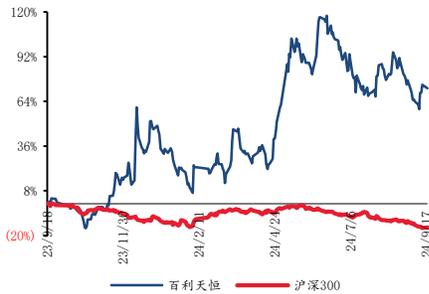


## 2线UC 6个月PFS率100%，关注年底乳腺癌数据更新

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	4.01/0.90
总市值/流通(亿元)	659.77/148.82
12个月内最高/最低价(元)	215.71/76.32

### 相关研究报告

《百利天恒深度报告(688506):厚积薄发的ADC和多抗龙头,携手BMS掘金全球市场(2024.08.31)》

### 证券分析师:周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com  
分析师登记编号: S1190523060002

### 证券分析师:霍亮

E-MAIL: huoliang@tpyzq.com  
分析师登记编号: S1190523070002

### 研究助理:戎晓婕

E-MAIL: rongxj@tpyzq.com  
一般证券业务登记编号: S1190123070050

### 事件:

近日,公司在2024 ESMO上首次公布了EGFRxHER3双抗ADC BL-B01D1在尿路上皮癌(UC)、食管鳞癌(ESCC)及胆道癌(BTC)的有效性及安全性数据,其中BL-B01D1治疗局部晚期或转移性UC的II期临床试验结果入选2024 ESMO优选口头报告专场。

### 观点:

**2线UC早期疗效数据优秀,ILD低发生率进一步验证BL-B01D1安全性。**1) UC: 2.2mpk剂量下,对于经过1次化疗和IO治疗的12例患者(100%PD-(L)1经治,含铂化疗9例,ADC2例,吉西他滨1例),cORR为75%,6个月的PFS率为100%;在全部的27例患者(中位前线治疗线数2,52%接受过1-2种ADC治疗),ORR为40.7%(cORR为33.3%),DCR为96.3%,6个月的PFS率为62.4%;未观察到ILD发生。2)对于3LESCC,52例2.5mg/kg剂量组人群,ORR为42.3%,DCR为80.8%,mPFS为5.0个月,6个月的OS率为64.5%;≥3级TRAE发生率为53%,观察到1例3级ILD。3)对于3L BTC,21例2.5mg/kg剂量组人群,ORR为28.6%,DCR为76.2%。

我们认为本次数据初步验证了BL-B01D1用于含铂化疗和免疫经治的UC具有高响应率和良好的安全性。中国每年新发UC患者约10万例,其中约20%确诊时已发生转移或病程已进展至不可切除阶段(la/mUC)。la/mUC前线推荐疗法为含铂化疗或免疫治疗,后线治疗推荐Nectin-4 ADC、HER2 ADC等。2024 ESMO数据显示,对于含铂化疗和免疫经治患者,BL-B01D1具有比EV更高的响应率(cORR 75% vs 40.6%)。此外,对于更加后线、更高比例接受1-2次ADC治疗的UC患者,BL-B01D1也显示出积极的抗肿瘤效果(ORR 40.7%)。安全性方面,34例2.2mg/kg剂量组患者,≥3级TRAE发生率52.9%,停药比例为5.9%,未观察到治疗相关死亡及ILD。

**近期重点关注12月乳腺癌数据更新,BMS预计2025年启动首项海外3期。**1)国内进展,公司已经在国内启动7项BL-B01D1用于多项实体瘤的3期注册临床,2025年有望完成鼻咽癌或食管癌3期临床,并提交上市申请;2)海外进展,BL-B01D1的海外1期临床顺利推进,数据有望于2025年读出;此外,BMS预计将于2025年启动首个海外注册3期临床;3)数据催化:圣安东尼奥乳腺癌研讨会(SABCS,12月10日-13日)上乳腺癌数据的更新值得关注。

#### 投资建议：

我们分别使用 DCF 法和 NPV 法进行估值并取二者的平均数，测算出目标市值为 1076 亿元人民币，对应股价为 268.33 元，维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示

创新药研发不及预期：存在无法成功或及时完成药物临床开发、获得监管批准和商业化的风险；医药行业政策变化风险：如不能及时调整经营策略以适应医疗卫生体制改革带来的市场规则和监管政策的变化，将对公司的经营产生不利影响；宏观环境风险：公司在中美两地设有研发中心，未来国际政治、经济、市场环境的不确定性，可能对公司海外业务经营造成一定的不利影响。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	5.62	58.64	26.86	23.43
营业收入增长率(%)	-20.11%	943.67%	-54.20%	-12.76%
归母净利（亿元）	-7.80	39.98	1.51	-13.88
净利润增长率(%)	—	612%	-96%	-1019%
摊薄每股收益（元）	-1.95	9.97	0.38	-3.46
市盈率（PE）	—	16.50	437.09	—

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (亿元)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4.04	30.93	38.57	25.05
应收和预付款项	1.75	12.89	6.22	5.50
存货	1.41	1.38	1.40	1.41
其他流动资产	0.56	2.78	1.45	1.30
流动资产合计	7.76	48.00	47.63	33.27
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.02	0.02	0.02	0.02
固定资产	4.48	4.96	5.40	5.78
在建工程	0.81	0.79	0.77	0.74
无形资产开发支出	0.28	0.28	0.28	0.28
长期待摊费用	0.02	0.02	0.02	0.02
其他非流动资产	8.65	50.36	49.99	35.63
资产总计	14.25	56.42	56.47	42.47
短期借款	2.75	2.75	2.75	2.75
应付和预收款项	3.39	2.14	2.16	2.18
长期借款	1.84	1.84	1.84	1.84
其他负债	4.75	7.95	6.47	6.32
负债合计	12.73	14.68	13.22	13.09
股本	4.01	4.01	4.01	4.01
资本公积	8.59	8.61	8.61	8.61
留存收益	-11.09	29.03	30.54	16.67
归母公司股东权益	1.52	41.74	43.25	29.38
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1.52	41.74	43.25	29.38
负债和股东权益	14.25	56.42	56.47	42.47

**现金流量表 (亿元)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	-6.15	27.13	8.82	-12.33
投资性现金流	-0.82	-1.00	-1.00	-1.00
融资性现金流	0.91	0.63	-0.19	-0.19
现金增加额	-6.09	26.89	7.63	-13.52

资料来源: 携宁, 太平洋证券

**利润表 (亿元)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5.62	58.64	26.86	23.43
营业成本	2.29	2.26	2.29	2.31
营业税金及附加	0.10	1.09	0.50	0.44
销售费用	2.51	2.56	2.61	2.67
管理费用	1.17	1.40	1.54	1.69
财务费用	0.21	0.15	-0.12	-0.20
资产减值损失	-0.13	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-7.69	39.98	1.51	-13.88
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-7.69	39.98	1.51	-13.88
所得税	0.11	0.00	0.00	0.00
净利润	-7.80	39.98	1.51	-13.88
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归母股东净利润	-7.80	39.98	1.51	-13.88

**预测指标**

	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	59.19%	96.14%	91.49%	90.14%
销售净利率	-138.91%	68.18%	5.62%	-59.22%
销售收入增长率	-20.11%	943.67%	-54.20%	-12.76%
EBIT 增长率	-181.72%	636.28%	-96.54%	-1114.07%
净利润增长率	-176.40%	612.23%	-96.22%	-1019.29%
ROE	-513.91%	95.77%	3.49%	-47.23%
ROA	-54.77%	70.86%	2.67%	-32.67%
ROIC	-91.23%	81.24%	2.73%	-38.01%
EPS(X)	-1.95	9.97	0.38	-3.46
PE(X)	—	16.50	437.09	—
PB(X)	369.39	15.81	15.25	22.46
PS(X)	99.84	11.25	24.57	28.16
EV/EBITDA(X)	-82.76	15.65	318.30	-47.80

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。