

公司报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

中国生物制药 (1177 HK)

复兴之路：被低估的多元化大型药企

- 公司25年上半年收入同增10%达176亿元人民币，超预期。管理层指引下半年增长提速，我们预计26/27年将恢复双位数增长
- 呼吸系统及肝病领域的增长潜力被市场低估
- 更优的增长前景与丰富的BD机会：目标价上调至9.8港元

25年上半年收入超预期，肿瘤及外科/镇痛领域驱动增长，管理层指引下半年收入提速

公司2025年上半年实现收入176亿元人民币，分为五大核心领域：**肿瘤、呼吸系统、肝病/代谢病、外科/镇痛、心血管及其他领域**。其中，肿瘤领域占比最大，销售额达67亿元人民币，占上半年收入的38%，同增24.9%。外科/镇痛领域实现销售额31亿元人民币，同增20.2%。我们估计，呼吸系统及肝病/代谢病领域收入略有下降，主要受集中采购（GPO）影响。然而，从公司整体层面看，其创新产品组合实现销售额78亿元人民币，占总收入的44.4%，主要由安罗替尼、PD-L1（安德维）、第三代长效G-CSF（伊利舒）及7款获批生物类似药（贝伐单抗、曲妥单抗、利妥昔单抗等）驱动。展望未来，我们预计中国集中采购（GPO）对中国生物制药的影响将大幅减弱，2024年第十批带量采购选中的产品仅占公司总收入的1%。公司收购LaNova Medicines显著增强了其研发平台，新增多个早期产品，包括双特异性抗体（PD1/VEGF、CEACAM5）和抗体药物偶联物（ADC，Claudin 18.2/GPCR5D），进一步丰富了管线。公司管线包括HER2小分子（Zongertinib）、TQB2102（HER2双特异性ADC）、TQB3616（CDK2/4/6）、LM-108（CCR8）、LM-168（CTLA-4 TME）、LM-364（Nectin-4 TME ADC）。尽管受到带量采购影响，2025年上半年毛利率仍小幅提升0.5个百分点至81.5%，可能因销售组合变化。

我们认为中国呼吸系统及肝病领域未来将有更高增长率，市场低估中生潜力

中国生物制药长期以来是中国肝病领域的商业领导者。在肝病/代谢领域，其布局的多款创新管线具备差异化优势，覆盖减肥、糖尿病和MASH等大适应症。公司正在开发口服PPAR小分子Lanifibranor（处于三期临床），用于治疗代谢相关脂肪肝炎（MASH），我们预计该款产品这将推动公司肝病领域的复兴。同时，其FGF21融合蛋白（TQA2225）也处于二期临床，同样针对MASH。在呼吸系统领域，其TSLP（TQC2731）在国内哮喘/慢性鼻窦炎伴鼻息肉（CRSwNP）治疗中排名第一，口服PDE 3/4抑制剂（TQC3721/Bosakitug）正处于三期临床，用于慢性阻塞性肺疾病（COPD）。ROCK2抑制剂（TDI01）是北京泰德雅研发的全球首创产品，针对特发性肺纤维化（IPF）已进入II期，临床其全球权益已于2021年被Graviton（GV101）收购。

增持：目标价上调至9.8港元

我们对中国生物制药持乐观看法，认为其作为行业领导者受益于肿瘤及外科/镇痛药物的强劲表现，以及集中采购政策稳定对均价的负面影响减弱。我们认为市场显著低估了其呼吸系统和肝病领域管线的潜力。公司过去通过有效的资产处置，重新聚焦四大治疗领域，我们预计这家提升整体的经验效率和质量。因此，基于公司未来的资本灵活性、丰富的BD机会及强劲的资本回报，我们维持增持评级，目标价上调至9.8港元。**主要风险：**BD执行不力、管线/临床试验失败等。

盈利预测及估值

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	26,199	28,866	33,041	36,987	41,174
同比增长（%）	1%	10%	14%	12%	11%
调整后核心利润	2,775	2,604	2,999	3,476	3,961
同比增长（%）	-7%	-6%	15%	16%	14%
摊薄每股收益（港元）	0.14	0.15	0.18	0.39	0.65
调整后市盈率（倍）	21.7	19.7	45.6	20.6	12.2
市净率（倍）	1.9	1.8	4.7	4.6	4.5

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；股价截至2025年8月21日；注：*调整后核心利润来自自和除非经常性项目后的报告净利润，22财年收入经公司重述，因23财年出售非核心业务。

陈铸鸿，PhD
+852 3189 6354
jonahchen@cmschina.com.hk

陈泓道
+852 3189 6142
georgechen@cmschina.com.hk

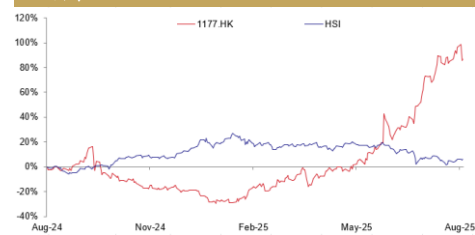
最新变动

25年上半年业绩解读；盈利预测及目标价更新

增持

前次评级	增持
股价（2025年8月21日）	7.7港元
12个月目标价 （上涨/下跌空间）	9.8港元（+27%）
前次目标价	3.4港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
1177 HK	8.1%	123.4%	132.4%
HSI	-0.1%	-9.5%	6.3%

行业：医药医疗

恒生指数（2025年8月21日）	25,105
国企指数（2025年8月21日）	8,975

重要数据

52周股价区间（港元）	2.7-8.1
公司市值（百万港元）	144,833
日均成交额（百万港元）	1,084
BVPS（港元）	1.6

主要股东

公司创始人	41.9%
自由流通量	58.1%

资料来源：彭博

相关报告

1. Sino Biopharm (1177 HK) – 1H rev. above consensus; MSD rev. growth for FY25E（增持）（2024/8/14）
2. Sino Biopharm (1177 HK) – FY23 rev. missed; we expect MSD rev growth for 25H1E（增持）（2024/3/29）

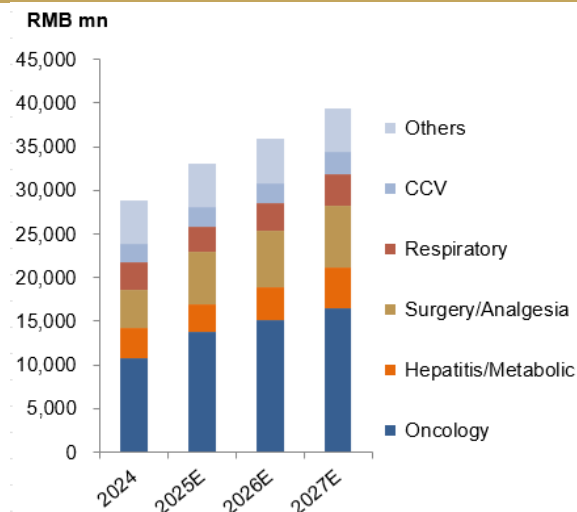
重点图表

图 1: 中国生物制药创新产品组合持续推动增长, 目前占比 44%



资料来源: 公司资料

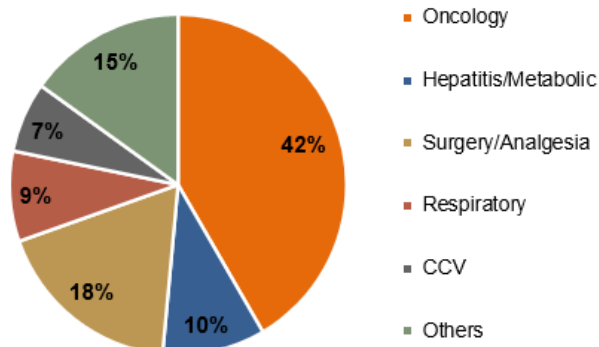
图 2: 中国生物制药收入构成及预测



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 3: 中国生物制药核心治疗领域及其细分

2025E revenue breakdown



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 4: 中国生物制药已整合 LaNova 研发平台

项目代号	作用机理	适应症	IND	Phase I	Phase II	Phase III	权益
LM-302	Claudin18.2 ADC	3L+ 胃癌/胃食管结合处癌					全球可授权
LM-302	Claudin18.2 ADC	1L+ 胃癌/胃食管结合处癌					全球可授权
LM-302	Claudin18.2 ADC	胰腺癌					全球可授权
LM-108	CCR8 单抗	MSI-h 实体瘤					大中华区以外可授权
LM-108	CCR8 单抗	2L+ 胃癌					大中华区以外可授权

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图 5: 未来数个季度公司主要的临床项目数据读出



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

公司概况：转型为“纯创新药”企业

中国生物制药通过多次分拆已完成业务重组，目前聚焦四大治疗领域（TA）。分拆显著提升了公司盈利能力和现金流，核心利润率和自由现金流均达到预期水平。

中国生物制药是一家控股公司，其核心主要子公司包括：

- 正大天晴药业集团有限公司（正大天晴）
- 北京泰德制药有限公司（北京泰德）
- 南京正大天晴制药有限公司（南京正大天晴）

图 6：中国生物制药通过分拆和业务重组，聚焦于四大治疗领域，而肿瘤业务将对中国高发的肺癌乳腺癌和消化等领域推出众多创新产品



资料来源：公司资料

图7: 招证预测中生未来三年的主要治疗领域增长轨迹和核心驱动产品

RMBm	Key Brands in each TA	2024	2025E	2026E	2027E	2024-2027E CAGR
Reported pharma revenue		28,866	32,530	36,503	41,219	12.6%
		10%	13%	12%	13%	
Oncology		10,734	13,925	16,137	18,311	19.5%
Key driver products		22%	30%	16%	13%	
1	Fukewei 福可维	4,500	4,725	4,961	5,209	
		5%	5%	5%	5%	
Oncology old portfolio		3,744	3,744	3,819	3,895	
		(2%)	-	2%	2%	
2	八因子	1	200	800	1,000	
		-	19,900%	300%	25%	
3	PD-1	809	500	600	600	
		20%	(38%)	20%	-	
4	G-CSF		800	1,000	1,200	
				25%	20%	
5	PD-L1	500	800	1,200	1,500	
			60%	50%	25%	
6	bAvastin 安倍斯+bHerceptin+bRituxan 得利妥+bPerjeta		2,000	2,200	2,500	
				10%	14%	
7	HER2 Zongertinib		-	300	500	
					67%	
8	CDK2/4/6		-	100	300	
					200%	
9	Claudin18.2 ADC				200	
10	CCR8 单抗				100	
11	EGFR/cMET 双抗				50	
12	EpCam/CD3				100	
Hepatitis portfolio		3,438	3,369	3,738	4,450	9.0%
Key driver products		(10%)	(2%)	11%	19%	
Hepatitis old/legacy products			3,369	3,538	3,750	
			(2%)	5%	6%	
1	Lanifibranor			200	500	
2	FGF21				200	
Surgery/analgesia medicines		4,458	5,301	6,085	6,946	15.9%
Key driver products		19%	19%	15%	14%	
1	Debaian 得百安	2,500	3,125	3,594	4,025	
		10%	25%	15%	12%	
2	苏乐达 利斯的明透皮贴剂		100	250	500	
Surgery/Analgesia old portfolio		1,958	2,076	2,242	2,421	
			6%	8%	8%	
Respiratory		3,152	2,679	2,947	3,536	3.9%
		6%	(15%)	10%	20%	
CCV 心血管		2,169	2,256	2,346	2,464	4.3%
		(21%)	4%	4%	5%	
Others		4,915	5,000	5,250	5,513	3.9%
		73%	5%	5%	5%	

资料来源: 招商证券(香港)预测

图8: 招证预测中生的2025年损益表调整

	2025E		
	OLD	NEW	Chg (%)
Consolidated revenue	28,457	32,530	14%
Cost of goods sold	(5,691)	(5,855)	3%
Gross profit	22,765	26,675	17%
Other income	854	976	14%
(-) Total SG&A expense	(11,919)	(13,675)	15%
Administrative expenses	(2,101)	(2,452)	17%
Selling and distribution costs	(9,818)	(11,223)	14%
R&D expenses	(4,838)	(5,530)	14%
Profit from JV&Asso.	(200)	(200)	-
EBIT	6,663	8,246	24%
EBITDA	7,919	9,573	21%
(+/-) Finance (expense)/income - net	(225)	(43)	(81%)
(+/-) Other gains/losses	-	-	n.a.
Profit before tax	6,438	8,203	27%
(-) Tax	(901)	(1,025)	14%
Net Profit	5,537	7,178	30%
(+/-) Minority interest	(2,630)	(3,384)	29%
Net profit attributable to shareholders	2,907	3,793	30%
Adj. underlying profit	3,087	3,973	29%

资料来源: 招商证券(香港)预测

图9: 招证预测中生的2025/2026/2027三年收入及净利润与Visible Alpha中的一致预期对比

	CMSe			VA Consensus estimates (2025/8)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Revenue	32,530	36,503	41,219	33,486	36,490	40,327
Diff.	-3%	0%	2%			
Net Profit	3,793	4,437	4,963	3,876	4,483	4,960
Diff.	-2%	-1%	0%			

资料来源: 招商证券(香港)预测, Visible Alpha

中国生物制药旗下肿瘤主要创新品种

因为安罗替尼市场已经有诸多阐述，不再做表述。我们比较看好宗格替尼和库莫西利这两款小分子，以及 TQB2102 (HER2 双抗 ADC)。对中国生物在肺癌和乳腺癌领域的深度布局，我们认为市场应该加以重视。

1. Zongertinib (HER2 特异性 TKI) 宗格替尼

- Zongertinib/BI 1810631 是勃林格殷格翰公司研发的一种小分子 HER2 共价抑制剂，已被美国 FDA 授予快速通道资格认定，以及在中国 NMPA 纳入优先审评，用于成人携带 HER2 激活突变且既往接受过系统治疗的不可切除或转移性非小细胞肺癌 (NSCLC) 的治疗。2024 年 4 月，BI 与中国生物制药签署了战略合作协议。双方将依托各自优势和资源，共同在中国内地研发和商业化 BI 的肿瘤药物管线，其中就包括了宗格替尼。预计该产品将在 **2026 年上半年**获批上市。我国 NSCLC 患者的 HER2 基因突变比例约为 2%-4%。既往经验表明，HER2 突变 NSCLC 患者预后更差，自 IV 期诊断后的中位总生存期 (OS) 仅有 1.6-1.9 年，其无进展生存期 (PFS) 短于 EGFR 突变和 ALK/ROS1 重排阳性的 NSCLC。
- 在携带 HER2 突变体驱动 PDX 模型中，包括 NSCLC (HER2 YVMA 插入突变)、胆管癌 (SDC4-NRG1 融合) 和乳腺癌 (V777L HER2 突变)，宗格替尼显示出显著的抗肿瘤活性，且没有明显的 EGFR 相关毒性。此外，宗格替尼在 HER2 突变体 NSCLC 细胞系中表现出对 HER2 靶向抗体偶联药物 (ADC) 德曲妥珠单抗耐药性的克服能力。DS-8201 德曲妥珠单抗 (trastuzumab deruxtecan)，虽然带来了疗效，但也常常伴随着严重的副作用，其中最令人担忧的是可能危及生命的间质性肺疾病 (ILD)。
- Beamion LUNG-1 试验 (ClinicalTrials.gov 编号: NCT04886804) 是一项分阶段进行的全球性临床研究。此次在 NEJM 上发布的，是 Ib 期的主要分析数据，聚焦于既往接受过治疗的 HER2 突变晚期或转移性 NSCLC 患者。研究设计了多个队列，以全面评估 Zongertinib 在不同患者亚群中的疗效和安全性。
- Zongertinib 的潜力不仅体现在整体数据上，还在多个患者亚组中得到验证：
 - **脑转移 (Brain Metastases):** 晚期 NSCLC 患者常常面临脑转移的困扰，这显著影响预后。在队列 1 的 75 名患者中，有 37% (28 名患者) 在基线时存在脑转移。在这 28 名脑转移患者中，经 RECIST 1.1 标准评估，全身客观缓解率 (systemic ORR) 达到了 64% (18 名患者)。更重要的是，在可评估的 27 名脑转移患者中，经 RANO-BM 标准评估的颅内客观缓解率 (intracranial ORR) 达到了 41% (11 名患者)。这提示 Zongertinib 可能具有较好的血脑屏障穿透能力，有望成为控制脑转移患者的有效选择。
 - **不同 TKD 突变亚型:** HER2 TKD 突变内部也存在多种类型。研究显示，Zongertinib 对最常见的 A775_G776insYVMA 插入突变显示出高达 81% (48 名患者中 39 名) 的 ORR，对 P780_Y781insGSP 插入突变显示出高达 75% (8 名患者中 6 名) 的 ORR。这表明 Zongertinib 对多种 HER2 TKD 突变亚型均有效。
 - **既往治疗线数:** 队列 1 的患者被定义为既往接受过治疗，其中 39% 的患者接受过至少两种既往全身治疗，这说明这是一群经过多线治疗的患者。Zongertinib 在这些重度预处理的患者中仍能取得如此高的缓解率和持久疗效，尤为不易。

2. TQB3616 (CDK2/4/6) 库莫西利

- 中国生物制药的 CDK2/4/6 抑制剂库莫西利是其肿瘤管线中极具潜力的创新药物，其核心定位为覆盖 HR+/HER2-乳腺癌患者的多线治疗需求，并在辅助治疗和克服耐药方面展现显著优势。库莫西利拥有显著的先发优势，是全球进展最快的 CDK2/4/6 抑制剂。海外市场，两个 CDK2/4/6 抑制剂已经终止开发，包括辉瑞的 PF-07224826 和 Nuvation Bio 的 NUV-422。国内其他在研同类产品均处在 I 期临床或临床前。
- 在二线治疗局部晚期或转移性乳腺癌的三期临床中，库莫西利联用氟维司群的 mPFS 达到 16.6 个月，HR = 0.36，优于哌柏西利、阿贝西利和瑞波西利 (mPFS 为 11.2~16.4 个月)。同时，由于库莫西利

对于 CDK6 靶点的抑制力优化，库莫西利展现了更优的安全性。根据中国生物制药披露的数据，库莫西利的不良事件多为 1-2 级，未发生治疗相关的导致终止或死亡的安全性事件，而哌柏西利的 3-4 级不良事件占比为 73%。此外，哌柏西利、阿贝西利和瑞波西利的严重不良事件占比为 10-30% 之间。

3. TQB2102 (HER2 双抗 ADC)

- TQB2102 是正大天晴自主研发的一种靶向 HER2 两个非重叠表位 ECD2 及 ECD4 的抗体偶联药物 (ADC)。注射用 TQB2102 静注入血后，抗体部分与 HER2 阳性肿瘤细胞表面 ECD2、ECD4 结合，ADC 复合物经细胞内吞并转运到溶酶体，连接子经酶切后释放出小分子药物，导致 DNA 损伤和细胞死亡。TQB2102 通过设计氘代设计，在合成过程也避免使用了第一三共 DS8201 所保护的 linker 结构，巧妙的绕过了不可切割 linker 的专利保护。截至 2024 年 11 月 1 日数据截止，中位随访时间为 7.16 个月。队列 1 的 ORR 为 53.4% (39/73)，7.5mg/kg 剂量组 (58.3%) 的 ORR 优于 6.0mg/kg 剂量组 (48.7%)。在 HR 阳性患者 (27/50, ORR 54.0%) 和 HR 阴性患者 (12/23, ORR 52.2%) 的亚组中均观察到了客观缓解；7.5mg/kg 剂量组 HR+ 和 HR- 的 ORR 分别为 66.7% (14/21) 和 46.7% (7/15)。对于既往接受过 ADC 治疗的 HER2 低表达患者，ORR 为 44.4% (4/9)。在队列 1 中，DCR 为 86.3% (63/73，其中 6 名患者不可用)，中位 PFS 尚未成熟。
- 2025 年 ASCO 会议摘要内容公布，正大天晴首次公布了 HER2 双抗 ADC 药物 TQB2102 的临床数据。71 例 (97.3%) HER2 低表达患者报告了 TRAE。≥3 级 TRAE 和严重 TRAE 分别报告 30 例 (41.1%) 和 13 例 (17.8%) 患者。主要 TRAE 包括中性粒细胞减少、白细胞减少、贫血、恶心、呕吐。两种剂量下常见 TRAE 和 ≥3 级 TRAE 的发生率相似，贫血等血液学毒性在 7.5mg/kg 剂量下略高于 6.0mg/kg 剂量，但均在可耐受范围内。队列 1 患者未报告间质性肺疾病。

图10: 中国生物制药在肺癌和乳腺癌领域的深度布局 and 管线开发进展

肿瘤-非小细胞肺癌 全面布局非小细胞肺癌领域，覆盖多种分型的全线治疗



非小细胞肺癌		(新) 辅助		一线			二线			三线及以上	
驱动基因 阴性 (55%) 全球每年 ~120万 新发患者	非鳞癌	贝莫苏拜单抗 +安罗替尼	贝莫苏拜+ 安罗替尼+化疗	LM-168 (CTLA-4 ^{TME})★	LM-2168 (PD-1/CTLA-4 ^{TME})★	PRMT5i	贝莫苏拜+ AL2846 (c-Met TKI)	TQB2101 (ROR1 ADC)	LM-2168 (PD-1/CTLA-4 ^{TME})★	安罗替尼	
				TQB2101 (ROR1 ADC)	LM-2199 (EGFR/VEGF)	MAT2Ai		LM-2199 (EGFR/VEGF)	TQB2101 (ROR1 ADC)		
	鳞癌	派安普利单抗 +化疗	LM-168 (CTLA-4 ^{TME})★	LM-2168 (PD-1/CTLA-4 ^{TME})★	PRMT5i	LM-2199 (EGFR/VEGF)	LM-2168 (PD-1/CTLA-4 ^{TME})★	LM-317 (NaPi2b ADC)	安罗替尼		
										贝莫苏拜+ 安罗替尼+化疗	TQB2101 (ROR1 ADC)
驱动基因 阳性 (45%) 全球每年 ~100万 新发患者	EGFR		TQB2922 ★ (EGFR/c-MET)	TQB3002 (四代EGFRi)	LM-2199 (EGFR/VEGF)		TQB6411 ★ (EGFR/c-Met ADC)	LM-2199 (EGFR/VEGF)	EGFR PROTAC	安罗替尼	
							TQB3002 (四代EGFRi)				
	KRAS		pan-KRASI	RAS分子胶 /PROTAC			格索雷塞	pan-KRASI		安罗替尼	
	ALK/ROS1	依奉阿克	安奈克替尼	依奉阿克	第四代ALKi		第四代ALKi			安罗替尼	

获批上市 NDA/注册临床 临床探索 临床前

12

肿瘤-乳腺癌 深度布局乳腺癌三大亚型，系统覆盖全线治疗场景



		(新) 辅助	一线	二线及以上
乳腺癌 全球每年 ~230万 新发患者	HR+ (60-70%)	TQB3616 (CDK2/4/6i) ★	TQB3616 (CDK2/4/6i) ★ ER PROTAC	TQB3616 (CDK2/4/6i) ★ TQB3915 (SERCA) ER PROTAC
	伴随PAM通路异常		PI3Kα	TQB3912 (AKTi) PI3Kα
	HER2 low (65% HR+, 35% TNBC)		TQB2102 (HER2双抗ADC) ★	TQB2102 (HER2双抗ADC) ★
	TNBC (10-15%)	TQB3122 (PARPi)	TQB3122 (PARPi) LM-319 (LIV-1 ADC)	TQB2101 (ROR1 ADC)
	HER2+ (15-20%)	赛妥® (曲妥珠单抗) 帕乐坦® (帕妥珠单抗)	赛妥® (曲妥珠单抗) TQB2930 (HER2双抗)	TQB2102 (HER2双抗ADC) ★

资料来源: 公司PPT

图 11: 中国生物制药的双抗ADC产品, 目前在全球双抗ADC类药物的临床开发中, 处于前列

Drug	Targets	Payload	Platform	Clinical Stage	Indication
JSKN-003	HER2/HER2	Topoisomerase I inhibitor	Linker: dibenzocyclooctyne tetrapeptide linker Platform: enzyme catalyzed and click chemistry based glycan-specific conjugation: charge repulsion induced bispecific (CRIB); knobs-into-holes(kiH)	III (2023.09.22)	Low-HER2, unresectable and/or metastatic breast cancer
BL-B01D1	EGFR/HER3	Topoisomerase I inhibitor (ED04)	DAR:8 Linker: cleavable linker Platform: IgG-scFv	III (2023.10.25)	Recurrent or metastatic nasopharyngeal carcinoma (NPC)
TQB2102	HER2/HER2	Topoisomerase I inhibitor (Dxd deuterium)	DAR:5.8 Linker: cleavable linker MC-GGFG Platform: kiH: scFv-Fab	III (2024.08.19)	Breast cancer
REGN5093-M114	cMet/cMet	Maytansine derivative (M24)	DAR: 3.2 Linker: cleavable linker M114 Platform: Veloci-Bi; VelociNator, common light chain strategy and modification of protein A binding avidity	I / II (2021.07.20)	cMet-overexpressing NSCLC; advanced cancer
MEDI4276	HER2/HER2	Tubulysin variant (AZ13599185)	DAR:4 Linker: protease-cleavable peptide based maleimidocaproyl linker Platform: scFv-(H)IgG	I (2015.09.28) STOP	HER2-expressing advanced solid tumors
ZW49	HER2/HER2	N-acyl sulfonamide auristatin payload (ZD02044)	DAR:2 Linker: protease cleavable linker Platform: Azymetric; ZymeLink; scFv-Fab	I (2019.01.28) STOP	Locally advanced or metastatic HER2-expressing cancers
M1231	MUC1/EGFR	Hemasterlin-related microtubule inhibitor	DAR:4 Linker: cleavable linker ValCit-PABA Platform: strand-exchange engineered domain (SEED)Xpress CF+ for site-specific conjugation; scFv-Fab	I (2021.01.04) STOP	Solid tumors, metastatic NSCLC, esophageal squamous cell carcinoma
IMGN151	FRα/FRα	Maytansinoid derivative(DM21)	DAR:3.5 Linker: cleavable peptide linker AAA Platform: KiH: scFv-Fab	I (2022.08.23)	Endometrial cancer, high grade serous adenocarcinoma of ovary, primary peritoneal carcinoma fallopian tube cancer
AZD9592	EGFR/cMet	Topoisomerase I inhibitor (AZ14170132)	DAR:6 Linker: cleavable linker Platform: DuetMab; KiH	I (2022.11.18)	Advanced solid tumors, NSCLC, head and neck neoplasms
IBI3001	B7-H3/EGFR	Exatecan	DAR:4 Linker: GlycoConnect Platform: afucosylated IgG like bispecific	I (2024.04.07)	Advanced solid tumors
BL-B16D1	EGFR/HER3	monomethyl auristatin E (MMAE)	DAR:undisclosed Linker: VC modified Platform: IgG-scFv	I (2024.06.27)	head and neck squamous cell carcinoma, breast cancer, other cancer
DM001	TROP-2/EGFR	Topoisomerase I inhibitor (BLD1102)	DAR:undisclosed Linker: protease-cleavable linker Platform: Renlite platform, common light chain	I (2024.06.28)	Advanced solid tumors
DM005	EGFR/c-Met	Topoisomerase I inhibitor (BLD1102)	DAR:undisclosed Linker: protease-cleavable linker Platform: Renlite platform, common light chain	I (2024.07.24)	Advanced solid tumors
DB-1419	PD-L1/B7H3	Topoisomerase I inhibitor (P1003)	DAR:6 Linker: cleavable linker MC-GGFG Platform: IgG-scFv	I (2024.08.16)	Advanced solid tumors

资料来源: 招商证券(香港)

中国生物制药旗下肝病及代谢主要创新品种

我们曾经在去年发表了[代谢肝病系列报告](#)，在这个领域，我们认为正大天晴一直是中国肝病市场的领导者，过去润众（恩替卡韦）、天晴甘美、天晴甘平等系列品牌深入人心。随着对代谢相关疾病认知的深入，我们认为该领域未来在中国市场有望回归到创新药企的研发主流，而中生目前在该领域，率先布局了 PPAR 和 FGF21 两个靶点，未来将有望领先市场。拉尼兰诺（泛 PPAR 激动剂）、TQA2225（重组人 FGF21-Fc 融合蛋白）目前正在分别在中国开展 III 期和 II 期临床试验，用于治疗代谢相关功能障碍脂肪性肝炎（MASH）。

针对 MASH 的新药研发的分子靶点主要用于调控肝脏脂质代谢、调控肝脏纤维化以及调控肝脏炎症反应与细胞凋亡，具有临床前景的靶点包括甲状腺激素受体 β （thyroid hormone receptor β , THR- β ）激动剂、法尼酯 X 受体（farnesoid x receptor, FXR）激动剂、PPAR 激动剂、GLP-1 类似物、成纤维细胞生长因子 19/21（fibroblast growth factor 19/21, FGF19/21）类似物等。在目前仍处在临床开发阶段的药物中，拉尼兰诺的开发进度全球领先，也是进展速度最快的 PPAR 激动剂。此外，多个 GLP-1 类药物和靶向 FGF21 的药物也正处在 III 期临床阶段。

图12：中国生物制药在肝病代谢领域，围绕PPAR小分子激动剂和FGF21融合蛋白，两款产品分别处于三期和二期

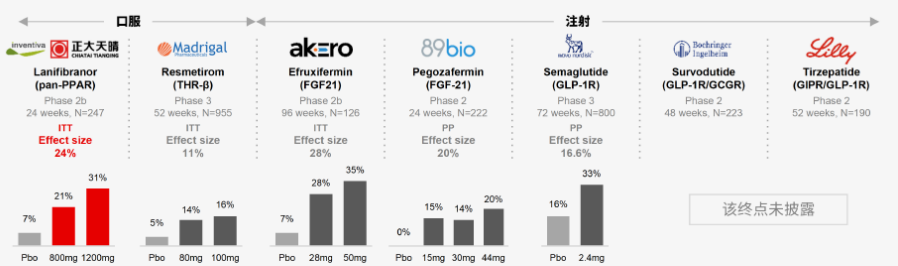
Lanifibranor (泛PPAR激动剂)

→ 3期已完成全球主队列入组，计划26年递交NDA

中国MASH口服药物开发进度：

公司	项目	靶点	中国进度
中国生物制药	Lanifibranor	pan-PPAR	III期 (2023)
众生药业	ZSP1601	pan-PDE	III期 (2022)
君圣泰	HTD1801	AMPK, NLRP3	III期 (2023)
辉瑞	Ervogastat/Clesacostat	DGAT2/ACC	II期 (2021)
东阳光	HEC96719	FXR	II期 (2021)
微芯生物	西格列他钠	pan-PPAR	II期 (2021)

终点：MASH改善且纤维化改善 ≥ 1 级¹⁾



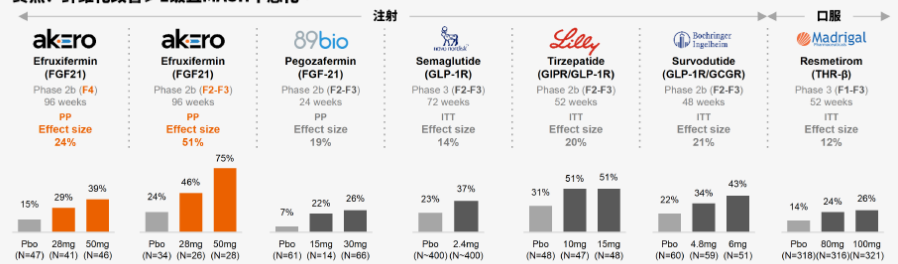
TQA2225 (FGF21融合蛋白)

→ 2期已完成全部受试者入组

全球FGF21靶点药物开发进度：

公司	项目	全球进度	市值/交易额 ²⁾
Akero	Efruxifermin	III期 (2023)	40亿美元
89bio	Pegzofermin	III期 (2023)	14亿美元
Boston Pharmaceuticals	Elimosfermin alfa	II期 (2021)	20亿美元
中国生物制药	TQA2225	II期 (2023)	-
东阳光	HEC88473	II期 (2023)	9.4亿美元
华东医药	DR10624	II期 (2024)	-
天士力	B1344	II期 (2022)	-

终点：纤维化改善 ≥ 1 级且MASH不恶化²⁾



资料来源：公司PPT

2022年9月，正大天晴与 Inventiva 达成协议，以 3.07 亿美元的总交易额获得 Lanifibranor 在中国的开发和商业权益。此前，Inventiva 曾公布过 Lanifibranor 两项 II 期临床结果。在纳入了 247 例伴有肝脂肪变性和中重度坏死性炎症且无肝硬化成人 NASH 患者的 NATIVE 研究中，Lanifibranor 1200mg 剂量组脂肪变性活动性纤维化（SAF）活动度评分至少降低 2 分且肝纤维化不恶化的患者比例显著高于安慰剂组（49% vs. 27%；P=0.004 或 55% vs. 34%；P=0.015）。

图13: PPAR小分子激动剂Lanifibranor在海外的临床二期试验结果

Lanifibranor demonstrated statistical significance on all histological endpoints in both ITT and PP populations

PHASE IIb

EFFICACY

KEY ENDPOINTS

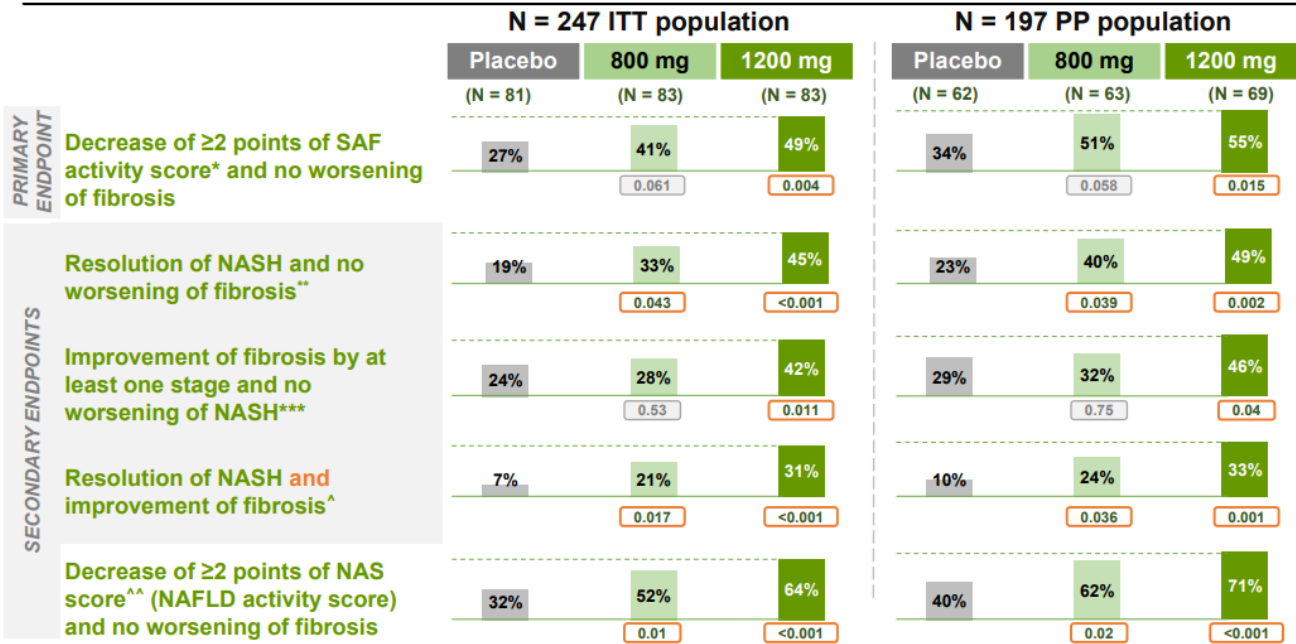
xx

Statistically significant

xx

Non-statistically significant

Key Phase IIb results by endpoint



* Response is defined as a decrease from baseline to week 24 of at least 2 points of the SAF Activity score (SAF-A) with no worsening of the NAS Fibrosis score (NAS-F). No worsening means that score remains stable or decreases; ** Resolution of NASH and no worsening of fibrosis at week 24: NAS-I = 0 or 1 (NAS-Inflammation), NAS-B = 0 (NAS-Ballooning) and no worsening of NAS-F from baseline; *** Improvement of liver fibrosis ≥ 1 stage and no worsening of NASH at week 24; ^ Resolution of NASH and improvement of fibrosis at week 24: NAS-I = 0 or 1, NAS-B = 0 and an improvement of NAS-F ≥ 1 stage; ^^ NAS score is a commonly accepted, semi-quantitative evaluation of biopsy results that assesses the severity of steatosis, inflammation and ballooning in the liver.

Corporate Presentation | 2023

inventiva

Property of Inventiva | 23

资料来源: Inventiva公司PPT

中国生物制药旗下呼吸领域主要创新品种

我们今年发表了[免疫系列新药研究](#)，尤其针对过敏/超敏型反应，今年来收购频出。慢性阻塞性肺病（COPD）历史上该疾病领域主要的药物集中在三家企业：阿斯利康、勃林格殷格翰和 GSK。产品由早期的单方制剂逐步过渡至目前的二联/三联 FDC（fixed dosed combination，固定剂量组合）产品为主，但随着新靶点的发现，未来格局有望打破。

- 6 月 26 日，美国 FDA 批准 Verona 公司的 Ohtuvayre（ensifentrine）上市，作为维持疗法治疗慢性阻塞性肺病（COPD）成人患者。Verona 新闻稿指出，该药是 COPD 治疗领域近 20 年以来首个获批上市的新机制吸入制剂。该公司刚被默沙东以 100 亿美元收购。
- 7 月 3 日，赛诺菲 Dupixent 针对 COPD 获欧洲药品管理局（EMA）批准作为以嗜酸性粒细胞水平升高为特征的不受控制的慢性阻塞性肺病（COPD）患者的附加维持治疗，成为 COPD 治疗领域的首个获批生物制剂。
- IL-33 抑制剂 itepekimab 针对中重度 COPD 患者的研究（NCT03546907，n=343）结果发现在既往吸烟者亚组中，可减少 52 周中重度 COPD 急性发作年率。而另一种 IL-33 抑制剂 MSTT1041A 也进行了针对中重度 COPD 患者的研究（NCT03615040，n=81），结果尚未发表。

同肝病领域一样，天晴同样是中国呼吸用药的市场领导者，天晴速乐以及诸多产品目前已经在终端深度覆盖。TQC3721（PDE3/4）小分子，是一款具有差异化优势的慢性阻塞性肺病（COPD）治疗药物。我们认为该产品在中国市场未来有 50-60 亿潜力。

PDE3 抑制可直接作用于支气管平滑肌实现支气管扩张，而 PDE4 抑制则通过下调炎症细胞（如中性粒细胞、巨噬细胞）活性发挥抗炎作用。TQC3721 同时抑制 PDE3 和 PDE4 双靶点既规避了单靶点 PDE4 抑制剂剂量依赖性的安全性风险，也将扩张气道与抑制炎症的关键功能整合于单一分子。

- COPD 的常用药物包括支气管舒张剂（LABA、LAMA）、ICS 等。根据《Global Initiative for Chronic Obstructive Lung Disease（2025）》，对于使用两种支气管扩张剂后呼吸困难症状仍未改善的患者，可考虑使用恩司芬群（ensifentrine，PDE3/4 抑制剂），而罗氟司特（PDE4 抑制剂）则在临床中通常作为急性加重 COPD 患者的末线疗法，可使存在慢性支气管炎、重度至极重度及既往有急性加重病史的慢阻肺患者中重度急性加重发生风险下降。
- 中国生物制药的 TQC3721 已经于 2025 年 6 月获得 CDE 批准开展 3 期临床，是全球研发进度第二快的 PDE3/4 抑制剂。此外，同靶点的临床阶段在研品种还包括海思科的 HSK39004（II 期临床阶段）、恒瑞医药的 HRS-9821（I 期临床阶段），因此该靶点的研发竞争非常温和。

图 14: 中国生物制药针对呼吸领域的主要开发项目					
中生呼吸开发项目	授权区域	靶点/作用机制	授权主题	中国研发阶段	治疗领域
TQC2731/Bosakitug	大中华区	TSLP 单抗	博奥信	III期临床	重度哮喘，性鼻窦炎伴x鼻窦肉
TQC3721	全球	PDE3/4 抑制剂		II期临床	中重度慢性阻塞性肺疾病（COPD），中度至重度特应性皮炎
TDI01	大中华区	ROCK2 抑制剂		III期临床	COPD维持治疗（BTD）
TCR1672	全球	P2X3拮抗剂		II期临床	cGVHD（BTD）
TQH2722	全球	IL-4Ralpha 单抗	博奥信	临床	特发性肺纤维化，慢性鼻窦炎伴鼻息肉，肥胖
					慢性咳嗽
CPX102	大中华区、巴西、沙特、泰国等19个国家	IL-29	先为达生物	II期临床	慢性鼻窦炎伴鼻息肉，季节性过敏性鼻炎
TQC2938	全球	ST2单抗		II期临床	婴幼儿呼吸道合胞病毒（RSV）感染
					COPD

资料来源：招商证券（香港）

图 15: 正大天晴自2024年以来新产品获批情况				
批准文号	药品名称	注册分类	批准日期	治疗类别（大类）
国药准字 H20253156	注射用头孢他啶阿维巴坦钠	4	2025/1/14	全身用抗感染药物
国药准字 H20253039	艾地骨化醇软胶囊	4	2025/1/2	消化系统及代谢药
国药准字 H20253040				
国药准字 H20249845	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	4	2024/12/25	抗肿瘤和免疫调节剂
国药准字 S20240054	帕妥珠单抗注射液	3.3	2024/12/17	抗肿瘤和免疫调节剂
国药准字 H20249690	甲磺酸艾立布林注射液	4	2024/12/6	抗肿瘤和免疫调节剂
国药准字 H20240037	格索雷塞片	1	2024/11/5	抗肿瘤和免疫调节剂
国药准字 H20240021	枸橼酸依奉阿壳胶囊	1	2024/6/11	抗肿瘤和免疫调节剂
国药准字 H20240022				
国药准字 H20240023				
国药准字 S20240017	贝莫苏拜单抗注射液	1	2024/4/30	抗肿瘤和免疫调节剂
国药准字 H20240010	富马酸安奈克替尼胶囊	1	2024/4/24	抗肿瘤和免疫调节剂
国药准字 H20240011				
国药准字 S20240026	利拉鲁肽注射液	3.3	2024/6/18	消化系统及代谢药
国药准字 H20249175	恩曲他滨丙酚替诺福韦片（II）	4	2024/10/22	全身用抗感染药物
国药准字 H20244241	比卡鲁胺片	4	2024/6/28	抗肿瘤和免疫调节剂
国药准字 H20243918	钆特醇注射液	4	2024/6/4	杂类
国药准字 H20243378	碘普罗胺注射液	4	2024/3/19	杂类
国药准字 H20243379				
国药准字 H20243111	注射用磷酸特地唑胺	4	2024/1/30	全身用抗感染药物
国药准字 H20243006	艾曲泊帕乙醇胺片	4	2024/1/9	血液和造血系统药物

资料来源：米内数据库

图16: 中生旗下最大子公司正大天晴产品线

药品名称	药品类型	注册分类	适应症	最高研发阶段	靶点
TQB3616 胶囊	化学药	1	乳腺癌	申报上市	CDK4/6
TQ05105 片	化学药	1	骨髓纤维化、慢性移植抗宿主病	申报上市	JAK/ROCK
索格麟片	化学药	1	非小细胞肺癌	申报上市	HER2
TQ-B3525 片	化学药	1	滤泡性淋巴瘤	申请上市	PI3K α / δ
TQB3823 片	化学药	1	上皮性卵巢癌、输卵管癌等	III期临床	PARP
AL2846 胶囊	化学药	1.1	晚期非小细胞肺癌、甲状腺癌	III期临床	c-Met
Lanifibranor 片	化学药	1	非酒精性脂肪性肝炎	III期临床	PPAR
抗菌肽 PL-5 喷雾剂	化学药	1.1	继发性创面感染	III期临床	抗菌肽
TQB3454 片	化学药	1	胆道癌	III期临床	IDH1
TQH2722 注射液	治疗用生物制品	1	特应性皮炎、鼻窦炎	III期临床	IL-4
TQB3473 片	化学药	1	原发免疫性血小板减少症	III期临床	SYK
注射用 TQB2102	治疗用生物制品	1	复发/转移性乳腺癌	III期临床	HER2 ADC
TQC2731 注射液	治疗用生物制品	1	重度哮喘、鼻窦炎伴有鼻息肉	III期临床	TSLP
TQA3526 片	化学药	1	原发性胆汁性胆管炎	II期临床	FXR
TQ-A3334 片	化学药	1	乙肝、非小细胞肺癌	III期临床	TLR7
TQ-F3083 胶囊	化学药	1.1	2 型糖尿病	II期临床	DPP-4
吸入用 TQC3721 混悬液	化学药	1	COPD	III期临床	PDE3/4
TQH3821 片	化学药	1	类风湿关节炎	II期临床	IRAK4
TQH3910 片	化学药	1	类风湿关节炎	II期临床	
TQB2868 注射液	治疗用生物制品	1	胰腺癌、肝细胞癌	III期临床	PD-1/TGF- β
TQB2618 注射液	治疗用生物制品	1	鼻咽癌等	III期临床	TIM-3
TQA3810 片	化学药	1	慢性乙型肝炎	II期临床	
注射用重组人 FGF21-Fc 融合蛋白	治疗用生物制品	1	非酒精性脂肪性肝炎	II期临床	FGF21
TQA3605 片	化学药	1	慢性乙型肝炎	II期临床	HBV
TQB2916 注射液	治疗用生物制品	1	晚期恶性肿瘤	II期临床	CD40
TQB8702 片	化学药	1	复发或难治性血液肿瘤	III期临床	BTk
TQH3906 胶囊	化学药	1	中重度斑块状银屑病	II期临床	TYK2
TQB2825 注射液	治疗用生物制品	1	B 细胞非霍奇金淋巴瘤	II期临床	CD20/CD3
TQC2938 注射液	治疗用生物制品	1	中重度哮喘	II期临床	IL-33
TQB3909 片	化学药	1	急性髓系白血病等	I b/II期临床	BCL-2
TQB8728 片	化学药	1	非小细胞肺癌、头颈部肿瘤	I b/II期临床	IAP
TQB3912 片	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I b/II期临床	AKT
TQA3038 注射液	化学药	1	慢性乙型肝炎	I b/IIa 期临床	siRNA
TQA3729 胶囊	化学药	1	慢性乙型肝炎	I 期临床	
TQB3558 片	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	TRK
TQB3602 胶囊	化学药	1	多发性骨髓瘤	I 期临床	蛋白酶体
TQB83303 片	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	CDK4/6
TQC3564 片	化学药	1	哮喘	I 期临床	CRTH2
TQB3804 片	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	四代 EGFR
TQA3563 片	化学药	1	非酒精性脂肪性肝炎	I 期临床	
TQB3562 片	化学药	1	晚期实体瘤	I 期临床	IDO1
注射用 TQB3474	化学药	1	晚期实体瘤	I 期临床	HSP90
TQB3455 片	化学药	1	血液瘤	I 期临床	IDH2
TQB3456 片	化学药	1	非小细胞肺癌	I 期临床	EGFR
TQ05510 胶囊	化学药	1	2 型糖尿病	I 期临床	DPP-4
TQ-A3326 片	化学药	1	丙型肝炎病毒性肝炎	I 期临床	NS5A
注射用 TQ-B3203	化学药	1	晚期实体瘤	I 期临床	TOP1
TQ-B3233 胶囊	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	RafB
TQ-B3395 胶囊	化学药	1.1	乳腺癌	I 期临床	EGFR
TQ-B3234 胶囊	化学药	1.1	恶性肿瘤	I 期临床	MEK
马来酸舒布替尼胶囊	化学药	1.1	抗肿瘤	I 期临床	KIT/PDGFRB/VEGFR
TQB3720 片	化学药	1	前列腺癌	I 期临床	AR
TQB2858 注射液	治疗用生物制品	1	晚期高级别肉瘤	I 期临床	PD-L1/TGF- β
TQB3820 片	化学药	1	恶性血液肿瘤	I 期临床	CRBN
TQB3824 片	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	CDC7
TQB3811 片	化学药	1	实体瘤	I 期临床	TKI
注射用 TQB2825	治疗用生物制品	1	肿瘤	I 期临床	CD20/CD3
TQB3617 胶囊	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	BET
TQB2928 注射液	治疗用生物制品	1	晚期非小细胞肺癌	I 期临床	CD47
TQB3915 片	化学药	1	实体瘤	I 期临床	SERCA
注射用 TQB2930	治疗用生物制品	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	HER2
TQH2929 注射液	治疗用生物制品	1	银屑病	I 期临床	IL-36R
注射用 TQB2103	治疗用生物制品	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	CLDN18.2 ADC
注射用 TQB2934	治疗用生物制品	1	多发性骨髓瘤、轻链型淀粉样变	I 期临床	BCMA/CD3
注射用 AP026	治疗用生物制品	1	2 型糖尿病	I 期临床	FGF21/GLP-1
TQB2223 注射液	治疗用生物制品	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	LAG-3
注射用 TQB2922	治疗用生物制品	1	NSCLC 等晚期恶性肿瘤	I 期临床	EGFR/c-Met
TQB3015 片	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	ATR
TQB3107 片	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	XPO1
TQB3117 片	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	ATM
TQC3927 吸入粉雾剂	化学药	1	阻塞性肺病	I 期临床	
TQB3006 片	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	
TQB3911 片	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	
注射用 TQB2029	治疗用生物制品	1	多发性骨髓瘤	I 期临床	GPCR5D/CD3
TQB3002 片	化学药	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	EGFR
TQB2252 注射液	治疗用生物制品	1	晚期恶性肿瘤	I 期临床	
TQC3721 吸入粉雾剂	化学药	1	COPD	I 期临床	
TQG3926 片	化学药	1	糖尿病肾脏疾病	获批临床	
TQB2253 注射液	治疗用生物制品	1	晚期恶性肿瘤	获批临床	
TQG3020 片	化学药	1	肺动脉高压、慢性心力衰竭	获批临床	
注射用 TQB2101	治疗用生物制品	1	晚期恶性肿瘤	获批临床	ROR1
TQB2210 注射液	治疗用生物制品	1	晚期恶性肿瘤	获批临床	FGFR2b
TQB3019 胶囊	化学药	1		申请临床	
TQA3572 片	化学药	1		申请临床	
TQB2930 注射液	治疗用生物制品	1		申请临床	HER2

资料来源: 米内数据库

SOTP估值

图17: SOTP估值(百万人民币)

Key assets – SBP's share	Previous	Revised	% chg
Anlotinib (安罗替尼)	10,118	11,944	18%
Runzhong (恩替卡韦)	56	75	35%
Tianqing ganmei (天晴甘美注射液)	1,340	1,802	35%
Aisuping (艾苏平)	601	839	40%
TDF (富马酸替诺福韦二吡呋酯)	423	569	35%
Lenalidomide (来那度胺)	219	295	35%
Yilunping (依轮平)	125	208	66%
Tuotuo tablet (托妥片)	157	262	66%
PD-1	533	622	17%
PD-L1		2,038	n.a.
R&D Pipeline			n.a.
EGFR/cMET	654	1,500	129%
CDK2/4/6 库莫西利	545	2,038	274%
HER2 宗格替尼	436	5,000	1048%
PPAR	2,238	3,000	34%
FGF21	2,060	12,000	483%
PDE3/4	540	6,284	1050%
CCR8 and others		5000	n.a.
Other pipeline portfolio	21,793	-	-100%
Other associates – SBP's share	3,758	3,758	0%
Net cash	137	137	0%
SOTP Valuation	45,733	132,295	189%
No of shares (mn)	19,283	19,283	0%
Equity valuation	59,453	185,213	212%
TP per share (HKD)	3.4	9.8	189%

资料来源: 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称“招商证券”）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员进行开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828