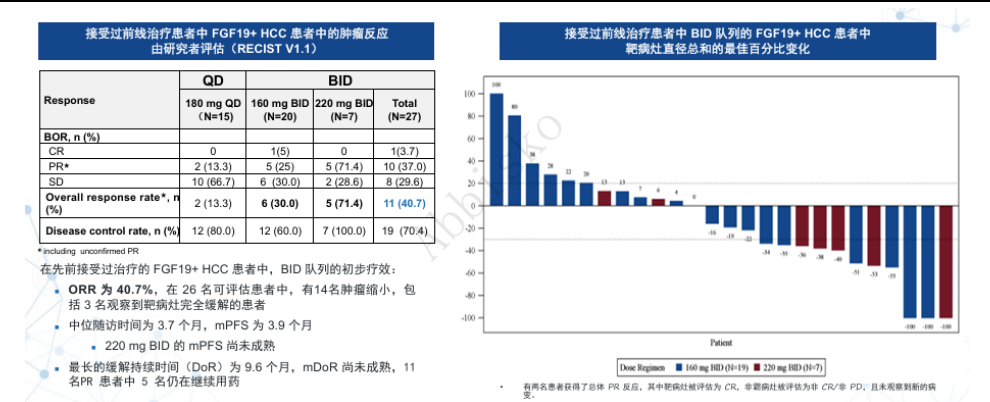
图11 肝癌发病率高且目前治疗方案种类和疗效有限，仍有巨大且未满足的临床需求



资料来源：公司演示报告，HTI

在先前接受过治疗的 FGF19+ HCC 患者中，BID 队列的初步疗效：ORR 为 40.7%，在 26 名可评估患者中，有 14 名肿瘤缩小，包括 3 名观察到靶病灶完全缓解的患者。中位随访时间为 3.7 个月，mPFS 为 3.9 个月。220 mg BID 的 mPFS 尚未成熟。最长的缓解持续时间（DoR）为 9.6 个月，mDoR 尚未成熟，11 名 PR 患者中 5 名仍在继续用药。

图12 ABSK011 在 Phase Ib 试验中显示出良好的疗效



资料来源：ASH 2024，HTI

ABSK011 展示了良好安全性特征。在 400mg QD 剂量组中，两名患者出现了剂量限制性毒性：G3 低钾血症；G3 腹泻 ALT 升高/高胆红素血症和 G4 AST 升高。G3/4 TRAEs 在所有患者中发生率为 29.5%（在 BID 组为 16.7%），仅有 1 例 G4 事件（AST 升高），没有报告 G5 TRAE。

图13 ABSK011 展示了良好安全性特征，TRAE 发生率低

TEAEs in ≥ 20% 患者					Grade ≥3 TRAEs in ≥ 5% 患者						
PT, n (%)	QD (N=48)	BID			Overall (N=78)	PT, n (%)	QD (N=48)	BID			Overall (N=78)
		160 mg (N=20)	220 mg (N=10)	Total (N=30)				160 mg (N=20)	220 mg (N=10)	Total (N=30)	
Any TEAEs	48 (100)	20 (100)	10 (100)	30 (100)	78 (100)	≥ G3 TRAEs	18 (37.5)	3 (15.0)	2 (20.0)	5 (16.7)	23 (29.5)
Diarrhoea	35 (72.9)	15 (75.0)	7 (70.0)	22 (73.3)	57 (73.1)	AST increased	7 (14.6)	1 (5.0)	0	1 (3.3)	8 (10.3)
ALT increased	31 (64.6)	15 (75.0)	9 (90.0)	24 (80.0)	55 (70.5)	ALT increased	7 (14.6)	0	0	0	7 (9.0)
AST increased	26 (54.2)	11 (55.0)	8 (80.0)	19 (63.3)	45 (57.7)	Diarrhoea	3 (6.3)	1 (5.0)	1 (10.0)	2 (6.7)	5 (6.4)
Hyperphosphataemia	17 (35.4)	11 (55.0)	4 (40.0)	15 (50.0)	32 (41.0)						
Blood bilirubin increased	20 (41.7)	8 (40.0)	4 (40.0)	12 (40.0)	32 (41.0)						
Platelet count decreased	8 (16.7)	7 (35.0)	5 (50.0)	12 (40.0)	20 (25.6)						
Total bile acids increased	11 (22.9)	4 (20.0)	2 (20.0)	6 (20.0)	17 (21.8)						

资料来源：ASH 2024，HTI

ABSK011（FGFR4）单药治疗 2L HCC，预计 25 年中启动关键注册临床试验；联合阿替丽珠单抗治疗 1L/2L HCC，公司将在 2025 年 ESMO GI 会议上口头汇报 ABSK011 联合阿替丽珠单抗用于 1L 以及既往接受过 IO 疗法治疗的 FGF19 过表达晚期肝癌临床 II 期研究更新数据。

图14 ABSK011 的临床开发计划



资料来源：公司演示资料，HTI

ABSK061 针对肿瘤、软骨发育不全症及超适应症，拥有较大市场潜力

在胃癌胆管癌等多种肿瘤中，7%以上是由 FGFR 突变引起，全球潜在空间广阔。首代泛 FGFR 抑制剂已在针对多种携带 FGFR2/3 变异的肿瘤中展现出临床疗效并在全球范围内逐步获批上市，但安全窗及药效均受限于 FGFR1 抑制相关副作用，这些一代靶向药物共同的缺点是因抑制 FGFR1 而导致高磷血症不良反应。通过降低对 FGFR1 的抑制以及保持对 FGFR2/3 的高活性，可能会减轻 FGFR1 依赖性高磷酸盐血症，并提供更好疗效。ABSK061 作为第二代 FGFR 抑制剂有望在临床上取得更好的安全窗及疗效。**FGFR2/3 抑制剂在软骨发育不全症潜力大。**软骨发育不全症（ACH）全球有 25 万患者，98%与 FGFR3-G380R 突变有关。除肿瘤以外，ABSK061 还具备拓展用于治疗其他多种非肿瘤适应症的巨大潜力，如其他遗传性矮小症（GSS）疾病，患者数量超 60 万。

ACH 适应症存在未满足的治疗需求。ACH（软骨发育不全）是人类最常见的一种侏儒症，在活产婴儿中的发病率为 1：17000~1：28000，全球约有 25~38 万受累个体。该疾病表现为四肢短小及相对的头颅畸形，且还可能会有代谢问题、心血管、呼吸系统问题等并发症，患者早逝风险增加，平均寿命比一般人短约 10 年。大多数 ACH 由 FGFR3 基因突变引起，目前该适应症的在研药物以 FGFR3 抑制剂、C 型利钠肽（CNP 药物）、生长激素为主。

ABSK061 是全球进度最快的、公司独研并拥有全球知识产权的一款新一代口服、高活性、高选择性小分子 FGFR2/3 抑制剂。目前 ABSK061 已经进入临床二期。2025 年，公司正在开展 ABSK061 联合化疗+免疫疗法治疗 1L 胃癌的 II 期临床，以及计划开展单药治疗软骨发育不全症的 I 期临床。

图15 ABSK061 的展现了良好的初步疗效和安全性数据



资料来源：公司演示资料，HTI

图16 ABSK061 的临床开发计划



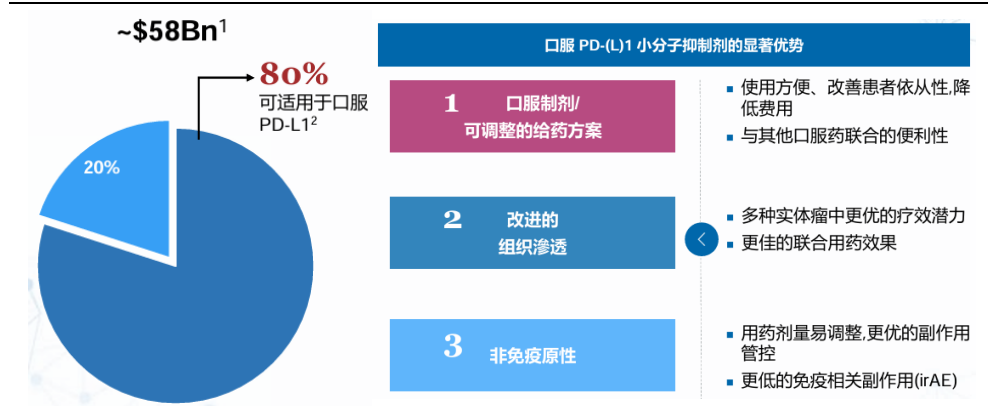
资料来源：公司演示资料，HTI

“first-in-class”口服 PD-L1 小分子药物具有数十亿美金市场潜力

全球 PD-(L)1 市场规模超 500 亿美元。根据 IQVIA，2019 年及 2023 年，全球 PD-(L)1 市场规模分别为 240 亿美元及 520 亿美元，占全球肿瘤药物市场的比例从 16.2% 提升至 23.3%；预计至 2028 年，全球 PD-(L)1 市场规模有望超过 900 亿美元，占全球肿瘤药物市场比例为 22.0%。ABSK043 是公司自主研发并拥有全球知识产权的一款全新的具备优异活性及高度选择性的口服小分子 PD-L1 抑制剂。ABSK043 可与 PD-L1 受体特异性结合并诱导其从细胞表面内吞，有效地抑制 PD-1/PD-L1 的相互作用，解除 PD-L1 介导的 T 细胞活化抑制作用。

口服制剂具备使用方便特点、能够改善患者依从性，降低使用费用。ABSK043 在多个临床前模型中展现出与已获批 PD-L1 抗体相当的抗肿瘤功效，同时安全性较好，用药剂量方便调整，有更优的副作用管控，具备更低的免疫相关副作用（irAE）。截止目前，全球已有多款 PD-1/PD-L1 抗体药物获批上市，但并无 PD-1/PD-L1 小分子药物获批。ABSK043 目前正在澳大利亚和中国开展针对晚期实体肿瘤的 I/II 期临床试验。

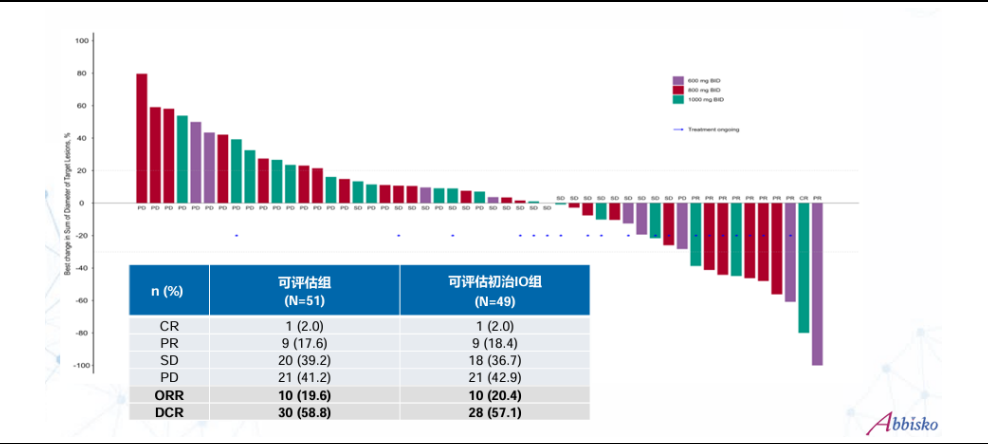
图17 80%的 PD-(L)1 市场可能适用于口服小分子抑制剂



资料来源：公司演示资料，HTI

从 ABSK043 在 ESMO-Asia 2024 发布的有效性数据分析，在 49 名可评估初治 IO 患者的评估组（600-1000mg BID）中，患者 ORR 为 20.4%，DCR 为 57.1%。在评估组中的 15 例未接受过 IO 治疗的 NSCLC 患者中，ORR 为 33.3%，DCR 为 73.3%。在 PD-L1 TPS 高表达组、EGFR 突变组和 KRAS 突变组的 ORR 率较高，分别为 41.7%、33.3% 和 66.7%。且未出现间质性肺病等严重副作用。目前该药已启动与 EGFR 抑制剂伏美替尼的联合疗法试验，有望打开“双口服靶向”治疗新范式。预计 25 年 Q4，联合伏美替尼治疗 1L/2L NSCLC 的 I 期初步安全性数据读出。

图18 ABSK043 在初治 IO 以及未接受过 IO 治疗的 NSCLC 的患者中均展现疗效



资料来源：公司演示资料，HTI

2025 年，公司催化剂丰富，我们建议关注：1）ABSK021（CSF-1R）治疗 TGCT，预计 2025 年中向 NMPA 递交 NDA；25 年 H2 向美国 FDA 递交 NDA。2）ABSK011（FGFR4）单药治疗 2L HCC，预计 25 年中启动关键注册临床试验；联合阿替丽珠治疗 1L/2L HCC，预计 25 年 Q3 临床 II 期拓展试验数据读出（ESMO GI）。3）ABSK043（PD-L1）：预计 25 年 Q4，联合伏美替尼治疗 1L/2L NSCLC 的 I 期初步安全性数据读出。4）ABSK061（FGFR2/3）：预计 25 年 Q2，治疗软骨发育不全症的 I 期试验启动。5）ABSK121（FGFR resistant mut）：预计 25 年 Q4，治疗实体瘤的 I 期试验的初步安全性数据读出。6）ABSK131（PRMT5*MTA）：预计 25 年 Q3，治疗多种肿瘤的 I 期试验启动。

图19 公司 2025 年催化剂丰富

管线	靶点	临床试验	阶段	事件	2025
临床阶段					目标
Pimicotinib (ABSK021)	CSF-1R	TGCT	NDA	• 向中国NMPA递交NDA • 向美国FDA递交NDA	2025年中 2025下半年
Irapagatinib (ABSK011)	FGFR4	2L HCC, 单药 1L/2L HCC, 联合	Pivotal Phase II	• 关键注册临床试验启动 • 扩展临床II期试验数据读出	2025年中 2Q25
ABSK043	PD-L1	1L/2L NSCLC, 联合	Phase I	• 初步安全性数据读出	4Q25
ABSK061	FGFR2/3	软骨发育不全症	Phase I	• 临床I期试验启动	2Q25
ABSK121	FGFR resistant mut	实体瘤	Phase I	• 初步安全性数据读出	4Q25
ABSK131	PRMT5*MTA	多种肿瘤	Phase I	• 临床I期试验启动	3Q25
IND申请					
ABSK141	KRAS G12D	实体瘤	IND申请	• IND递交	3Q25

资料来源：公司演示资料，HTI

盈利预测及估值

根据公司未来可能获得的里程碑付款收入以及特许权使用费，我们预计公司 FY25-27 营收分别为 6.0/4.2/5.6 亿元。对应 FY25-27 的净利润为 0.0/0.8/2.0 亿元。我们使用经风险调整的贴现现金流（DCF）模型及 2026-2035 财年的现金流预测对该公司进行估值。基于 WACC 10.0%，永续增长率 3.0%，对应目标价 13.4 HKD/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险

新药研发风险；行业竞争加剧风险；药品销售未及预期的风险，临床推进不及预期风险。

Table 1 DCF 估值模型

DCF Valuation (CNY mn)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Sales	19	504	595	420	560	490	565	656	758	953	1,270	1,671	1,842
y-y growth		2544.2%	18.1%	-29.4%	33.3%	-12.5%	15.3%	16.2%	15.4%	25.8%	33.2%	31.6%	10.2%
Gross profit	19	504	595	420	560	488	534	593	659	779	977	1,232	1,338
y-y growth		2544.2%	18.1%	-29.4%	33.3%	-12.8%	9.3%	11.2%	11.0%	18.3%	25.4%	26.0%	8.7%
EBIT/operating profit	-495	80	2	89	204	202	485	749	770	880	1068	1097	1029
Tax rate		15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
EBIT*(1-tax rate)		68	2	76	173	172	412	637	655	748	908	932	874
+ D&A		7	6	6	5	4	4	5	5	6	7	8	9
- Change in working capital		(242)	(16)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Capx		(9)	7	7	6	6	7	8	9	11	13	15	19
FCFF		(176)	(2)	89	185	182	424	650	669	765	928	956	903
Terminal value													13,285
FCF + Terminal value		(176)	(2)	89	185	182	424	650	669	765	928	956	14,188
Discount factor				0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39
PV of FCF + Terminal value		-	-	81	153	137	289	403	378	393	433	405	5,470
WACC	10.0%	Terminal growth rate		3.0%					Present value of enterprise (CNY mn)				8,141
Cost of Equity	11.7%								-Net debt (CNY mn)				290
Cost of Debt	4.0%								-MI (CNY mn)				-
Equity Beta	1.10								Equity value (CNY mn)				8,431
Risk Free Rate	1.8%								No. of shares				680
Market Risk Premium	9.0%								DCF per share (CNY)				12.41
Target Debt to Asset ratio	20%								CNY/HKD				1.08
Effective Corporate Tax Rate	15.0%								DCF per share (HKD)				13.40

资料来源：公司年报，HTI

Table 2 财务数据和盈利预测

X					X				
Key financials	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E	Profit & Loss (Rmb'm)	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue (Rmbm)	504	595	420	560	Total turnover	504	595	420	560
Operating Profit / Loss (RMBm)	-24	2	-158	-228	Cost of sales	-	-	-	-
Pre-tax profit / Loss (RMBm)	78	2	89	204	Gross profit	504	595	420	560
Net income to ord equity (RMBm)	28	2	76	173	Total operating costs	528	593	578	788
Revenue growth	2544%	18%	-29%	33%	Operating profit	(24)	2	(158)	(228)
Net profit growth	-106.6%	-92.9%	3656.7%	127.7%	Operating EBITDA	87	8	95	209
Adjusted net income to ord equity (Rmbm)	28	2	76	173	Depreciation and amortisation	7	6	6	5
ROE	1.4%	0.1%	3.7%	7.8%	Operating EBIT	80	2	89	204
X					Interest income (expense)	-	-	-	-
Balance Sheet (Rmb'm)	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E	Share of loss from an associate/JV	-	-	-	-
Total cash and equivalents	290	275	350	522	Pre-tax profit	78	2	89	204
Inventories	-	-	-	-	Taxation	50	0	13	31
Account and other receivables	61	61	61	61	Net Income	28	2	76	173
Trade receivables	-	-	-	-	Minorities	-	-	-	-
Other current assets	-	-	-	-	Net Income to ord equity	28	2	76	173
Total current assets	2,020	2,005	2,081	2,253	One-off expense	-	-	-	-
Property, plant and equipment	29	30	31	32	Normalized net income	28	2	76	173
Other non-current assets	57	57	57	57	X				
Total non-current assets	87	87	88	89	Per Share Data	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Total assets	2,107	2,093	2,169	2,342	EPS (Rmb)	0.04	0.00	0.11	0.25
Contract liabilities	-	-	-	-	Revenue per share (Rmb)	0.74	0.88	0.62	0.82
Trade and other payable	-	-	-	-	Operating EBITDA per share (Rmb)	0.13	0.01	0.14	0.31
Bank borrowing	-	-	-	-	BVPS (Rmb)	2.88	2.88	3.00	3.25
Other current liabilities	135	119	119	119	DPS (Rmb)	-	-	-	-
Total current liabilities	135	119	119	119	Recurrent cash flow per share (Rmb)	(0.00)	(0.02)	0.11	0.25
Bank borrowing	-	-	-	-	Shares in issue (million)	680	680	680	680
Contract liabilities	13	13	13	13	Year end adjusted shares in issue (million)	680	680	680	680
Other liabilities	-	-	-	-	x				
Total non-current liabilities	13	13	13	13	Key Ratios	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Total liabilities	149	133	133	133	Growth				
Shareholder's equity	1,958	1,960	2,036	2,209	Revenue growth	2544.2%	18.1%	-29.4%	33.3%
Minority interests	-	-	-	-	Operating profit growth	-95.3%	-109.7%	-6752.9%	44.3%
Total equity	1,958	1,960	2,036	2,209	Net profit growth	-106.6%	-92.9%	3656.7%	127.7%
Total liabilities & shareholders' equity	2,107	2,093	2,169	2,342	Margins				
Cash flow (Rmb'm)	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E	Gross margin	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Operating profit	-	2	76	173	Operating EBITDA margin	17.3%	1.4%	22.7%	37.3%
Depreciation and amortisation	7	6	6	5	Operating margin	-4.9%	0.4%	-37.7%	-40.8%
Changes in working capital	242	16	-	-	Pretax profit margin	15.5%	0.4%	21.3%	36.4%
Other operating cash flow	(242)	(32)	-	-	Tax rate	63.7%	15.0%	15.0%	15.0%
Cash generated from operations	7	(8)	82	179	Net profit margin	5.6%	0.3%	18.1%	30.9%
Capex	9	7	7	6	Key Ratios				
Other investing cash flow	(18)	(13)	(14)	(12)	ROE	1.4%	0.1%	3.7%	7.8%
Net cash flow from investing activities	(9)	(7)	(7)	(6)	ROA	1.3%	0.1%	3.5%	7.4%
Change in borrowings	-	-	-	-	Capex/revenue	1.8%	1.1%	1.6%	1.1%
Proceeds from changes in capital	-	-	-	-	Current ratio (x)	14.9	16.8	17.4	18.9
Other financing cash flow	-	-	-	-	Creditor days	44	30	30	30
Net cash flow from financing activities	-	-	-	-	Debtor days	-	-	-	-
Cash at beginning of period	578	576	275	350	Inventory days	-	-	-	-
Net change in cash	(2)	(15)	75	172	Sales/avg assets	0.1	0.1	0.1	0.1
Forex effects	-	-	-	-	Credit analysis				
Implied cash at end of period	-	-	-	-	Debt/EBITDA (x)	1.7	16.1	1.4	0.6
Free cash flow	17	(2)	89	185	Debt/equity	0.1	0.1	0.1	0.1
					Net debt to equity	8%	7%	7%	6%

资料来源：公司年报，HTI

APPENDIX 1

Summary

Approaching Commercialization, BD Drives Revenue Growth — First Full-Year Profit Achieved in 2024

In 2024, the company recorded total revenue of RMB 504 million, representing a year-on-year increase of 2,544%. The revenue growth was primarily driven by a Greater China licensing agreement with Merck for Pimicotinib (CSF-1R), which included an upfront payment of USD 70 million (approximately RMB 500 million), as well as a milestone payment of USD 1 million (approximately RMB 7 million) from Allist Pharmaceuticals. Net profit reached RMB 28.3 million in 2024, a significant turnaround from a net loss of RMB 430 million in 2023, marking the company's first full-year profitability. As of December 31, 2024, the company had a strong cash position, with cash and bank balances totaling RMB 1.96 billion. Looking ahead to 2025, the company's core asset Pimicotinib is expected to submit a global NDA, paving the way for commercialization.

Promising Progress in Mid-to-Late-Stage Pipeline, Featuring Potential FIC/BIC Assets

The company's clinical pipeline continues to demonstrate strong momentum, with several assets showing first-in-class (FIC) or best-in-class (BIC) potential.

Pimicotinib has shown best-in-class potential in its Phase III pivotal trial for tenosynovial giant cell tumor (TGCT). A Phase III trial for chronic graft-versus-host disease (cGvHD) is expected to begin in 2025. Merck holds the exclusive global commercialization rights for Pimicotinib. We estimate that the global peak sales of this molecule could exceed USD 2 billion.

The company has built a robust FGFR-targeted pipeline, potentially addressing a global population of approximately 1.9 million patients with FGFR genetic alterations across cholangiocarcinoma, lung cancer, gastric cancer, and breast cancer. ABSK011 targets a specific FGFR4 subtype, while ABSK061 targets FGFR2/3, forming a complementary portfolio. Additionally, the company is developing next-generation inhibitors for FGFR mutations, including ABSK121 (pan-FGFR mutations) and ABSK012 (FGFR4 mutations).

- 1) ABSK011 (FGFR4) has demonstrated promising efficacy in second-line FGF19+ hepatocellular carcinoma (HCC) patients. A pivotal trial for monotherapy in second-line FGF19+ HCC is expected to start in 2025, with potential market launch around 2028. We forecast that ABSK011 could gain approval for both second-line+ monotherapy and first-line+ combination therapies in HCC, with global peak sales expected to exceed USD 1.2 billion.
- 2) ABSK061 (FGFR2/3) is under development for both solid tumors and achondroplasia. In a Phase Ia trial, it showed an objective response rate (ORR) of 37.5% in patients with solid tumors. A Phase II trial for second-line FGFR2/3-mutant solid tumors in combination with immunotherapy is expected to launch in 2025. A separate Phase II study combining ABSK061 with chemotherapy and immunotherapy for first-line FGFR2-mutant gastric cancer is ongoing. Monotherapy for achondroplasia is expected to enter Phase I trials. The company anticipates a commercial launch around 2030.

Oral PD-L1 Inhibitor Poised to Disrupt the PD-(L)1 Market

In 2023, the global PD-(L)1 market reached USD 52 billion. Currently, no oral small-molecule PD-1/PD-L1 inhibitors have received regulatory approval worldwide. The company's oral PD-L1 inhibitor, ABSK043, has demonstrated an objective response rate (ORR) of 41.7% in PD-L1 high-expressing non-small cell lung cancer (NSCLC) patients, with no incidence of severe adverse events such as interstitial lung disease. Compared to intravenously administered PD-1/PD-L1 antibodies, the oral formulation offers substantial advantages in improving patient compliance and reducing treatment costs. The company anticipates a commercial launch by 2030.

Robust Early-Stage Pipeline with an Expanding Product Portfolio

The company places significant emphasis on early-stage R&D, with over 15 preclinical candidates currently under development. More than 40% of employees are engaged in early-stage R&D, and over 30% of total expenditures are allocated to early research. The company advances 2–4 preclinical candidates (PCCs) and 1–2 IND-enabling programs annually.

Key early-stage pipeline assets include:

- 1) ABSK112 (2nd-generation EGFR Exon20ins inhibitor)
- 2) ABSK131 (PRMT5*MTA inhibitor)
- 3) ABSK051 (CD73 inhibitor)
- 4) ABSK141 (KRAS-G12D inhibitor)

At AACR 2025, the company presented four new preclinical studies, including ABSK112, ABSK131, and a KRAS G12C inhibitor, all of which showed promising antitumor activity in preliminary data. Additionally, the company has signed an exclusive Greater China licensing agreement with Allist Pharmaceuticals for ABK3376 (EGFR-C797S inhibitor), which includes up to USD 188 million in upfront and milestone payments, plus tiered royalties on sales. The company's strong early-stage innovation engine provides a sustainable pipeline of novel assets and creates licensing opportunities to generate cash flow while increasing the overall probability of R&D success.

Earnings Forecast and Valuation

We forecast the company's revenues for FY2025–2027 to be RMB 600 / 420 / 560 million, respectively. Corresponding net profits are projected at RMB 0.0 / 80 / 200 million. Valuation is based on a risk-adjusted discounted cash flow (DCF) model, forecasting cash flows from FY2026 to FY2035. Using a WACC of 10.0% and a terminal growth rate of 3.0%, we derive a target price of HKD 13.4 per share, and initiate coverage with an "Outperform" rating.

Risks

Clinical trial and drug development uncertainties; Intensifying industry competition; Foreign exchange fluctuations; Regulatory and policy risks

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

The company demonstrates strong environmental responsibility by minimizing its carbon footprint and promoting sustainable practices

Social:

It upholds social values through fair labor practices, community engagement, and a commitment to diversity and inclusion

Governance:

The company maintains high governance standards with transparent decision-making, ethical leadership, and effective risk oversight

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，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.

我，宁嘉骏，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, Jiajun Ning, 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).

No Disclosure

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,

评级分布 Rating Distribution

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.

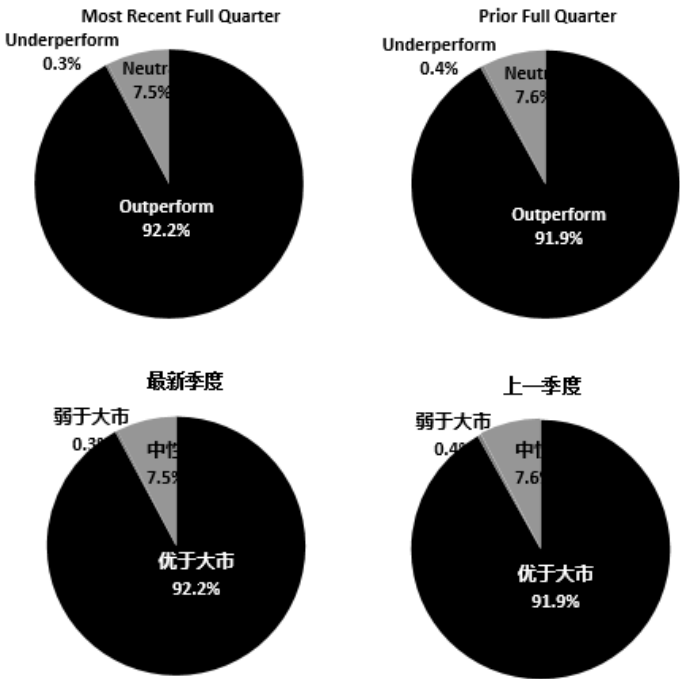
Analyst Stock Ratings

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.



截至 2025 年 3 月 31 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	92.2%	7.5%	0.3%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	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 March 31, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%
IB clients*	3.3%	3.5%	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

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。国泰海通证券 (601211.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，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 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. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 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 GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS 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 支由国泰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，并结合对国泰海通证券 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 GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS 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, adaption, 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 (“HTSIPL”) 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。HTSIPL 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、HTISCL 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

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，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. (“HTIJK”), 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, HTIJK 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 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 HTIJK 编写。HTIRL、HSIPL、HTIJK 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 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA，电话+1 212-

351-6052。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。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.
1460 Broadway, Suite 11017
New York, NY 10036
联系人电话：+1 212-351-6052

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 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. 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.
1460 Broadway, Suite 11017
New York, NY 10036
Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

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、广告或公开发行。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。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

“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. 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

"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>