



## 生物科技出海明星，2025 年迎来蝶变

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 泽布替尼出海标杆，2024 年收入 26 亿美元(+105%)，预计全球销售额有望持续增长。2) 在研 Bcl-2i 和 BTK CDAC 于 2025 年迎来多项催化事件，未来依托泽布替尼全球商业化渠道，拓宽加深血液瘤市场覆盖。3) 早期管线陆续迎来概念验证。在研 CDK4i 目标百亿市场，全球进度前二，有望于 2025 年上半年首次读出概念验证数据。此外 PanKRASi、EGFR CDAC、CDK2i、多项 ADC 有望于 2025 年下半年首次读出概念验证数据。
- **百济神州国内药企出海标杆，预计公司 25 年有望盈利。**百济神州于 2010 年创立，是美股+H 股+A 股三地上市的创新药企业。2024 年百济神州实现收入 38 亿美元(约合人民币 272 亿元，+56%)，核心产品泽布替尼实现收入 26 亿美元(+105%)，推动公司亏损额持续收窄。公司于 2025 年 JPM 大会宣布当年目标实现营运利润为正。
- **泽布替尼问鼎百亿市场，全球快速放量。**全球 BTKi 市场规模超百亿美元。公司的 BTK 抑制剂泽布替尼是第一个获美国 FDA 批准的中国自主研发的抗癌药。泽布替尼用于一线治疗 CLL 的 5 年 PFS 率为 79%，较竞品优势显著，此外其在 MCL、WM 等适应症亦取得优秀数据，较伊布替尼展现优势。目前泽布替尼美国 CLL 新患占比第一，有望逐步替代伊布替尼，借助患者留存效应逐步扩大市场份额。全球处在研发阶段的 BTK 抑制剂(血液瘤适应症)包括礼来匹妥布替尼和默沙东 nemtabrutinib，均尚未获批一线 CLL 适应症。我们预计泽布替尼美国市场地位稳固，销售增长空间广阔。
- **血液瘤梯队完整，有望基于泽布替尼渠道拓展市场。**公司长期布局 Bcl-2i 和 BTK CDAC 两大品种。2025 年公司 Bcl2i Sonrotoclax 有望完成首个注册临床研究。2024 年公司于多个血液瘤会议披露 BTK CDAC 多项 1 期研究亮眼数据，已于 2025 年初启动注册 3 期研究。公司依托泽布替尼全球商业化渠道，拓宽加深血液瘤市场覆盖。
- **早期管线陆续迎来概念验证。**2024 年全球 CDK4/6i 销售超过 100 亿美元。CDK4i 提升血液学安全性的确定性高，有希望将其相对 CDK4/6i 安全性优势转化为用药时长和有效性优势。公司预计在研 CDK4i 有望于 2025 年上半年首次读出概念验证数据，并于 2025 年内启动注册三期研究。PanKRASi、EGFR CDAC、CDK2i、多项 ADC 有望于 2025 年下半年首次读出概念验证数据。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年收入分别为 359 亿元、441 亿元、520 亿元。我们选取了行业中与百济神州业务较为相近的四家公司，2025 年四家公司平均 PS 为 19 倍；公司泽布替尼已成功在美国独立商业化，增长空间广阔，我们给予百济神州 15 倍 PS，对应目标价 348.82 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 临床数据不及预期、海外市场拓展不及预期、竞争格局恶化等风险。

| 指标/年度         | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 27213.96 | 35858.83 | 44055.70 | 52016.00 |
| 增长率           | 56.19%   | 31.77%   | 22.86%   | 18.07%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | -4978.29 | 389.21   | 2353.27  | 6179.55  |
| 增长率           | 25.87%   | 107.82%  | 504.63%  | 162.59%  |
| 每股收益 EPS(元)   | -3.23    | 0.25     | 1.53     | 4.01     |
| 净资产收益率 ROE    | -20.59%  | 1.63%    | 8.99%    | 19.39%   |
| PE            | -76      | 970      | 160      | 61       |
| PB            | 15.62    | 15.80    | 14.43    | 11.84    |

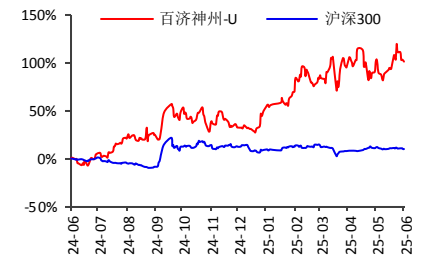
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 王彦迪  
执业证号: S1250524040001  
电话: 021-68416017  
邮箱: wydi@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

|            |        |
|------------|--------|
| 总股本(亿股)    | 15.42  |
| 流通 A 股(亿股) | 1.15   |
| 总市值(亿元)    | 3771   |
| 总资产(亿元)    | 421.26 |
| 每股净资产(元)   | 18.00  |

### 相关研究

## 目 录

|                                           |           |
|-------------------------------------------|-----------|
| <b>1 百济神州：抗癌无国界，生物科技明星迎拐点</b>             | <b>1</b>  |
| 1.1 创新药出海标杆，中美资本长期看好                      | 1         |
| 1.2 顶尖全球化管理团队和研发队伍助力蓬勃发展                  | 1         |
| <b>2 泽布替尼：BTK 百亿美元市场新王</b>                | <b>4</b>  |
| 2.1 BTKi 类药物覆盖多种 B-NHL，市场规模超百亿美元          | 4         |
| 2.2 丰富临床数据奠定泽布替尼 BIC 地位                   | 6         |
| <b>3 血液瘤梯队完整，有望基于泽布替尼渠道拓展市场</b>           | <b>11</b> |
| 3.1 Sonrotoclax：Bcl-2i 潜在 BIC 品种，申报上市节点临近 | 11        |
| 3.2 BGB-16673：BTK CDAC 临床开发快速推进           | 14        |
| <b>4 替雷利珠单抗：中国市场地位稳固，欧美市场成功获批</b>         | <b>15</b> |
| <b>5 早期管线接近概念验证</b>                       | <b>17</b> |
| 5.1 在研 CDK4i：潜在 BIC 品种，有望成为乳腺癌基石药物        | 17        |
| 5.2 肺癌创新管线差异化突出                           | 20        |
| 5.3 ADC 管线：差异化靶点布局，快速推进临床研究               | 22        |
| <b>6 盈利预测与估值</b>                          | <b>22</b> |
| <b>7 风险提示</b>                             | <b>23</b> |

## 图 目 录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1: 公司股权结构.....                        | 1  |
| 图 2: 公司主要高管团队.....                      | 2  |
| 图 3: 泽布替尼中美获批时间线.....                   | 3  |
| 图 4: 百济神州历年营业收入.....                    | 3  |
| 图 5: 百济神州历年归母净利润 (亿元) .....             | 3  |
| 图 6: BTK 相关信号通路.....                    | 4  |
| 图 7: 部分 BTKi 全球销售额 (百万美元) .....         | 5  |
| 图 8: 部分 BTKi 美国销售额 (百万美元) .....         | 5  |
| 图 9: NCCN CLL/SLL 指南 (2025.V1) .....    | 6  |
| 图 10: Bcl-2 与细胞凋亡示意图.....               | 11 |
| 图 11: 维奈克拉销售额.....                      | 11 |
| 图 12: 美国 CLL 各线用药占比: 维奈克拉 vs BTKi ..... | 11 |
| 图 13: 替雷利珠单抗销售额 (百万美元) .....            | 16 |
| 图 14: 2024H2 中国各 PD-1 单抗患者占比.....       | 16 |
| 图 15: 公司部分早期管线数据读出计划.....               | 17 |
| 图 16: 部分早期管线 .....                      | 17 |
| 图 17: CDK 基因敲除小鼠对应表型.....               | 18 |
| 图 18: CDK4 抑制剂的亲和活性和选择性.....            | 20 |
| 图 19: CDK4 抑制剂未来数据研发计划 .....            | 20 |
| 图 20: 百济神州 EGFR CDAC 临床前数据.....         | 20 |
| 图 21: 百济神州 PanKRASi 临床前数据.....          | 20 |

## 表 目 录

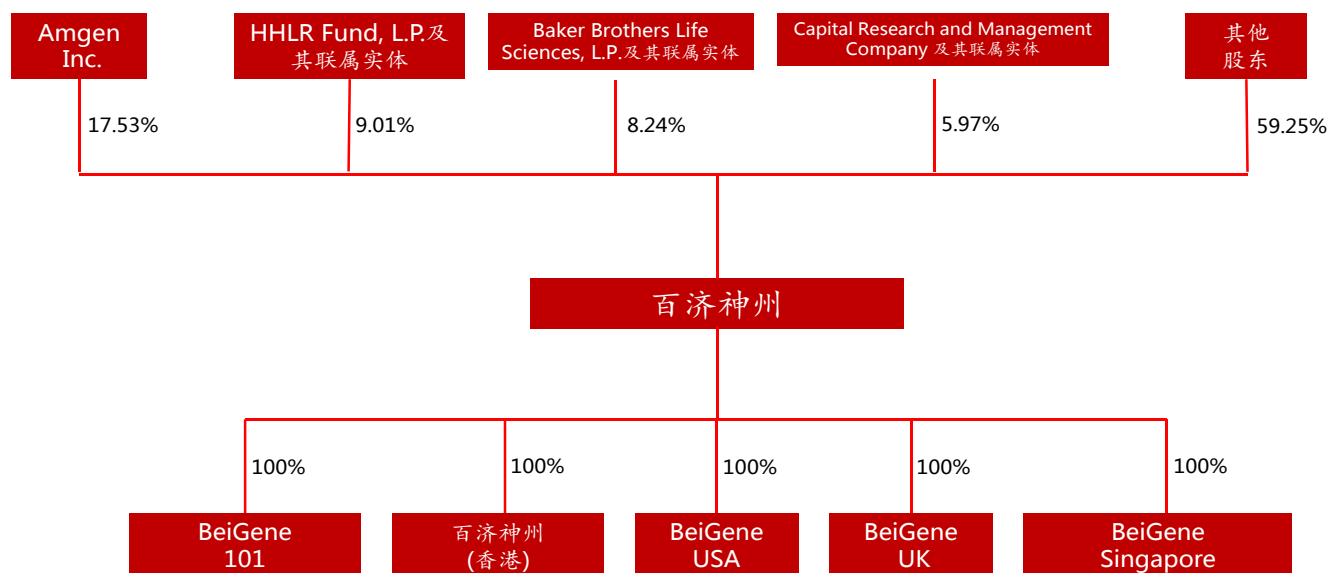
|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 表 1: 2020 年中美 B-NHL 发病/患病人数.....               | 5  |
| 表 2: BTKi 药物获批适应症.....                         | 6  |
| 表 3: CLL/SLL 一线药物临床试验数据.....                   | 7  |
| 表 4: BTKi 药物一线 CLL 治疗 PFS 长期数据.....            | 8  |
| 表 5: BTKi 药物一线 CLL 治疗持续用药比例.....               | 9  |
| 表 6: BTKi 药物复发难治 CLL 三期临床数据.....               | 9  |
| 表 7: 泽布替尼注册研究数据.....                           | 9  |
| 表 8: BTKi 治疗 r/r MCL 临床数据对比.....               | 9  |
| 表 9: r/r WM 临床数据: 泽布替尼 vs 伊布替尼 (ASPEN 研究)..... | 10 |
| 表 10: 匹妥布替尼/nemtabrutinib 在研适应症.....           | 10 |
| 表 11: 维奈克拉获批适应症一览.....                         | 12 |
| 表 12: Bcl-2 抑制剂临床数据对比.....                     | 12 |
| 表 13: Sonrotoclax 临床试验开展情况.....                | 13 |
| 表 14: 3L+ CLL 药物临床数据对比.....                    | 14 |
| 表 15: 替雷利珠单抗中国获批适应症.....                       | 15 |
| 表 16: 替雷利珠单抗欧美获批适应症.....                       | 16 |
| 表 17: 替雷利珠单抗中美费用.....                          | 16 |
| 表 18: 全球 CDK4/6i 药物销售额.....                    | 17 |
| 表 19: 辉瑞 atirromociclib 早期临床数据.....            | 18 |
| 表 20: CDK4/6i vs CDK4i 临床数据对比.....             | 19 |
| 表 21: 全球临床阶段 EGFR 蛋白降解剂.....                   | 20 |
| 表 22: 全球部分 Pan (K)RAS 抑制剂临床研究进展.....           | 21 |
| 表 23: 公司 ADC 管线研发进展.....                       | 22 |
| 表 24: 分业务收入及毛利率.....                           | 23 |
| 表 25: 可比公司估值.....                              | 23 |
| 附表: 财务预测与估值.....                               | 24 |

# 1 百济神州：抗癌无国界，生物科技明星迎拐点

## 1.1 创新药出海标杆，中美资本长期看好

百济神州于 2010 年创立，是美股+H 股+A 股三地上市的创新药企业。公司四个主要股东安进、Baker Brothers Life Sciences, L.P. 及其一致行动人、HHLR Fund, L.P. 及其一致行动人、Capital Research and Management Company 及其一致行动人分别持股 17.5%、8.2%、9%、6%。2019 年 10 月，公司与安进达成肿瘤领域全面战略合作。公司获得来自安进 27 亿美元股权融资、3 个商业化产品地舒单抗、贝林妥欧单抗、卡非佐米在中国的授权、20 款在研抗肿瘤管线药物的中国区权益，安进一跃成为公司第一大股东。

图 1：公司股权结构



数据来源：SEC，西南证券整理 数据截至 2025 年 5 月 9 日

## 1.2 顶尖全球化管理团队和研发队伍助力蓬勃发展

**经验丰富、远见卓识的全球化管理团队。**公司拥有一支具有全球化背景的高级管理团队，具备涵盖整个药品开发生命周期不同阶段和出色的企业运营专业知识和经验，包括创新药物发现、临床前研究、临床试验、监管审批、生产运营、商业化等环节。

图 2：公司主要高管团队



**John V. Oyler (欧雷强) 先生**  
联合创始人、董事长兼首席执行官

- 斯坦福大学工商管理硕士、麻省理工学院机械工程理学学士。
- 曾担任Genta公司联席首席执行官，Telephia公司总裁，Galenea公司首席执行官，BioDuro, LLC总裁兼首席执行官。
- 于2019年成为BIO卫生部门理事会成员。此外还是斯坦福大学商学院的顾问委员会成员。



**王晓东 博士**  
联合创始人、科学顾问委员会主席

- 美国国家科学院院士、中国科学院外籍院士、美国德克萨斯大学生物化学博士。
- 曾就职于霍华德-休斯医学研究所，在美国德克萨斯大学西南医学中心担任生物医学科学杰出首席教授。之后于北京生命科学研究所就任两届所长兼资深研究员。



**吴晓滨 博士**  
总裁、首席运营官

- 德国康斯坦茨大学生物化学和药理学博士、分子生物学硕士。
- 曾就职于拜耳、惠氏、辉瑞等跨国企业并担任重要职务。担任辉瑞核心医疗大中华区总裁期间，带领团队成功拓展辉瑞的产品线和组织架构，推动辉瑞占据其作为跨国药企在中国市场的领先地位。



**Mark Lanasa 博士**  
高级副总裁、实体肿瘤首席医学官

- 匹兹堡大学生物化学和分子遗传学博士、医学博士、宾夕法尼亚州立大学化学学士。
- 曾任阿斯利康副总裁、肿瘤学后期管线开发全球临床负责人，负责免疫肿瘤学全球临床和全球开发。曾担任Immunocore公司的临床开发部高级总监，负责T细胞衔接蛋白的后期开发工作。



**汪来 博士**  
高级副总裁、全球研发负责人

- 霍华德休斯医学院博士后、德州大学圣安东尼奥健康科学中心博士。
- 于百济神州成立之初加入公司，负责全球临床前研究、临床运营和生物数据统计方面的工作。
- 曾任Joyant Pharmaceuticals公司研究主管。



**Aaron Rosenberg 先生**  
首席财务官

- 纽约大学工商管理硕士、佛罗里达大学金融学学士。
- 曾任默沙东公司高级副总裁兼企业司库，就任期间主要负责财务规划与分析，领导整个公司的业务转型团队。



**Jason Radford 博士**  
战略与企业发展高级副总裁

- 波士顿学院法学博士、波士顿学院工商管理硕士、加州大学洛杉矶分校学士。
- 曾任Genomic Health公司总法律顾问及Life Technologies公司医疗科学业务部首席律师。



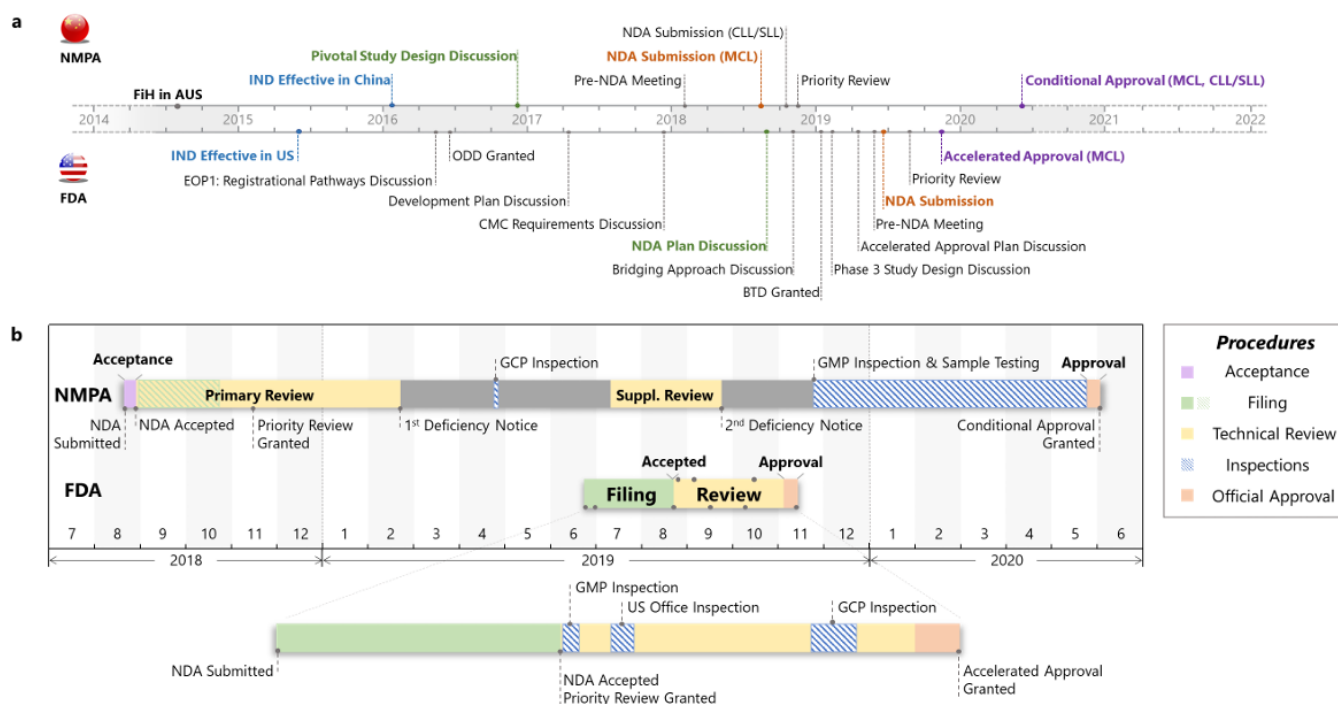
**Matt Shaulis 先生**  
北美地区总经理

- 杜克大学工商管理硕士、宾夕法尼亚州立大学学士。
- 曾担任Cephalon副总裁兼多发性硬化全球治疗领域负责人，辉瑞北美肿瘤学总裁和辉瑞国际发达市场炎症及免疫学总裁，Hansa Biopharma首席商务官兼美国市场总裁。

数据来源：百济神州官网，西南证券整理

核心产品泽布替尼是中国药企出海美国的标杆案例。公司的 BTK 抑制剂泽布替尼是第一个获美国 FDA 批准的中国自主研发的抗癌药。公司已经由一家研发型生物科技公司逐步成长为具备早期药物发现、临床研究、规模化的高质量药物生产和以科学为基础的商业化能力的全方位一体化的全球性生物科技公司。

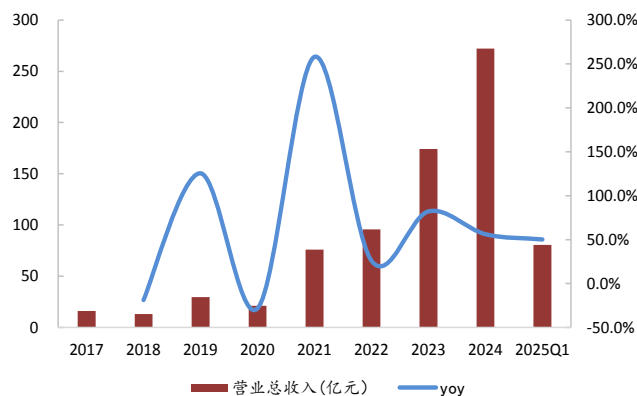
图 3：泽布替尼中美获批时间线



数据来源：Nature Review，西南证券整理

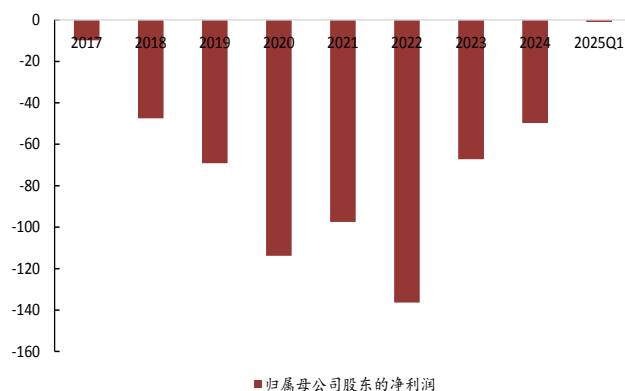
重磅单品放量，营业收入持续高增长。2024 年百济神州实现收入 38 亿美元(约合人民币 272 亿元，+56%)，核心产品泽布替尼实现收入 26 亿美元(+105%)，推动公司亏损额持续收窄。2024 年百济归母净利润约为-7 亿美元(约合人民币-50 亿元，亏损收窄 26%)。

图 4：百济神州历年营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：百济神州历年归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

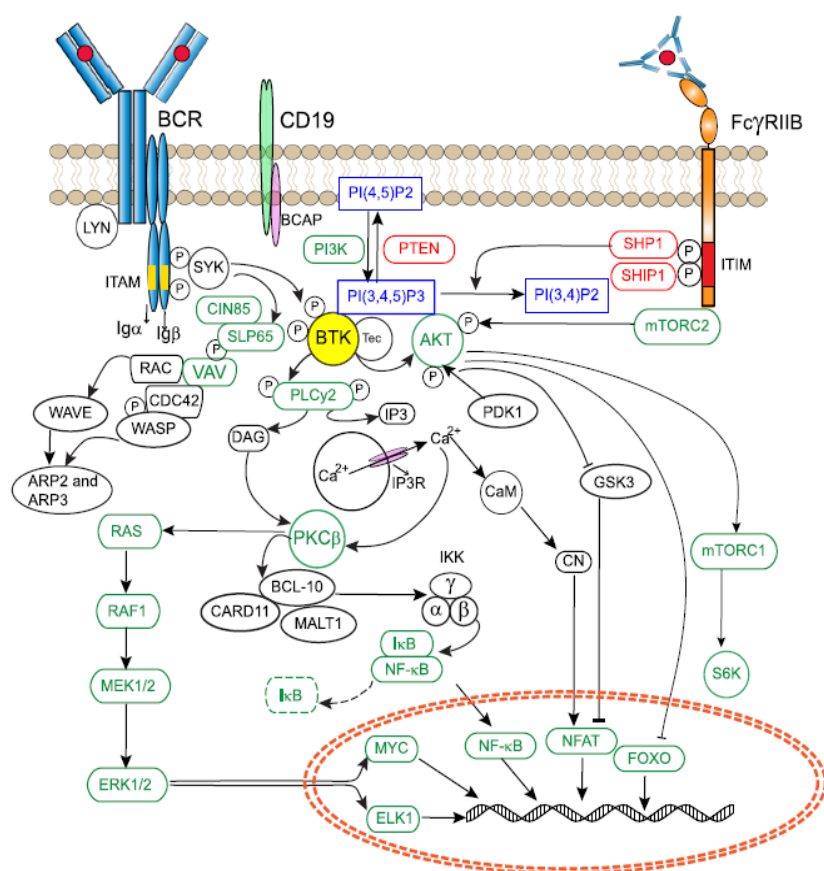
2025 年公司有望实现盈利，彰显创新药出海龙头价值。公司于 2025 年 JPMorgan 医疗大会宣布 2025 年目标实现 GAAP 准则下营业利润转正。公司于 2024 年业绩会宣布 2025 年收入指引为 49-53 亿美元(+29~40%)，毛利率超过 80%，GAAP 准则下营业费用 41-44 亿美元。

## 2 泽布替尼：BTK 百亿美元市场新王

### 2.1 BTKi 类药物覆盖多种 B-NHL，市场规模超百亿美元

**BTK 是 B 细胞淋巴瘤治疗重要靶点。**BTK（布鲁顿氏酪氨酸激酶）是一种非受体蛋白酪氨酸激酶（NRTK），属于 TEC 激酶家族，在 B 细胞表面受体(BCR)等信号传导通路中发挥重要作用。生理情况下，BTK 参与 B 细胞的发育成熟，以及 B 细胞的增殖、运输、趋化、黏附等过程。BTK 异常激活与多种血液瘤疾病相关。目前多款 BTK 抑制剂获批用于治疗多种 B 细胞淋巴瘤。

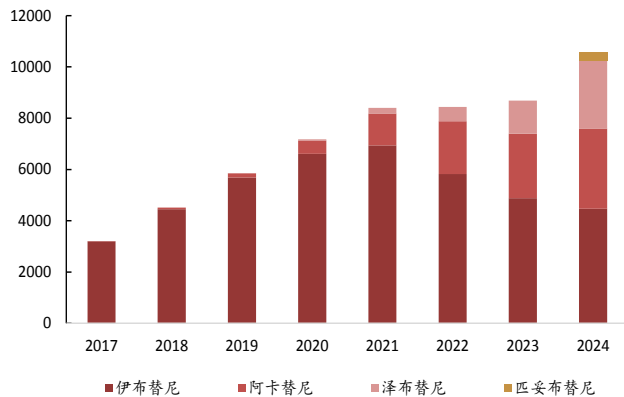
图 6：BTK 相关信号通路



数据来源：Nature Review，西南证券整理

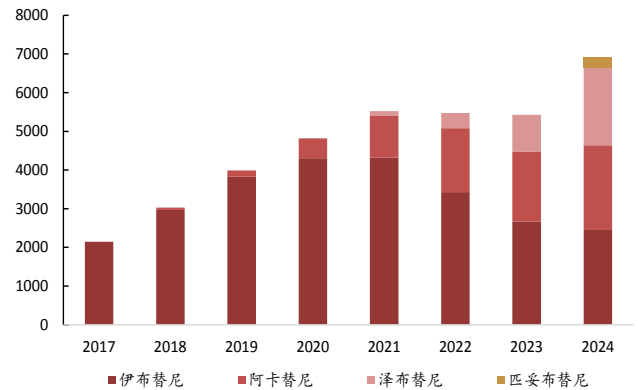
**BTKi 年销售额超百亿美元，美国系核心市场。**2024 年全球 BTKi 销售额超过 100 亿美元，其中伊布替尼、阿可替尼、泽布替尼、匹妥布替尼等主要品种合计销售额约 106 亿美元。美国是 BTKi 最大单一地区市场。2024 年上述 BTKi 在美国的销售额接近 70 亿美元，占全球总销售额的比例约为 65%。

图 7：部分 BTKi 全球销售额（百万美元）



数据来源：艾伯维、阿斯利康、百济神州、礼来等公司财报，西南证券整理

图 8：部分 BTKi 美国销售额（百万美元）



数据来源：艾伯维、阿斯利康、百济神州、礼来等公司财报，西南证券整理

**BTKi 目标适应症系 B 细胞淋巴瘤，CLL/SLL 是核心适应症。**目前 BTKi 主要获批用于治疗 B 细胞淋巴瘤，其分型众多，包括慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤（CLL/SLL）、套细胞淋巴瘤（MCL）、华氏巨球蛋白血症（WM）、边缘性淋巴瘤（MZL）、滤泡性淋巴瘤（FL）等。在上述瘤种中，CLL/SLL 患病率最高。根据 SEER 数据，2020 年美国 CLL/SLL 患病人数超过 20 万，发病人数超过 2 万人。中国患病人数超 2 万人，发病人数约 0.8 万人。

表 1：2020 年中美 B-NHL 发病/患病人数

| 单位：万人   | 中国   |        | 美国   |        |
|---------|------|--------|------|--------|
| 疾病肿瘤    | 患病人数 | 发病人数/年 | 患病人数 | 发病人数/年 |
| CLL/SLL | 2.5  | 0.8    | 20   | 2      |
| FL      | 3.3  | /      | 8    | 0.8    |
| MZL     | 4.3  | /      | 8    | 0.8    |
| MCL     | 1.8  | 0.3    | 1    | 0.4    |
| WM      | 0.4  | /      | 1    | 0.2    |

数据来源：《CA Cancer J Clin》，SEER/NCI，《Curr Hematol Malig Rep》，医药魔方，西南证券整理

**BTKi 获 NCCN 推荐用于 CLL/SLL 治疗。**

图 9：NCCN CLL/SLL 指南（2025.V1）

| 按照基因突变分层 | 治疗方案 |                                                                    |                                             |      |                                                        |                                                                                             |
|----------|------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|------|--------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
|          | 一线治疗 |                                                                    |                                             | 二线治疗 | 三线治疗                                                   | 复发难治                                                                                        |
| 无高危突变    | 一线治疗 | 优先推荐：<br><br>BTKi±CD20单抗：<br>1) 阿卡替尼±奥妥珠单抗<br>2) 泽布替尼              | 不耐受，进入二线治疗<br><br>有响应，持续治疗直至进展，进展后进入二线治疗    | 二线治疗 | 1) 换其他BTKi；<br>2) 维奈克拉+奥妥珠单抗<br><br>维奈克拉+CD20单抗（优先奥妥珠） | 交换方案<br><br>（复发难治）                                                                          |
|          |      | 3) 维奈克拉+奥妥珠单抗                                                      | 足疗程持续响应，观察                                  |      | 观察到复发或治疗指征<br>1) 原方案继续治疗<br>2) 换BTKi<br><br>BTKi       | 1) BTKi<br>2) 复发难治<br><br>（复发难治）                                                            |
|          |      | 化免疗法：<br>1) 苯达莫司汀+CD20单抗<br>2) 苯丁酸氮芥+奥妥珠单抗<br>3) 奥妥珠单抗<br><br>其他疗法 | 治疗中进展或不耐受，进入二线治疗                            |      | 1) BTKi<br><br>2) 维奈克拉+CD20单抗（优先奥妥珠）                   | 维奈克拉±CD20单抗<br><br>BTKi                                                                     |
|          |      | 其他疗法：<br>1) 苯达莫司汀+CD20单抗<br>2) 苯丁酸氮芥+奥妥珠单抗<br>3) 奥妥珠单抗<br><br>其他疗法 | 治疗中进展或不耐受，进入二线治疗                            |      | 1) BTKi<br><br>2) 维奈克拉+CD20单抗（优先奥妥珠）                   | 维奈克拉±CD20单抗<br><br>BTKi                                                                     |
| 有高危突变    |      | 优先) BTKi±CD20单抗<br><br>优先) 维奈克拉+CD20单抗<br><br>其他疗法                 | 有响应：<br>1) 继续BTKi<br>2) 维奈克拉及其他疗法，治疗后观察直至复发 |      | 优先) 维奈克拉+奥妥珠单抗（优先奥妥珠）<br>优先) 泽布替尼/阿卡替尼<br>其他疗法         | 优先推荐：<br>1) CD19 CAR-T<br>2) 匹妥布替尼<br>其他疗法：<br>1) 临床试验<br>2) 干细胞移植<br>3) PI3K抑制剂<br>4) 免疫化疗 |

数据来源：NCCN，西南证券整理

## 2.2 丰富临床数据奠定泽布替尼 BIC 地位

目前泽布替尼已在中美获批 CLL 一线和复发难治适应症、2 线 MCL、1/2 线 WM、3 线 FL 等适应症。此外 2 线 MZL 适应症于美国获批上市。

表 2：BTKi 药物获批适应症

| 适应症                   | 国家 | 泽布替尼        | 伊布替尼                | 阿可替尼                     | 匹妥布替尼       | 奥布替尼        |
|-----------------------|----|-------------|---------------------|--------------------------|-------------|-------------|
| CLL/SLL-1 线           | 美国 | 2023 年 1 月  | 2016 年 3 月          | 2019 年 11 月              | /           | /           |
|                       | 中国 | 2023 年 5 月  | 2018 年 7 月          | 2025 年 3 月               | /           | /           |
| CLL/SLL-2L+(r/r)      | 美国 | 2023 年 1 月  | 2014 年 2 月          | 2019 年 11 月              | /           | /           |
|                       | 中国 | 2020 年 6 月  | 2017 年 8 月          | 2023 年 9 月               |             | 2020 年 12 月 |
| CLL/SLL-post-BTKi,3L+ | 美国 | /           | /                   | /                        | 2023 年 12 月 | /           |
|                       | 中国 | /           | /                   | /                        | /           | /           |
| MCL-1 线               | 美国 | /           | /                   | +利妥昔、苯达莫司汀<br>2025 年 1 月 | /           | /           |
| MCL-2 线               | 美国 | 2019 年 11 月 | 2023 年 4 月撤市        | 2017 年 10 月              | /           | /           |
|                       | 中国 | 2020 年 6 月  | 2017 年 8 月          | 2023 年 3 月               | /           | 2020 年 12 月 |
| MCL-post-BTKi,3L+     | 美国 | /           | /                   | /                        | 2023 年 1 月  | /           |
|                       | 中国 | /           | /                   | /                        | 2024 年 10 月 | /           |
| WM-1 线                | 美国 | 2021 年 9 月  | 2015 年 1 月          | /                        | /           | /           |
|                       | 中国 | 2021 年 9 月  | +利妥昔<br>2018 年 11 月 | /                        | /           | /           |

| 适应症          | 国家 | 泽布替尼               | 伊布替尼         | 阿可替尼 | 匹妥布替尼 | 奥布替尼       |
|--------------|----|--------------------|--------------|------|-------|------------|
| WM-2 线       | 美国 | 2021 年 9 月         | 2015 年 1 月   | /    | /     | /          |
|              | 中国 | 2021 年 6 月         | 2018 年 11 月  | /    | /     | /          |
| MZL-2L (r/r) | 美国 | 2021 年 9 月         | 2023 年 4 月撤市 | /    | /     | /          |
|              | 中国 | /                  | /            | /    | /     | 2023 年 4 月 |
| FL-3 线       | 美国 | +奥妥珠<br>2024 年 3 月 | /            | /    | /     | /          |
|              | 中国 | +奥妥珠<br>2024 年 5 月 | /            | /    | /     | /          |

数据来源：各公司公告，FDA，NMPA，西南证券整理

泽布替尼 CLL 一线 PFS 数据优势验证可期待。目前有三款 BTKi 在美获批治疗一线 CLL/SLL，包括泽布替尼、阿可替尼、伊布替尼。其一线 CLL 三期试验分别为 SEQUOIA、ELEVATE-TN、Resonate-2 研究。

表 3：CLL/SLL 一线药物临床试验数据

| 药物名称     | 泽布替尼                                                           | 伊布替尼                                  | 阿可替尼                                                                         | 维奈克拉                                     | 阿可替尼+维奈克拉                                                      |
|----------|----------------------------------------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| 企业       | 百济神州                                                           | 强生;艾伯维                                | 阿斯利康                                                                         | 艾伯维                                      | 阿斯利康/艾伯维                                                       |
| 靶点       | BTK                                                            | BTK                                   | BTK                                                                          | Bcl-2                                    | BTK+ Bcl-2                                                     |
| 试验名称     | SEQUOIA                                                        | RESONATE-2                            | ELEVATE TN                                                                   | CLL14                                    | AMPLIFY                                                        |
| 分期       | 3 期                                                            | 3 期                                   | 3 期                                                                          | 3 期                                      | 3 期                                                            |
| 适应症      | 一线 CLL/SLL                                                     | 一线 CLL/SLL                            | 一线 CLL/SLL                                                                   | 一线 CLL/SLL                               | 一线 CLL/SLL                                                     |
| 基因       | del(17p)基因突变                                                   | del(11q) 突变                           | del(17p) 和/或 TP53 基因突变                                                       | /                                        | 不伴 del(17p) 和/或 TP53 基因突变                                      |
| 首次文献发表时间 | 2022 年                                                         | 2015 年                                | 2020 年                                                                       | 2019 年                                   | 2025 年                                                         |
| 实验方案     | 泽布替尼 (不伴 del(17p)) vs 苯达莫司汀+利妥昔单抗 vs 泽布替尼(伴 del(17p))          | 伊布替尼 vs 苯丁酸氮芥                         | 阿可替尼+奥妥珠单抗 vs 阿可替尼 vs 奥妥珠单抗+苯丁酸氮芥                                            | 维奈克拉+奥妥珠单抗 vs 苯丁酸氮芥+奥妥珠单抗                | 阿可替尼+维奈克拉 vs 阿可替尼+维奈克拉+奥妥珠单抗 vs 氟达拉滨-环磷酰胺或苯达莫司汀+利妥昔单抗          |
| 入组人数     | 241 vs 238 vs 111                                              | 136 vs 133                            | 179 vs 179 vs 177                                                            | 216 vs 216                               | 291 vs 286 vs 290                                              |
| ORR      | 94.6% vs 85.3% vs 90%                                          | 92% vs 37%                            | 94% vs 86% vs 79%                                                            | 84.7% vs 71.3%                           | 92.8% vs 92.7% vs 75.2%                                        |
| mPFS (月) | 24 个月 PFS 率：<br>85.5% vs 69.5% vs 88.9%<br>不伴 del(17p) HR=0.42 | 24 个月 PFS 率：<br>89% vs 34%<br>HR=0.12 | 24 个月 PFS 率：<br>93% vs 87% vs 47%<br>1) AO vs OC HR=0.1<br>2) A vs OC HR=0.2 | 24 个月 PFS 率：88.2% vs 64.1%<br>HR=0.35    | 36 个月的 PFS 率：<br>76.5% vs 83.1% vs 66.5%<br>1) AV vs C:HR=0.65 |
|          | 不伴 del(17p)<br>60 个月的 PFS 率：<br>76% vs 40%<br>HR=0.29          | 60 个月 PFS 率：70% vs 12%<br>HR=0.15     | 60 个月的 PFS 率<br>AO vs A vs OC:<br>84% vs 72% vs 21%<br>1)AO vs OC:HR=0.11    | 60 个月的 PFS 率：<br>62.6% vs 27%<br>HR=0.35 | /                                                              |

| 药物名称       | 泽布替尼                                                             | 伊布替尼                                 | 阿可替尼                                                                            | 维奈克拉                                     | 阿可替尼+维奈克拉                                                                              |
|------------|------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
|            |                                                                  |                                      | 2)A vs OC:HR=0.21                                                               |                                          |                                                                                        |
| mOS<br>(月) | 24 个月 OS 率:<br>94.3% vs 94.6% vs<br>93.6%<br>不伴 del(17p) HR=1.07 | 24 个月 OS 率:<br>95% vs 84%<br>HR=0.43 | 24 个月的 OS 率: 95%<br>vs 95% vs 92%<br>1) AO vs OC: HR=0.47<br>2) A vs OC: HR=0.6 | 24 个月 OS 率: 91.8%<br>vs 93.3%<br>HR=1.24 | 36 个月 OS 率:<br>94.1% vs 87.7% vs<br>85.9%<br>1) AV vs C:HR=0.33<br>2) AVO vs C:HR=0.76 |
|            | 60 个月 OS 率:<br>89.4% vs 86.8%*<br>HR=0.73                        | 60 个月 OS:<br>83% vs 68%<br>HR=0.45   | 60 个月的 OS 率<br>AO vs A vs OC:<br>90% vs 84% vs 82%<br>1)AO vs OC:HR=0.55        | 60 个月 OS 率: 81.9%<br>vs 77%<br>HR=0.72   | /                                                                                      |
| 安全性<br>数据  | 中位跟踪 26 个月                                                       | 中位跟踪 29 个月                           | 中位跟踪 28 个月                                                                      | 中位跟踪 28 个月                               | 中位跟踪 41 个月                                                                             |
|            | 3 级及以上不良事件率:<br>53% vs 80% vs 55%                                | /                                    | 3 级及以上不良事件率:<br>70.2% vs 49.7% vs<br>69.8%                                      | 3 级及以上不良事件率:<br>78.8% vs 76.6%           | 3 级及以上不良事件率:<br>53.6% vs 69.4% vs<br>60.6%                                             |
|            | 3 级及以上感染: 16%<br>vs 19%                                          | 伊布替尼组 3 级及以上<br>感染: 23%              | 3 级及以上感染: 21%<br>vs 14% vs 8%                                                   | 3 级及以上感染: 17.5%<br>vs 15%                | 3 级及以上感染: 12.4%<br>vs 23.6% vs 10%                                                     |
|            | 各级心脏相关不良事<br>件: 15% vs 10.9% vs<br>16%                           | /                                    | 各级心脏相关不良事<br>件: 14% vs 14% 7.7%                                                 | 3 级或 4 级心脏相关不<br>良事件: 4.7% vs 5.6%       | 各级心脏相关不良事<br>件: 9.3% vs 12% vs<br>3.5%                                                 |
|            | 各级房颤: 3% vs 3%                                                   | 各级房颤: 10%                            | 各级房颤: 3.4% vs<br>3.9% vs 0.6%                                                   | 房颤: 0.5% vs 1.4%                         | 各级房颤: 0.7% vs<br>2.1% vs 0.8%                                                          |

数据来源: Lancet, NEJM, Haematologica, Nature Communications, Leukemia, ASCO, 西南证券整理 \*注: 该数据系剔除新冠因素影响后经调整的数据

从上述研究的长期数据来看, 泽布替尼的 5 年 PFS 率展现出相对于阿可替尼、伊布替尼的优势。

**表 4: BTKi 药物一线 CLL 治疗 PFS 长期数据**

| 药物名称 | 临床代码       | BTKi 单药组 PFS 率 |     |      |     |       |      |     |       |     |       |       |
|------|------------|----------------|-----|------|-----|-------|------|-----|-------|-----|-------|-------|
|      |            | 跟踪时长           | 2 年 | 3 年  | 4 年 | 4.5 年 | 5 年  | 6 年 | 6.5 年 | 7 年 | 9 年   | mPFS  |
| 泽布替尼 | SEQUOIA    | /              | /   | 87%* | /   | 83%*  | 79%* | /   | /     | /   | /     | /     |
| 伊布替尼 | Resonate-2 | 89%            | 82% | /    | /   | 70%   | /    | 61% | 59%   | 50% | 8.9 年 | 6.2 年 |
| 阿可替尼 | ELEVATE-TN | 87%            | /   | 78%  | /   | 72%   | 62%  | /   | /     | /   | /     | /     |

数据来源: Lancet, NEJM, ASCO, ASH, Leukemia, Blood Advances, Leukemia & Lymphoma, JCO, 西南证券整理

泽布替尼 CLL 一线用药依从性优势明显。从 SEQUOIA 研究数据来看, 泽布替尼 5 年患者持续用药率约 68%, 相较伊布替尼和阿可替尼优势显著。

**表 5：BTKi 药物一线 CLL 治疗持续用药比例**

|      | 跟踪时长       | 2 年       | 2.5 年 | 4 年 | 4.5 年 | 5 年 | 6 年 | 6.5 年 | 7 年 | 9 年 |
|------|------------|-----------|-------|-----|-------|-----|-----|-------|-----|-----|
| 药物名称 | 临床代码       | 持续用药比例    |       |     |       |     |     |       |     |     |
| 泽布替尼 | SEQUOIA    | 86%       | /     | /   | /     | 68% | /   | /     | /   | /   |
| 伊布替尼 | Resonate-2 | /         | 79%   | /   | /     | 58% | 53% |       | 42% |     |
| 阿可替尼 | ELEVATE-TN | /         | 80%   | 69% | /     | /   | 60% | 47%   | /   | /   |
| 药物名称 | 临床代码       | AE 导致的退组率 |       |     |       |     |     |       |     |     |
| 泽布替尼 | SEQUOIA    | 8%        | /     | /   | /     | 20% | /   | /     | /   | /   |
| 伊布替尼 | Resonate-2 | /         | 12%   | /   | /     | 21% | /   | /     | 24% | /   |
| 阿可替尼 | ELEVATE-TN | /         | 9%    | 12% | /     | /   | 16% | 18%   | /   | /   |

数据来源: Lancet, NEJM, ASCO, ASH, Leukemia, Blood Advances, Leukemia & Lymphoma, JCO, 西南证券整理

**泽布替尼 r/r CLL 头对头打败伊布替尼。**2023 年 1 月, 泽布替尼头对头伊布替尼治疗复发难治 CLL/SLL 的 ALPINE 研究见刊 NEJM, 泽布替尼 2 年 PFS 率较伊布替尼优势显著(HR=0.65, 95% CI [0.49, 0.86])。考虑到阿可替尼在复发难治 CLL 适应症头对头研究中较伊布替尼未展现出优效, 泽布替尼凭借 ALPINE 研究生存期获益优势奠定 BIC BTKi 地位。

**表 6：BTKi 药物复发难治 CLL 三期临床数据**

| r/r CLL | 临床代码       | 试验方案         | 2 年 PFS 率      | 3 年 PFS 率       | 3.5 年 PFS 率   | mPFS           |
|---------|------------|--------------|----------------|-----------------|---------------|----------------|
| 泽布替尼    | ALPINE     | 泽布替尼 vs 伊布替尼 | 79.5% vs 67.3% | 69.4% vs 57.8%* | 63.7% vs 53%* |                |
| 阿可替尼    | ELEVATE-RR | 阿可替尼 vs 伊布替尼 | /              | /               | /             | 38 个月 vs 38 个月 |

数据来源: JCO, NEJM, 西南证券整理

**多个 B-NHL 适应症注册数据优异。**除 CLL 外, 泽布替尼已在 2L MCL、WM、r/r MZL、3L FL 等适应症中展现出出色疗效, 已获中美监管批准上市。

**表 7：泽布替尼注册研究数据**

| 适应症         | 试验方案         | ORR        | mPFS           | mDoR                    |
|-------------|--------------|------------|----------------|-------------------------|
| MCL         | 泽布替尼         | 84%        | 22 个月          | 20 个月                   |
| WM (Myd88+) | 泽布替尼 vs 伊布替尼 | 95% vs 94% |                |                         |
| MZL         | 泽布替尼         | 68.20%     | 2 年 PFS 率: 71% | 2 年 DoR 率: 73%          |
| FL          | ZO vs O      | 69% vs 46% | 28 个月 vs 10 个月 | 18 个月 DoR 率: 69% vs 42% |

数据来源: JCO, AACR, Blood, 西南证券整理

**泽布替尼 MCL 数据优异。**从泽布替尼 2 期单臂注册研究来看, 泽布替尼单药治疗 r/r MCL 的 ORR 为 84%, mPFS 为 19.5 个月。

**表 8：BTKi 治疗 r/r MCL 临床数据对比**

| 药物名称 | 研究阶段    | 试验方案          | 入组人数     | 前线治疗   | ORR        | CR        | mPFS (月)          | mDoR(月) |
|------|---------|---------------|----------|--------|------------|-----------|-------------------|---------|
| 泽布替尼 | 2 期单臂注册 | 泽布替尼          | 86       | 中位 2 线 | 84%        | 68.60%    | 19.5              | 22.1    |
| 伊布替尼 | 3 期     | 伊布替尼 vs 替西罗莫司 | 139vs141 | 中位 2 线 | 72% vs 40% | 19% vs 1% | 15.6vs6.2 HR=0.45 | 23.1    |
| 阿可替尼 | 2 期单臂注册 | 阿可替尼          | 124      | 中位 2 线 | 81%        | 48%       | 22                | 28.6    |

数据来源: AACR, Lancet, Haematologica, 西南证券整理

**泽布替尼 WM 数据优异。**从泽布替尼 3 期头对头伊布替尼注册研究来看，泽布替尼单药治疗 r/r WM 的 42 个月 PFS 率为 78%，相对于伊布替尼的 HR 为 0.63。

**表 9：r/r WM 临床数据：泽布替尼 vs 伊布替尼（ASPEN 研究）**

| 适应症         | r/r WM       |        |
|-------------|--------------|--------|
| 研究阶段        | 3 期，ASPEN 研究 |        |
| 药物名称        | 泽布替尼         | 伊布替尼   |
| 入组人数        | 102          | 99     |
| VGPR+CR 率   | 36.30%       | 25.30% |
| 42 个月 PFS 率 | 78.30%       | 69.7   |
| HR          | 0.63         |        |
| 腹泻发生率       | 22.80%       | 34.70% |
| 高血压         | 14.90%       | 25.50% |
| 房颤          | 7.90%        | 23.50% |
| 肺炎          | 5%           | 18.40% |

数据来源：JCO，西南证券整理

从全球市场来看，目前处在研发阶段的 BTK 抑制剂（血液瘤适应症）主要包括礼来匹妥布替尼和默沙东 nemtabrutinib。二者均系非共价 BTK 抑制剂，其中匹妥布替尼已获批治疗 r/r MCL 适应症，并在美国获批治疗 r/r CLL 适应症。默沙东 nemtabrutinib 目前处于三期临床研究阶段，有望于 2026-2027 年读出首个三期临床数据。

**表 10：匹妥布替尼/nemtabrutinib 在研适应症**

|               | 企业名称 | 瘤种         | 治疗线数 | 患者筛选             | III 期注册 |                | 地区      | 首次公示       | 人数    |
|---------------|------|------------|------|------------------|---------|----------------|---------|------------|-------|
|               |      |            |      |                  | 实验组     | 对照组            |         |            |       |
| 匹妥布替尼         | 礼来   | MCL        | 2L+  |                  | 单药      | 泽布替尼/阿可替尼/伊布替尼 | 全球（含中国） | 2020/12/10 | 500   |
|               |      | CLL/SLL    | 2L+  |                  | 单药      | 利妥昔单抗+化疗       | 全球（含中国） | 2020/12/14 | 250   |
|               |      | CLL/SLL    | 2L+  |                  | 联合维奈克拉  | 利妥昔单抗+维奈克拉     | 全球（含中国） | 2021/6/25  | 600   |
|               |      | CLL/SLL    | 1L   |                  | 单药      | 利妥昔单抗+化疗       | 全球（含中国） | 2021/7/27  | 250   |
| nemtabrutinib | 默沙东  | CLL/SLL    | 1L   | TP53 野生型         | 单药      | 利妥昔单抗+化疗       | 全球（含中国） | 2022/11/22 | 300   |
|               |      | CLL/SLL    | 2L+  |                  | 联合维奈克拉  | 维奈克拉+利妥昔单抗     | 海外      | 2023/7/17  | 720   |
|               |      | CLL/SLL    | 1L   |                  | 单药      | 阿可替尼/伊布替尼      | 全球（含中国） | 2023/11/18 | 1,200 |
|               |      | CLL/SLL    | 3L+  | C481 突变          | 单药      | /              | 美国      | 2017/5/22  | 190   |
|               |      | CLL/SLL    | 2L+  | 非 C481 突变        |         |                |         |            |       |
|               |      | Richter 转化 | 2L+  |                  |         |                |         |            |       |
|               |      | FL         | 3L+  |                  |         |                |         |            |       |
|               |      | MCL        | 3L+  |                  |         |                |         |            |       |
|               |      | MZL        | 3L+  |                  |         |                |         |            |       |
|               |      | B-NHL      | 3L+  | MYC/Bcl2/Bcl6 易位 |         |                |         |            |       |
|               |      | WM         | 3L+  |                  |         |                |         |            |       |

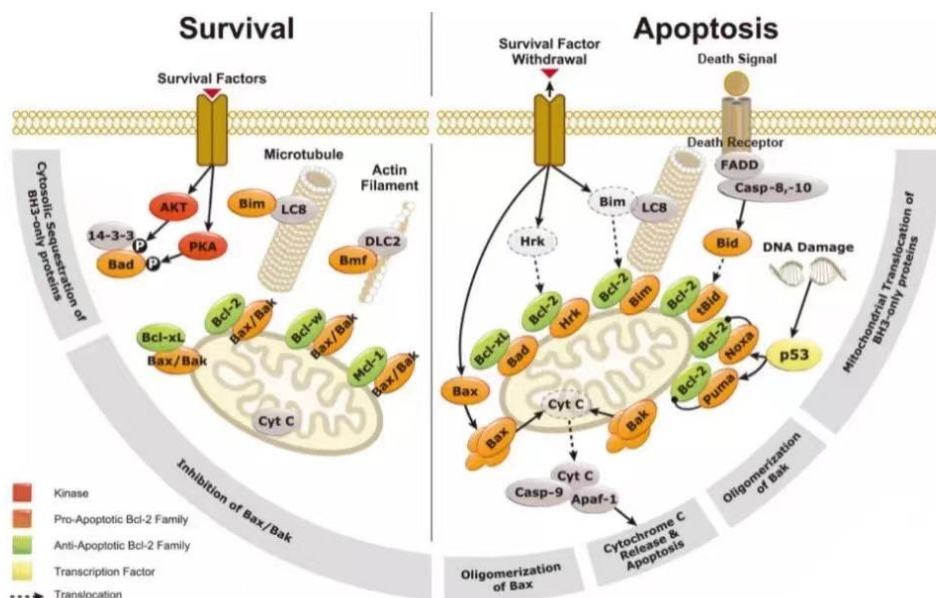
数据来源：临床试验信息登记网站，西南证券整理

### 3 血液瘤梯队完整，有望基于泽布替尼渠道拓展市场

#### 3.1 Sonrotoclax: Bcl-2i 潜在 BIC 品种，申报上市节点临近

Bcl-2 可与细胞凋亡蛋白结合阻断细胞凋亡，实现细胞凋亡逃逸。Bcl-2 蛋白家族于内源性细胞凋亡通路上发挥重要把关作用。Bcl-2 蛋白家族的成员可分为三个功能组别：抗凋亡蛋白（如 Bcl-2 及 Bcl-xL）、促凋亡效应因子及促凋亡活化因子。在肿瘤细胞中，科学家发现 Bcl-2 常处于过表达状态，最终防止肿瘤细胞正常凋亡。

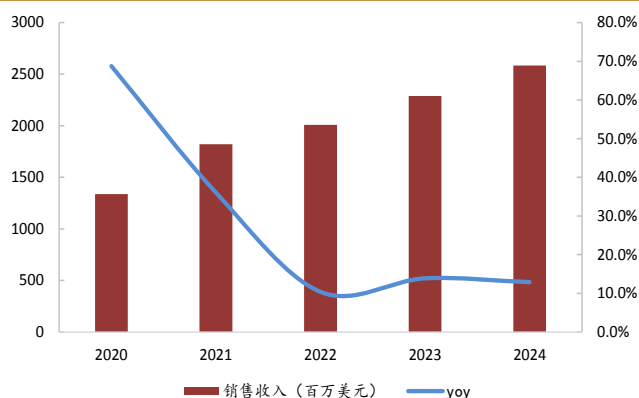
图 10：Bcl-2 与细胞凋亡示意图



数据来源：药闻窗，西南证券整理

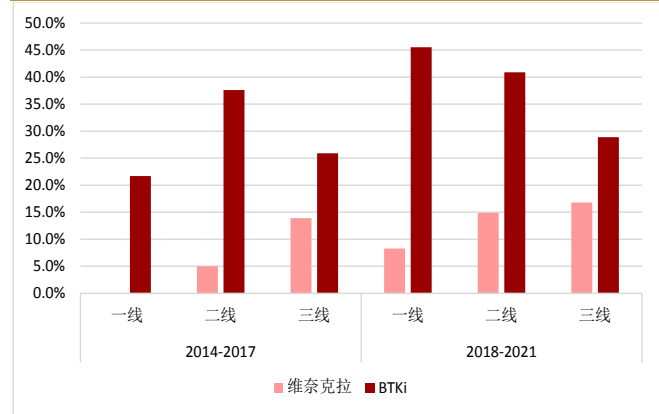
维奈克拉 2024 年全球销售额达 25.8 亿美元，同比增长 12.9%。维奈克拉 (Venetoclax) 是全球唯一一款获批上市的 Bcl-2 抑制剂，由艾伯维研发，于 2016 年获 FDA 批准上市。维奈克拉 2024 年全球销售额达 25.8 亿美元，同比增长 12.9%。

图 11：维奈克拉销售额



数据来源：abbvie 财报，西南证券整理

图 12：美国 CLL 各线用药占比：维奈克拉 vs BTKi



数据来源：《Leukemia & Lymphoma》，西南证券整理

维奈克拉目前获批五个适应症，包括三个一线适应症与两个二线适应症，其中与阿扎胞苷或低剂量阿糖胞苷(LDAC)联合治疗因合并症不适合接受强诱导化疗，或者年龄 75 岁及以上的新诊断的成人 AML 患者等适应症于 2020 年 12 月在国内获批上市。维奈克拉于 2022 年纳入国家医保目录。

**表 11：维奈克拉获批适应症一览**

| 药物   | 单药/联用                              | 适应症                                     | 线数 | 人数  | 疗效数据                                                                     | 上市时间                        |
|------|------------------------------------|-----------------------------------------|----|-----|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
| 维奈克拉 | 单药                                 | 染色体 17p 缺失，至少接受过一次治疗的慢性淋巴细胞白血病 (CLL) 患者 | 二线 | 107 | ORR=79%，CR=8%                                                            | 2016.4 (FDA)                |
|      | +利妥昔单抗                             | 至少接受过一次治疗的 CLL/SLL，无论是否有 17p 缺失         | 二线 | 389 | mPFS=53.6m vs 17m,<br>4 年 PFS 率=57.3% vs 4.6%<br>4 年 OS 率=85.3% vs 66.8% | 2018.6 (FDA)<br>2019.3 (EC) |
|      | +奥妥珠单抗 (CD20)<br>对照组: 苯丁酸氮芥+奥妥珠单抗  | 先前未经治疗的 CLL/SLL                         | 一线 | 432 | ORR=85% vs 71%,<br>CR=50% vs 23%                                         | 2019.5 (FDA)                |
|      | +阿扎胞苷<br>(对照组: 安慰剂+阿扎胞苷)           | 75 岁以上或无法使用高强度化疗 AML                    | 一线 | 431 | CR=37%vs 18%<br>mOS=14.7m vs 9.6m                                        | 2020.10 (FDA)               |
|      | +低剂量阿糖胞苷 (LDAC)<br>(对照组: 安慰剂+LDAC) |                                         | 一线 | 211 | CR=27% vs 7.4%<br>mOS 未能显著改善                                             | 2020.12 (NMPA)              |

数据来源：艾伯维官网，西南证券整理

**Sonrotoclax 具备 BIC 潜力。**Sonrotoclax 对 Bcl-2 选择性优于维奈克拉，半衰期短于维奈克拉，因此具备提升安全性潜力。在临床研究中与泽布替尼联用，Sonrotoclax 未导致患者产生肿瘤溶解综合征 (TLS)，且血液学毒性较轻。

**表 12：Bcl-2 抑制剂临床数据对比**

| 药物          | 单药/联用                              | 适应症                                     | 线数 | 人数  | 疗效数据                                                                     | 安全性数据                               | 上市时间                        |
|-------------|------------------------------------|-----------------------------------------|----|-----|--------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|
| 维奈克拉<br>艾伯维 | 单药                                 | 染色体 17p 缺失，至少接受过一次治疗的慢性淋巴细胞白血病 (CLL) 患者 | 二线 | 107 | ORR=79%，CR=8%                                                            | (1) 单药与联合用药分别有 2%、13%患者发生 TLS       | 2016.4 (FDA)                |
|             | +利妥昔单抗                             | 至少接受过一次治疗的 CLL/SLL，无论是否有 17p 缺失         | 二线 | 389 | mPFS=53.6m vs 17m,<br>4 年 PFS 率=57.3% vs 4.6%<br>4 年 OS 率=85.3% vs 66.8% | (2) 停药\剂量减少\剂量中断”发生率为单药 9%\13%\36%、 | 2018.6 (FDA)<br>2019.3 (EC) |
|             | +奥妥珠单抗(CD20)<br>对照组: 苯丁酸氮芥+奥妥珠单抗   | 先前未经治疗的 CLL/SLL                         | 一线 | 432 | ORR=85% vs 71%,<br>CR=50% vs 23%                                         | 联用利妥昔单抗 16%\15%\71%、联用              | 2019.5 (FDA)                |
|             | +阿扎胞苷<br>(对照组: 安慰剂+阿扎胞苷)           | 75 岁以上或无法使用高强度化疗 AML                    | 一线 | 431 | CR=37%vs 18%<br>mOS=14.7m vs 9.6m                                        | 奥比妥珠单抗 16%\21%\74%                  | 2020.10 (FDA)               |
|             | +低剂量阿糖胞苷 (LDAC)<br>(对照组: 安慰剂+LDAC) |                                         | 一线 | 211 | CR=27% vs 7.4%<br>mOS 未能显著改善                                             |                                     | 2020.12 (NMPA)              |
|             | +伊布替尼 (BTK TKI)                    | CLL                                     | 一线 | 164 | ORR=97%，CR=51%                                                           |                                     |                             |
| Sonrotoclax | +泽布替尼                              | CLL                                     | 一线 | 108 | 160mg 剂量组：                                                               | 无患者发生 TLS，无                         | /                           |

| 药物           | 单药/联用                     | 适应症                | 线数 | 人数 | 疗效数据                                                            | 安全性数据                                                                | 上市时间 |
|--------------|---------------------------|--------------------|----|----|-----------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|------|
| 百济神州         |                           |                    |    |    | ORR =100%<br>CR =41%<br>中位跟踪 19.4 个月，51<br>例患者仅一例进展             | 中性粒细胞减少导致的 3 级以上感染                                                   |      |
|              |                           |                    |    |    | 320mg 剂量组：<br>ORR =100%<br>CR =42%<br>中位跟踪 19.4 个月，86<br>例患者无进展 | 无患者发生 TLS，无中性粒细胞减少导致的 3 级以上感染                                        |      |
|              | +阿扎胞苷                     | AML                | 一线 | 42 | CR =50%<br>mDoR =18.8 个月                                        | 未发生临床 TLS，52%患者发生 3 级以上感染                                            |      |
|              | +地塞米松                     | MM                 | 五线 | 15 | ORR=80%，VGPR=40%<br>mDoR =8.3 个月                                | 3 级以上不良事件率 20%                                                       |      |
| 力胜克拉<br>亚盛医药 | 单药                        | CLL                | 二线 | 45 | ORR=67.4%                                                       | (1) 141 例受试者中发现 4 例 TLS (2 例临床 TLS, 2 例实验室 TLS)<br>(2) 未发生 AE 导致终止治疗 | /    |
|              | +利妥昔单抗 (2022ASH)          | CLL                | 二线 | 34 | ORR=79%                                                         |                                                                      |      |
|              | +阿可替尼 (BTK TKI) (2022ASH) | CLL                | 一线 | 16 | ORR=100%                                                        |                                                                      |      |
|              | +阿可替尼 (BTK TKI) (2022ASH) | CLL                | 二线 | 57 | ORR=98%                                                         |                                                                      |      |
|              | +阿可替尼 (BTK TKI) (2022ASH) | CLL<br>(既往 BTK 难治) | 二线 | 8  | ORR=87%                                                         |                                                                      |      |

数据来源：ASH, EHA, FDA, NMPA, 百济神州官网, 西南证券整理

**Sonrotoclax 多项适应症处于注册临床阶段,最快有望于 2025 年报产。**目前 Sonrotoclax 两项 2 期单臂注册研究有望于 2025 年完成。此外, Sonrotoclax+泽布替尼一线治疗 CLL 的 3 期研究于 2023 年启动, 该研究计划入组 640 例, 预计有望于 2025 年完成入组。其主要临床终点为 PFS。

**表 13: Sonrotoclax 临床试验开展情况**

| 药物          | 靶点    | 国家 | 适应症                      | 临床阶段  | 启动时间       | 计划入组人数 | 临床进展       |
|-------------|-------|----|--------------------------|-------|------------|--------|------------|
| sonrotoclax | Bcl-2 | 全球 | 联合泽布替尼治疗复发难治 MCL /中位四线以上 | 3 期   | 2025-02-25 | 300    |            |
|             |       |    | 联合泽布替尼治疗 1 线 CLL         | 3 期   | 2023-11-11 | 640    |            |
|             |       |    | 单药治疗 r/r CLL             | 2 期   | 2022-10-24 | 97     | 2025 年有望完成 |
|             |       |    | 单药治疗 3 线 MCL             | 1/2 期 | 2022-09-05 | 126    | 2025 年有望完成 |

| 药物 | 靶点 | 国家 | 适应症                     | 临床阶段 | 启动时间 | 计划入组人数 | 临床进展                              |
|----|----|----|-------------------------|------|------|--------|-----------------------------------|
|    |    |    | 华氏巨球蛋白血症                | 2 期  |      |        |                                   |
|    |    |    | 急性髓性白血病                 | 2 期  |      |        |                                   |
|    |    |    | 骨髓增生异常综合征               | 2 期  |      |        |                                   |
|    |    |    | 多发性骨髓瘤                  | 2 期  |      |        |                                   |
|    |    |    | T-幼淋巴细胞白血病              | 1 期  |      |        |                                   |
|    |    |    | 联合来那度胺或依鲁替尼治疗<br>套细胞淋巴瘤 | 1 期  |      |        | I b/II 期研究于 2022<br>年 6 月获 IND 许可 |
|    |    |    | ER+/HER2-乳腺癌及实体瘤        | 1 期  |      |        |                                   |

数据来源：百济神州，FDA，NMPA，西南证券整理

## 3.2 BGB-16673: BTK CDAC 临床开发快速推进

目前全球 BTK 后线治疗主要在研药物包括百济神州 BTK 降解剂 BGB-16673、礼来匹妥布替尼、迪哲医药 DZD8586。从现有临床数据来看，BGB-16673 在上述三款药物在早期临床研究的 ORR 最高。

目前百济已于 2025 年 2 月就 BGB-16673 开展 3 线+CLL 临床研究，研究方案为 BGB-16673 对照研究者选择的疗法（包括艾德拉尼、利妥昔单抗、维奈克拉），目标入组人数 250 例。

表 14：3L+CLL 药物临床数据对比

| 药物                          | BGB-16673                                                         | bexobrutideg                                                                                         | DZD-8586                                          | 匹妥布替尼                                                                |
|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 企业                          | 百济神州                                                              | Nurix                                                                                                | 迪哲医药                                              | 礼来                                                                   |
| 高危突变比例                      | 17p del 或 TP53 突变 66.7%                                           | /                                                                                                    | 17p del 28.6%<br>TP53 突变 27.3%                    | 17p del 或 TP53 突变 46.6%                                              |
| 患者基线                        | 前线接受过中位 4 线治疗, 92% 用过 cBTKi, 86% 用过 Bcl-2i, 24% 用过 non-cBTKi      | 前线接受过中位 4 线治疗, BTKi (97.1%), pirtobrutinib (23.5%), BCL2i (91.2%), BTKi + BCL2i (88.2%), 化疗 (79.4%), | 将近 90% 接受过化免治疗, 45% 接受过 BTKi, 15.5% 接受过 Bcl-2i 治疗 | 前线接受过中位 4 线治疗, 全部接受过 BTKi、Bcl-2i 治疗, 84% 还接受过化免治疗, 27% 还接受过 PI3Ki 治疗 |
| 剂量                          | 50 mg, n=1; 100 mg, n=5; 200 mg, n=16; 350 mg, n=15; 500 mg, n=12 | 50 mg (n=3), 100 mg (n=5), 200 mg (n=9), 300 mg (n=8), 450 mg (n=5), 600 mg (n=4)                    | /                                                 | 200mg                                                                |
| 样本量                         | 49                                                                | 34                                                                                                   | 30-40                                             | 100                                                                  |
| median follow up (月)        | 7.9                                                               | 4.7                                                                                                  | 预计 4-6                                            | 大于 15                                                                |
| median Time to response (月) | 2.8                                                               | 多数患者在 8 周首次评估时出现响应                                                                                   | /                                                 | /                                                                    |
| ORR                         | 全部患者: 78%<br>200mg: 94%                                           | 76.7%                                                                                                | 50mg: 50%-60%;<br>75mg: ~75%;<br>100mg: 80%+      | 79%                                                                  |
| mPFS (月)                    | /                                                                 | /                                                                                                    | /                                                 | 16.8                                                                 |

| 药物       | BGB-16673                                     | bexobrutideg                              | DZD-8586                        | 匹妥布替尼                                         |
|----------|-----------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------------------|
| mDOR (月) | /                                             | /                                         | /                               | /                                             |
| 安全性数据    | TEAE 发生率: 中性粒细胞计数下降 20%, 未观察到房颤, 2 例患者因严重感染死亡 | TEAE 发生率: 中性粒细胞计数下降 18%(3级以上 15%), 未观察到房颤 | TEAE 发生率: 中性粒细胞计数下降 23%, 未观察到房颤 | TRAE 发生率: 房颤: 1.3%, 出血 23.7%, 中性粒细胞计数下降 19.6% |
|          |                                               | 1 例患者因为 TEAE 导致停药                         | 不良事件导致的停药率: 2.4%, 剂量降低发生率 6%    | 不良事件导致的停药率: 3%, 剂量降低发生率 5%                    |

数据来源: ASH, ASCO, 百济神州, 迪哲医药, Nurix, 礼来, 西南证券整理

## 4 替雷利珠单抗: 中国市场地位稳固, 欧美市场成功获批

替雷利珠单抗中国市场份额领先。公司 PD-1 单抗于 2019 年在中国首次获批上市, 目前累计获批适应症超 13 个。

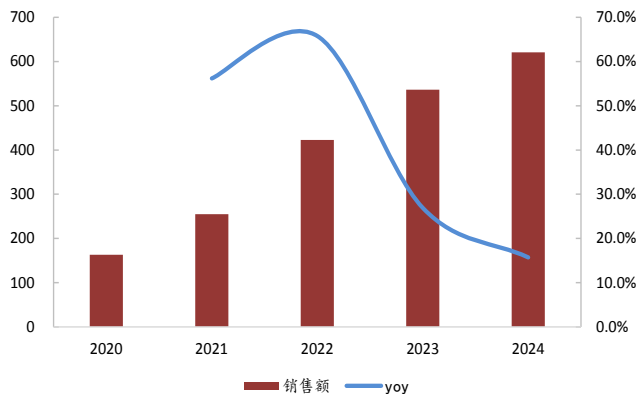
表 15: 替雷利珠单抗中国获批适应症

| 方案                 | 疾病                       | 获批日期       | 国家地区 | 审评审批类型    |
|--------------------|--------------------------|------------|------|-----------|
| 替雷利珠单抗             | 3 线经典霍奇金淋巴瘤              | 2019-12-26 | 中国   | 常规批准      |
| 替雷利珠单抗             | PD-L1 高表达 2 线尿路上皮癌       | 2020-04-13 | 中国   | 常规批准      |
| 替雷利珠单抗联合化疗         | 1 线鳞状非小细胞肺癌              | 2021-01-12 | 中国   | 常规批准      |
| 替雷利珠单抗             | 1 线肝细胞癌                  | 2024-01-02 | 中国   | 常规批准      |
| 替雷利珠单抗联合化疗         | 1 线非鳞状非小细胞肺癌             | 2021-06-22 | 中国   | 常规批准      |
| 替雷利珠单抗联合化疗         | 非小细胞肺癌辅助治疗               | 2024-10-21 | 中国   | 常规批准      |
| 替雷利珠单抗             | MSI-H 或 dMMR 实体瘤, 包括结直肠癌 | 2022-03-08 | 中国   | 附条件批准(中国) |
| 替雷利珠单抗             | 2 线食管鳞状细胞癌               | 2022-04-13 | 中国   | 常规批准      |
| 替雷利珠单抗联合化疗         | 1 线食管鳞状细胞癌               | 2023-05-23 | 中国   | 常规批准      |
| 替雷利珠单抗联合化疗         | 1 线鼻咽癌                   | 2022-06-07 | 中国   | 常规批准      |
| 替雷利珠单抗联合氟尿嘧啶类和铂类化疗 | 1 线 PD-L1 高表达胃癌          | 2023-02-24 | 中国   | 常规批准      |
| 替雷利珠单抗联合氟尿嘧啶类和铂类化疗 | 1 线胃癌                    | 2024-04-30 | 中国   | 常规批准      |
| 替雷利珠单抗联合依托泊苷和铂类化疗  | 1 线小细胞肺癌                 | 2024-06-28 | 中国   | 常规批准      |

数据来源: NMPA, 西南证券整理

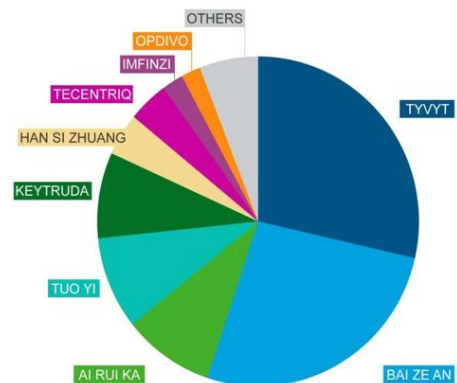
2024 年替雷利珠单抗实现收入 6.2 亿美元, 同比+16%。根据 IQVIA Oncology Dynamics 数据, 替雷利珠单抗 2024H2 中国患者份额排名第二。预计未来替雷利珠单抗国内销售额将保持稳健增长。

图 13：替雷利珠单抗销售额（百万美元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2024H2 中国各 PD-1 单抗患者占比



数据来源：IQVIA，西南证券整理

**抗替雷利珠单抗成功出海欧美。**2023 年 9 月，替雷利珠单抗于欧洲获批 2 线食管鳞状细胞癌，目前已于欧洲获批 6 项适应症。2024 年 3 月，替雷利珠单抗于美国获批 2 线食管鳞状细胞癌，后陆续获批 1 线胃癌、1 线食管鳞癌等适应症。

表 16：替雷利珠单抗欧美获批适应症

| 方案           | 疾病                      | 获批日期       | 国家/地区 | 审评审批类型 |
|--------------|-------------------------|------------|-------|--------|
| 替雷利珠单抗       | 2 线食管鳞状细胞癌              | 2024-03-14 | 美国    | 常规批准   |
| 替雷利珠单抗联合含铂化疗 | 1 线 PD-L1 高表达 HER2 阴性胃癌 | 2024-12-27 | 美国    | 常规批准   |
| 替雷利珠单抗联合含铂化疗 | 1 线食管鳞状细胞癌              | 2025-03-04 | 美国    | 常规批准   |
| 替雷利珠单抗联合含铂化疗 | 1 线鳞状非小细胞肺癌             | 2024-04-23 | 欧洲    | 常规批准   |
| 替雷利珠单抗联合含铂化疗 | 1 线非鳞状非小细胞肺癌            | 2024-04-23 | 欧洲    | 常规批准   |
| 替雷利珠单抗       | 2 线非小细胞肺癌               | 2024-04-23 | 欧洲    | 常规批准   |
| 替雷利珠单抗       | 2 线食管鳞状细胞癌              | 2023-09-19 | 欧洲    | 常规批准   |
| 替雷利珠单抗联用化疗   | 1 线食管鳞状细胞癌              | 2024-11-27 | 欧洲    | 常规批准   |
| 替雷利珠单抗联合含铂化疗 | 1 线 PD-L1 高表达 HER2 阴性胃癌 | 2024-11-27 | 欧洲    | 常规批准   |

数据来源：FDA，EMA，西南证券整理

从终端价来看，美国市场替雷利珠单抗年费用（终端价）约 20 万美元，价格较国内更高。预计海外市场将为公司贡献额外增量收入。

表 17：替雷利珠单抗中美费用

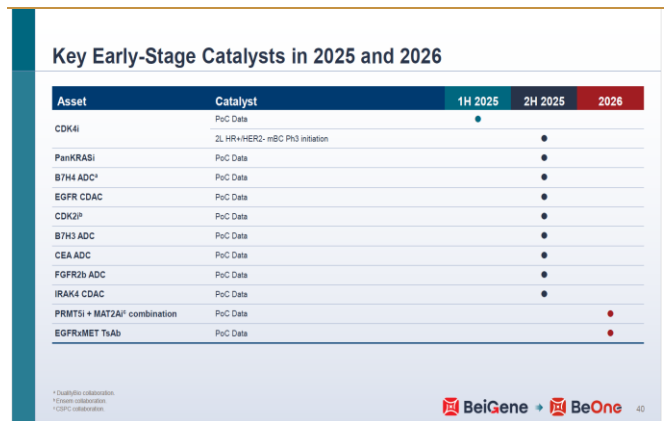
|                   | 中国市场 | 美国市场 |
|-------------------|------|------|
| 单价，100mg 规格(元/美元) | 1253 | 5700 |
| 单位价格/mg           | 13   | 57   |
| 平均每周治疗费用(元/美元)    | 833  | 3800 |
| 平均每年治疗费用(万元/万美元)  | 4.3  | 19.8 |

数据来源：医保局，Drug.com，西南证券整理

## 5 早期管线接近概念验证

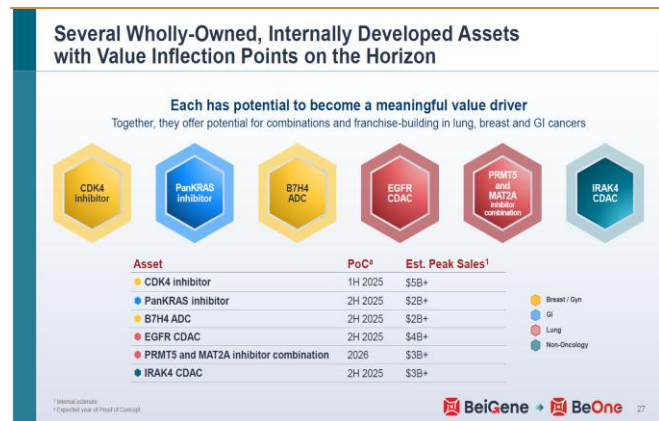
多项早期管线 2025 年迎来数据读出。根据公司公告，在研 CDK4i 有望于 2025 年上半年首次读出概念验证数据，并于 2025 年内启动注册三期研究。

图 15：公司部分早期管线数据读出计划



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：部分早期管线



数据来源：公司公告，西南证券整理

PanKRASi、EGFR CDAC、CDK2i、多项 ADC 有望于 2025 年下半年首次读出概念验证数据。

### 5.1 在研 CDK4i：潜在 BIC 品种，有望成为乳腺癌基石药物

2024 年全球 CDK3/4/6i 销售超过 100 亿美元。目前美国有三款 CDK4/6i 获批上市，包括哌柏西利、阿贝西利、瑞波西利。2024 年上市三款药物合计销售额超过 127 亿美元（+18.8%）。预计随着该靶点药物在乳腺癌辅助治疗等适应症的渗透率提升，其销售收入有望持续提升。

表 18：全球 CDK4/6i 药物销售额

| 单位：亿美元 | 2015 | 2016 | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  |
|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 哌柏西利   | 7.2  | 21.4 | 31.3  | 41.2  | 49.6  | 53.9  | 54.4  | 51.2  | 47.5  | 43.7  |
| 阿贝西利   |      |      |       | 2.6   | 5.8   | 9.1   | 13.5  | 24.8  | 38.6  | 53.1  |
| 瑞波西利   |      |      |       | 2.4   | 4.8   | 6.9   | 9.4   | 12.3  | 20.8  | 30.3  |
| 合计     | 7.2  | 21.4 | 31.3  | 46.2  | 60.2  | 69.9  | 77.2  | 88.3  | 106.9 | 127.1 |
| yoy    |      |      | 46.4% | 47.7% | 30.4% | 16.1% | 10.5% | 14.3% | 21.1% | 18.8% |

数据来源：辉瑞财报，诺华财报，礼来财报，西南证券整理

CDK4i 未来有望取代 CDK4/6i 类药物。与哌柏西利、瑞波西利相比，CDK4i 提升血液学安全性的确定性非常高，有希望将其安全性优势转化为用药时长和有效性优势，从而扩大这一市场乃至夺取主要份额。

图 17: CDK 基因敲除小鼠对应表型

| Kinase                           | Genotype <sup>5</sup>                                             | Phenotype                                                                                                                                                                       |
|----------------------------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Loss-of-function strains</i>  |                                                                   |                                                                                                                                                                                 |
| CDK1                             | <i>Cdk1<sup>mut/mut</sup></i>                                     | Deficiency in CDK1 results in embryonic lethality in the first cell divisions                                                                                                   |
| CDK2                             | <i>Cdk2<sup>-/-</sup></i>                                         | Sterility due to defective meiosis; no effect on mitotic cells                                                                                                                  |
| CDK4                             | <i>Cdk4<sup>-/-</sup></i>                                         | Diabetes and defective postnatal proliferation of endocrine cells such as pancreatic $\beta$ -cells or pituitary hormone-producing cells                                        |
| CDK6                             | <i>Cdk6<sup>-/-</sup></i>                                         | Slight anaemia and defective proliferation of some haematopoietic cells                                                                                                         |
| CDK11                            | <i>Cdk11<sup>-/-</sup></i>                                        | Embryonic lethality in peri-implantation embryos accompanied by mitotic aberrations                                                                                             |
| CDK2; CDK4; CDK6                 | <i>Cdk2<sup>-/-</sup>; Cdk4<sup>-/-</sup>; Cdk6<sup>-/-</sup></i> | Deficiency in all these interphase CDKs provokes embryonic lethality by mid-gestation due to haematopoietic defects                                                             |
| <i>Target validation strains</i> |                                                                   |                                                                                                                                                                                 |
| CDK2                             | <i>Cdk2<sup>-/-</sup>; Cdkn1b<sup>-/-</sup></i>                   | Develop tumours with similar incidence and latency to those in <i>Cdkn1b</i> -deficient mice, suggesting the function of p27 (encoded by <i>Cdkn1b</i> ) is independent of CDK2 |
| CDK4                             | <i>Cdk4<sup>-/-</sup>; K5-Myc</i>                                 | Resistant to Myc-induced skin tumours                                                                                                                                           |
| CDK4                             | <i>Cdk4<sup>-/-</sup>; MMTV-ErbB2</i>                             | Resistant to <i>ErbB2</i> -induced breast tumours                                                                                                                               |
| CDK4; CDK6                       | <i>Ccnd1<sup>K112E/K112E</sup>; MMTV-ErbB2</i>                    | Resistant to <i>ErbB2</i> -induced breast tumours                                                                                                                               |
| <i>Gain-of-function strains</i>  |                                                                   |                                                                                                                                                                                 |
| CDK4                             | <i>Cdk4<sup>R24C/R24C</sup></i>                                   | Mice expressing an endogenous Ink4-insensitive CDK4 <sup>R24C</sup> mutant develop a variety of tumour types with complete penetrance                                           |
| CDK4                             | <i>Cdk4<sup>R24C/R24C</sup>; Cdkn1b<sup>-/-</sup></i>             | Mice develop aggressive pituitary tumours with short latency (8–10 weeks)                                                                                                       |

数据来源: Nature Review, 西南证券整理

全球首个 CDK4i 为辉瑞公司的 atirmociclib。其已于 2024 多个学术会议披露早期研究数据。该品种展现出良好的安全性数据，初步验证其潜力。

表 19: 辉瑞 atirmociclib 早期临床数据

| 药物名称       | atirmociclib                                                     |                                         |                                                        |
|------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 靶点         | CDK4                                                             |                                         |                                                        |
| 企业         | 辉瑞                                                               |                                         |                                                        |
| 分期         | 2 期                                                              |                                         |                                                        |
| 适应症        | 晚期一线                                                             | 晚期三线+ CDK4/6i 耐药后                       | 晚期三线+ CDK4/6i 耐药后                                      |
| 治疗方案       | Atirmociclib+来曲唑                                                 | Atirmociclib+来曲唑/氟维司群                   | Atirmociclib+CDK2i+氟维司群                                |
| CDK4/6i 剂量 | 300mg BID                                                        | 300/400mg BID                           | 100mg CDK4i + 225mg CDK2i<br>300mg CDK4i + 75 mg CDK2i |
| 入组人数       | 34                                                               |                                         |                                                        |
| 基线         |                                                                  | 中位 6 线，73%用过氟维司群，67%用过化疗，100%用过 CDK4/6i | 中位 4 线，81%用过氟维司群，50%用过化疗，100%用过 CDK4/6i                |
| ORR        | 50%                                                              | 32%                                     | 27.8%                                                  |
| mPFS (月)   | /                                                                | 8.1                                     | 8.3                                                    |
| 安全性数据      | >=Gr3 中性粒减少: 23.5%<br>>=Gr3 白细胞减少: 0%<br>>=Gr3 贫血: 0%<br>停药率: 3% | >=Gr3 中性粒减少: 18.2%<br>停药率: 3%           | >=Gr3 不良事件: 63.6%<br>>=Gr3 中性粒减少: 33.3%<br>腹泻: 63.6%   |
| 文献发表时间     | 2024 SABCS                                                       | 2024 ESMO BC                            | 2024 ESMO                                              |

数据来源: SABCS, ESMO, 西南证券整理

辉瑞 CDK4i 相对 CDK4/6i 安全性优势显著。辉瑞在研 CDK4i 药物 atirmociclib 在 1/2a 研究中展现出极佳安全性，3 级以上中性粒细胞减少发生率约 24%，较哌柏西利和瑞波西利改善明显。

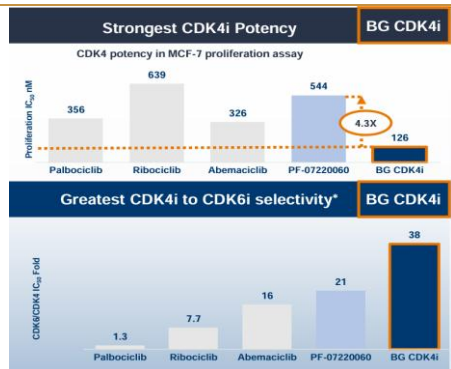
表 20：CDK4/6i vs CDK4i 临床数据对比

| 药物名称       | 哌柏西利                                                                                                    | 瑞波西利                                                                                                                                                                                         | 阿贝西利                                                                                                                                                    | 达尔西利                                                                                                             | atirmociclib                                                     |
|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| 靶点         | CDK4/6                                                                                                  | CDK4/6                                                                                                                                                                                       | CDK4/6                                                                                                                                                  | CDK4/6                                                                                                           | CDK4                                                             |
| 企业         | 辉瑞                                                                                                      | 诺华                                                                                                                                                                                           | 礼来                                                                                                                                                      | 恒瑞医药                                                                                                             | 辉瑞                                                               |
| 试验名称       | PALOMA-2                                                                                                | MONALEESA2                                                                                                                                                                                   | MONARCH 3                                                                                                                                               | DAWNA-2                                                                                                          | /                                                                |
| 分期         | 3 期                                                                                                     | 3 期                                                                                                                                                                                          | 3 期                                                                                                                                                     | 3 期                                                                                                              | 1/2a                                                             |
| 适应症        | HR+乳腺癌绝经后患者                                                                                             | HR+乳腺癌绝经后患者                                                                                                                                                                                  | HR+乳腺癌绝经后患者                                                                                                                                             | HR+乳腺癌绝经后患者                                                                                                      |                                                                  |
|            | 晚期一线                                                                                                    | 晚期一线                                                                                                                                                                                         | 晚期一线                                                                                                                                                    | 晚期一线                                                                                                             | 晚期一线                                                             |
| 首次文献发表时间   | 2016 年                                                                                                  | 2016 年                                                                                                                                                                                       | 2018 年                                                                                                                                                  | 2023 年                                                                                                           | 2024                                                             |
| 实验方案       | 哌柏西利+来曲唑 vs 安慰剂+来曲唑                                                                                     | 瑞波西利+来曲唑 vs 安慰剂+来曲唑                                                                                                                                                                          | 阿贝西利+AI vs 安慰剂+AI                                                                                                                                       | 达尔西利+AI vs 安慰剂+AI                                                                                                | Atirmociclib+来曲唑                                                 |
| CDK4/6i 剂量 | 125mg QD, 连续给 3 周<br>停药 1 周                                                                             | 600mg QD, 连续给 3 周<br>停药 1 周                                                                                                                                                                  | 150mg BID                                                                                                                                               | 150mg QD, 连续给 3 周<br>停药 1 周                                                                                      | 300mg BID                                                        |
| 入组人数       | 444 vs 222                                                                                              | 334 vs 334                                                                                                                                                                                   | 328 vs 165                                                                                                                                              | 303 vs 153                                                                                                       | 34                                                               |
| ORR        | 42.1% vs 34.7%                                                                                          | 40.7% vs 27.5%                                                                                                                                                                               | 49.7% vs 37%                                                                                                                                            | 57% vs 48%                                                                                                       | 50%                                                              |
| mPFS (月)   | 24.8 vs 14.5<br>HR=0.58                                                                                 | 25.3 vs 16<br>HR=0.57                                                                                                                                                                        | 28.2 vs 14.8<br>HR=0.54                                                                                                                                 | 30.6 vs 19.4<br>HR= 0.52                                                                                         | /                                                                |
| mOS (月)    | 51.6 vs 44.6<br>HR=0.87                                                                                 | 63.9 vs 51.4<br>HR=0.76                                                                                                                                                                      | 66.8 vs 53.7<br>HR=0.8                                                                                                                                  | /                                                                                                                | /                                                                |
| 安全性数据      | >=Gr3 AE 率率: 75.7% vs 24.4%<br>>=Gr3 中性粒减少: 66.5% vs 1.4%<br>各级别腹泻: 26.1% vs 19.4%<br>停药率: 7.4% vs 4.5% | >=Gr3 AE 率率: 81.2% vs 32.7%<br>>=Gr3 中性粒减少: 59.3% vs 0.9%<br>>=Gr3 白细胞减少: 21% vs 0.9%<br>>=Gr3 贫血: 2.4% vs 1.2%<br>各级别腹泻: 38.3% vs 24.5%<br>60ms 以上 QT 间期延长: 3% vs 0.3%<br>停药率: 7.5% vs 2.1% | >=Gr3 AE 率率: 58.4% vs 24.9%<br>>=Gr3 中性粒减少: 23.8% vs 1.2%<br>>=Gr3 白细胞减少: 9% vs 1%<br>>=Gr3 贫血: 7% vs 1%<br>各级别腹泻: 82.3% vs 32.3%<br>停药率: 25.1% vs 4.3% | >=Gr3 AE 率率: 91% vs 13%<br>>=Gr3 中性粒减少: 86% vs 0%<br>各级别腹泻: 10% vs 8%<br>>=Gr3QT 间期延长: 4% vs 0%<br>停药率: 4% vs 2% | >=Gr3 中性粒减少: 23.5%<br>>=Gr3 白细胞减少: 0%<br>>=Gr3 贫血: 0%<br>停药率: 3% |

数据来源: NEJM, SABCS, 西南证券整理

从临床前数据来看，百济神州 CDK4i 针对 CDK4 的选择性和 CDK4 结合活性分别为辉瑞 atirmociclib 2 倍/4.3 倍，预计其将取得较 atirmociclib 更优的临床数据。

图 18: CDK4 抑制剂的亲和活性和选择性



数据来源: 百济神州, 西南证券整理

图 19: CDK4 抑制剂未来数据研发计划

Key Early-Stage Catalysts in 2025 and 2026

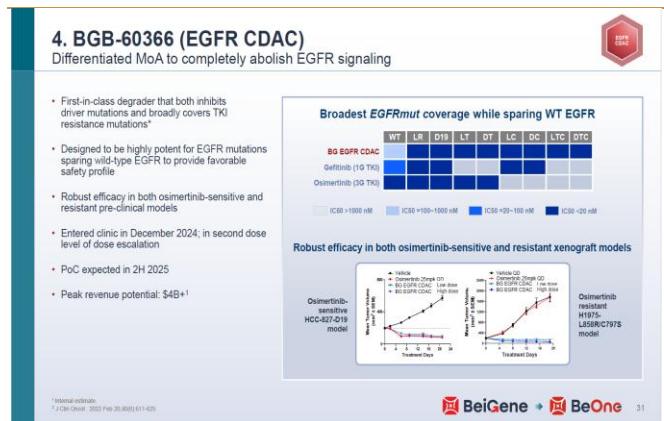
| Asset                        | Catalyst                       | 1H 2025 | 2H 2025 | 2026 |
|------------------------------|--------------------------------|---------|---------|------|
| CDK4i                        | PoC Data                       | ●       |         |      |
|                              | 2L HR+HER2- mBC Ph3 initiation |         | ●       |      |
| PanKRASi                     | PoC Data                       |         | ●       |      |
| B7H4 ADC*                    | PoC Data                       |         | ●       |      |
| EGFR CDAC                    | PoC Data                       |         | ●       |      |
| CDK2i*                       | PoC Data                       |         | ●       |      |
| B7H3 ADC                     | PoC Data                       |         | ●       |      |
| CEA ADC                      | PoC Data                       |         | ●       |      |
| FGFR2b ADC                   | PoC Data                       |         | ●       |      |
| IRAK4 CDAC                   | PoC Data                       |         | ●       |      |
| PRMT5i + MAT2Ai* combination | PoC Data                       |         |         | ●    |
| EGFRxMET TsAb                | PoC Data                       |         |         | ●    |

数据来源: 百济神州, 西南证券整理

## 5.2 肺癌创新管线差异化突出

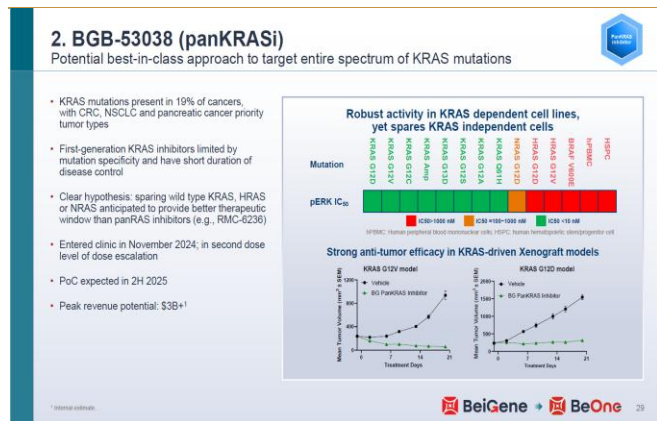
在研 EGFR CDAC 潜在 FIC 降解剂品种。EGFR 是肺癌重要驱动基因。以奥希替尼为代表的 3 代 EGFR TKI 显著延长了患者生存期, 然而不可避免出现耐药。公司在研 EGFR CDAC 对突变 EGFR 具有高度选择性。在临床前研究中该品种对奥希替尼耐药和敏感模型上均展现出稳定效果。预计公司 EGFR CDAC 将于 2025 年迎来概念验证数据读出。

图 20: 百济神州 EGFR CDAC 临床前数据



数据来源: 百济神州, 西南证券整理

图 21: 百济神州 PanKRASi 临床前数据



数据来源: 百济神州, 西南证券整理

目前全球仅 4 家企业 EGFR 蛋白降解剂进入临床阶段, 包括和径医药、海思科、C4 Therapeutics、百济神州, 目前均处于 1 期临床阶段。

表 21: 全球临床阶段 EGFR 蛋白降解剂

| 产品名       | 企业名称                    | 适应症   | 中国临床阶段 | 美国临床阶段 |
|-----------|-------------------------|-------|--------|--------|
| HJ-002-03 | 和径医药                    | NSCLC | I 期临床  | 申报临床   |
| HSK40118  | 海思科                     | NSCLC | I 期临床  | 临床前    |
| CFT8919   | C4 Therapeutics<br>贝达药业 | NSCLC | I 期临床  | 临床前    |
| BG-60366  | 百济神州                    | NSCLC | I 期临床  | I 期临床  |

数据来源: NMPA, ClinicalTrial, 西南证券整理

**KRAS<sup>i</sup> 市场存未满足需求, pan-KRAS<sup>i</sup> 潜力深厚。**KRAS 在 19%的肿瘤中发生突变, 在 NSCLC 患者中突变率超过 30%, 目前仅有针对特定突变类型的小分子药物获批, 其临床应用范围有限。公司在研 pan-KRAS 抑制剂仅特异性抑制 KRAS, 有望取得更宽治疗窗口, 并与其他药物联用取得协同治疗效果。

**表 22: 全球部分 Pan(K)RAS 抑制剂临床研究进展**

| 产品名                       | 企业名称                    | I 期临床                       |                                 |        |                  | III 期注册 |     |     |      |        |                  |
|---------------------------|-------------------------|-----------------------------|---------------------------------|--------|------------------|---------|-----|-----|------|--------|------------------|
|                           |                         | 瘤种                          | 实验组                             | 首次公示   |                  | 瘤种      | 线数  | 实验组 | 对照组  | 首次公示   |                  |
|                           |                         |                             |                                 | 公示时间   | 登记平台             |         |     |     |      | 公示时间   | 登记平台             |
| daraxonrasib/<br>RMC-6236 | Revolution<br>Medicines | NSCLC;胰腺导管癌;结直肠癌;消化道癌症      | 单药                              | May-22 | US-ClinicalTrial | 胰腺导管癌   | 2L+ | 单药  | 化疗   | Oct-24 | US-ClinicalTrial |
|                           |                         |                             | 联合 KRAS G12C 抑制剂                | Nov-23 |                  | NSCLC   | 2L+ | 单药  | 多西他赛 | Mar-25 | US-ClinicalTrial |
| BI 3706674                | Boehringer<br>Ingelheim | 胃癌;食管癌;胃食管交界处癌              | 单药                              | Sep-23 | US-ClinicalTrial |         |     |     |      |        |                  |
|                           |                         |                             |                                 | Sep-23 | US-ClinicalTrial |         |     |     |      |        |                  |
| YL-17231                  | 瓊黎药业                    | 实体瘤                         | 单药                              | Oct-23 | US-ClinicalTrial |         |     |     |      |        |                  |
|                           |                         | 实体瘤                         | 单药                              | Oct-23 | US-ClinicalTrial |         |     |     |      |        |                  |
|                           |                         |                             |                                 | Oct-23 | CN-CDE           |         |     |     |      |        |                  |
| QTX3034                   | Quanta<br>Therapeutics  | 实体瘤                         | 单药, 联用西妥昔单抗                     | Jan-24 | US-ClinicalTrial |         |     |     |      |        |                  |
| PF-07934040               | Pfizer                  | NSCLC;胰腺导管癌;结直肠癌            | 单药                              | Jun-24 | US-ClinicalTrial |         |     |     |      |        |                  |
|                           |                         |                             |                                 | Apr-25 | CN-CDE           |         |     |     |      |        |                  |
| PF-07985045               |                         | NSCLC; 结直肠癌; 胰腺导管癌          | 单药, 联用化疗、贝伐珠单抗、PD-1 单抗、SHP2 抑制剂 | Nov-24 | US-ClinicalTrial |         |     |     |      |        |                  |
| BG-53038                  | 百济神州                    | 食管癌; 结直肠癌; 胃癌; 胰腺导管癌; NSCLC | 单药, 联用西妥昔单抗+替雷利珠单抗              | Sep-24 | US-ClinicalTrial |         |     |     |      |        |                  |
|                           |                         |                             |                                 | Jan-25 | CN-CDE           |         |     |     |      |        |                  |
| LY4066434                 | Eli Lilly               | NSCLC; 结直肠癌; 胰腺导管癌          | 单药 or 联用化疗、K 药、EGFR 单抗          | Sep-24 | US-ClinicalTrial |         |     |     |      |        |                  |
|                           |                         |                             |                                 | Dec-24 | JP-JRCT          |         |     |     |      |        |                  |
| JAB-23E73                 | 加科思                     | NSCLC;结直肠癌;胰腺癌              | 单药                              | Nov-24 | CN-CDE           |         |     |     |      |        |                  |
| BBO-11818                 | BridgeBio<br>Pharma     | 实体瘤                         | 单药, 联用 K 药 /K 药+化疗、西            | Apr-25 | US-ClinicalTrial |         |     |     |      |        |                  |

| 产品名      | 企业名称                  | I 期临床            |      |        |                            | III 期注册 |    |     |     |      |      |
|----------|-----------------------|------------------|------|--------|----------------------------|---------|----|-----|-----|------|------|
|          |                       | 瘤种               | 实验组  | 首次公示   |                            | 瘤种      | 线数 | 实验组 | 对照组 | 首次公示 |      |
|          |                       |                  |      | 公示时间   | 登记平台                       |         |    |     |     | 公示时间 | 登记平台 |
|          |                       |                  | 妥昔单抗 |        |                            |         |    |     |     |      |      |
| ALTA3263 | Alterome Therapeutics | NSCLC;胰腺导管癌;结直肠癌 | 单药   | Feb-25 | US-ClinicalTrial           |         |    |     |     |      |      |
| JYP0015  | 嘉越医药、Erasca           | NSCLC;胰腺导管癌;结直肠癌 | 单药   | Feb-25 | US-ClinicalTrial<br>CN-CDE |         |    |     |     |      |      |

数据来源: NMPA, ClinicalTrial, 西南证券整理

### 5.3 ADC 管线：差异化靶点布局，快速推进临床研究

公司基于自有 ADC 技术平台，已布局 FGFR2、B7-H3、CEA 等靶点 ADC，此外公司引进映恩生物 B7-H4ADC 已补充产品管线。目前上述品种均处于 I 期临床阶段。

表 23：公司 ADC 管线研发进展

| 药品       | 靶点    | 中国最高研发阶段 | 美国最高研发阶段 |
|----------|-------|----------|----------|
| BG-C137  | FGFR2 | I 期临床    | I 期临床    |
| BG-C9074 | B7-H4 | I 期临床    | I 期临床    |
| BG-C477  | CEA   | I 期临床    | I 期临床    |
| BGB-C354 | B7-H3 | I 期临床    | I 期临床    |

数据来源：百济神州官网，西南证券整理

随着临床试验推进，公司 ADC 管线将陆续披露相关数据，百济 ADC 管线有望逐步迎来价值验证。

## 6 盈利预测与估值

#### 关键假设：

假设 1：泽布替尼在美国 CLL/SLL 市场新患占比领先，欧洲市场处于放量早期。预计泽布替尼 2025-2027 年收入分别增长 41%、26%、19%。

假设 2：公司替雷利珠单抗成功在欧美市场获批，Bcl-2i 有望于未来三年成功开展商业化，预计公司除泽布替尼以外业务收入分别增长 10%、15%、15%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

**表 24：分业务收入及毛利率**

| 单位：亿元     |      | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 泽布替尼      | 营业收入 | 189   | 267   | 335   | 399   |
|           | yoy  | 106%  | 41%   | 26%   | 19%   |
| 其他产品和业务收入 | 营业收入 | 84    | 91.9  | 105.7 | 121.5 |
|           | yoy  | 1%    | 10%   | 15%   | 15%   |
| 合计        | 营业收入 | 272   | 359   | 441   | 520   |
|           | yoy  | 56%   | 32%   | 23%   | 18%   |
|           | 毛利率  | 84.4% | 84.4% | 84.9% | 85.6% |

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了行业中与百济神州业务较为相近的四家公司，2025 年四家公司平均 PS 为 19 倍。公司泽布替尼已成功在美国独立商业化，增长空间广阔，我们给予百济神州 15 倍 PS，对应目标价 348.82 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 25：可比公司估值**

| 证券代码      | 可比公司   | 市值<br>(亿元) | 收入（亿元） |       |       |       | PS   |       |       |       |
|-----------|--------|------------|--------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|           |        |            | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 688428.SH | 诺诚健华-U | 240        | 10     | 14    | 18    | 23    | 24   | 17    | 13    | 10    |
| 688180.SH | 君实生物-U | 302        | 19     | 26    | 36    | 44    | 15   | 11    | 8     | 7     |
| 688331.SH | 荣昌生物   | 322        | 17     | 23    | 33    | 44    | 19   | 14    | 10    | 7     |
| 688266.SH | 泽璟制药-U | 297        | 5      | 9     | 15    | 22    | 56   | 35    | 20    | 13    |
| 平均值       |        |            |        |       |       |       | 28   | 19    | 13    | 9     |

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 7 风险提示

- 1) 临床数据不及预期的风险
- 2) 海外市场拓展不及预期的风险
- 3) 竞争格局恶化风险

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元)     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     | 现金流量表 (百万元)       | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入          | 27213.96  | 35858.83  | 44055.70  | 52016.00  | 净利润               | -4978.29 | 389.21   | 2353.27  | 6179.55  |
| 营业成本          | 4234.10   | 5593.98   | 6652.41   | 7490.30   | 折旧与摊销             | 1217.66  | 834.07   | 1019.32  | 1190.32  |
| 营业税金及附加       | 127.80    | 179.29    | 220.28    | 260.08    | 财务费用              | 143.15   | 537.88   | 440.56   | 520.16   |
| 销售费用          | 8855.66   | 10793.51  | 12511.82  | 13940.29  | 资产减值损失            | -29.26   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 管理费用          | 4277.85   | 19399.63  | 22688.69  | 23823.33  | 经营营运资本变动          | -887.87  | -647.96  | -1689.06 | -1347.34 |
| 财务费用          | 143.15    | 537.88    | 440.56    | 520.16    | 其他                | 3275.56  | -225.06  | -255.30  | -226.75  |
| 资产减值损失        | -29.26    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | <b>经营活动现金流净额</b>  | -1259.05 | 888.13   | 1868.78  | 6315.94  |
| 投资收益          | 296.40    | 214.65    | 234.03    | 237.96    | 资本支出              | -2434.93 | -2000.00 | -1900.00 | -1700.00 |
| 公允价值变动损益      | -98.45    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 其他                | 46.06    | 2067.69  | 234.03   | 237.96   |
| 其他经营损益        | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | <b>投资活动现金流净额</b>  | -2388.86 | 67.69    | -1665.97 | -1462.04 |
| <b>营业利润</b>   | -4162.00  | -430.81   | 1775.98   | 6219.80   | 短期借款              | 1207.31  | -790.98  | -50.00   | -50.00   |
| 其他非经营损益       | -0.65     | 868.12    | 868.14    | 723.52    | 长期借款              | -187.58  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>利润总额</b>   | -4162.65  | 437.31    | 2644.12   | 6943.32   | 股权融资              | 3787.65  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 所得税           | 815.64    | 48.10     | 290.85    | 763.77    | 支付股利              | -82.90   | 995.66   | -77.84   | -470.65  |
| 净利润           | -4978.29  | 389.21    | 2353.27   | 6179.55   | 其他                | -3898.29 | -4023.16 | -987.08  | -1091.72 |
| 少数股东损益        | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | <b>筹资活动现金流净额</b>  | 826.19   | -3818.48 | -1114.92 | -1612.37 |
| 归属母公司股东净利润    | -4978.29  | 389.21    | 2353.27   | 6179.55   | <b>现金流量净额</b>     | -2841.01 | -2862.66 | -912.10  | 3241.53  |
|               |           |           |           |           |                   |          |          |          |          |
| 资产负债表 (百万元)   | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     | 财务分析指标            | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 货币资金          | 12279.42  | 9416.76   | 8504.65   | 11746.18  | <b>成长能力</b>       |          |          |          |          |
| 应收和预付款项       | 6034.83   | 7476.03   | 9236.64   | 10738.17  | 销售收入增长率           | 56.19%   | 31.77%   | 22.86%   | 18.07%   |
| 存货            | 3580.35   | 5456.03   | 6089.65   | 7084.62   | 营业利润增长率           | 52.76%   | 89.65%   | 512.24%  | 250.22%  |
| 其他流动资产        | 7012.36   | 5000.00   | 5000.00   | 5000.00   | 净利润增长率            | 25.87%   | 107.82%  | 504.63%  | 162.59%  |
| 长期股权投资        | 239.00    | 239.00    | 239.00    | 239.00    | EBITDA 增长率        | 64.82%   | 133.60%  | 243.82%  | 145.08%  |
| 投资性房地产        | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | <b>获利能力</b>       |          |          |          |          |
| 固定资产和在建工程     | 11029.89  | 12309.58  | 13304.02  | 13927.46  | 毛利率               | 84.44%   | 84.40%   | 84.90%   | 85.60%   |
| 无形资产和开发支出     | 1166.34   | 1064.83   | 963.33    | 861.82    | 三费率               | 48.79%   | 85.70%   | 80.90%   | 73.60%   |
| 其他非流动资产       | 1492.52   | 1480.27   | 1468.02   | 1455.77   | 净利率               | -18.29%  | 1.09%    | 5.34%    | 11.88%   |
| <b>资产总计</b>   | 42834.71  | 42442.50  | 44805.31  | 51053.01  | ROE               | -20.59%  | 1.63%    | 8.99%    | 19.39%   |
| 短期借款          | 5890.98   | 5100.00   | 5050.00   | 5000.00   | ROA               | -11.62%  | 0.92%    | 5.25%    | 12.10%   |
| 应付和预收款项       | 6548.57   | 8467.42   | 8789.92   | 9606.24   | ROIC              | -39.33%  | 0.59%    | 9.98%    | 25.68%   |
| 长期借款          | 1216.33   | 1216.33   | 1216.33   | 1216.33   | EBITDA/销售收入       | -10.29%  | 2.62%    | 7.34%    | 15.25%   |
| 其他负债          | 5003.60   | 3768.85   | 3583.73   | 3356.21   | <b>营运能力</b>       |          |          |          |          |
| <b>负债合计</b>   | 18659.49  | 18552.60  | 18639.98  | 19178.78  | 总资产周转率            | 0.65     | 0.84     | 1.01     | 1.09     |
| 股本            | 0.93      | 0.94      | 0.94      | 0.94      | 固定资产周转率           | 5.42     | 5.16     | 5.45     | 5.85     |
| 资本公积          | 85170.66  | 85170.66  | 85170.66  | 85170.66  | 应收账款周转率           | 7.31     | 6.68     | 6.58     | 6.40     |
| 留存收益          | -62666.55 | -61281.69 | -59006.26 | -53297.36 | 存货周转率             | 1.29     | 1.23     | 1.15     | 1.14     |
| 归属母公司股东权益     | 24175.22  | 23889.90  | 26165.33  | 31874.23  | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 100.36%  | —        | —        | —        |
| 少数股东权益        | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | <b>资本结构</b>       |          |          |          |          |
| <b>股东权益合计</b> | 24175.22  | 23889.90  | 26165.33  | 31874.23  | 资产负债率             | 43.56%   | 43.71%   | 41.60%   | 37.57%   |
| 负债和股东权益合计     | 42834.71  | 42442.50  | 44805.31  | 51053.01  | 带息债务/总负债          | 38.09%   | 34.05%   | 33.62%   | 32.41%   |
|               |           |           |           |           | 流动比率              | 1.81     | 1.65     | 1.68     | 1.89     |
|               |           |           |           |           | 速动比率              | 1.58     | 1.32     | 1.32     | 1.50     |
|               |           |           |           |           | 股利支付率             | -1.67%   | -255.82% | 3.31%    | 7.62%    |
|               |           |           |           |           | <b>每股指标</b>       |          |          |          |          |
|               |           |           |           |           | 每股收益              | -3.23    | 0.25     | 1.53     | 4.01     |
|               |           |           |           |           | 每股净资产             | 15.68    | 15.50    | 16.97    | 20.68    |
|               |           |           |           |           | 每股经营现金            | -1339.42 | 944.82   | 1988.07  | 6719.08  |
|               |           |           |           |           | 每股股利              | 88.19    | -1059.21 | 82.81    | 500.70   |
|               |           |           |           |           |                   |          |          |          |          |
| 业绩和估值指标       | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |                   |          |          |          |          |
| EBITDA        | -2801.19  | 941.14    | 3235.85   | 7930.28   |                   |          |          |          |          |
| PE            | -75.83    | 969.93    | 160.42    | 61.09     |                   |          |          |          |          |
| PB            | 15.62     | 15.80     | 14.43     | 11.84     |                   |          |          |          |          |
| PS            | 13.87     | 10.53     | 8.57      | 7.26      |                   |          |          |          |          |
| EV/EBITDA     | 4.28      | -9.82     | -2.59     | -1.47     |                   |          |          |          |          |
| 股息率           | 36.01%    | —         | 33.82%    | 204.46%   |                   |          |          |          |          |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                                  |
|------|--------------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务                      | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-------------------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 院长助理、研究销售部经理、<br>上海销售主管 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售岗                     | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 销售岗                     | 18801732511  | 18801732511 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 汪艺  | 销售岗                     | 13127920536  | 13127920536 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 张嘉诚 | 销售岗                     | 18656199319  | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn  |
|    | 贾文婷 | 销售岗                     | 13621609568  | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn  |
|    | 欧若诗 | 销售岗                     | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售岗                     | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 蒋宇洁 | 销售岗                     | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
| 北京 | 李杨  | 北京销售主管                  | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售岗                     | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 销售岗                     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 销售岗                     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 销售岗                     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 销售岗                     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售岗                     | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 马冰竹 | 销售岗                     | 13126590325  | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
| 广深 | 龚之涵 | 销售岗                     | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 杨举  | 销售岗                     | 13668255142  | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn   |
|    | 林哲睿 | 销售岗                     | 15602268757  | 15602268757 | lzz@swsc.com.cn      |