

贝达药业 (300558.SZ)

浪潮翻涌创新筑辉煌，从一到多梯队已就绪

埃克替尼身经百战，三代新药蓄势待发。埃克替尼作为公司唯一的营收来源，多年给公司提供了稳定现金流。即使面对2017年齐鲁的吉非替尼仿制药上市销售、阿斯利康在“4+7”带量采购大幅降价，埃克替尼的销量增速依然不降反升。埃克替尼有优秀的临床数据背书，并不断拓展用药范围，有望成为脑转移患者的首选治疗方案。布局术后辅助治疗，将TKI从肿瘤晚期治疗提早至中早期，进一步拓宽用药空间。埃克替尼较三代药经济性更高，且亚洲人群服用三代药奥希替尼相较其他EGFR-TKI，OS指标没有明显获益，也降低了埃克替尼所受的冲击。埃克替尼2018年销售额达到12.08亿元(+17.8%)，销售峰值有望超30亿元，支撑160亿市值。同时，为了应对一代药耐药问题，公司布局了可用于T790M突变的三代药D-0316，销售峰值有望超7.5亿元，支撑35亿市值。目前临床通常采用的“1+3”治疗方案，有望为公司产品支撑业绩空间。

贝达逐步转型 Big Pharma，后续梯队动力充足。公司后续管线梯队已形成，我们预计未来两年每年有望上市2-3个产品。

预计2020年新上市产品：恩沙替尼、帕妥木单抗、MIL60。

- ◇ 恩沙替尼：II线疗法纳入优先审评上市在即，I线疗法国际多中心试验进展顺利，有望成为公司第一个全球化产品，国内销售峰值有望达近10亿元，支撑49亿市值。
- ◇ MIL60：引进贝伐珠单抗生物类似药，国内仅原研上市，MIL60争夺安维汀国内数十亿市场空间，销售峰值有望超10亿元，支撑47亿市值。
- ◇ 帕妥木单抗：成立合资公司引进帕妥木单抗，销售峰值有望超8.5亿元，支撑39亿市值。

预计2021年新上市产品：CM082 (Vorolanib)、D-0316。

- ◇ CM082：青出于蓝，疗效及安全性均优于同类产品；积极探索与PD-1单抗的药物联用，未来有望持续拓展适应症；有望成为首个wAMD口服药物；销售峰值有望超13亿元，支撑近60亿市值。

盈利预测与评级。预计公司2019-2021年营业收入分别为15.89亿元、20.85亿元、27.12亿元，同比增长29.8%、31.2%、30.1%；归母净利润分别为2.46亿元、3.33亿元、4.46亿元，同比增长47.4%、35.2%、34.0%；EPS分别为0.61元、0.83元、1.11元；对应PE分别为109倍、80倍、60倍。我们对各品种的DCF估值加和，预计2020年公司合理市值约373.06亿元，对应目前市值还有约40%以上增长空间。公司是A股稀缺的创新药标的，埃克替尼持续贡献稳定现金流，后续研发管线梯队已逐步形成，研发团队具备海外研发经验+过硬的研发实力，销售团队实力强劲，看好公司长期发展。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场销售不达预期风险；新药研发失败或进度不及预期风险；行业政策风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,026	1,224	1,589	2,085	2,712
增长率 yoy (%)	-0.8	19.3	29.8	31.2	30.1
归母净利润(百万元)	258	167	246	333	446
增长率 yoy (%)	-30.1	-35.3	47.4	35.2	34.0
EPS最新摊薄(元/股)	0.64	0.42	0.61	0.83	1.11
净资产收益率(%)	12.1	7.4	10.1	12.2	14.3
P/E(倍)	103.5	160.0	108.5	80.3	59.9
P/B(倍)	13.0	12.2	11.2	10.0	8.7

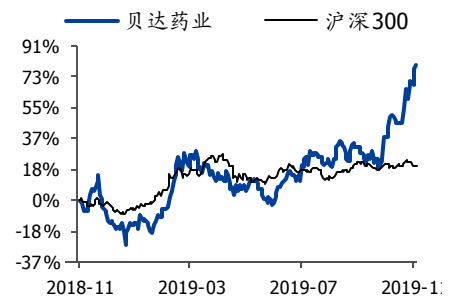
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	化学制药
最新收盘价	66.55
总市值(百万元)	26,686.55
总股本(百万股)	401.00
其中自由流通股(%)	94.61
30日日均成交量(百万股)	4.09

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gszq.com



内容目录

前言：详解市场对贝达的三大预期差及核心看点	6
埃克替尼作为一代 EGFR-TKI，面临三代药及仿制药的竞争，前景如何？	6
埃克替尼作为公司唯一的营收来源，后续产品梯队是否已形成？	8
PE 太高，是否存在股价泡沫？	9
值得期待的 2020	10
一、国内稀缺创新药标的稳步前行，研发实力为贝达保驾护航	11
1.1 埃克替尼成就辉煌贝达	11
1.2 核心创始人拥有话语权，公司管理层及研发团队实力雄厚	12
1.3 财务状况总体良好，研发投入持续加大	14
二、国内创新浪潮翻涌，贝达走在先锋队列	15
2.1 国内创新崛起，利好政策助推产业发展	15
2.2 Biotech 实力不可小觑，贝达逐步转型 Big Pharma	17
三、埃克替尼持续表现，后续梯队动力充足	21
3.1 EGFR 靶点：埃克替尼稳步增长，三代新药蓄势待发	21
3.1.1 埃克替尼：身经百战的明星产品，估值超 160 亿元	22
3.1.2 D-0316：蓄势待发的三代 EGFR 靶向药物，有望贡献 35 亿元估值增量	29
3.2 恩沙替尼：上市在即，有望带领公司走向国际	32
3.3 CM082：药物联用+适应症拓展，支撑近 60 亿市值	36
3.3.1 青出于蓝，CM082 疗效与安全性更佳	36
3.3.2 布局与 PD-1 单抗联用开拓市场空间，估值有望达近 29 亿	40
3.3.3 国内唯一布局 wAMD 口服药物，抢夺 500 万人巨大市场空间	42
3.4 合作引进加快公司前进步伐，两款重磅药上市在即	45
3.4.1 MIL60：引进天广实贝伐单抗类似药，广阔市场空间有望带来 47 亿估值增量	45
3.4.2 成立合资公司引入帕妥木单抗，有望支撑近 40 亿市值	47
四、盈利预测与估值	48
4.1 可比公司对比	48
4.2 盈利预测关键假设	49
风险提示	50

图表目录

图表 1：埃克替尼经济性较高	7
图表 2：埃克替尼销量表现不惧强敌	8
图表 3：贝达在研管线	9
图表 4：可比公司 PE 比较	10
图表 5：贝达 2020 年看点	10
图表 6：公司发展历程	11
图表 7：公司核心理念	12
图表 8：埃克替尼产品所获部分荣誉	12
图表 9：公司股权结构	13
图表 10：公司主要管理层人员	13
图表 11：营业收入呈现稳步上升趋势	14
图表 12：归母净利润近年出现下滑	14
图表 13：公司历年各项费用率	14

图表 14: 公司毛利率维持高位, 净利率下滑.....	14
图表 15: 公司近两年研发支出快速增长.....	15
图表 16: 公司研发支出占比收入近半.....	15
图表 17: 化药创新药临床试验批准数量总体呈上升趋势.....	15
图表 18: 我国 1 类新药临床申请近年快速增加 (2008-2018)	15
图表 19: 2019-2020 年有望获批重磅创新品种.....	16
图表 20: 2018 年批准临床试验的化药创新药以抗肿瘤药物为主 (以品种计)	16
图表 21: 优先审评审批可缩短流程近 34 月	17
图表 22: 贝达药业研发管线.....	18
图表 23: 信达生物研发管线.....	18
图表 24: 君实生物研发管线.....	19
图表 25: 百济神州研发管线.....	19
图表 26: 歌礼制药研发管线.....	20
图表 27: 微芯生物研发管线.....	20
图表 28: 贝达保持较高且稳定的营收.....	20
图表 29: biotech 公司净利润几乎均为负值.....	20
图表 30: biotech 公司收入较难支撑研发.....	21
图表 31: 我国抗肿瘤药物市场规模迅速扩大.....	21
图表 32: 中国非小细胞肺癌靶点分布图.....	22
图表 33: 国内已上市 EGFR 靶点药物	22
图表 34: 埃克替尼组的无进展生存率高于吉非替尼组.....	23
图表 35: 埃克替尼组的无疾病进展率高于吉非替尼组.....	23
图表 36: 埃克替尼组的总生存率与吉非替尼组相当.....	23
图表 37: 埃克替尼组的不良反应事件率略低于吉非替尼组.....	23
图表 38: 埃克替尼无进展生存期高于化疗+维持策略 (总体人群)	24
图表 39: 埃克替尼无进展生存期高于化疗+维持策略 (EGFR19 缺失人群)	24
图表 40: 埃克替尼在不同 EGFR 突变型人群中的 PFS.....	24
图表 41: 埃克替尼客观缓解率高于化疗+维持策略.....	24
图表 42: 埃克替尼组的 iPFS 和 PFS 均优于放疗化疗组.....	25
图表 43: 埃克替尼组的 iORR 和 ORR 均优于放疗化疗组.....	25
图表 44: 吉非替尼的术后辅助治疗数据优秀.....	25
图表 45: 厄洛替尼的术后辅助治疗数据优秀 (DFS)	26
图表 46: 厄洛替尼的术后辅助治疗数据优秀 (OS)	26
图表 47: 亚洲人群服用奥希替尼没有显著获益.....	26
图表 48: 埃克替尼经济性较高.....	27
图表 49: 吉非替尼销售额领先 (亿元)	27
图表 50: 埃克替尼销售量领先 (万盒)	27
图表 51: 埃克替尼价格走势.....	28
图表 52: 埃克替尼销售额超 12 亿元.....	28
图表 53: 埃克替尼销售快速放量.....	28
图表 54: 埃克替尼 DCF 估值超 160 亿元.....	29
图表 55: 国内部分 EGFR-TKI 创新药在研管线.....	30
图表 56: 第三代 EGFR-TKI D-0316 作用机理.....	30
图表 57: D-0316 折现价值超 35 亿元.....	31
图表 58: 四代 EGFR 抑制剂研发进展	31
图表 59: 盐酸恩沙替尼 (X-396) 作用机制.....	32
图表 60: 已上市 ALK 抑制剂对比.....	32

图表 61: 克唑替尼销售额开始下降.....	33
图表 62: 阿来替尼快速放量.....	33
图表 63: 色瑞替尼销售情况.....	33
图表 64: 克唑替尼在国内进入医保后迅速放量 (国内样本医院).....	33
图表 65: 国内已上市的 ALK-TKI 对比.....	33
图表 66: 三代 ALK-TKI 临床数据对比.....	34
图表 67: 恩沙替尼美国临床试验布局.....	34
图表 68: 国内部分 ALK-TKI 在研管线.....	34
图表 69: 恩沙替尼 DCF 估值超 46 亿元.....	35
图表 70: "饿死癌细胞"原理示意图.....	36
图表 71: CM082 作用机制.....	37
图表 72: CM082 相关临床试验汇总.....	37
图表 73: 已上市同类药物对比.....	38
图表 74: 舒尼替尼销售额稳定在 10 亿美元左右.....	38
图表 75: 索拉非尼销售额超 8 亿美元.....	38
图表 76: 舒尼替尼国内样本医院销售额较稳定.....	39
图表 77: 索拉非尼纳入医保后快速放量.....	39
图表 78: CM082 相比同类药品疗效及安全性更佳.....	39
图表 79: 国内已上市药物用药金额.....	39
图表 80: CM082 肾癌适应症估值超 28 亿元.....	40
图表 81: 国内外 PD-1 与 VEGFR 单抗联合用药临床进展.....	40
图表 82: 阿昔替尼+特瑞普利单抗联合用药取得突破性进展.....	41
图表 83: CM082 与 PD-1 联用估值近 29 亿.....	42
图表 84: 健康黄斑与黄斑变性症对比.....	43
图表 85: 黄斑变性症患者视物异常.....	43
图表 86: 全球 wAMD 药物市场已突破 80 亿美元.....	43
图表 87: 国内样本医院 AMD 市场规模不断扩大.....	43
图表 88: 国内获批 wAMD 药物.....	44
图表 89: CM082 改善了患者视力.....	44
图表 90: CM082 减少了患者视网膜中央凹厚度.....	44
图表 91: 国内企业在研 wAMD 适应症药物进展较慢.....	45
图表 92: 美国在研 wAMD 适应症非注射剂产品.....	45
图表 93: 贝伐珠全球销售额近 70 亿美元.....	46
图表 94: 贝伐珠单抗国内迅速放量.....	46
图表 95: 国内部分在研贝伐珠单抗类似药.....	46
图表 96: MIL60 折现价值超 47 亿元.....	47
图表 97: 帕妥木单抗全球销售额稳步上升.....	47
图表 98: 帕妥木单抗折现价值超 39 亿元.....	48
图表 99: 可比公司对比.....	49
图表 100: 公司未来三年营收预测.....	50

前言：详解市场对贝达的三大预期差及核心看点

埃克替尼作为一代 EGFR-TKI，面临三代药及仿制药的竞争，前景如何？

1. 埃克替尼有优秀的临床数据背书：

- ◇ **一线治疗 (CONVINCE)：**埃克替尼一线治疗效果优于化疗+维持治疗策略。CONVINCE 研究是埃克替尼首个针对 EGFR 突变一线患者开展的临床研究，用培美曲塞联合顺铂作为对照药物，同时在整个治疗过程中维持培美曲塞治疗，以形成最好的治疗体系作对照。在总体人群中，埃克替尼组 vs 对照组的中位 PFS 为 9.9vs7.3，无进展生存期有明显延长；在 EGFR 19 外显子缺失人群中，中位 PFS 为 11.2vs7.3，无进展生存期延长更为明显；客观缓解率为 64.80%vs33.85%，同样有明显改善。CONVINCE 研究再次证明一线 EGFR 突变患者首选埃克替尼等 EGFR-TKI 药物，其疗效不仅超越化疗，而且超越化疗+维持治疗策略。
- ◇ **二、三线治疗 (ICOGEN)：**埃克替尼与吉非替尼的头对头试验效果非劣，安全性略佳。在二、三线 NSCLC 治疗中，埃克替尼与吉非替尼头对头研究结果 (ICOGEN) 显示，埃克替尼的无进展生存率与无疾病进展率优于吉非替尼，总生存率两者相当，埃克替尼的安全性略优于吉非替尼。

2. 埃克替尼有望拓展至脑转移领域 (BRAIN)：

中国胸部肿瘤研究协作组发起全球第一项比较埃克替尼和全脑放疗治疗 EGFR 突变型 NSCLC 脑转移的头对头 III 期临床试验 (BRAIN 研究)。从临床实验结果来看，埃克替尼组的颅内 PFS、PFS、颅内 ORR、ORR 均优于全脑放疗化疗组。此研究结果有望改变肺癌脑转移的治疗模式，埃克替尼有望成为 EGFR 突变 NSCLC 脑转移患者的首选治疗方案。

3. 埃克替尼布局术后靶向辅助治疗，进一步开拓市场空间 (EVIDENCE 等)：

在过去十多年中，术后辅助化疗占据了术后辅助治疗的主导地位，但近年来未取得较大突破。术后辅助靶向治疗目前还处于研究阶段，但已有多项研究展示了优秀的临床数据结果。埃克替尼辅助治疗的 II 期临床数据也在 ASCO 会议中披露，患者术后辅助化疗后，使用埃克替尼 6 个月的病人，DFS 能够延长 12 个月 (EVIDENCE 研究)。术后辅助靶向治疗可将靶向治疗从肿瘤的晚期提早至中早期，进一步开拓靶向药的用药空间。

4. 亚洲人群服用奥希替尼没有显著获益 (FLAURA)：

在 2019 年 9 月召开的 ESMO 大会上，公布了奥希替尼 FLAURA 研究的最终临床数据结果。值得注意的是，亚洲人群的 OS 在奥希替尼组与参比 EGFR-TKI 组没有明显差异，亚洲人群服用奥希替尼的总生存期没有显著获益。此次临床数据的公布降低了三代 TKI 奥希替尼对于埃克替尼的冲击。

5. 埃克替尼的经济性较高：

从用药价格来看，由于阿斯利康在“4+7”谈判中大幅降价，因此价格较埃克替尼与厄洛替尼低。但埃克替尼一直实行后续免费用药政策，是目前国内已上市的第一代 EGFR-TKI 中唯一持续开展赠药项目的原研药，且是已上市药品中唯一对患者经济条件没有限制的产品。对于普通患者来说，服用埃克替尼花费 6 万元后即可免费用药，即用药 3-4 年后，埃克替尼的用药总金额就会少于正大天晴的吉非替尼。三代药奥希替尼虽已纳入医保，但患者仍然面临超过埃克替尼价格 2.5 倍的高额费用，且满足赠药条件患者也并不一定能获得赠药。

图表 1: 埃克替尼经济性较高

药品	价格(元/盒)	月用药金额(万元)	赠药政策	赠药之后实际用费用(万元)
一代				
埃克替尼	1345.05	5784	所有患者, 6 万元后可免费用药	所有患者, 6 万元后可免费用药
吉非替尼 (阿斯利康)	547	1641	低保/连续用药 6 个月(180 粒)的低收入患者, 满足条件不一定就能获得赠药	低保患者可能免费; 低收入患者约 9846 元后可能免费用药; 普通患者每年花费约 2 万元
吉非替尼 (齐鲁)	498	1494	低保/自费用药 8 个月且累计 24 盒的低收入患者, 后续每两个月随访一次	低保患者免费; 低收入患者约 1.2 万元后可免费用药; 普通患者每年花费约 1.8 万元
吉非替尼 (正大天晴)	450	1350	-	每年花费约 1.6 万元
厄洛替尼	1275.75	5467.5	低保/服药至少五个月的低收入患者, 后续每两个月随访一次	低保患者免费(项目已终止); 低收入患者约 2.7 万元后可免费用药; 普通患者每年花费约 6.6 万元
二代				
阿法替尼	1400	6020	低保/用满 7 个月(30 盒)的低收入患者, 新医保价格购买患者不能享受赠药政策, 2019.12.31 赠药项目全面终止	低保患者免费; 低收入患者约 4.2 万元后可免费用药; 普通患者每年花费约 7.2 万元
达克替尼	-	-	-	-
三代				
奥希替尼	15300	15300	低保/用满 4 个月, 获得批准后第一阶段最多可获得 8 个月的援助药品, 此后再连续使用 3 个月, 符合条件还可继续申请援助直至病情进展, 满足条件不一定就能获得赠药	低保患者可能免费; 非低保患者约 6.1 万元后可获得 8 个月援助药, 再花费约 4.6 万元, 可申请继续援助(累计花费约 10.7 万元); 未获得赠药患者每年花费约 18.4 万元

资料来源: 丁香园, wind 医药库, 国盛证券研究所

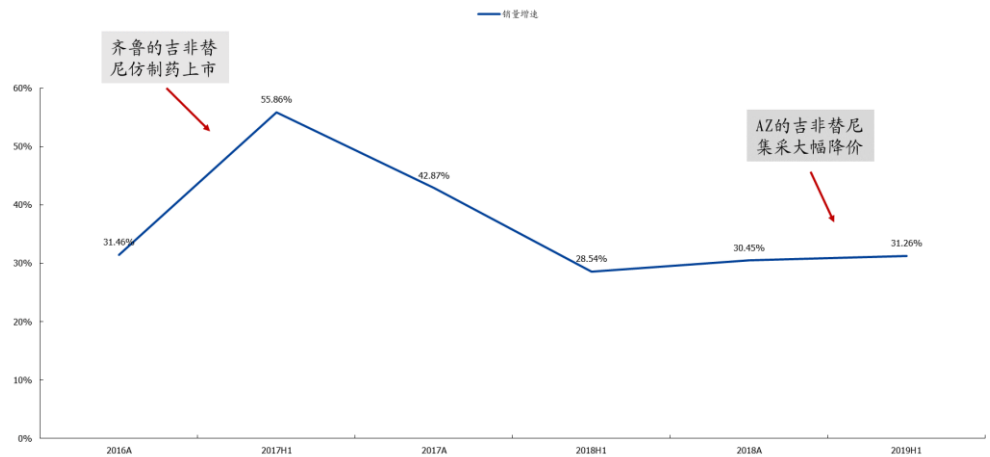
6. 布局三代药 D-0316, 临床推荐“1+3”治疗方案:

为了解决一代药耐药问题, 公司布局了 D-0316 这一可用于 T790M 突变的第三代 EGFR-TKI 药物, 预计将于 2021 年上市。D-0316 受让于益方生物, 由贝达药业受让此项目中国权益(包括中国大陆、香港和台湾)并独家在约定区域内进行产品的开发及商业化。目前正在进行 II 期临床试验, 预计将于 2021 年上市。为了达到更好的治疗效果, 同时考虑用药经济性, 目前临床一般采用“1+3”治疗方案, 即在一代药出现耐药的情况下, 继续使用三代药进行治疗。

7. 公司销售团队实力强劲, 埃克替尼不惧强敌:

2017 年初齐鲁的吉非替尼仿制药上市销售, 但并未对埃克替尼的销量造成影响, 埃克替尼的 H1 销量增速高达 55.86%。而在去年的“4+7”带量采购中, 阿斯利康大幅降价守卫市场份额, 但 2019H1 埃克替尼的销量增速不降反升, 达到 31.26%。我们有理由相信, 公司的销售团队实力强劲, 不但能守卫埃克替尼的市场份额, 也能为新产品保驾护航。

图表 2: 埃克替尼销量表现不惧强敌



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

埃克替尼作为公司唯一的营收来源, 后续产品梯队是否已形成?

1. 公司经过几年的沉淀, 研发管线已逐步进入收获期:

- ◇ 预计 2020 年新上市产品: 恩沙替尼、帕妥木单抗、MIL60。
- ◇ 预计 2021 年新上市产品: CM082 (Vorolanib)、D0316。
- ◇ 适应症拓展&药物联用: 公司也在不断进行产品的适应症拓展以及与其他药物的联用试验, 进一步打开产品管线的市场空间。主要产品的介绍与分析详见正文。

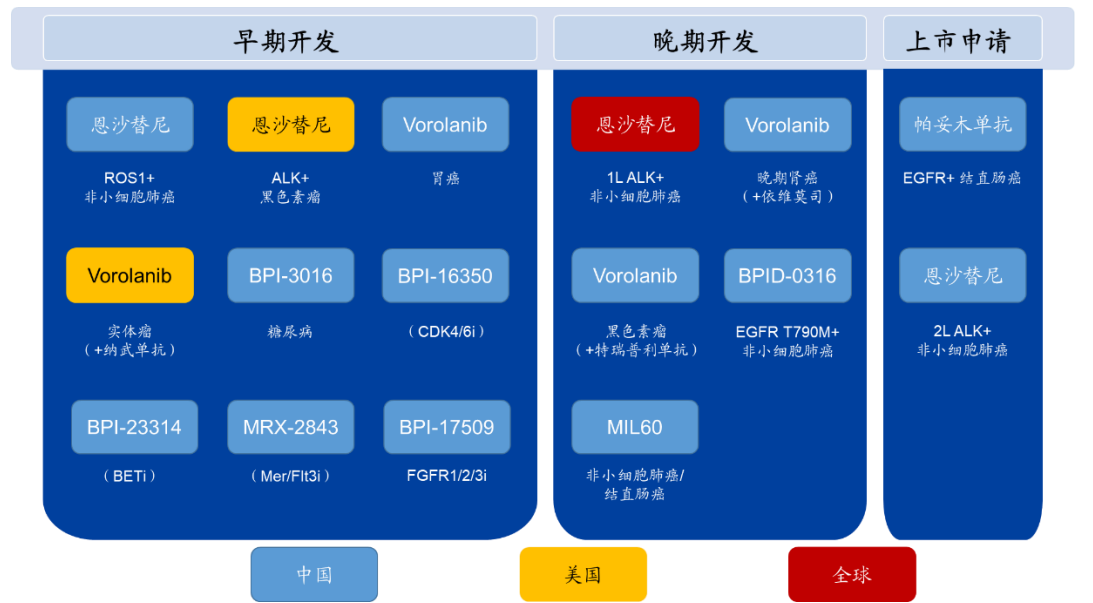
2. 公司早期开发阶段布局丰富: 公司还在早期开发阶段布局了 BPI-16350、BPI-23314、MRX-2843、BPI-17509 等多个不同靶点的产品, 布局了 BPI-3016 将管线拓展到糖尿病领域。

3. 公司布局逐渐国际化: 公司布局了恩沙替尼的一线治疗 ALK+非小细胞肺癌的全球多中心临床试验和 ALK+黑色素瘤的在美临床试验, 以及 vorolanib+纳武单抗的药物联用治疗实体瘤的美国临床试验。管线布局逐渐国家化, 进一步打开市场空间。

4. 公司深耕肺癌领域, 预计新产品上市边际投入小放量快: 公司产品线布局基于肺癌驱动基因如 EGFR、ALK 等, 并逐步扩展到其他肿瘤领域, 如肾癌、黑色素瘤等。公司在肺癌领域深耕多年, 已形成较成熟的体系, 后续肺癌领域新产品 (恩沙替尼等) 上市之后边际投入较小, 预计新产品放量较快。

5. 公司研发实力雄厚: 公司研发团队拥有毛力博士、丁列明博士、王家炳博士、谭芬来博士、朱凌宇博士、梁从新博士、张汉承博士等 7 位国家千人计划专家, 以及多位毕业于清华大学、复旦大学、南京大学、武汉大学等国内知名高等学府具有资深研发经验的博士级骨干精英。我们对公司未来的研发进展充满期待。

图表 3: 贝达在研管线



资料来源: 公司公告, wind 医药库, 国盛证券研究所

PE 太高，是否存在股价泡沫？

1. 创新药的估值逐渐转向 PEG+NPV:

当前 A 股医药行业主流估值方式是 PEG 的成长股估值体系。由于国内药企以仿制药为主流的历史原因，A 股对医药行业的估值体系主要是以 PEG 的成长股估值体系为基础，根据其品种属性、研发管线给予一定的折价或溢价。正常药企往往是 1.0-1.2 倍的 PEG，而优质企业则给与 1.5-2.0 倍的 PEG。

在美国等成熟市场中，创新药企投资是赚估值的钱，投资价值在于通过研究分析，去赚取临床阶段的获批概率（P 值）从 0 至 1 的收益。随着科创板的建立，市场对于创新药企的估值方式也逐渐转向 PEG+NPV。

我们通过对贝达研发管线的多个品种进行 DCF 估值后，认为其 2020 年合理市值约 373.06 亿元，对应目前市值还有约 40% 以上增长空间；按照 2020 年 4.05 亿利润估算，对应 2020 年 PE 约 92 倍。（详细估值过程请参见正文）

2. 与可比公司 PE 相比:

- ◇ **与 A 股上市公司相比:** 由于贝达是 A 股市场稀缺的创新药标的，由于其特殊的创新药属性，因此与 A 股上市公司相比，市盈率偏高；但单看创新药龙头药企恒瑞医药，其 PE 也远高于行业平均值。
- ◇ **与科创板上市公司相比:** 与同为创新药标的的微芯生物相比，贝达的市盈率仅为微芯生物的 1/6。
- ◇ **与港股 biotech 公司相比:** 由于港股 biotech 公司净利润基本为负，因此市盈率也基本为负。

图表 4: 可比公司 PE 比较

公司	证券代码	市盈率 PE (TTM)	市盈率 PE (2019E)	市盈率 PE (2020E)
A 股上市公司				
恒瑞医药	600276.SH	81	77	62
丽珠集团	000513.SZ	25	21	18
科伦药业	002422.SZ	31	28	23
康弘药业	002773.SZ	37	35	34
平均值		43	40	34
科创板上市公司				
微芯生物	688321.SH	649	1403	798
港股 biotech 公司				
信达生物	1801.HK	-4	-21	-25
君实生物	1877.HK	-26	-72	-106
百济神州	6160.HK	-17	-16	-17
歌礼制药	1672.HK	-43	-28	32
平均值		-23	-34	-29
贝达药业	300558.SZ	114	81	61

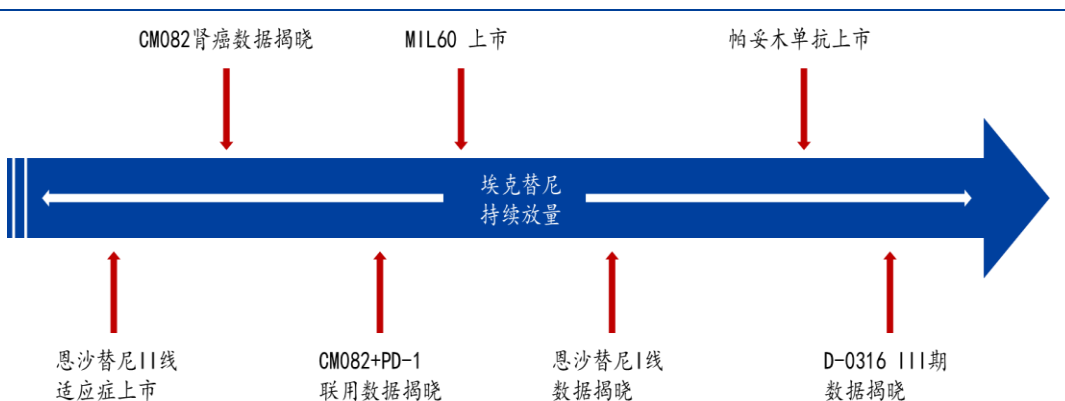
资料来源: wind, 国盛证券研究所

值得期待的 2020

公司是 A 股稀缺的创新药标的, 埃克替尼持续贡献稳定现金流, 后续研发管线梯队已逐步形成, 研发团队具备海外研发经验+过硬的研发实力, 销售团队实力强劲, 看好公司长期发展。具体来讲, 公司在 2020 年具有较多的催化剂:

- ◇ 埃克替尼有望持续放量;
- ◇ 恩沙替尼 II 线适应症上市, I 线数据揭晓;
- ◇ CM082 肾癌适应症数据及与 PD-1 联用数据公布;
- ◇ MIL60、帕妥木单抗上市;
- ◇ D-0316 III 期数据揭晓等。

图表 5: 贝达 2020 年看点



资料来源: 公司公告, wind 医药库, 国盛证券研究所

一、国内稀缺创新药标的稳步前行，研发实力为贝达保驾护航

1.1 埃克替尼成就辉煌贝达

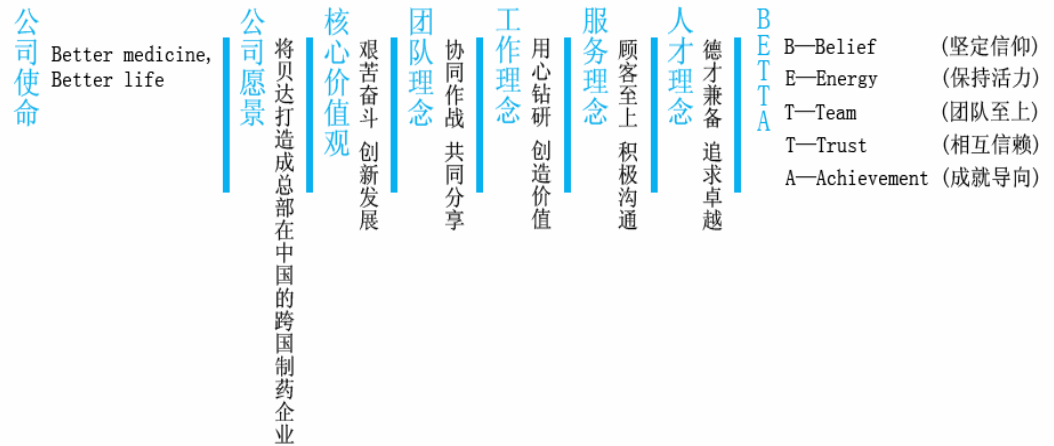
浙江贝达药业有限公司于2003年成立于浙江杭州，2016年11月于深交所挂牌上市。贝达专注于恶性肿瘤等领域，已上市1.1类新药埃克替尼（凯美纳）为主要营收来源，且公司还有丰富的在研管线布局。公司始终秉持着“Better medicine, better life”的使命，致力于“将贝达打造成总部在中国的跨国制药企业”。

图表 6: 公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 7: 公司核心理念



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司主要产品埃克替尼是中国首个具有完全自主知识产权的小分子靶向抗癌新药, 至今多次获得国家级奖项; 并被纳入国际权威的医药临床试验数据提供商 Citeline 的《2012 年药物研发年度报告》, 是首个被纳入其全球新药研发目录的中国创新药; 临床试验研究结果获得国际权威肿瘤医学杂志《The Lancet Oncology》(《柳叶刀-肿瘤》) 全文刊登。

图表 8: 埃克替尼产品所获部分荣誉

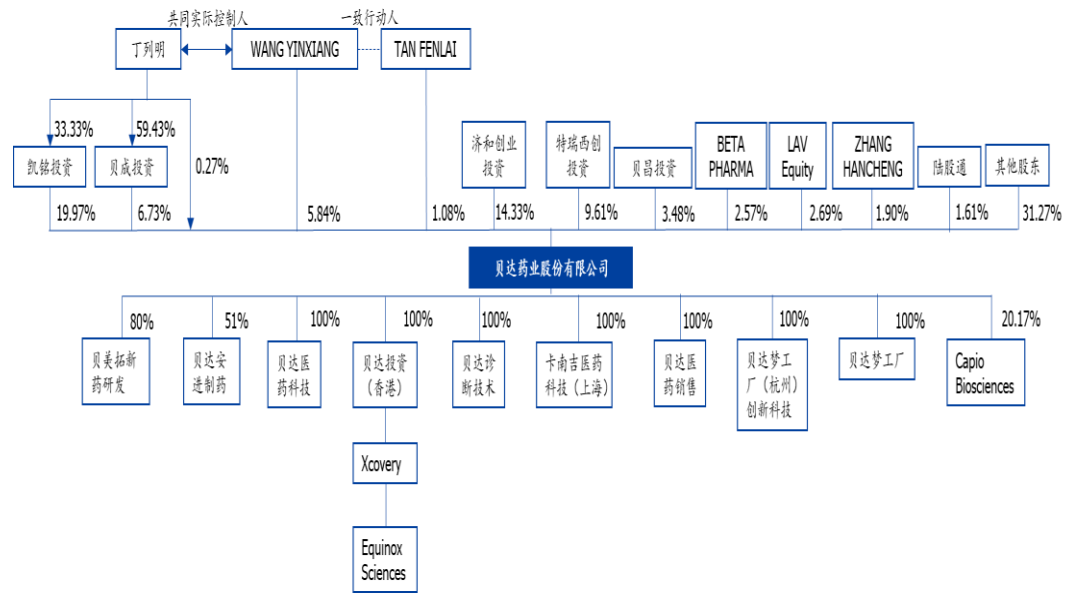
时间	奖项
2006	国家火炬计划
2006	被列入国家科技部“国家高新技术研究发展计划(863计划)”
2008	国家“重大新药创制”科技重大专项
2010	国家“重大新药创制”科技重大专项
2012	获浙江省科学技术一等奖
2012	被纳入国际权威的医药临床试验数据提供商 Citeline 的《2012 年药物研发年度报告》, 是首个被纳入其全球新药研发目录的中国创新药
2014	专利项目“埃克替尼盐酸盐及其制备方法、晶型、药物组合物和用途”获第十六届中国专利金奖
2016	盐酸埃克替尼(凯美纳)研发及产业化成果荣获 2015 年国家科技进步一等奖(这是中国创新药第一个科学进步一等奖)
2016	获得我国工业领域最高奖项“中国工业大奖”

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.2 核心创始人拥有话语权, 公司管理层及研发团队实力雄厚

核心创始人合计持股超 1/3, 拥有话语权。 丁列明博士通过持有凯铭投资、贝成投资间接持有公司股份 26.7%, 同时直接持股 0.27%, 合计持股 26.97%, 王印祥博士直接持股 5.84%, 丁博士与王博士为公司共同实际控制人。谭芬来博士为其一致行动人, 直接持股 1.08%。三人合计共直接和间接持有及控制公司 33.89% 的股份。

图表 9: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

管理层变动属正常现象, 现任管理层实力雄厚。公司近年来管理层变动较为频繁, 2017年8月21日, 公司公告王印祥博士申请辞去公司董事、总裁职务; 2018年3月28日, 公司公告谭芬来博士申请辞去公司董事、资深副总裁和首席医学官等职务, 但将担任公司特别顾问, 参与公司临床阶段新药项目的研究咨询。核心创始人的离开引发外界担忧, 但我们认为企业的管理层变动属于正常现象。王印祥博士对早期研究更感兴趣, 因此选择了专注于创业企业。详观公司目前的管理层, 依然具有强劲的专业背景和丰富的管理经验, 实力雄厚, 我们认为其有能力带领贝达继续昂首迈进。

图表 10: 公司主要管理层人员

姓名	职务	履历
丁列明	董事长、首席执行官、总经理	曾任美国阿肯色大学医学院肿瘤中心任高级研究助理, 通过美国外国医师专业委员会的临床医学博士的考试认证, 并在美国阿肯色大学医学院病理科完成了病理专业医师的全程学习和培训。
YI SHI	董事	美国杜克大学生物化学博士和工商管理硕士。历任美国安永管理咨询公司生命科学部任资深顾问, 中国网大公司市场业务拓展副总裁, 美国礼来公司任商务拓展、全球战略规划总监, 礼来亚洲基金董事总经理。
万江	董事、资深副总裁	曾于北京同仁医院任骨科医生, 分别在美国百时美施贵宝公司、法国赛诺菲公司、美国礼来公司、英国阿斯利康公司、美国默沙东公司任职医药代表、地区经理、大区经理、特药业务总监、普药业务总监、区域总经理等职。
JIABING WANG	资深副总裁、首席科学家	曾于华中科技大学化学系任讲师, 于美国威斯康星大学麦迪逊分校取得博士学位于美国默克公司历任高级化学家、研究员、高级研究员、对外合作总监, 阿斯利康(中国)全球药物研发中国区化学主任。
LI MAO	资深副总裁、首席医学官	约翰霍普金斯大学医学院博士后, 德克萨斯大学安德森癌症中心教授, 上海交通大学医学院长江学者讲座教授, 国家“千人计划”专家。历任美国德克萨斯大学安德森癌症中心胸头颈肿瘤系助理教授、副教授(1999年)、胸头颈肿瘤系及系统生物学系终身教授(2004年)、胸头颈肿瘤系研究主任; 美国马里兰大学牙医学院终身教授、副院长、首任肿瘤及诊断学系主任, 马里兰大学格霖邦癌症中心癌症实验治疗计划主任; 美国强生集团副总裁、强生中国肺癌中心总裁。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

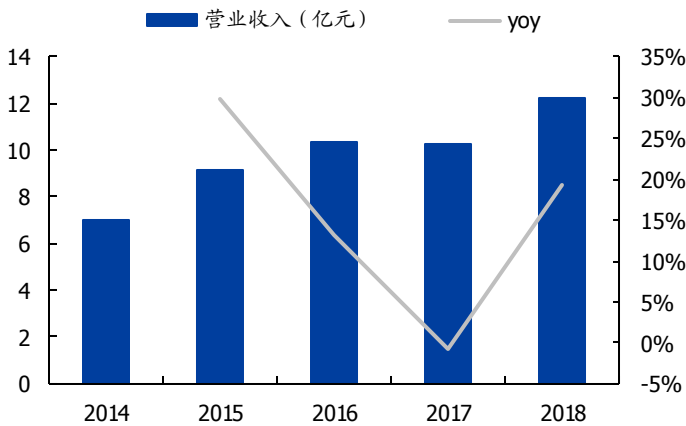
除管理层人员外，公司普通员工也具有较高的学历水平。1160名员工中，有博士33人，硕士172人，本科461人，本科及以上学历占比员工总数一半以上，为公司产品研发提供了科研力量的保障。

1.3 财务状况总体良好，研发投入持续加大

公司近年来营业收入呈现稳步上升趋势，归母净利润由于研发费用的上升出现较大幅度下滑。公司2018年营业收入达到12.24亿元，同比增长19.27%。近两年由于研发管线的推进，公司研发投入快速增加。2017年研发投入3.81亿元，同比增长135%，占比收入超37%；2018年研发投入5.90亿元，同比增长54.86%，占比收入48.20%；近两年研发投入均超过归母净利润。

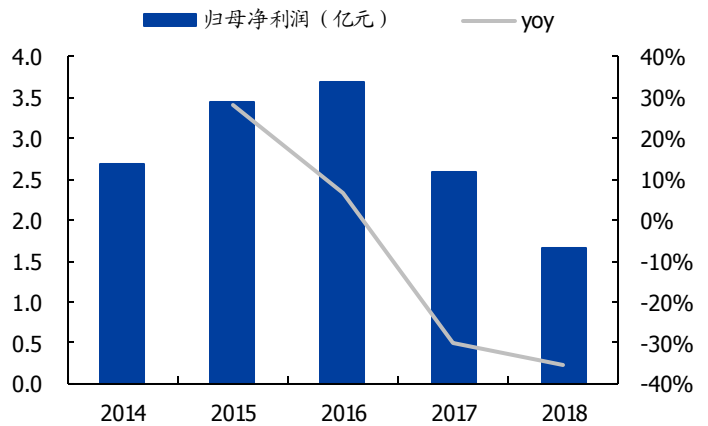
公司财务状况总体良好。2018年研发投入的增长导致管理费用率出现较大幅度的上升，由于银行利息费用增加导致财务费用率上升，销售费用率总体平稳上升。由于公司的创新药属性，毛利率维持在高位，近年来由于埃克替尼降价等因素导致毛利率小幅下调；净利率则由于研发投入的增加而出现下滑。

图表 11: 营业收入呈现稳步上升趋势



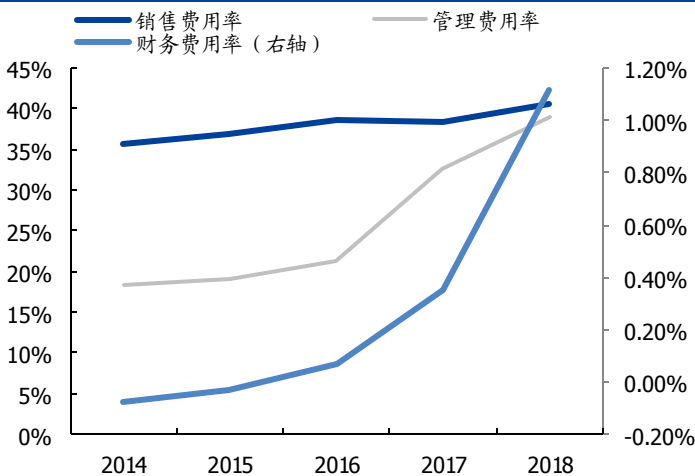
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 12: 归母净利润近年出现下滑



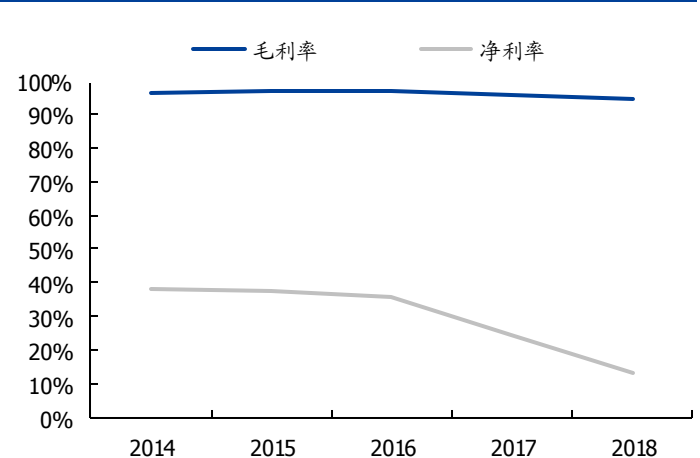
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 13: 公司历年各项费用率



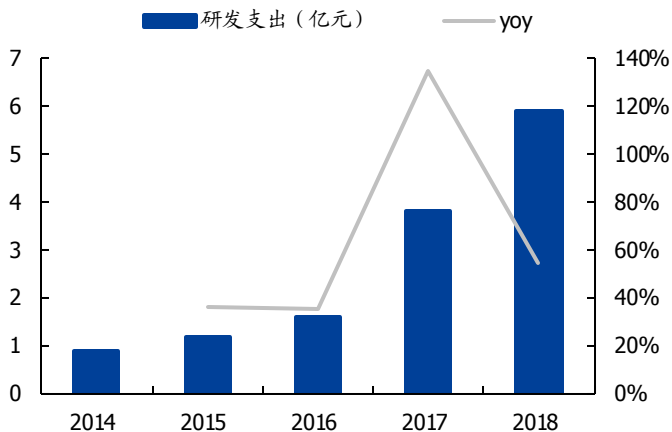
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 14: 公司毛利率维持高位，净利率下滑



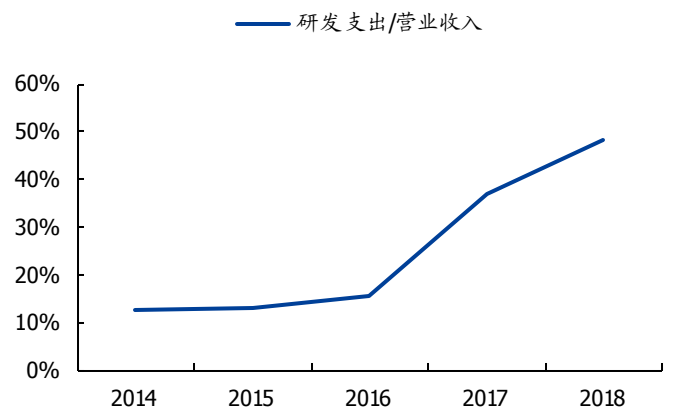
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 15: 公司近两年研发支出快速增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 公司研发支出占比收入近半



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

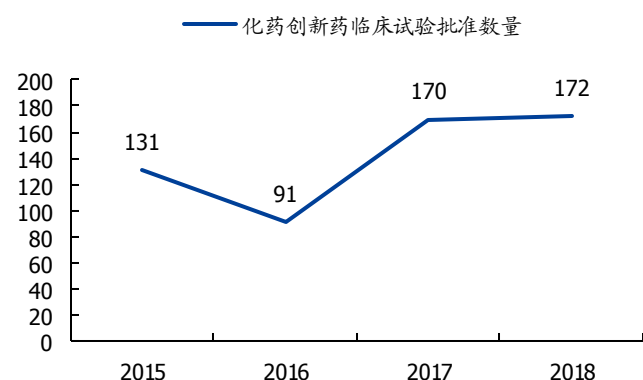
二、国内创新浪潮翻涌, 贝达走在先锋队列

2.1 国内创新崛起, 利好政策助推产业发展

国内开始进入创新药收获期。我国药品制造行业长期以来面临着以仿制药为主、自主研发能力较弱、对国外原研药品依赖程度高等情况。随着国家扶持力度的加大、自主创新意识的提高以及海外高级人才归国热潮, 创新药市场正逐渐崛起, 2018 年开始, 我国已逐渐进入创新药收获期, 拥有核心竞争力的药企迎来了发展机遇。

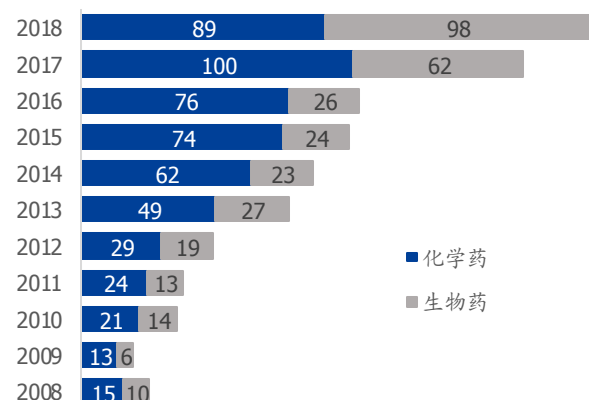
国内 1 类新药的申请数量逐年快速攀升。2018 年共有 89 个 1 类化药和 98 个 1 类生物药申请临床, 1 类化药创新药临床试验批准数量达 172 个品种。未来将看到更多重磅创新产品在国内陆续获批上市。

图表 17: 化药创新药临床试验批准数量总体呈上升趋势



资料来源: NMPA, 国盛证券研究所

图表 18: 我国 1 类新药临床申请近年快速增加 (2008-2018)



资料来源: NMPA, 国盛证券研究所

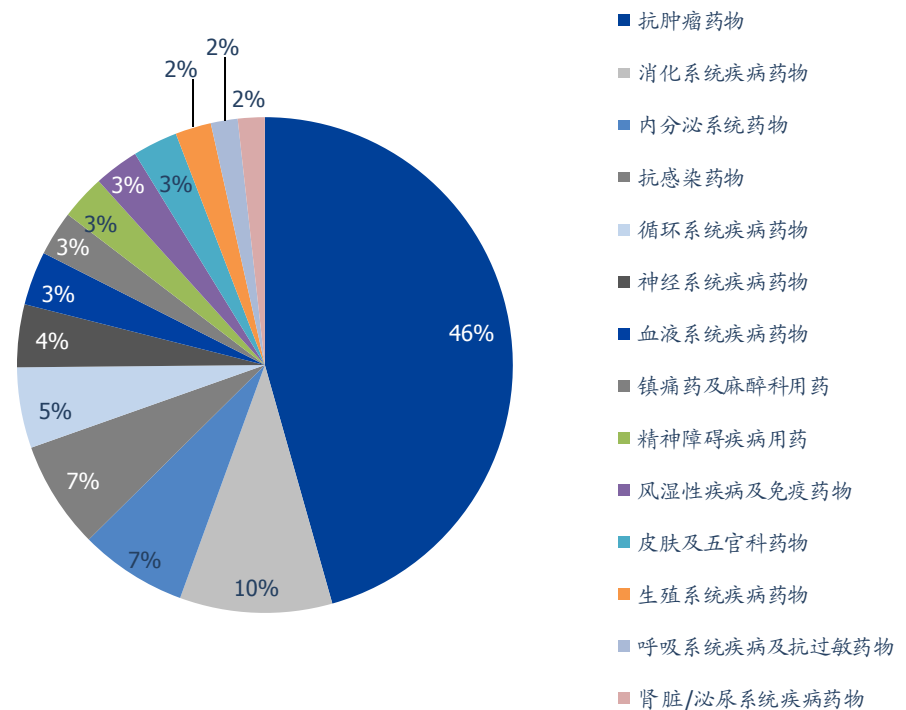
图表 19: 2019-2020 年有望获批重磅创新品种

企业名称	药品名称	靶点	治疗领域
百济神州	替雷丽珠单抗	PD-1	肿瘤
	赞布替尼	BTK	肿瘤
恒瑞医药	瑞马唑仑	-	麻醉
艾森医药	艾维替尼	EGFR	肿瘤
豪森药业	氟马替尼	Bcr-abl	白血病
贝达药业	恩沙替尼	ALK	肿瘤
三生制药	曲妥珠单抗	Her2	肿瘤
信达生物	阿达木单抗	TNF	风湿免疫疾病
沃森生物	13价肺炎疫苗	-	预防肺炎
我武生物	黄花蒿粉滴剂	-	变应性鼻炎

资料来源: 药智网, 国盛证券研究所

肿瘤科是最大热门领域。在获批创新药临床试验的 172 个化药品种中, 抗肿瘤药物占据近半壁江山, 占全部创新药临床试验批准数量的 46%。其次的是消化系统疾病药物, 占据 10%, 与肿瘤科品种数量仍有较大差距。

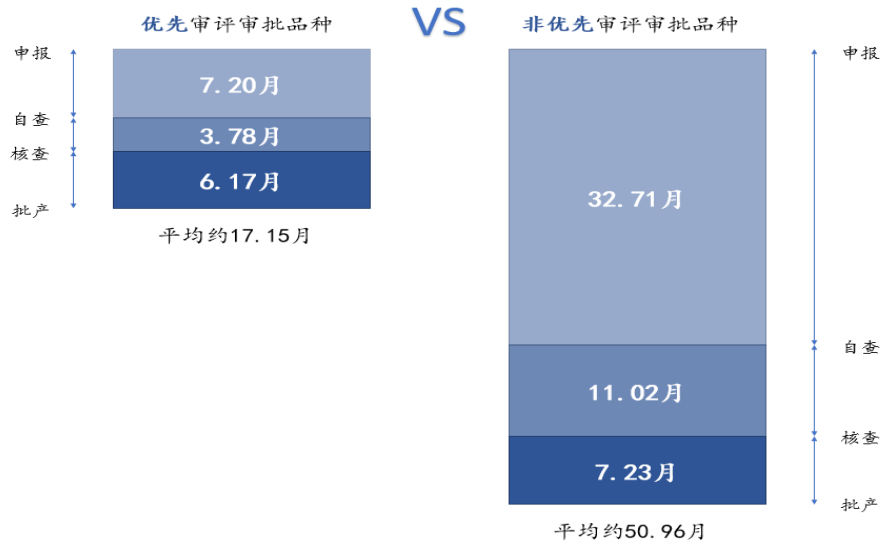
图表 20: 2018 年批准临床试验的化药创新药以抗肿瘤药物为主 (以品种计)



资料来源: CDE, 国盛证券研究所

优先审评审批加速创新药审评审批。优先审评审批政策使原先平均约 51 个月的审评审批流程缩短至约 17 个月, 节约近 34 个月的时间, 并简化境内外同步开展临床试验与申请上市的新药在国内的注册流程, 给予国内创新药企抢占市场的机会。

图表 21: 优先审评审批可缩短流程近 34 月



资料来源: 丁香园, 国盛证券研究所整理

科创板为创新型企业融资提供新渠道。 创新药前期研发投入巨大, 同时研发周期较长, 属于高风险投资, 此前较长时间内国内的制药企业普遍缺乏融资途径, 而科创板为创新型企业融资提供了新的渠道。对于医药行业的研发型企业来说, 市值不低于 40 亿元的医药企业取得至少一项一类新药二期临床批件即满足科创板上市的第 5 档要求。未来随着更多优秀创新药企和创新产品的快速上市, 通过更多产品研发数据的公开、持续性的市场教育以及创新药本身所带来的高额投资回报率, 国内创新药行业无论是盈利能力还是估值水平均将有超预期体现。

制定海外高层次人才引进计划, 积极鼓励海归人才回国发展。 我国从 2008 年就开始积极鼓励科学家和领军人才来华创新创业, 并制定了多项优惠政策。包括外籍引进人才及其随迁外籍配偶和未成年子女的居留证和签证办理; 具有中国国籍的引进人才, 可选择在国内任一城市落户; 给予引进人才每人 100 万元的一次性补助 (视同国家奖金, 免征个人所得税); 享受医疗照顾人员、各项社保及补贴待遇; 对作出突出贡献的可实施期权、股权等中长期激励方式; 国家和地方科技型中小企业技术创新基(资)金给予优先支持; 可承担国家重点科技、产业、工程项目任务, 其产品符合要求的, 纳入政府采购目录等。不仅能够吸引海外人才来华发展, 也能给引进海外人才的企业带来便利。

2.2 Biotech 实力不可小觑, 贝达逐步转型 Big Pharma

中小型 Biotech 公司研发实力不可小觑。 德勤发布的《2018 年全球生命科学行业展望》数据预测, 2022 年时仅有不到四分之一的新药由大型药企投放市场, 越来越多的新药创新将来自专注于发现新药的中小型 Biotech 公司。

我们对 A 股的贝达药业、港股的四家 biotech 公司——信达生物、君实生物、百济神州、歌礼制药以及科创板公司微芯生物的研发管线进行了梳理。

- **抗肿瘤领域布局最多:** 除歌礼制药外, 抗肿瘤领域是各家公司最热门的布局领域, 涉及靶点包括 EGFR、PD-1/PD-L1、ALK 等等, 其中百济神州的在研管线均为抗肿瘤药物;
- **上市产品较少:** 除百济神州已上市三个品种 (均为新基授权)、歌礼制药上市两个品种 (均为罗氏授权) 外, 其他各家公司均只有一个产品上市;

- 在研管线中，贝达的3期临床产品数量最多，后续动力较为充足：在目前的在研管线中，贝达药业有4个品种处于3期临床，是六家企业中数量最多的，恩沙替尼已纳入优先审评，后续动力充足；百济神州有3个品种处于3期临床，信达生物有2个品种处于3期临床，其他各家均只有1个品种处于3期临床。

图表 22: 贝达药业研发管线

种类	药物	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	上市
抗肿瘤	埃克替尼	EGFR	EGFR基因敏感突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者的一线治疗	■	■	■	■	■	2014.11
			既往接受过至少一个化疗方案失败后的局部晚期或转移性非小细胞肺癌的二、三线治疗						2011.6
			EGFR敏感突变非小细胞肺癌术后辅助治疗						
	恩沙替尼 (X-396)	ALK、ROS1	ALK阳性NSCLC患者的二线治疗						已纳入优先审评程序
			ALK阳性NSCLC患者的一线治疗 (全球多中心)						
	CM082	VEGFR、PDGFR	ROS1阳性NSCLC患者的治疗						
			晚期肺癌						
			联合JS001用于既往未经治疗的局部进展或转移性黏膜黑色素瘤						
			湿性年龄相关性黄斑变性 (wAMD)						
			晚期恶性实体瘤、胃癌、急性髓系白血病等						
MIL60			贝伐珠单抗	晚期或复发非鳞状细胞非小细胞肺癌					
D-0316			三代EGFR-TKI	既往使用EGFR-TKI耐药后产生T790M突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌					
BPI-16350	CDK4/6抑制剂	乳腺癌							
BPI-17509	FGFR1/2/3小分子抑制剂	肝内胆管癌、膀胱癌和肺癌等FGFR基因变异等实体瘤							
BPI-23314	BET小分子抑制剂	恶性血液系统肿瘤							
BPI-7711	三代EGFR-TKI	晚期或转移性非小细胞肺癌							
MRX2843	MerTK和FLT3双重抑制剂	MerTK和FLT3通路异常的血液系统肿瘤和实体瘤							
糖尿病	BPI-3016	长效GLP-1	糖尿病						
进口药品注册	帕妥木单抗	EGFR	RAS野生型转移性结直肠癌 (mCRC)					准备NDA	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 信达生物研发管线

治疗领域	药物名称	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	上市	
肿瘤	信迪利单抗 (IBI-308)	PD-1	r/r霍奇金淋巴瘤、1L及2L黑色素瘤、难治性胃癌、2L NSCLC、2L食道癌、1L及2L鳞状NSCLC、1L非鳞状NSCLC、r/r NK/T细胞淋巴瘤、2L ESCC、1L胃癌、实体瘤及食管癌	■	■	■	■	■	2018.12.24 与礼来合作	
	IBI305 (贝伐珠生物类似药)	VEGF-A	r/r非小细胞肺癌及转移性CRC							
	IBI301 (利妥昔生物类似药)	CD20	非霍奇金淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病、类风湿关节炎							
	IBI-310	CTLA-4	黑色素瘤及肾细胞癌							
	IBI-101	OX40	晚期实体瘤、乙型肝炎							
	IBI-188	CD47	B细胞淋巴瘤、卵巢癌、结直肠癌							
	IBI-318	PD-1/未被披露靶点	晚期肿瘤 (未被披露靶点)							
	IBI-376 (parsadisib)	PI3K delta	非霍奇金淋巴瘤 (美国二期)						与礼来合作	
	IBI-375 (pemiga) tinib	FGFR1/2/3	胆管癌、尿路上皮癌 (美国二期)						与Incyte合作	
	IBI-110	LAG-3	NSCLC、黑色素瘤、mBrCA、晚期肿瘤							
	IBI-939	TIGIT	晚期实体瘤							
	自身免疫	IBI303 (阿达木单抗生物类似药)	TNF-alpha						类风湿性关节炎、幼年特发性关节炎、银屑病关节炎、强直性脊柱炎、克罗恩病、溃疡性结肠炎及银屑病	
		IBI-377 (itactinib)	JAK1						转移植物抗肿瘤 (美国三期)	与Incyte合作
代谢	IBI-306	PCSK9	纯合子型家族性高脂血症、他汀不耐受高CV风险患者							
	IBI-307	RANKL	与癌症转移相关的骨质疏松症和溶骨性骨病变							
眼疾	IBI-302	VEGF/补体蛋白	湿性AMD							

资料来源: 信达生物公告, 国盛证券研究所

图表 24: 君实生物研发管线

治疗领域	药物名称	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	上市
肿瘤	JS001 (拓益)	PD-1	尿路上皮癌, 黑色素瘤, 黏液黑色素瘤, 非小细胞肺癌, 三阴性乳腺癌, 食管癌, 鼻咽癌和肝细胞癌等	与润佳医药合作					2018.12.17
	JS003	PD-L1	尿路上皮癌, 黑色素瘤, 非小细胞肺癌, 三阴性乳腺癌等						
	JS004	BTLA	黑色素瘤, 肺癌, 淋巴瘤等						
	JS006	TIGIT	多种实体瘤						
	JS007	CTLA-4	非小细胞肺癌, 黑色素瘤						
	JS009	未披露	未披露						
	JS011	未披露	未披露						
	JS012	未披露	未披露						
	JS101	Pan-CDK	乳腺癌等						
	JS104	Pan-CDK	乳腺癌等						
JS105	PI3K-α	乳腺癌, 肾癌, 淋巴瘤等							
慢性肝病	JS002	PCSK9	高脂血症等						
	JS008	未披露	未披露						
自身免疫	UBP1211	TNF-α	类风湿性关节炎等						修美乐类似药, 与泰康生物合作开发
	UBP1213	BLyS	系统性红斑狼疮						与华鑫康源生物合作
神经系统	JS005	IL17A	银屑病, 类风湿性关节炎						
	JS010	未披露	未披露						

资料来源: 君实生物公告, 国盛证券研究所

图表 25: 百济神州研发管线

治疗领域	药物名称	项目 (机制)	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	上市	
肿瘤	来那度胺	(IMiD)	-	R/R MM (已上市)、NDMM (已上市)、R/R NHL (3期)						新基授权	
	ABRAXANE	(白蛋白结合型紫杉醇)	-	乳腺癌						新基授权	
	阿扎胞苷	(低甲基化剂)	-	MDS、有20%-30%骨髓胚细胞的AML、CMML						新基授权	
	zanubrutinib	单一疗法	BTK	R/R MCL、R/R CLL/SLL (新药申请已获接纳)							
				R/R WM							
	tisilelizumab	单一疗法	PD-1	WM、1线CLL/SLL、R/R CLL/SLL							
				R/R MZL							
				R/R FL							
				R/R HL (新药申请已获接纳)							
				2线+UC							
	pamiparib	单一疗法	RAF二聚体	2线NSCLC、1线HCC、2线ESCC							
				2线/3线HCC							
				R/R NK/T细胞淋巴瘤							
				1线Sq NSCLC、1线非Sq NSCLC							
	ilifirafinib	单一疗法	RAF Dimer	1线GC、1线ESCC							
				实体瘤							
				B细胞恶性肿瘤							
	BGB-A333	单一疗法及tisilelizumab联合 (PD-1)	PD-L1	实体瘤							
				实体瘤							
	BGB-A425	单一疗法及tisilelizumab联合 (PD-1)	TIM-3	实体瘤							
实体瘤											
sitravatinib	(多激酶抑制剂)	-	实体瘤							获Mirati Therapeutics授权	
avadoimide	(CC-122、CELMoD)	-	NHL							已规划, 由新基进行2期中 (中国除外)	
ZW25	(HER2特异性抗体)	-	HER2+胃癌、乳腺癌及其他癌症							已规划, 由Zymeworks进行1期中 (中国除外)	

资料来源: 百济神州公告, 国盛证券研究所 (红色为国内进度, 蓝色为全球进度)

图表 26: 歌礼制药研发管线

治疗领域	药物名称	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	上市
抗病毒	戈诺卫 (达诺瑞韦)	NS3/4A	HCV	获Medivir授权					获罗氏授权
	派罗欣 (聚乙二醇干扰素α-2a)	干扰素受体	HBV HCV						获罗氏授权
	拉维达韦	NSSA	HCV						获PRESIDIO授权
	ASC09	蛋白酶	HIV						
	ASC22	PD-L1	HBV						获康宁杰瑞授权
	ASC21	NSSB	HCV						
	先导药物鉴别	未披露	HBV						
癌症	ASC06	VEGF&KSP	肝癌		获Alnylam授权				
脂肪肝	ASC40	FASN	NASH			获3-V biosciences授权			
	先导药物鉴别	未披露	NASH						

资料来源: 歌礼制药公告, 国盛证券研究所

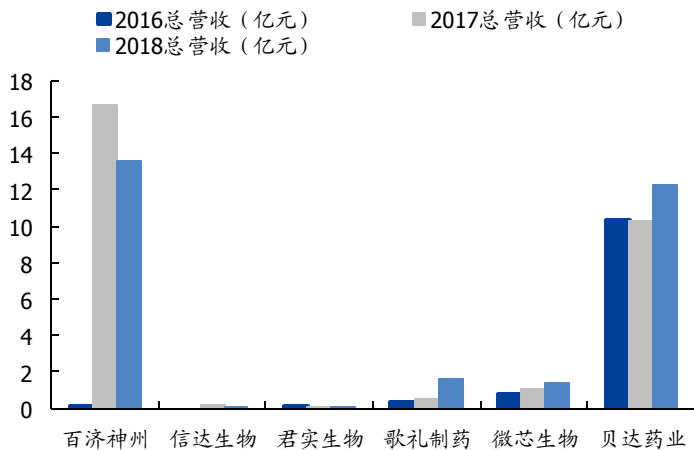
图表 27: 微芯生物研发管线

药物名称	靶点	适应症	临床前	I期	II期	III期	新药申请上市	上市
西达本胺 (爱谱沙) Chidamide	表观遗传调控剂亚型选择性HDACi (HDAC Class 1&10)	外周T细胞淋巴瘤 乳腺癌 非小细胞肺癌 弥漫性大B细胞淋巴瘤	获Medivir授权					2014.12
西格列他钠 Chiglitazar	新型胰岛素增敏剂 (non TZD PPAR Pan Agonist)	2型糖尿病 非酒精性脂肪肝						
西奥罗尼 Chiauranib	Auroa/VEGFRs/CSF1R	卵巢癌 小细胞肺癌 肝癌 非霍奇金淋巴瘤						
CS12192	JAK3/JAK1/TBK1	自身免疫性疾病						
CS17919	AKS1	非酒精性脂肪肝						
CS24123	IDO	肿瘤、免疫性疾病						
CS17938	PD1/PD-L1	肿瘤、免疫性疾病						
CS27186	NR	非酒精性脂肪肝						

资料来源: 微芯生物招股说明书, 国盛证券研究所

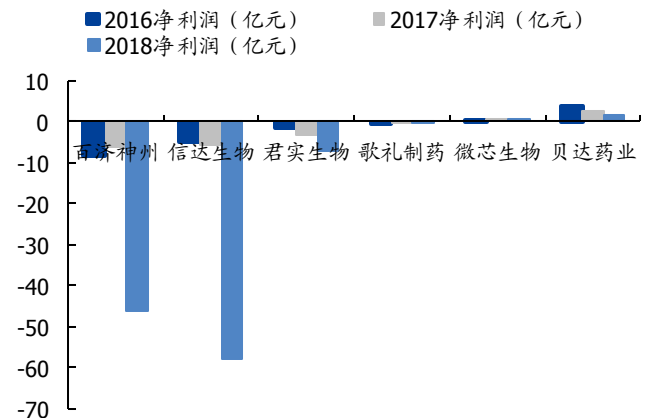
贝达研发确定性较高, 逐步转型 big pharma。相较于港股 biotech 公司与科创板的微芯生物, 贝达药业已经拥有较高且较稳定的营收支撑研发, 且每年均有一定的净利润流入, 研发确定性较高。此外, 公司还成立控股子公司浙江贝达诊断技术有限公司, 并与杭州瑞普基因科技有限公司达成了战略合作, 聚焦精准医疗, 将业务板块在检测诊断方面做了延伸。

图表 28: 贝达保持较高且稳定的营收



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: biotech 公司净利润几乎均为负值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: biotech 公司收入较难支撑研发

公司简称	2018 总营收 (亿元)	2018 净利润 (亿元)	2018 研发费 用 (亿元)	2018 研发费 用 / 营业收入	市值 (亿元)
百济神州	13.60	-46.24	46.60	343%	815.40
信达生物	0.09	-57.71	12.22	12891%	273.90
君实生物	0.01	-7.16	5.38	57621%	469.16
歌礼制药	1.66	-0.07	1.43	86%	40.10
微芯生物	1.45	0.31	0.82	57%	244.36
贝达药业	12.24	1.67	5.90	48%	264.06

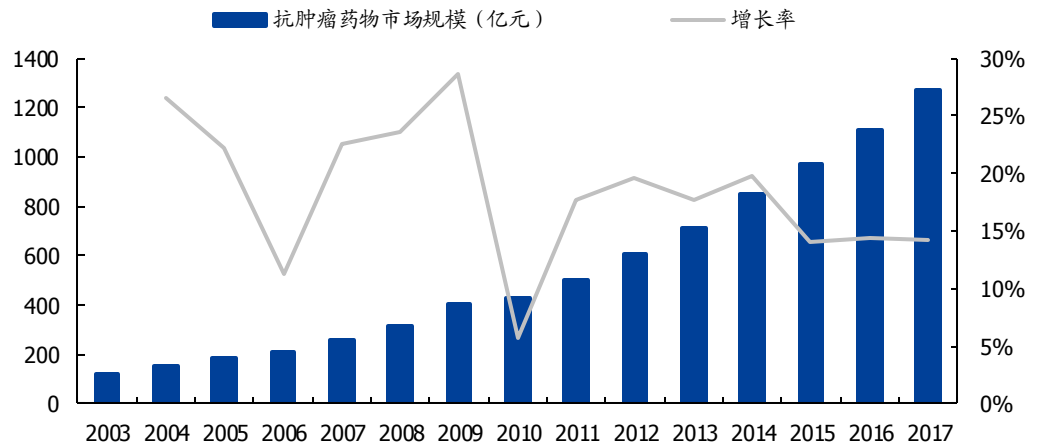
资料来源: wind, 国盛证券研究所

三、埃克替尼持续表现，后续梯队动力充足

3.1 EGFR 靶点：埃克替尼稳步增长，三代新药蓄势待发

近年来我国抗肿瘤药物市场规模快速增长，2017 年已达到 1268.19 亿元，近年增速维持在 14% 以上。

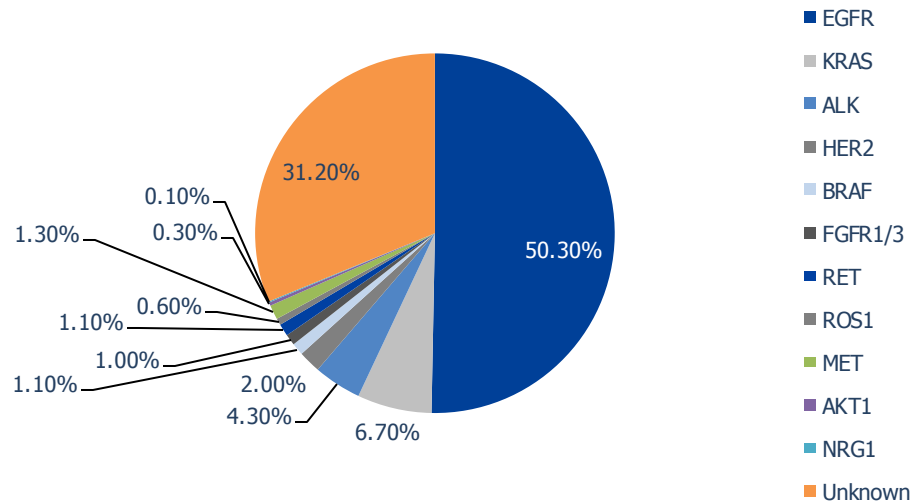
图表 31: 我国抗肿瘤药物市场规模迅速扩大



资料来源: wind, 国盛证券研究所

根据国家癌症中心发布的数据，肺癌发病数以 78.7 万例居各种恶性肿瘤发病数榜首，非小细胞肺癌占肺癌比例约 85%，对应患者约 67 万人；我国非小细胞肺癌患者中，EGFR 基因突变为最常见类型，占比 50.30%，对应患者人数约 30 万人。

图表 32: 中国非小细胞肺癌靶点分布图



资料来源: Oncotarget, 国盛证券研究所

针对 EGFR 靶点, 目前已经上市的药物有三代, 分别是第一代的吉非替尼、厄洛替尼和埃克替尼, 第二代的阿法替尼和达克替尼, 以及第三代的奥希替尼。吉非替尼、埃克替尼、奥希替尼等 2018 年国内销售额均达十亿级。

图表 33: 国内已上市 EGFR 靶点药物

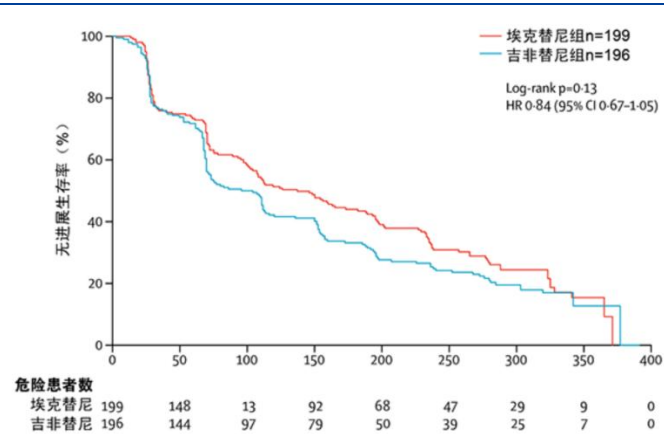
	药物名称	开发企业	首次上市时间	2018 全球销售额 (亿美元)	国内上市时间	2018 国内销售额 (亿元)
一代	吉非替尼 (易瑞沙)	阿斯利康	2003	5.18	2010	10.59
	厄洛替尼 (特罗凯)	基因泰克	2004	5.43	2012	-
	埃克替尼 (凯美纳)	贝达药业	2011	-	2011	12.24
二代	阿法替尼 (吉泰瑞)	勃林格殷格翰	2013	-	2017	-
	达克替尼	辉瑞	2018	-	2019	-
三代	奥希替尼 (泰瑞沙)	阿斯利康	2015	18.6	2017	接近 20

资料来源: 公司公告, 米内, IMS, 国盛证券研究所

3.1.1 埃克替尼: 身经百战的明星产品, 估值超 160 亿元

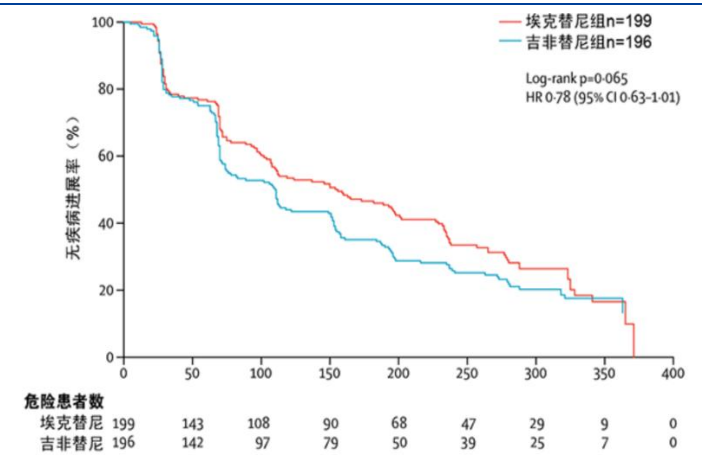
埃克替尼与吉非替尼的头对头试验效果非劣, 安全性略佳。在二、三线 NSCLC 治疗中, 埃克替尼与吉非替尼头对头研究结果 (ICOGEN) 显示, 埃克替尼的无进展生存率与无疾病进展率优于吉非替尼, 总生存率两者相当, 埃克替尼的安全性略优于吉非替尼。

图表 34: 埃克替尼组的无进展生存率高于吉非替尼组



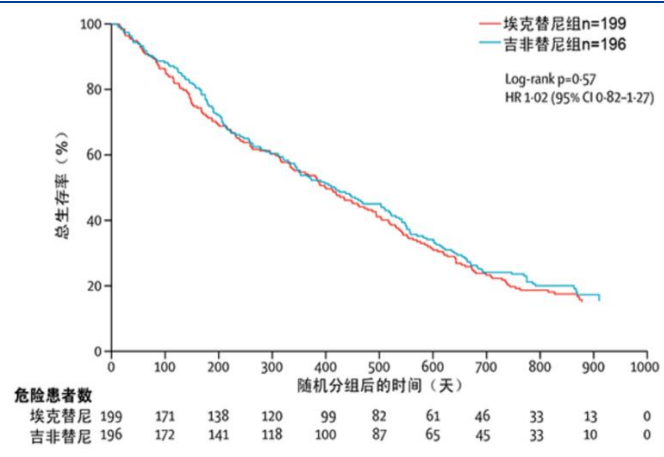
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 35: 埃克替尼组的无疾病进展率高于吉非替尼组



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 36: 埃克替尼组的总生存率与吉非替尼组相当



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

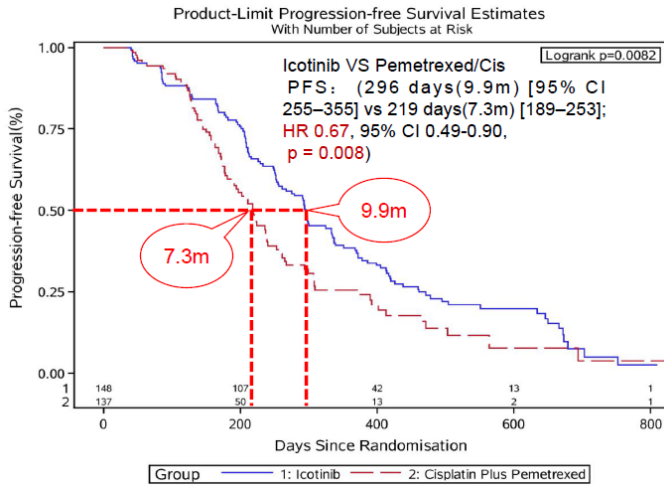
图表 37: 埃克替尼组的不良反应事件率略低于吉非替尼组

	所有不良事件		3/4级不良事件		药物相关不良事件		P值
	埃克替尼 (n=200)	吉非替尼 (n=199)	埃克替尼 (n=200)	吉非替尼 (n=199)	埃克替尼 (n=200)	吉非替尼 (n=199)	
皮疹	81 (41%)	98 (49%)	1 (<1%)	2 (1%)	80 (40%)	98 (49%)	0.070
腹泻	43 (22%)	58 (29%)	0	4 (2%)	37 (19%)	55 (28%)	0.033
疼痛	36 (18%)	22 (11%)	4 (2%)	3 (2%)	4 (2%)	3 (2%)	0.84
转氨酶升高	21 (11%)	26 (13%)	2 (1%)	1 (<1%)	16 (8%)	25 (13%)	0.14
咯血	12 (6%)	16 (8%)	0	1 (<1%)	1 (<1%)	1 (<1%)	1.00
食欲不振	11 (6%)	14 (7%)	0	0	6 (3%)	7 (4%)	0.46
呕吐	10 (5%)	9 (5%)	0	0	5 (3%)	4 (2%)	0.89
口腔溃疡	9 (5%)	12 (6%)	0	0	7 (4%)	10 (5%)	0.51
白细胞减少	9 (5%)	12 (6%)	0	0	6 (3%)	10 (5%)	0.38
恶心	8 (4%)	13 (6%)	1 (<1%)	0	6 (3%)	10 (5%)	1.00
所有患者*	166 (83%)	165 (83%)	14 (7%)	20 (10%)	121 (61%)	140 (70%)	0.046

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

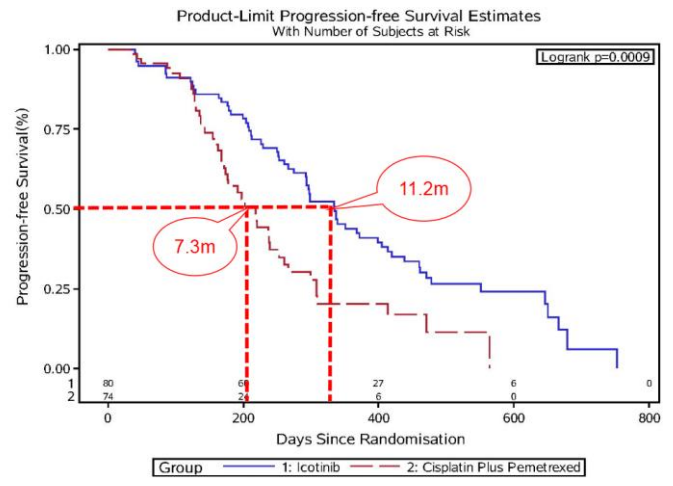
埃克替尼一线治疗效果优于化疗+维持治疗策略。早期的临床试验多集中在一线治疗失败以后的二、三线治疗的病人,在得到公认的疗效之后,埃克替尼也进行了一线治疗的研究。CONVINCE 研究是埃克替尼首个针对 EGFR 突变一线患者开展的临床研究,用培美曲塞联合顺铂作为对照药物,同时在整个治疗过程中维持培美曲塞治疗,以形成最好的治疗体系作对照。在总体人群中,埃克替尼组 vs 对照组的中位 PFS 为 9.9vs7.3,无进展生存期有明显延长;在 EGFR 19 缺失人群中,中位 PFS 为 11.2vs7.3,无进展生存期延长更为明显;客观缓解率为 64.80%vs33.85%,同样有明显改善。CONVINCE 研究再次证明一线 EGFR 突变患者首选埃克替尼等 EGFR-TKI 药物,其疗效不仅超越化疗,而且超越化疗+维持治疗策略。

图表 38: 埃克替尼无进展生存期高于化疗+维持策略(总体人群)



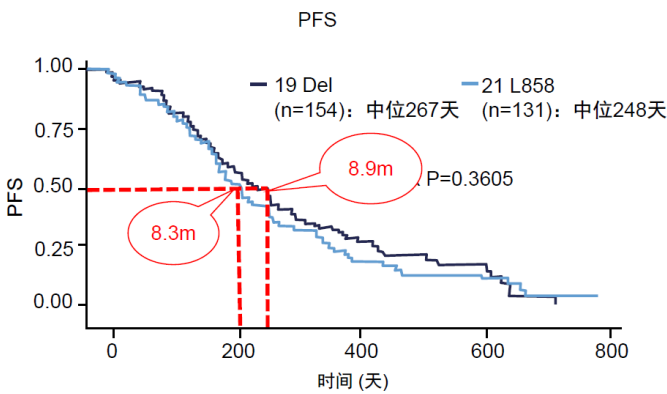
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 39: 埃克替尼无进展生存期高于化疗+维持策略(EGFR19 缺失人群)



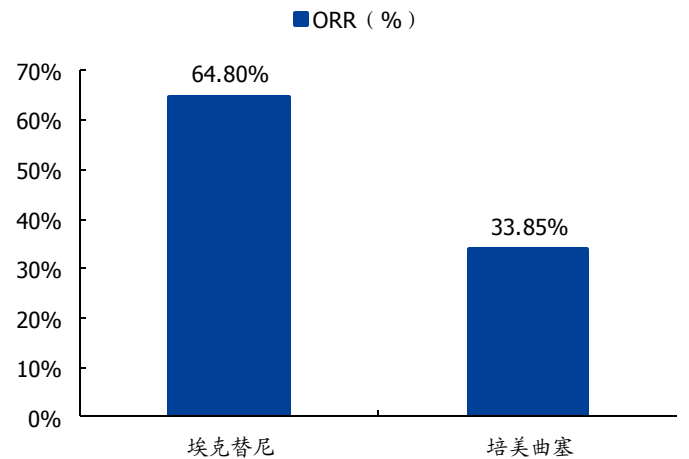
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 40: 埃克替尼在不同 EGFR 突变型人群中的 PFS



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

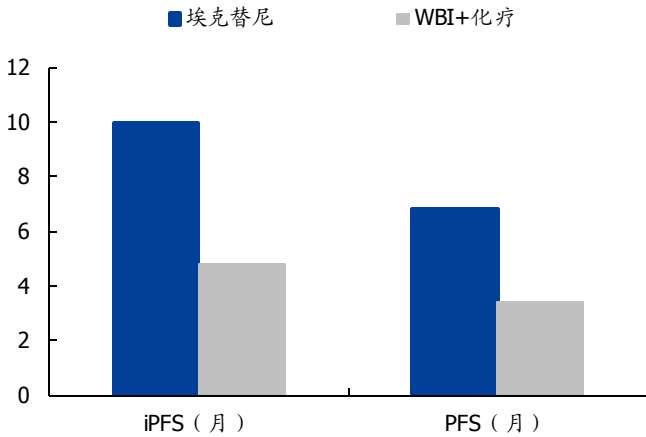
图表 41: 埃克替尼客观缓解率高于化疗+维持策略



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

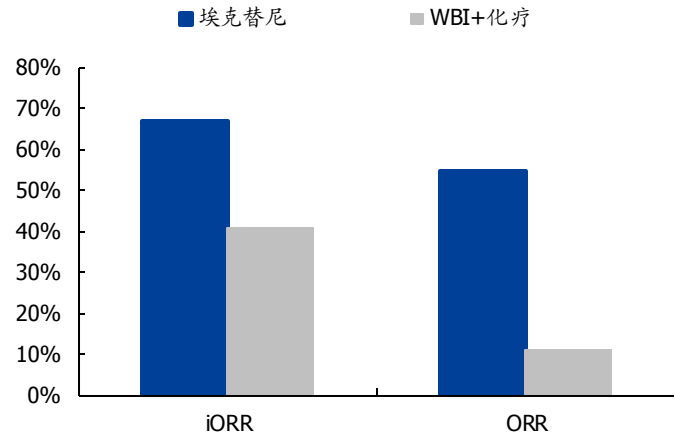
埃克替尼有望成为 EGFR 突变的 NSCLC 脑转移患者的首选治疗方案。在继 ICOGEN 研究和 CONVINC 研究之后, 中国胸部肿瘤研究协作组发起全球第一项比较埃克替尼和全脑放疗治疗 EGFR 突变型 NSCLC 脑转移的头对头 III 期临床试验 (BRAIN 研究)。从临床实验结果来看, 埃克替尼组的颅内 PFS、PFS、颅内 ORR、ORR 均优于全脑放疗化疗组。此研究结果有望改变肺癌脑转移的治疗模式, 埃克替尼有望成为首选治疗方案。

图表 42: 埃克替尼组的 iPFS 和 PFS 均优于放疗化疗组



资料来源: WCLC, 国盛证券研究所

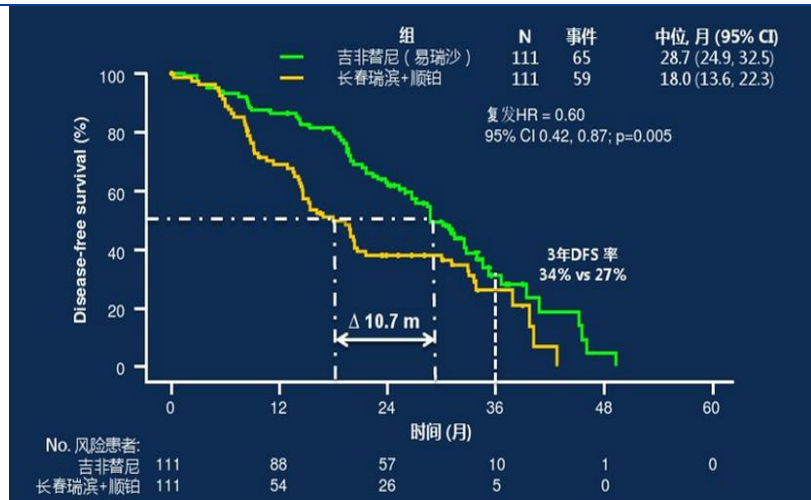
图表 43: 埃克替尼组的 iORR 和 ORR 均优于放疗化疗组



资料来源: WCLC, 国盛证券研究所

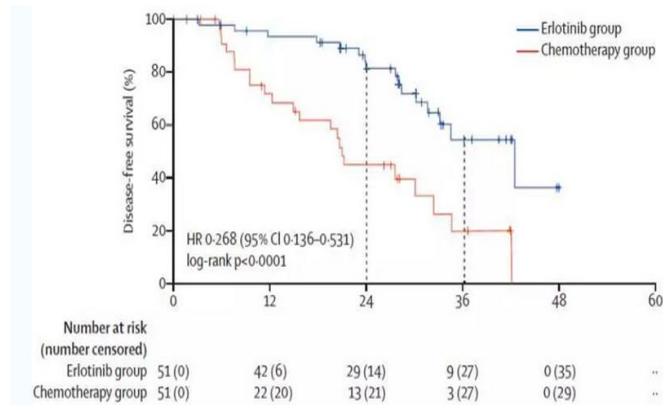
布局术后靶向辅助治疗，进一步开拓市场空间。在过去十多年中，术后辅助化疗占据了术后辅助治疗的主导地位，但近年来未取得较大突破。术后辅助靶向治疗目前还处于研究阶段，但已有多项研究展示了优秀的临床数据结果。吉非替尼辅助治疗疗效显著优于辅助化疗，mDFS 分别为 28.7 个月 vs 18.0 个月 (ADJUVANT 研究)。特罗凯辅助治疗疗效也显著优于辅助化疗，特罗凯辅助治疗的两年 DFS 率达到了 81%，三年 DFS 率也有 54%，化疗组两年和三年 DFS 率则分别只有 44% 和 19.8%，特罗凯组的 mDFS 相比化疗组增加了接近一倍，OS 数据还在更新中，也可以看到明显的平缓而获益趋势 (EVAN 研究)。此前，埃克替尼辅助治疗的 II 期临床数据也在 ASCO 会议中披露，患者术后辅助化疗后，使用埃克替尼 6 个月的病人，DFS 能够延长 12 个月 (ICTAN 研究)。术后辅助靶向治疗可将靶向治疗从肿瘤的晚期提早至中早期，进一步开拓靶向药的用药空间。

图表 44: 吉非替尼的术后辅助治疗数据优秀



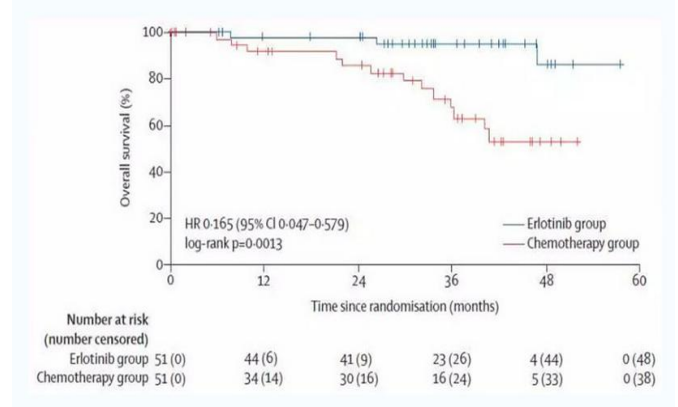
资料来源: ASCO, 国盛证券研究所

图表 45: 厄洛替尼的术后辅助治疗数据优秀 (DFS)



资料来源: ASCO, 国盛证券研究所

图表 46: 厄洛替尼的术后辅助治疗数据优秀 (OS)

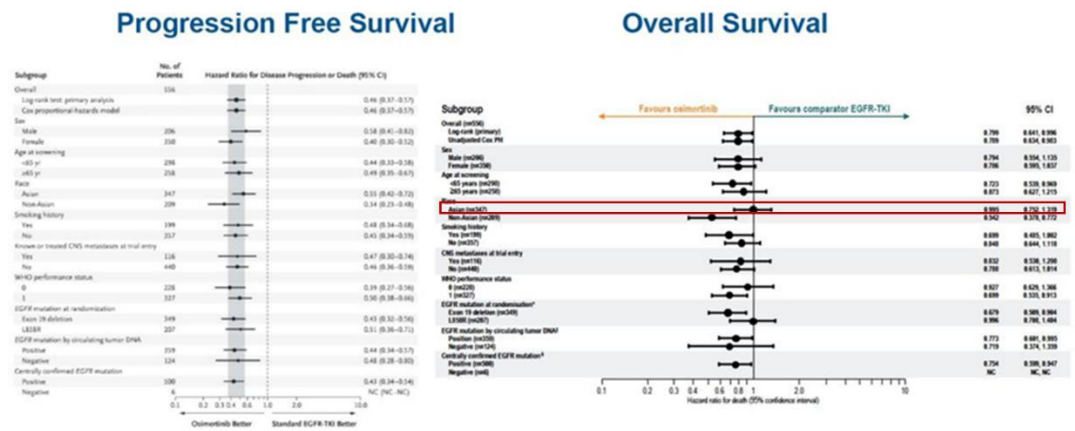


资料来源: ASCO, 国盛证券研究所

亚洲人群服用奥希替尼没有显著获益。在 2019 年 9 月召开的 ESMO 大会上, 公布了奥希替尼 FLAURA 研究的最终临床数据结果。值得注意的是, 亚洲人群的 OS 在奥希替尼组与参比 EGFR-TKI 组没有明显差异, 亚洲人群服用奥希替尼的总生存期没有显著获益。此次临床数据的公布降低了三代 TKI 奥希替尼对于埃克替尼的冲击。

图表 47: 亚洲人群服用奥希替尼没有显著获益

Efficacy of osimertinib across clinical subgroups



资料来源: ESMO, 国盛证券研究所

心患者, 埃克替尼持续开展赠药政策。从用药价格来看, 由于阿斯利康在“4+7”谈判中大幅降价, 因此价格较埃克替尼与厄洛替尼低。但埃克替尼一直实行后续免费用药政策, 是目前国内已上市的第一代 EGFR-TKI 中唯一持续开展赠药项目的原研药, 且是已上市药品中唯一对经济条件没有限制的产品。对于普通患者来说, 服用埃克替尼花费 6 万元后即可免费用药, 即用药 3-4 年, 埃克替尼的用药总金额就会少于正大天晴的吉非替尼。三代药奥希替尼虽已纳入医保, 但患者仍然面临超过埃克替尼价格 2.5 倍的高额费用, 且满足赠药条件患者也并不一定能获得赠药。

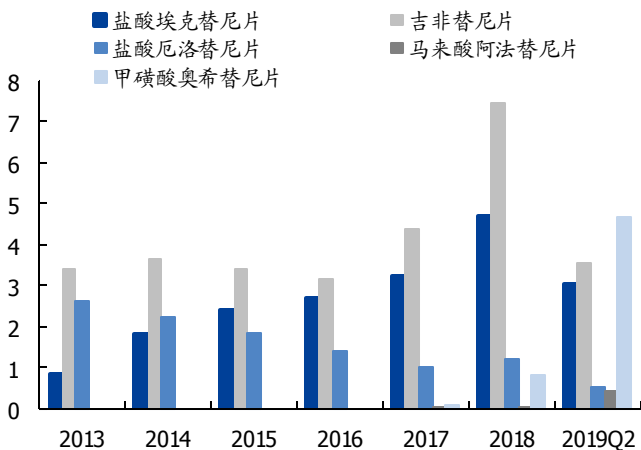
图表 48: 埃克替尼经济性较高

药品	价格(元/盒)	月用药金额(万元)	赠药政策	赠药之后实际费用(万元)
一代				
埃克替尼	1345.05	5784	所有患者, 6万元后可免费用药	所有患者, 6万元后可免费用药
吉非替尼 (阿斯利康)	547	1641	低保/连续用药6个月(180粒)的低收入患者, 满足条件不一定能获得赠药	低保患者可能免费; 低收入患者约9846元后可免费用药; 普通患者每年花费约2万元
吉非替尼 (齐鲁)	498	1494	低保/自费用药8个月且累计24盒的低收入患者, 后续每两个月随访一次	低保患者免费; 低收入患者约1.2万元后可免费用药; 普通患者每年花费约1.8万元
吉非替尼 (正大天晴)	450	1350	-	每年花费约1.6万元
厄洛替尼	1275.75	5467.5	低保/服药至少五个月的低收入患者, 后续每两个月随访一次	低保患者免费(项目已终止); 低收入患者约2.7万元后可免费用药; 普通患者每年花费约6.6万元
二代				
阿法替尼	1400	6020	低保/用满7个月(30盒)的低收入患者, 新医保价格购买患者不能享受赠药政策, 2019.12.31赠药项目全面终止	低保患者免费; 低收入患者约4.2万元后可免费用药; 普通患者每年花费约7.2万元
达克替尼	-	-	-	-
三代				
奥希替尼	15300	15300	低保/用满4个月, 获得批准后第一阶段最多可获得8个月的援助药品, 此后再连续使用3个月, 符合条件还可继续申请援助直至病情进展, 满足条件不一定能获得赠药	低保患者可能免费; 非低保患者约6.1万元后可获得8个月援助药, 再花费约4.6万元, 可申请继续援助(累计花费约10.7万元); 未获得赠药患者每年花费约18.4万元

资料来源: 丁香园, wind 医药库, 国盛证券研究所

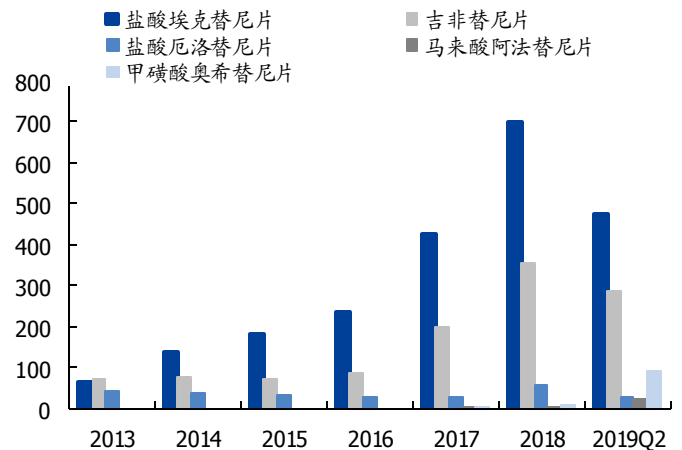
埃克替尼与吉非替尼占据国内大部分市场, 三代药奥希替尼放量明显。从样本医院销售额情况来看, 吉非替尼保持领先地位, 其次为埃克替尼, 两者合计占据大部分市场份额, 厄洛替尼与阿法替尼相对处于弱势, 值得注意的是, 新获批的奥希替尼增长势头明显, 2019Q2 的销售额已经占据第一; 从样本医院销售量情况来看, 埃克替尼占据领先位置, 且在医保谈判降价之后放量明显, 其次为吉非替尼, 奥希替尼有较明显的放量。

图表 49: 吉非替尼销售额领先(亿元)



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

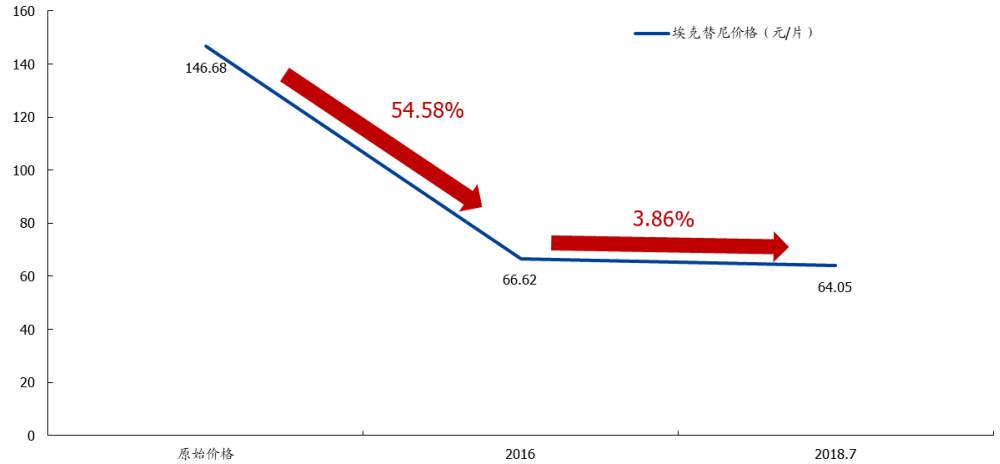
图表 50: 埃克替尼销售量领先(万盒)



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

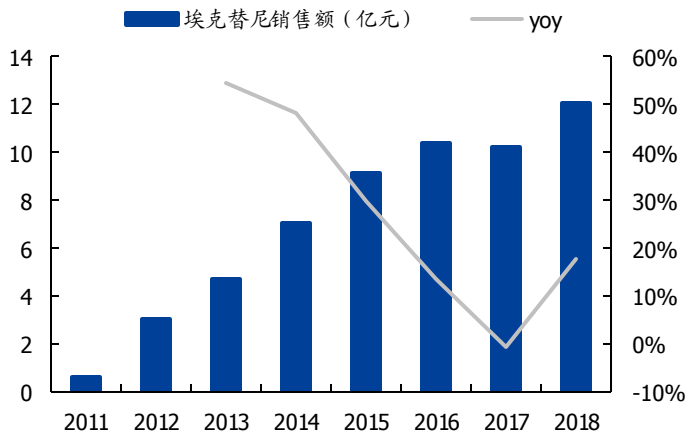
医保谈判降价促进埃克替尼放量。2016年，公司参与首批国家药品价格谈判，降价54.58%，2017年2月被纳入新版国家医保目录，2018年7月再次降价3.86%。2017年执行谈判价后，销售额有小幅下降，但销售量放量较明显，2017年销售量80.32万盒，同比增长43%。2018年埃克替尼销售额达到12.08亿元，同比正增长18%，销售量破百万盒，同比增长30%。

图表 51: 埃克替尼价格走势



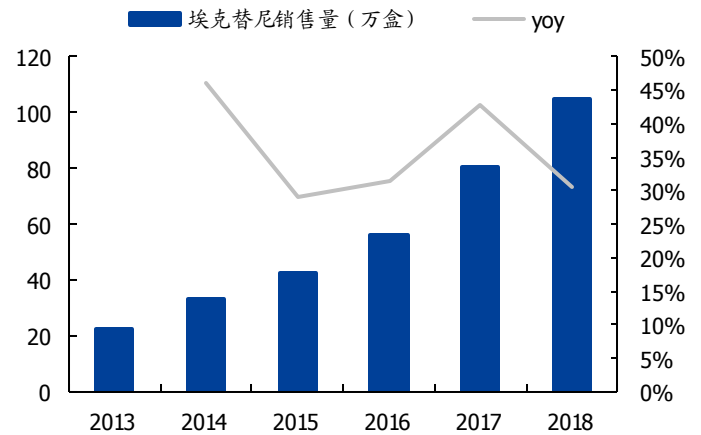
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 52: 埃克替尼销售额超 12 亿元



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 埃克替尼销售快速放量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

埃克替尼销售峰值有望超 30 亿元，DCF 估值超 160 亿元。按照每年 3.2% 的肺癌患者增长率估算，预计到 2025 年我国肺癌新发患者将突破 100 万人，2029 年肺癌总患病人数将超过 134 万人。按照 28% 的市占率估算，2029 年埃克替尼的销售额有望达 31.17 亿元。按照折现率 9%，永续增长率 3% 估算，埃克替尼的 DCF 估值约 163.05 亿元。

图表 54: 埃克替尼 DCF 估值超 160 亿元

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
肺癌患者新发人数(万)	83.18	85.84	88.58	91.42	94.35	97.36	100.48	103.70	107.01	110.44	113.97
增长率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
肺癌患者存量人数(万)	15.00	15.50	16.00	16.51	17.04	17.58	18.14	18.72	19.32	19.94	20.58
肺癌患者总人数(万)	98.18	101.34	104.58	107.93	111.38	114.95	118.62	122.42	126.34	130.38	134.55
非小细胞占比	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
EGFR 突变占比	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%
适应症数(万)	41.98	43.33	44.71	46.14	47.62	49.14	50.72	52.34	54.02	55.74	57.53
治疗率	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%	26.0%	26.0%	26.0%	27.0%	28.0%	29.0%	30.0%
用药患者数量(万)	9.23	9.97	10.73	11.54	12.38	12.78	13.19	14.13	15.12	16.17	17.26
埃克替尼市占率	25%	26%	28%	28%	28%	30%	30%	29%	29%	29%	28%
单个患者用量(盒/月)	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30
用药时长(月)	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
单价(元/盒)	1345	1345	1345	1345	1345	1300	1300	1300	1300	1250	1250
单个患者费用(万元)	6.94	6.94	6.94	6.94	6.94	6.71	6.71	6.71	6.71	6.45	6.45
埃克替尼销售额(亿元)	15.89	18.12	20.93	22.58	24.32	25.71	26.54	27.49	29.42	30.24	31.17
同比增速(%)		13.09%	15.50%	7.88%	7.71%	5.74%	3.20%	3.60%	7.02%	2.77%	3.08%
利润系数(%)	20%	20%	20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%	24%	24%
利润现金流(亿元)	3.18	3.62	4.19	4.74	5.11	5.66	5.84	6.32	6.77	7.26	7.48
同比增速(%)		14.00%	15.50%	13.28%	7.71%	10.77%	3.20%	8.31%	7.02%	7.24%	3.08%
折现价值(亿元)		163.05									
P		100%									
估值(亿元)		163.05									

资料来源:《Cancer Statistics in China, 2015》, 国盛证券研究所

3.1.2 D-0316: 蓄势待发的三代 EGFR 靶向药物, 有望贡献 35 亿元估值增量

埃克替尼作为第一代靶向药物, 面临着后续的市场竞争。进展较快的包括三代 EGFR-TKI 奥美替尼(翰森制药)、艾维替尼(艾森药业)以及二代 EGFR-TKI 达克替尼(辉瑞)都已到 NDA 阶段, 二代 EGFR-TKI 依吡替尼(和记黄埔)已到 III 期, 另外还有多款药物布局。

图表 55: 国内部分 EGFR-TKI 创新药在研管线

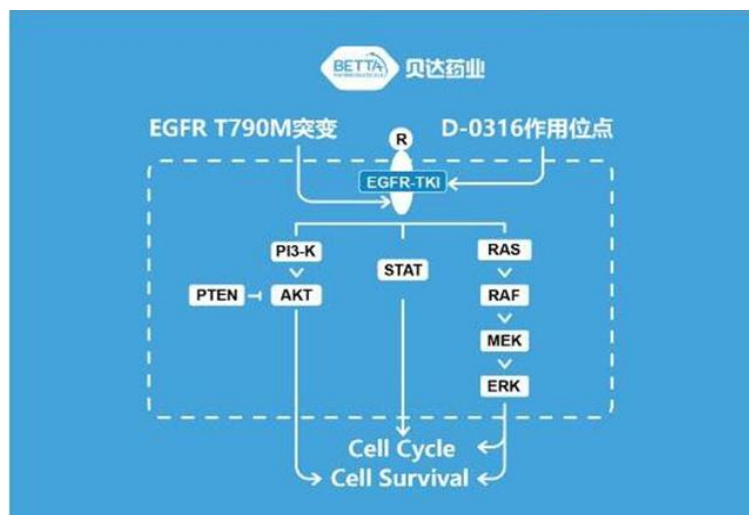
药品名称	厂家	注册类型	药物类型	临床进展	状态日期
奥美替尼	翰森制药	化药 1 类	三代	NDA	2019.9.29
艾维替尼	艾森药业	化药 1 类	三代	NDA	2018.6.21
达克替尼	辉瑞	进口	二代	NDA	2018.5.18
依吡替尼	和记黄埔	化药 1.1 类	二代	III 期	2018.1.2
艾力替尼	艾力斯	化药 1.1 类	二代	II 期	2015.5.27
艾氟替尼	艾力斯	化药 1.1 类	三代	II 期	2018.2.7
ASK120067	奥赛康	化药 1 类	三代	II 期	2018.4.3
迈华替尼	华东医药	化药 1.1 类	二代	II 期	2018.7.9
倍他替尼	精华制药	化药 1.1 类	二代	I 期	2017.10.10
BPI-7711	倍而达药业	化药 1.1 类	三代	I 期	2017.6.21
SH-1028	圣和药业	化药 1 类	三代	I 期	2018.4.17
YK-029A	越康生物	化药 1 类	三代	I 期	2018.5.26

资料来源: CDE, 国盛证券研究所

第三代 EGFR-TKI 能够显著改善耐药患者的生存质量, 提高患者的总生存期。患者在接受第一代 EGFR-TKI 治疗一定时间后往往会产生耐药突变, 其中 T790M 突变是第一代 EGFR-TKI 耐药最常见的分子生物学机制, 约占耐药突变的 60% 以上。研究表明, 针对 T790M 突变的第三代 EGFR-TKI 能够显著改善患者的生存质量, 提高患者的总生存期。

公司布局了 D-0316 这一可用于 T790M 突变的第三代 EGFR-TKI 药物, 预计将于 2021 年上市。D-0316 受让于益方生物, 由贝达药业受让此项目中国权益 (包括中国大陆、香港和台湾) 并独家在约定区域内进行产品的开发及商业化。目前正在进行 II 期临床试验, 预计将于 2021 年上市。

图表 56: 第三代 EGFR-TKI D-0316 作用机理



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

T790M 耐药的三代药 D-0316 销售峰值有望超 7.5 亿元, DCF 估值超 35 亿元。为了达到更好的治疗效果, 同时考虑用药经济性, 目前临床一般采用“1+3”治疗方案, 即一代药+三代药。我们按照 15% 的市占率估算, D-0316 的销售峰值有望达到 7.59 亿元, DCF 估值约 35.87 亿元。

图表 57: D-0316 折现价值超 35 亿元

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
肺癌患者新发人数(万)	85.84	88.58	91.42	94.35	97.36	100.48	103.70	107.01	110.44	113.97
增长率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
肺癌患者存量人数(万)	15.50	16.00	16.51	17.04	17.58	18.14	18.72	19.32	19.94	20.58
肺癌患者总人数(万)	101.34	104.58	107.93	111.38	114.95	118.62	122.42	126.34	130.38	134.55
非小细胞占比	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
EGFR 突变占比	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%	50.3%
T790M 突变占比	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
适应症数(万)	26.00	26.83	27.69	28.57	29.49	30.43	31.40	32.41	33.45	34.52
治疗率		15%	15%	15%	16%	16%	18%	18%	18%	20%
用药患者数量(万)		4.02	4.15	4.29	4.72	4.87	5.65	5.83	6.02	6.90
市占率		1%	3%	5%	8%	10%	12%	12%	15%	15%
单个患者用药金额(万元/月)		1.30	1.10	1.10	1.00	1.00	0.80	0.80	0.70	0.60
用药时长(月)		12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
单个患者费用(万元)		15.60	13.20	13.20	12.00	12.00	9.60	9.60	8.40	7.20
0316 销售额(亿元)		0.63	1.64	2.83	4.53	5.84	6.51	6.72	7.59	7.46
同比增速(%)			161.97%	72.00%	60.12%	29.00%	11.46%	3.20%	12.88%	-1.71%
利润系数(%)		20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%	24%	24%
利润现金流(亿元)		0.13	0.35	0.59	1.00	1.29	1.50	1.55	1.82	1.79
同比增速(%)			175.07%	72.00%	67.74%	29.00%	16.52%	3.20%	17.78%	-1.71%
折现价值(亿元)	36.60									
P	98%									
估值(亿元)	35.87									

资料来源:《Cancer Statistics in China, 2015》, 国盛证券研究所

产品持续迭代, 已有四代 EGFR-TKI 开展临床。2018 年 ESMO 会议上报道了奥希替尼的耐药突变: 一线耐药主要机制: MET 扩增 (15%)、EGFR c797s 突变 (7%); 二线耐药主要机制: MET 扩增 (19%)、EGFR c797s 突变 (15%)。针对耐药问题, 已有多家药企开展四代 EGFR-TKI 研发, 强生的 JNJ-61186372 注射液和浙江博生的 ES-072 胶囊均已进入 I 期临床, 正大天晴的 TQB3804 也已获批临床, 阿斯利康、诺华等外企也有临床前产品布局。

图表 58: 四代 EGFR 抑制剂研发进展

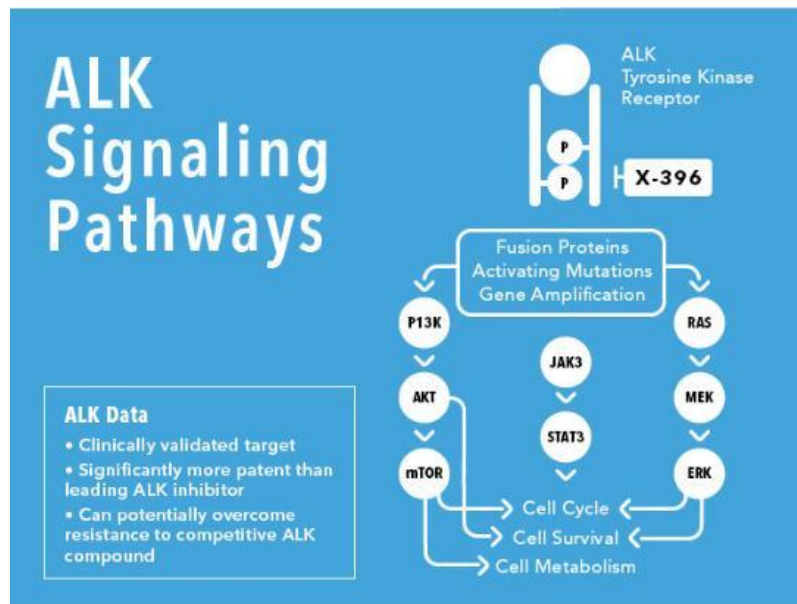
药物	厂家	靶点	研发阶段
JNJ-61186372 注射液	强生	HERs, c-Met/EGFR	I 期
ES-072 胶囊	浙江博生	EGFR T790M、EGFR c797s	I 期
TQB3804	正大天晴	EGFR c797s	获批临床
AZ7608	阿斯利康	EGFR c797s	临床前
EAI045	诺华	EGFR c797s	临床前
RC-01	红云生物	EGFR c797s	临床前
JND3329	暨南大学	EGFR c797s	临床前

资料来源: CDE, 国盛证券研究所

3.2 恩沙替尼：上市在即，有望带领公司走向国际

恩沙替尼二线适应症有望年底上市，一线适应症紧随其后。恩沙替尼（X-396）由贝达药业和控股子公司 Xcovery 共同开发的一种新型强效、高选择性的新一代 ALK 抑制剂，其适用于此前接受过克唑替尼治疗后进展的或者对克唑替尼不耐受的间变性淋巴瘤激酶（ALK）阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌的适应症已提交 NDA，并纳入优先审评，正在 CDE 评审中，有望于 2019 年底上市。其全球多中心的 ALK 阳性 NSCLC 患者的一线治疗临床 III 期也已完成入组，有望成为公司第一个全球上市的创新药。其 ROS 1 阳性 NSCLC 适应症也正在开展 II 期临床，进一步拓宽适应症范围。ALK 和 ROS1 突变人群占我国 NSCLC 患者的 4.9%，对应患者空间约 3.3 万人。

图表 59: 盐酸恩沙替尼 (X-396) 作用机制



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

全球已上市三代 ALK-TKI。目前全球已经上市的 ALK 抑制剂药物主要有一代的克唑替尼和二代的色瑞替尼、阿来替尼、布格替尼以及三代的劳拉替尼。克唑替尼由于新药上市冲击，2018 年销售额出现下降，达 5.24 亿美元；阿来替尼放量迅速，2018 年销售额超过克唑替尼，达到 6.51 亿美元，同比增长 77%。

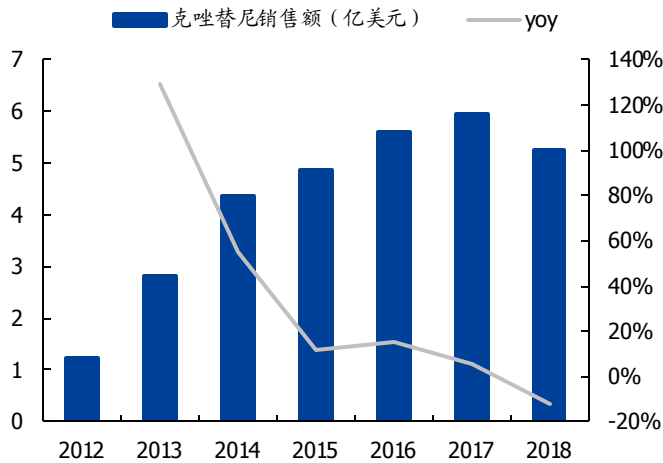
国内目前仅有一代的克唑替尼和二代的阿来替尼上市，克唑替尼纳入医保后放量迅速，阿来替尼尚未实现放量。克唑替尼 2013 年上市，2018 年国内样本医院销售额开始下降，2018 年 10 月纳入医保后迅速放量，2019 年上半年样本医院销售额达到 1.76 亿元，同比增长 450%；阿来替尼 2018 年刚上市，尚未实现放量。克唑替尼纳入医保后月用药金额大幅下降，目前仅需 15600 元，而阿来替尼尚未纳入医保，月用药金额需要 53520 元，一代克唑替尼在费用上占据优势。

图表 60: 已上市 ALK 抑制剂对比

	药品名	生产企业	首次上市时间	2018 全球销售额 (亿美元)	国内上市时间	2018 国内样本医院销售额 (万元)
一代	克唑替尼	辉瑞	2011	5.24	2013	8054
	色瑞替尼	诺华	2014	-	-	-
二代	阿来替尼	罗氏	2015	6.51	2018	-
	布格替尼	Ariad (武田)	2017	-	-	-
三代	劳拉替尼	辉瑞	2018	-	-	-

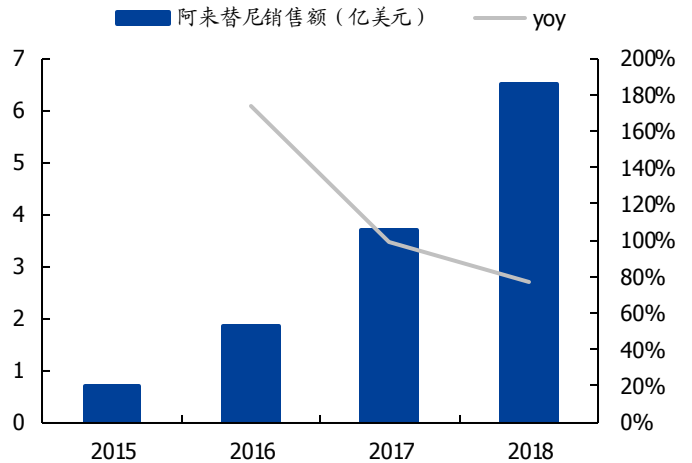
资料来源：彭博，wind 医药库，国盛证券研究所

图表 61: 克唑替尼销售额开始下降



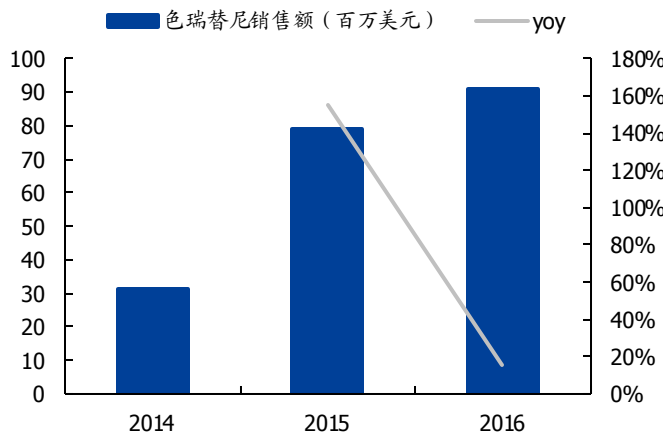
资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

图表 62: 阿来替尼快速放量



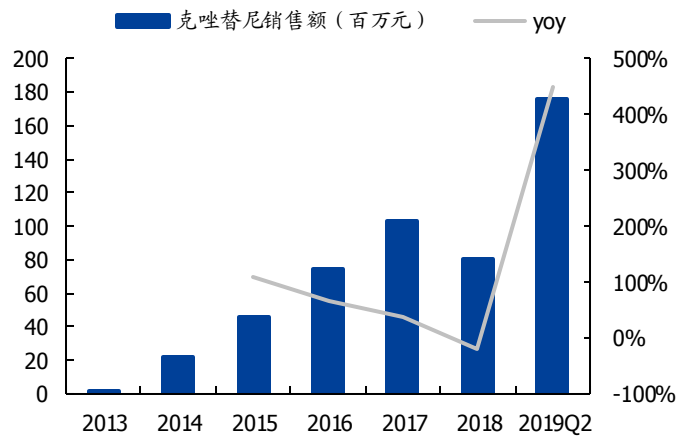
资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

图表 63: 色瑞替尼销售情况



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

图表 64: 克唑替尼在国内进入医保后迅速放量 (国内样本医院)



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 65: 国内已上市的 ALK-TKI 对比

药品	价格 (元/片)	月用药量 (片)	月用药金额 (万元)	是否纳入医保
克唑替尼	260	60	15600	是 (2018.10)
阿来替尼	223	240	53520	否

资料来源: 丁香园, wind 医药库, 国盛证券研究所

恩沙替尼临床数据表现较为出色。恩沙替尼的 II 期临床结果显示, 一线 PFS 为 25.6 个月, ORR 达到 80%, 疗效与阿来替尼相当, 优于色瑞替尼; 最新临床数据显示, 恩沙替尼的二线 PFS 为 9.6 个月, ORR 为 52.0%, 优于同为二代的色瑞替尼, 略逊色于阿来替尼及布格替尼, 总体表现较好。

图表 66: 三代ALK-TKI 临床数据对比

药品名	生产企业	一线		二线		
		PFS	ORR	PFS	ORR	
一代	克唑替尼	辉瑞	10.9vs7.0 (化疗)	74%vs45%	7.7	65%
	色瑞替尼	诺华	16.6vs8.1 (化疗)	73%vs27%	5.4	39.1%
二代	阿来替尼	罗氏	25.7vs10.4 (克唑替尼)	79%vs72%	10.9	50.6%
	布格替尼	Ariad (武田)	-	-	12.9	54.0%
	恩沙替尼	贝达	25.6 (II期)	80% (II期)	9.6 (最新数据)	52.0% (最新数据)
三代	劳拉替尼	辉瑞	-	-	-	69.5%

资料来源: 药品说明书, ASCO, 国盛证券研究所

恩沙替尼全球多中心同步开展, 纳入优先审评国内上市在即。恩沙替尼目前在国内已纳入优先审评程序, 有望于 2019 年底到 2020 年初上市。在美国开展的与克唑替尼头对头针对 ALK 阳性 NSCLC 患者一线治疗的国际多中心试验, 也已进展到 III 期临床阶段。

图表 67: 恩沙替尼美国临床试验布局

试验登记号	药品	靶点	参比制剂	适应症	临床进展	最新进展时间
NCT02767804	恩沙替尼	ALK	克唑替尼	NSCLC	临床 III 期进行中	2019.04.24

资料来源: clinicaltrials, 国盛证券研究所

国内暂无其他已到 III 期临床企业, 竞争格局较好。国内目前进展较快的为复星医药的福瑞替尼, 已到临床 II 期, 暂时无其他已到临床 III 期企业。另外, 齐鲁、人福、再鼎、天晴、豪森等企业也有相关管线布局, 天晴同时有创新药以及克唑替尼仿制药在研。

图表 68: 国内部分 ALK-TKI 在研管线

药品名称	厂家	注册类型	临床进展	状态日期
福瑞替尼	复创医药/复星医药	化药 1.1 类	II 期	2016.7.6
WX-0593	齐鲁制药	化药 1.1 类	I 期	2017.10.16
RF-A089	人福医药	化药 1 类	I 期	2018.10.8
ZL-2302	再鼎医药	化药 1 类	I 期	2018.9.5
TQ-B3139	正大天晴	化药 1.1 类	I 期	2017.4.24
氟卓替尼	豪森药业	化药 1.1 类	获批临床	2013.8.26
克唑替尼	正大天晴	化药 6 类	获批临床	2016.2.29

资料来源: CDE, 国盛证券研究所

恩沙替尼峰值销售额合计有望达近 10 亿元, DCF 估值约 48.89 亿元。按照 2015 年肺癌新发病数 73.3 万人, 非小细胞肺癌占肺癌比例约 85%, 我国非小细胞肺癌患者中 ALK 基因突变占比 4.30%, 可以预计到 2029 年, 整个 NSCLC 患者中 ALK 靶点发病患者数可达约 5 万人, 恩沙替尼国内峰值销售额有望达 6.40 亿元。按照折现率 9%, 永续增长 3% 估算, DCF 估值约 32.80 亿元。美国 2018 年肺癌新发病人数为 22.9 万人, ALK 基因突变类型占 NSCLC 约 5%, 据此推算 ALK 基因突变类型新发患者约 1 万人。参考克唑替尼每年约 13 万美元左右的费用, 预计恩沙替尼上市后每年费用约 12 万美元, 峰值销售额有望达 3.5 亿元。按照折现率 9%, 永续增长 3% 估算, DCF 估值约 16.09 亿元。中美合计恩沙替尼峰值销售额近 10 亿元, DCF 估值约 48.89 亿元。

图表 69: 恩沙替尼 DCF 估值超 46 亿元

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
非小细胞肺癌——中国										
肺癌患者新发人数 (万)	85.84	88.58	91.42	94.35	97.36	100.48	103.70	107.01	110.44	113.97
增长率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
肺癌患者存量人数 (万)	15.50	16.00	16.51	17.04	17.58	18.14	18.72	19.32	19.94	20.58
肺癌患者总人数 (万)	101.34	104.58	107.93	111.38	114.95	118.62	122.42	126.34	130.38	134.55
非小细胞占比	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
ALK 突变占比	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
适应症数 (万)	3.70	3.82	3.94	4.07	4.20	4.34	4.47	4.62	4.77	4.92
治疗率	30%	30%	26%	27%	28%	29%	31%	31%	32%	33%
用药患者数量 (万)	1.11	1.15	1.03	1.10	1.18	1.26	1.39	1.43	1.52	1.62
恩沙替尼市占率 (%)	10%	15%	23%	25%	28%	30%	35%	36%	35%	33%
单个患者用药金额 (万元/月)	1.50	1.50	1.30	1.30	1.20	1.20	1.00	1.00	1.00	1.00
平均用药时间 (月)	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
单个患者费用 (万元)	18.00	18.00	15.60	15.60	14.40	14.40	12.00	12.00	12.00	12.00
恩沙替尼销售额 (亿元)	2.00	3.10	3.68	4.29	4.74	5.43	5.83	6.18	6.40	6.43
同比增速 (%)		55%	19%	16%	11%	15%	7%	6%	4%	0%
利润系数 (%)	20%	20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%	24%	24%
利润现金流 (亿元)	0.40	0.62	0.77	0.90	1.04	1.19	1.34	1.42	1.54	1.54
折现价值 (亿元)	32.80									
P	100%									
估值 (亿元)	32.80									
非小细胞肺癌——美国										
肺癌患者新发人数 (万)	23.19	23.32	23.46	23.61	23.75	23.89	24.03	24.18	24.32	23.05
增长率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
肺癌患者存量人数 (万)	8.05	8.10	8.14	8.19	8.24	8.29	8.34	8.39	8.44	8.49
肺癌患者总人数 (万)	31.23	31.42	31.61	31.80	31.99	32.18	32.38	32.57	32.76	31.54
非小细胞占比	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
ALK 突变占比	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
适应症数 (万)	1.33	1.34	1.34	1.35	1.36	1.37	1.38	1.38	1.39	1.34
治疗率 (%)	50%	50%	55%	55%	55%	55%	60%	60%	60%	60%
用药患者数量 (万)	0.66	0.67	0.74	0.74	0.75	0.75	0.83	0.83	0.84	0.80
恩沙替尼市占率 (%)	1%	2%	3%	4%	5%	7%	7%	8%	10%	10%
单个患者用药金额 (万美元/月)	1.00	1.00	0.80	0.80	0.80	0.60	0.60	0.60	0.50	0.50
平均用药时间 (月)	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
单个患者费用 (万美元)	12.00	12.00	9.60	9.60	9.60	7.20	7.20	7.20	6.00	6.00
恩沙替尼销售额 (亿美元)	0.08	0.16	0.21	0.29	0.36	0.38	0.42	0.48	0.50	0.48
同比增速 (%)		101%	33%	34%	26%	6%	10%	15%	5%	-4%

利润系数 (%)	20%	20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%	24%	24%
利润现金流 (万美元)	0.02	0.03	0.04	0.06	0.08	0.08	0.10	0.11	0.12	0.12
折现价值 (亿美元)	2.42									
P	95%									
估值 (亿美元)	2.30									
销售额 (亿元)	0.56	1.12	1.49	2.00	2.51	2.65	2.91	3.35	3.51	3.38
估值 (亿元)	16.09									
合计销售额 (亿元)	2.56	4.22	5.17	6.28	7.26	8.09	8.74	9.53	9.91	9.80
yoy		65%	23%	22%	15%	11%	8%	9%	4%	-1%
总估值 (亿元)	48.89									

资料来源:《Cancer Statistics in China, 2015》, 国盛证券研究所

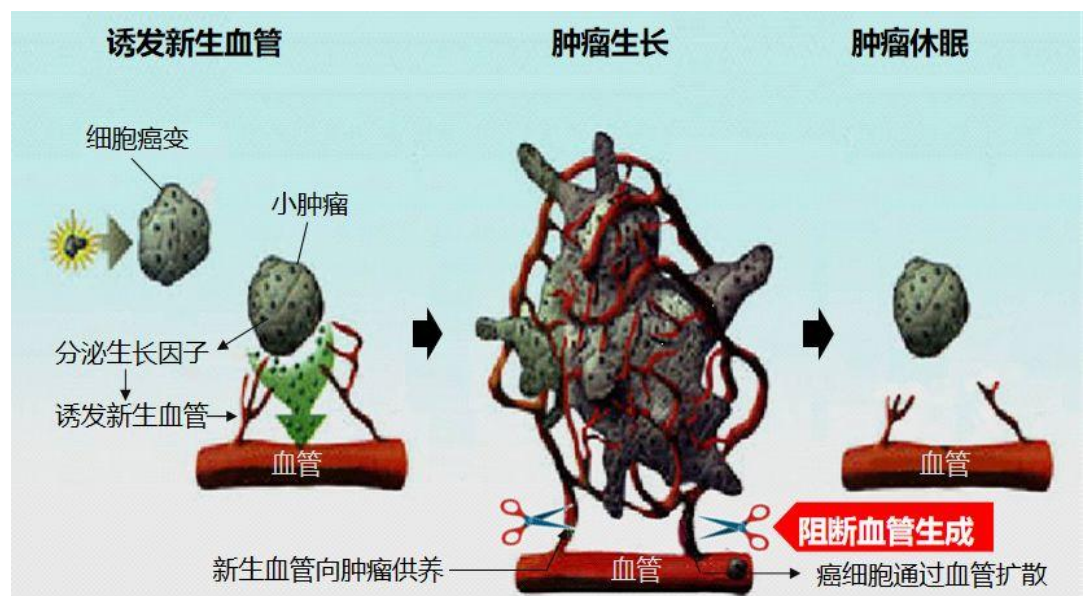
3.3 CM082: 药物联用+适应症拓展, 支撑近 60 亿市值

3.3.1 青出于蓝, CM082 疗效与安全性更佳

CM082 是多靶点受体酪氨酸激酶抑制剂, 主要靶点为 VEGFR 和 PDGFR, 可抑制新生血管生成及肿瘤生长, 适用于晚期肾癌以及湿性年龄相关性黄斑变性 (wAMD), 以及与 PD-1、紫杉醇、依维莫司等抗肿瘤药联合用药等。

VEGF/VEGFR 抑制剂能够“饿死癌细胞”。抑制 VEGF 或 VEGFR 蛋白能够干扰肿瘤血管生成, 当现有的肿瘤血管开始逐渐退化, 且新的肿瘤血管又无法生成时, 肿瘤细胞就无法得到营养、水分的支持, 从而达到“饿死癌细胞”的目的。

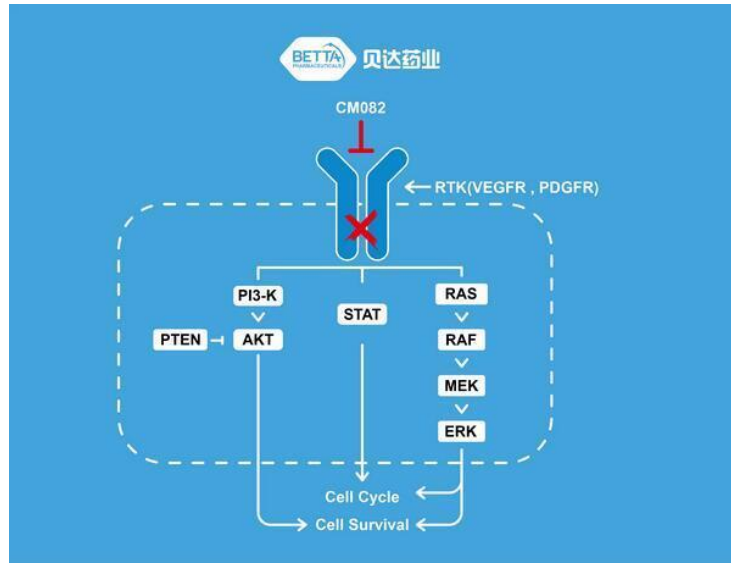
图表 70: “饿死癌细胞”原理示意图



资料来源: NCBI, 国盛证券研究所

CM082 青出于蓝, 是舒尼替尼的“Me-better”。CM082 是在对舒尼替尼作用机制和毒副作用充分研究的基础上开发的新一代产品, 由舒尼替尼的研发人员梁从新博士研发, 在临床上表现出了良好的治疗效果及更好的安全性, 是舒尼替尼的“Me-better”产品。

图表 71: CM082 作用机制



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

CM082 已布局多个适应症, 药物联用打开市场空间。CM082 已在国内布局肾癌、晚期恶性实体瘤、急性髓系白血病、wAMD 等适应症, 并布局了与紫杉醇、依维莫司等药物的联合用药, 进展最快的肾癌适应症已到 III 期临床阶段, 与君实生物 PD-1 单抗的联合用药试验也已获批临床。另外, 还有多家企业及科研单位正在国内外进行相关临床试验, 有望为贝达提供宝贵的临床经验与数据支持。

图表 72: CM082 相关临床试验汇总

药物	申报人	适应症	临床阶段	状态	最新状态时间
CM082	Tyrogenex	AMD	美国 II 期	终止	2018.7.25
		晚期实体瘤	美国 I 期	完成	2017.11.24
CM082+帕博丽珠单抗	华盛顿大学药学院/Xcovery	胃癌/胃食管交界处腺癌	美国 I 期	招募中	2019.8.29
CM082+纳武单抗		肝癌			
CM082+多西他赛	威斯康星大学麦迪逊分校/Tyrogenex/NCI	实体瘤	美国 I 期	完成	2018.3.1
CM082+依维莫司	威斯康星大学麦迪逊分校/Tyrogenex	胰腺神经内分泌瘤	美国 I/II 期	尚未招募	2019.7.18
CM082 单药	贝达	晚期恶性实体瘤	中国 I 期	进行中	2019.5.5
		wAMD	中国 II 期	进行中	2018.10.18
		急性髓系白血病	中国 I 期	进行中	2016.10.12
CM082+紫杉醇	贝达	晚期胃癌 (二线)	中国 Ib 期	进行中	2017.12.4
CM082 (+依维莫司)	贝达	肾癌	中国 III 期	进行中	2019
CM082+JS001		SCLC	中国 II/III 期	尚未招募	2019.4.5
		NSCLC	中国 II 期	尚未招募	2019.2.21
CM082 单药	再新医药	黏膜黑色素瘤	中国 II 期	招募中	2019.7.3
		晚期恶性实体瘤	中国 I 期	招募中	2019.7.4
CM082+紫杉醇		晚期胃癌 (二线)	中国 Ib 期	招募中	2019.2.21
CM082+依维莫司		复发肾癌	中国 I 期	招募中	2018.1.10

资料来源: clinicaltrial, wind 医药库, 国盛证券研究所

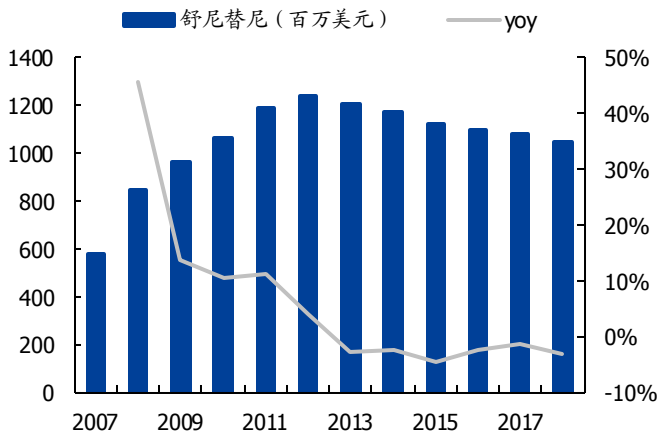
多个同类药物成十亿美元级品种，索拉非尼国内纳入医保放量明显。目前全球共有五个CM082的同类药物上市，舒尼替尼和帕唑帕尼均已超过10亿美元销售额，索拉非尼也达到8.41亿美元。索拉非尼、舒尼替尼已分别在国内获批肾癌一线治疗，索拉非尼2018年样本医院销售额超3亿元，2017年纳入医保后放量明显，舒尼替尼销售额约7000万元；阿昔替尼目前仅获批二线治疗，2018年样本医院销售额约900万元；仑伐替尼2018年在国内获批肝癌适应症，暂未获批肾癌适应症。

图表 73: 已上市同类药物对比

药品名	生产企业	上市时间	2018年全球销售额(亿美元)	国内上市时间	2018样本医院销售额(万)	是否纳入医保
索拉非尼 Nexavar	拜耳	2005	8.41	2006	32413.85	是
舒尼替尼 Sutent	辉瑞	2006	10.49	2007	7272.89	是
帕唑帕尼 Votrient	葛兰素史克	2009	约 15	-	-	-
阿昔替尼 Inlyta	辉瑞	2012	2.98	2015 (二线)	928.77	是
仑伐替尼 Lenvima	卫材	2015	约 1	2018 (肝癌)	-	-

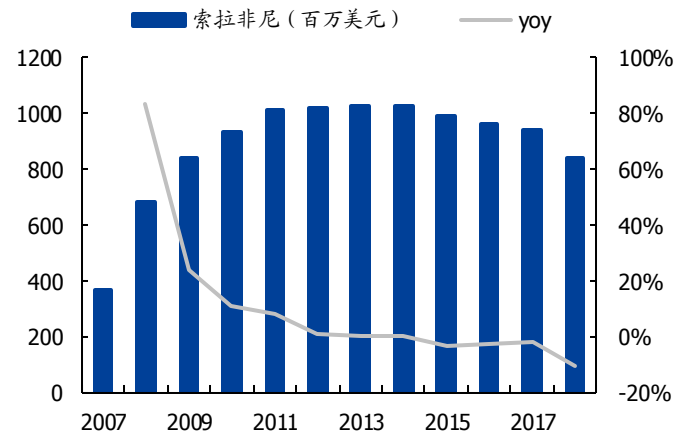
资料来源: 彭博, wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 74: 舒尼替尼销售额稳定在 10 亿美元左右



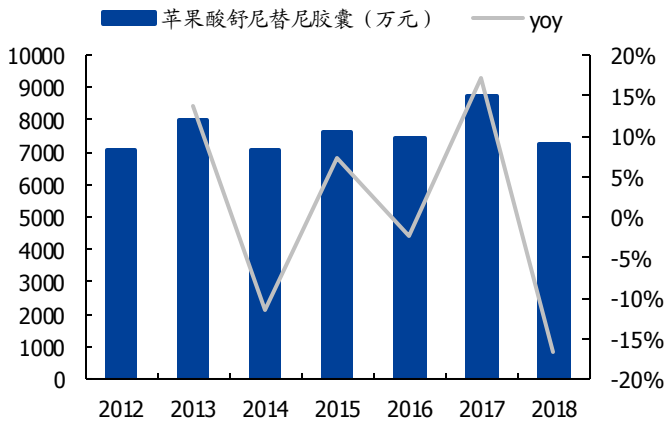
资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

图表 75: 索拉非尼销售额超 8 亿美元



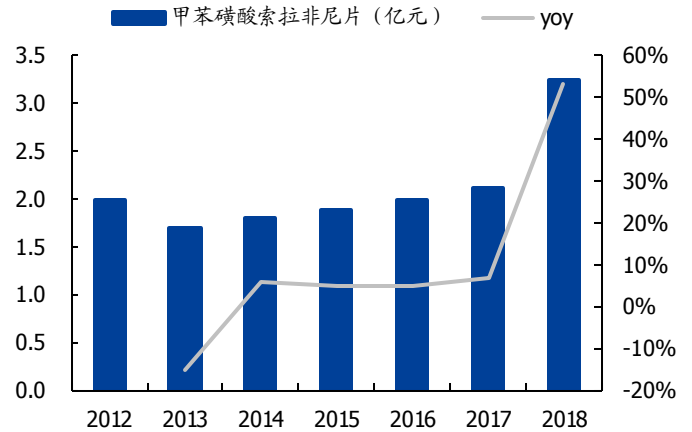
资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

图表 76: 舒尼替尼国内样本医院销售额较稳定



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 77: 索拉非尼纳入医保后快速放量



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

CM082 相比同类药品疗效及安全性更佳。CM082 的中位 PFS 达到 11 个月, ORR 达到 36%, 均优于舒尼替尼等同类产品。在安全性方面, 除了有 23% 的患者出现 3/4 级血压升高以外, 无其他副作用出现, 剂量调整仅 9%, 明显优于其他同类产品。另外还有正大天晴的安罗替尼正在进行肾癌 II 期临床试验, 暂无其他同类产品肾癌适应症在研。

图表 78: CM082 相比同类药品疗效及安全性更佳

药品名	mPFS (月)	ORR	剂量调整	3/4 级血压升高	3/4 级腹泻	3/4 级乏力	3/4 级 H&F 综合征	蛋白尿	3/4 级 ALT/AST 升高
舒尼替尼 (一线)	10.9	27.5%	54%	13%	10%	15%	8%	N/A	5%/4%
帕唑帕尼 (一线)	9.2	30%	42%	4%	3%	2%	N/A	N/A	10%/7%
阿昔替尼 (二线)	6.7	19%	55%	16%	11%	11%	5%	3%	<1%/<1%
索拉非尼 (二线)	4.7	9%	62%	11%	11%	5%	18%	N/A	2%/1%
仑伐替尼 (二线)	7.4	27%	62%	17%	12%	8%	N/A	19%	N/A
CM082	11.0	36%	9%	23%	0%	0%	0%	0%	0%/0%

资料来源: 药品说明书, ASCO, 国盛证券研究所

CM082 肾癌适应症销售额有望超 6 亿, DCF 估值超 28 亿元。我国 2015 年肾癌新发人数约 6.68 万人, 年增长率约 6.5%。按照 32% 患者接受靶向药物治疗, CM082 占比 15%, 每人 10 万元的年用药金额估算, 2029 年 CM082 的销售额有望达到 6.39 亿元, DCF 估值约 28.89 亿元。

图表 79: 国内已上市药物用药金额

药品名称	年用药量 (片)	单价 (元/片)	年用药金额 (万元)
索拉非尼	1460	190	27.74
舒尼替尼	243	448	10.89
阿昔替尼	730	207	15.11

资料来源: 丁香园, wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 80: CM082 肾癌适应症估值超 28 亿元

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
肾癌患者新发人数 (万)	9.75	10.38	11.06	11.77	12.54	13.35	14.22	15.15	16.13
增长率	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
肾癌患者存量人数 (万)	6.33	6.74	7.18	7.65	8.15	8.68	9.24	9.84	10.48
肾癌患者总人数 (万)	16.08	17.12	18.24	19.42	20.69	22.03	23.46	24.99	26.61
治疗率	25%	25%	27%	27%	28%	29%	30%	30%	32%
用药患者数量 (万)	4.02	4.28	4.92	5.24	5.79	6.39	7.04	7.50	8.52
市占率 (%)	2%	3%	4%	6%	7%	8%	12%	13%	15%
单个患者用药金额 (万元/年)	10.00	10.00	8.00	8.00	8.00	8.00	6.00	6.00	5.00
CM082 销售额 (亿元)	0.80	1.28	1.58	2.52	3.24	4.09	5.07	5.85	6.39
同比增速 (%)		59.75%	22.69%	59.75%	28.85%	26.06%	23.94%	15.38%	9.23%
利润系数 (%)	20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%	24%	24%
利润现金流 (亿元)	0.16	0.27	0.33	0.55	0.71	0.94	1.17	1.40	1.53
折现价值 (亿元)	30.41								
P	95%								
估值 (亿元)	28.89								

资料来源:《Cancer Statistics in China, 2015》, 国盛证券研究所

3.3.2 布局与 PD-1 单抗联用开拓市场空间, 估值有望达近 29 亿

公司于 2019 年 1 月 16 日获批 CM082 与特瑞普利单抗注射液 (君实生物的 PD-1 单抗) 开展用于既往未经治疗的局部进展或转移性黏膜黑色素瘤的临床试验。我国黑色素瘤 2018 年发病人数约 8500 人, 其中黏膜黑色素瘤在亚洲人群中高发, 占有黑色素瘤的 22.6%, 是亚洲人群黑色素瘤第二大亚型, 估算我国每年新发黏膜黑色素瘤约 2000 人。已有进口药物布局 VEGFR+PD-1 联用, 国产竞争格局较好。目前默沙东和卫材已开展仑伐替尼+帕博丽珠单抗的联合用药试验, 肝癌、子宫内膜癌、NSCLC 等适应症已在中美进行到 III 期临床, 胆管癌、尿路上皮癌等已在美国进行到 III 期临床, 晚期黑色素瘤、胃癌、卵巢癌等适应症已到 II 期临床。默沙东还布局了阿昔替尼+帕博丽珠单抗的联合用药实验, 肾癌适应症已到美国 III 期临床。国内目前尚无其他国产 VEGFR 单抗进行相关临床试验, 且黏膜黑色素瘤适应症仅有君实申报的阿昔替尼+特瑞普利单抗进行到 Ib 期, 竞争格局良好。

图表 81: 国内外 PD-1 与 VEGFR 单抗联合用药临床进展

VEGFR 单抗	PD-1 单抗	申办人	适应症	临床进展	最新状态日期
仑伐替尼	帕博丽珠单抗	默沙东、卫材	尿路上皮癌、胆管癌、肝癌、NSCLC、非鳞 NSCLC、转移性 NSCLC、子宫内膜癌	美国 III 期	2019.10.10
			晚期黑色素瘤、晚期实体瘤、三阴性乳腺癌、卵巢癌、胃癌、结肠癌、胶质母细胞瘤	美国 II 期	2019.10.4
		默沙东	晚期肝癌、子宫内膜癌、晚期非鳞 NSCLC、转移性 NSCLC	中国 III 期	2019.4.8
阿昔替尼	帕博丽珠单抗	默沙东	肾癌	美国 III 期	2019.7.17
阿昔替尼	特瑞普利单抗	君实	黏膜型晚期黑色素瘤、晚期肾癌	中国 Ib 期	2017.4.13
CM082	纳武单抗	英格拉姆癌症中心	胸腺癌、NSCLC、难治性胸腔肿瘤、SCLC	美国 I/II 期	2019.8.29
CM082	特瑞普利单抗	卡南吉 (贝达)	局部进展或转移性黏膜黑色素瘤	中国获批临床	2019.1.16

资料来源: clinicaltrial, wind 医药库, 国盛证券研究所

君实布局替尼+特瑞普利单抗联用，优秀数据给予 **CM082+特瑞普利单抗联用**信心。国内企业君实布局了阿昔替尼+特瑞普利单抗联合治疗黏膜型晚期黑色素瘤、晚期肾癌等适应症，目前正在进行I期试验。2019年8月12日，晚期黏膜型黑色素瘤适应症的研究(NCT03086174)结果在线发表于《临床肿瘤学杂志》(Journal of Clinical Oncology) (IF: 28.245)。两药联用的 ORR 达到突破性的 48.3%(RECIST 标准)、51.7%(irRECIST 标准)，DCR 高达 86.2%，中位 PFS 达到 8.9 个月(irRECIST 标准)，取得突破性进展。阿昔替尼+特瑞普利单抗联合用药试验优秀的临床试验给予 **CM082+特瑞普利单抗联合**治疗更大的信心。

图表 82: 阿昔替尼+特瑞普利单抗联合用药取得突破性进展

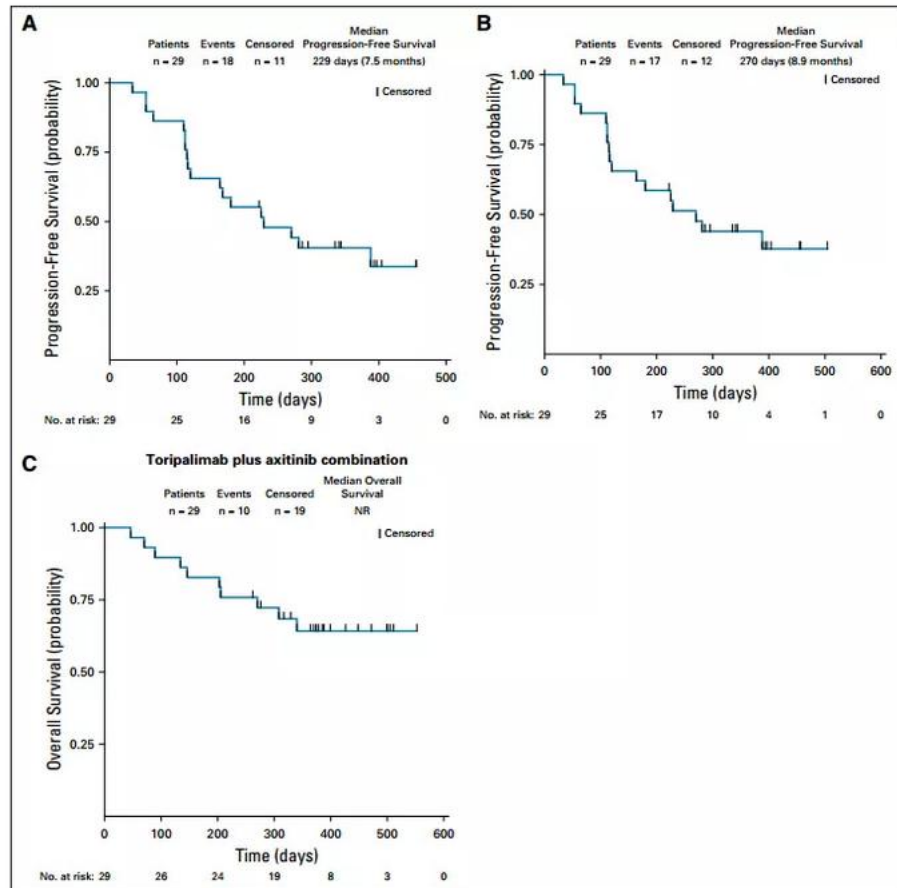


图3: A: 基于RECIST1.1的无进展生存率、B: 基于irRECIST的无进展生存率、C: 29例未接受过化疗的晚期黏膜黑色素瘤患者的总生存率

资料来源: 君实生物官网, 国盛证券研究所

CM082 联用有较大适应症拓展潜力, 估值有望达近 **29 亿元**。2015 年黑色素瘤新发病例数约 8000 人, 黏膜黑色素瘤占比约 22.6%, 患者年增长率约 2%。考虑到未来 CM082 与 PD-1 的联合用药适应症拓展, 预计到 2029 年, 用药患者将超过 13 万人, 按照市占率 10%估算, 销售额有望达到 6.79 亿元, DCF 估值近 29 亿元。

图表 83: CM082 与 PD-1 联用估值近 29 亿

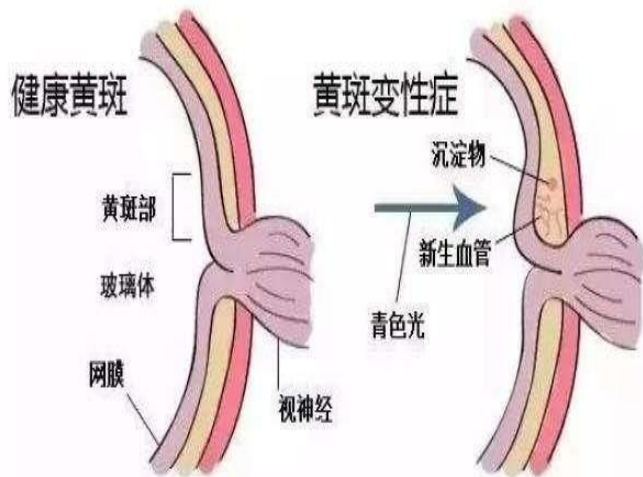
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
黑色素瘤新发人数 (万)	0.87	0.88	0.90	0.92	0.94	0.96	0.98	1.00	1.02
增长率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
黑色素瘤患者存量人数 (万)	0.50	0.51	0.52	0.53	0.54	0.55	0.56	0.57	0.59
黑色素瘤患者总人数 (万)	1.37	1.39	1.42	1.45	1.48	1.51	1.54	1.57	1.60
黏膜黑色素瘤占比	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
治疗率	25%	25%	27%	27%	28%	29%	30%	30%	32%
黏膜黑色素瘤用药患者数量 (万)	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10	0.11	0.12
其他适应症用药患者数量 (万)	10.46	10.79	11.14	11.49	11.86	12.24	12.63	13.04	13.46
用药患者总数 (万)	10.54	10.87	11.22	11.58	11.96	12.34	12.74	13.14	13.57
市占率 (%)	0.5%	0.8%	1.6%	2.5%	3.5%	4.5%	7.5%	8.0%	10.0%
单个患者用药金额 (万元/年)	10.00	10.00	8.00	8.00	8.00	8.00	6.00	6.00	5.00
CM082 销售额 (亿元)	0.53	0.87	1.44	2.32	3.35	4.44	5.73	6.31	6.79
同比增速 (%)		65.11%	65.20%	61.24%	44.51%	32.71%	29.02%	10.07%	7.55%
利润系数 (%)	20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%	24%	24%
利润现金流 (亿元)	0.11	0.18	0.30	0.51	0.74	1.02	1.32	1.51	1.63
折现率	9%								
永续年金增长率	3%								
折现价值 (亿元)	32.12								
P	90%								
估值 (亿元)	28.91								

资料来源:《Cancer Statistics in China, 2015》, 国盛证券研究所

3.3.3 国内唯一布局 wAMD 口服药物, 抢夺 500 万人巨大市场空间

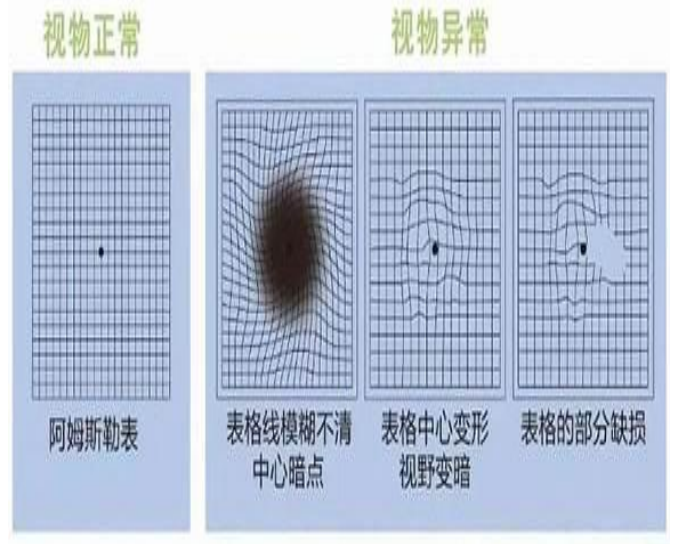
wAMD 多引起严重的视力障碍, 对应国内患病人数多达 500 万人。AMD 患者数量庞大, 湿性 AMD 占比较小但造成伤害巨大。AMD 是指黄斑区发生老化性改变的致盲性眼底疾病, 黄斑区相当于眼睛的“心脏”, 基本上 90% 的视觉细胞集中在这里, 全球每年约有 60 万人因 AMD 而导致视力不同程度的下降。AMD 根据不同的临床表现分为干性 AMD 和湿性 AMD。干性 AMD 又称萎缩型 AMD, 症状较轻, 但不加控制会发展为湿性 AMD, 又称渗出型 AMD。湿性 AMD 多引起严重的视力障碍, 虽然其病例数仅占 AMD 发病数的 10%-20% (对应全球发病人数约 6-12 万), 但却造成 80%-90% 的不可逆中心视力丧失。流行病学数据显示, 我国 60 岁以上人群 (约 2.5 亿人口) AMD 患病率约 13.36%, 其中 wAMD 占比 15%, 对应我国 AMD 患者约有 3340 万人, 因此估算我国湿性 AMD 患者约 500 万人。

图表 84: 健康黄斑与黄斑变性症对比



资料来源: 中国知网, 国盛证券研究所

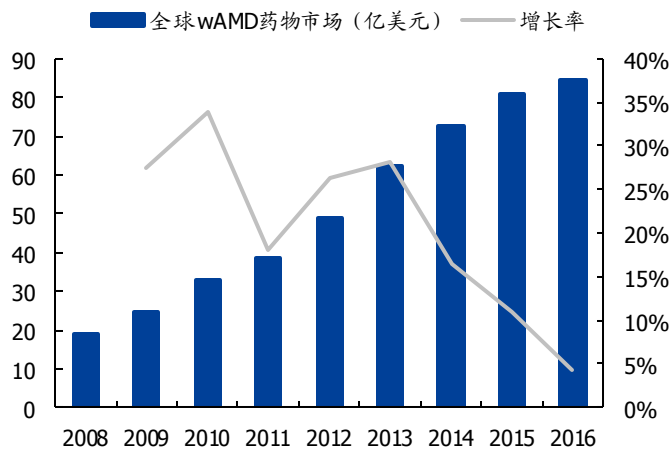
图表 85: 黄斑变性症患者视物异常



资料来源: 中国知网, 国盛证券研究所

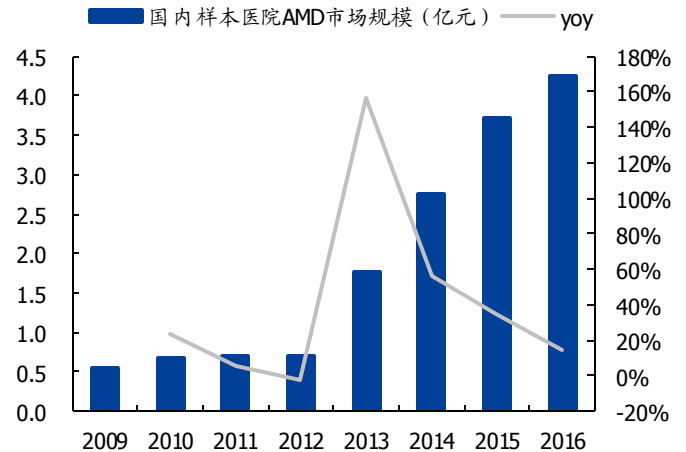
湿性 AMD 患者人数不断上升, 且呈现年青化趋势, 市场不断扩大。随着老龄化不断加剧, 湿性 AMD 患者人数不断上升。同时, 电子产品不断普及导致高能量蓝光穿透眼睛的角膜和晶状体到达视网膜, 加速对黄斑区造成伤害, 从而加大 AMD 病程的年青化和扩大化。2012 年雷珠单抗在国内上市, 带来 2013 年国内 AMD 市场规模高速增长, 2016 年样本医院 AMD 销售额达到 4.25 亿元, 同比增速 14%。全球 wAMD 市场在 2016 年已超 84 亿美元, 同比增长 4%, 仍处于规模扩张阶段。

图表 86: 全球 wAMD 药物市场已突破 80 亿美元



资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

图表 87: 国内样本医院 AMD 市场规模不断扩大



资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

目前针对 wAMD 的抗 VEGF 药物主要有雷珠单抗、阿柏西普、康柏西普、贝伐珠单抗 (off-label), 但注射剂的患者依从性较差。

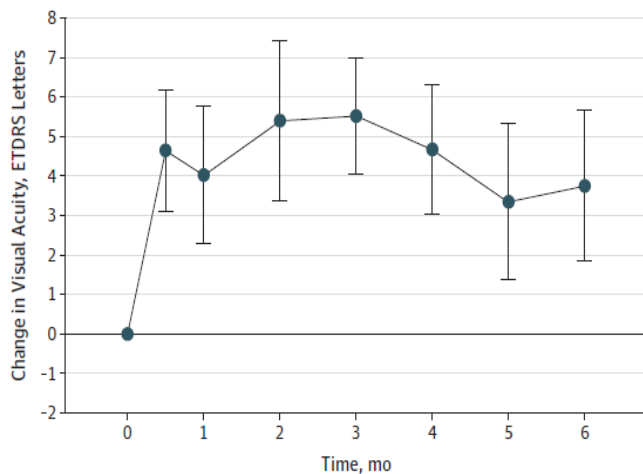
图表 88: 国内获批 wAMD 药物

名称	国内获批适应症	用法用量	单价 (元)	年用药金额 (元)	是否进医保
雷珠单抗 (ranibizumab)	湿性 AMD	0.5mg/月注射一次; 也可以初始三个月每月注射一次, 之后每三个月注射一次, 但效果会差	5700/针	34200 (按三针之后三月注射一次测算)	已纳入医保, 每眼累计最多支付 9 支, 每个年度最多支付 4 支, 患者一年需自付 11400 元 (限 50 周岁以上的湿性 AMD 患者)
阿柏西普 (afibercept)	湿性 AMD 糖尿病性黄斑水肿 (DME)	初始三个月每月注射一次, 然后每两个月注射一次, 每次 2mg (50 μl) 初始五个月每月注射一次, 然后每两个月注射一次, 每次 2mg (50 μl)	5850/针	43875 49725	尚未纳入
康柏西普 (conbercept)	湿性 AMD; pmCNV; DME	初始三个月每月注射一次, 之后每三个月注射一次, 每次 0.5mg (0.05ml)	5550/针	33300	已纳入医保, 限额每年四针, 患者一年仅需自付 11100 元 (限 50 周岁以上的湿性 AMD 患者)

资料来源: 丁香园, 药智网, 国盛证券研究所

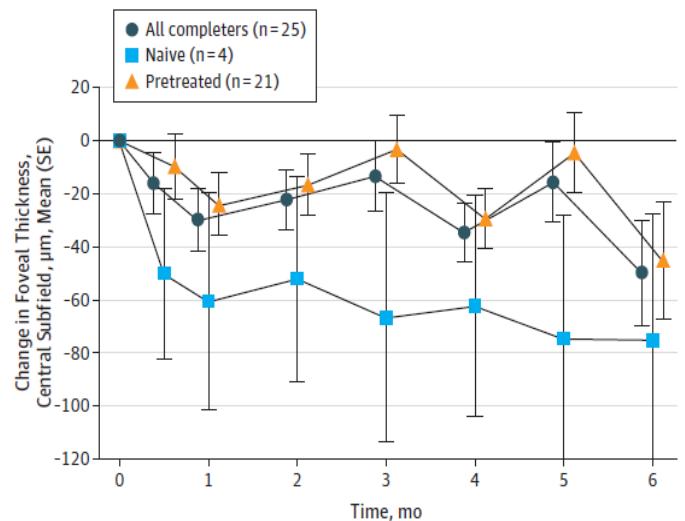
CM082 在美国的 I 期试验数据显示出了良好的疗效, 且有望替代注射剂。Tyrogenex 公司在美国进行的 CM082 的 I 期临床试验成功入组了 35 个成年湿性 AMD 患者。临床数据显示, 24 周后, 患者视力增加 3.5 个字母, 视网膜中央凹厚度减少 50μm (之前未接受过治疗的患者厚度减少尤为明显)。其中 25 例完成 24 周治疗的患者中, 60% (15 例) 患者未接受任何 VEGF 药物眼底注射而平均视力改善了 5.3 个字母。

图表 89: CM082 改善了患者视力



资料来源: NCBI, 国盛证券研究所

图表 90: CM082 减少了患者视网膜中央凹厚度



资料来源: NCBI, 国盛证券研究所

国内唯一布局 wAMD 口服药物, 美国公司先行试验结果给予信心。CM082 是国内企业唯一在研的口服 wAMD 药物, 目前正在临床 II 期阶段。国内其他企业进展较慢, 多数均处于 I 期临床阶段。有多家美国企业布局了滴眼剂与口服剂型 wAMD 药物, 尚未有企业开展 III 期临床。公司虽未在美国注册开展临床, 但 Tyrogenex 的临床试验结果给予我们信心, 也为公司提供了宝贵的经验。

图表 91: 国内企业在研 wAMD 适应症药物进展较慢

登记号	药品名称	企业名称	临床试验阶段	状态	最新进展日期
CTR20181510	CM082	卡南吉(贝达)	II 期	招募中	2018.10.18
NCT03312283	QL1205	齐鲁制药	I 期	已完成	2019.4.11
CTR20191187	LY09004	博安生物	I 期	尚未招募	2019.6.21
CTR20181975	RC28-E	荣昌生物	I 期	招募中	2019.5.8
CTR20190119	IBI302	信达生物	I 期	招募中	2019.4.29
CTR20180360	TAB014	东曜药业	I 期	招募中	2019.4.23
CTR20181196	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体	三生国健	I 期	招募中	2018.11.23
ChiCTR1800019080	BAT5906	百奥泰	I 期	正在进行	2018.10.25
CTR20171526	重组人血管内皮生长因子受体-抗体融合蛋白眼用注射液	华博生物(华海)	I 期	招募中	2018.5.3
CTR20170531	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	泰康生物	I 期	招募中	2017.6.23

资料来源: wind 医药库, 药智网, 国盛证券研究所

图表 92: 美国在研 wAMD 适应症非注射剂产品

登记号	药品名称	企业名称	剂型	临床试验阶段	状态	最新进展日期
NCT02355028	LHA510	Alcon, a Novartis Company	滴眼液	临床 II 期	完成	2018.7.2
NCT01674569	CM082	Tyrogenex	口服	临床 I/II 期	完成	2018.8.7
NCT02452385		AnewPharma		临床 I 期	进行中	2019.7.3
NCT03479372	PAN-90806	PanOptica, Inc.	滴眼液	临床 I/II 期	完成	2019.7.9
NCT02914639	SF0166	SciFluor Life Sciences, Inc.	滴眼液	临床 I/II 期	完成	2017.7.21
NCT02511613	Squalamine	Ohr Pharmaceutical Inc.	滴眼液	临床 II 期	撤回	2017.4.27
NCT03744767	Spironolactone	Dr Irmela MANTEL	口服	临床 II 期	完成	2018.11.16
NCT01134055	pazopanib	GlaxoSmithKline	滴眼剂	临床 II 期	完成	2018.11.8

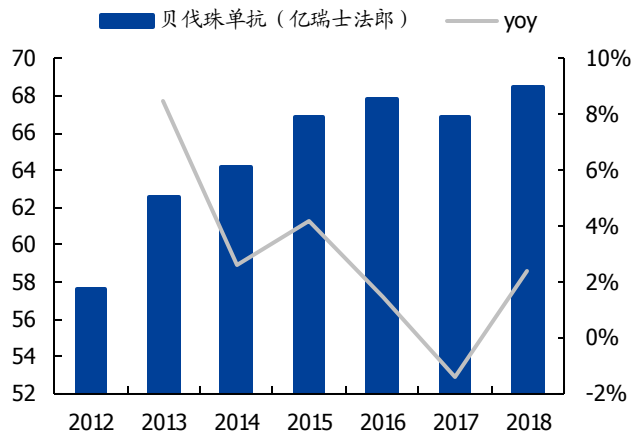
资料来源: clinicaltrial, 国盛证券研究所

3.4 合作引进加快公司前进步伐, 两款重磅药上市在即

3.4.1 MIL60: 引进天广实贝伐单抗类似药, 广阔市场空间有望带来 47 亿估值增量

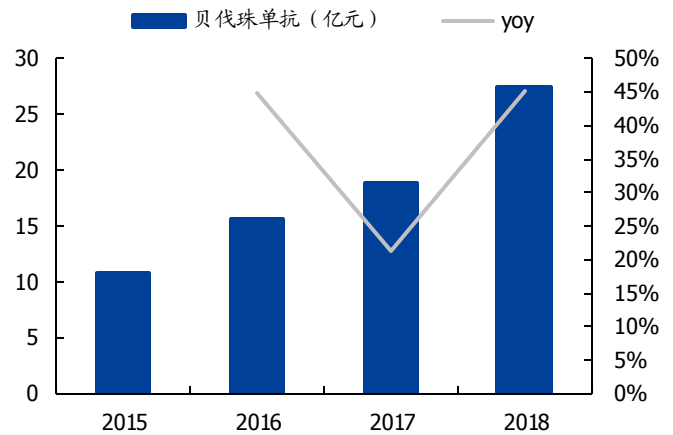
公司向天广实支付产品技术许可费和里程碑付款合计 5000 万元, 取得永久性的、独有的、可再许可的 MIL60 贝伐单抗生物类似药产品权益。MIL60 为贝伐珠单抗的生物仿制药, 主要针对晚期或复发性非鳞状细胞非小细胞肺癌, 目前正处于临床 III 期试验阶段。贝伐珠单抗原研为 Genentech 公司, 商品名“安维汀”, 2004 年获得 FDA 批准上市, 2010 年在国内获批上市, 已获批适应症包括转移性结直肠癌、晚期转移性或复发性非小细胞肺癌, 另有 wAMD、肾癌、乳腺癌等多种癌症的 off-label 适应症。2018 年安维汀全球销售额 68.49 亿瑞士法郎 (68.96 亿美元), 国内市场销售额约 27.4 亿元, 市场空间广阔。

图表 93: 贝伐珠单抗全球销售额近 70 亿美元



资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

图表 94: 贝伐珠单抗国内迅速放量



资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

目前国内尚无贝伐珠单抗类似药获批上市, 在研企业多数布局非鳞 NSCLC 适应症。进展较快的为信达生物与齐鲁制药, 均已进展到报产阶段, 有望竞争国内首仿。另外还有贝达药业、华兰基因、复宏汉霖、安科生物、百奥泰、正大天晴、恒瑞医药等多家公司已进展到临床 III 期。

图表 95: 国内部分在研贝伐珠单抗类似药

药品名称	企业	适应症	临床阶段	状态	最新状态日期
贝伐珠单抗	信达生物	非鳞 NSCLC	申报生产	等待药理毒性审评	2019.10.14
重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体	齐鲁制药	非鳞 NSCLC	申报生产	等待药学审评	2019.10.11
HL04+紫杉醇/卡铂	华兰基因	非鳞 NSCLC	III 期	进行中	2019.9.24
HLX04		转移性结直肠癌	III 期	进行中	2018.3.18
HLX04+HLX10	复宏汉霖	转移性非鳞 NSCLC	III 期	进行中	2019.6.26
		晚期肝癌	II 期	进行中	2019.6.20
重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体	安科生物	非鳞 NSCLC	III 期	进行中	2019.4.30
BAT1706+BAT1306(PD-1 单抗)+(FOLFOX4)	百奥泰	晚期肝癌	II 期	进行中	2018.12.26
TQ-B2302+紫杉醇/卡铂	正大天晴	非鳞 NSCLC	III 期	进行中	2018.7.3
BP102+紫杉醇/卡铂	恒瑞医药	非鳞 NSCLC	III 期	进行中	2018.3.28
TAB008+紫杉醇/卡铂	东曜药业	非鳞 NSCLC	III 期	进行中	2017.11.17
MIL60+紫杉醇/卡铂	贝达/天广实	非鳞 NSCLC	III 期	进行中	2017.11.17
LY01008	绿叶制药/博安生物	NSCLC	III 期	进行中	2018.1.28

资料来源: 药智网, wind 医药库, 国盛证券研究所

MIL60 销售峰值有望超 10 亿元, 折现价值超 47 亿元。公司目前处于第二梯队, 有望于 2020 年上市, 若能成功上市, 有望占据 5% 市场份额, 对应销售额有望超 10 亿元。按照 9% 折现率、3% 永续年金增长率、98% 上市成功率估算, 折现价值超 47 亿元。

图表 96: MIL60 折现价值超 47 亿元

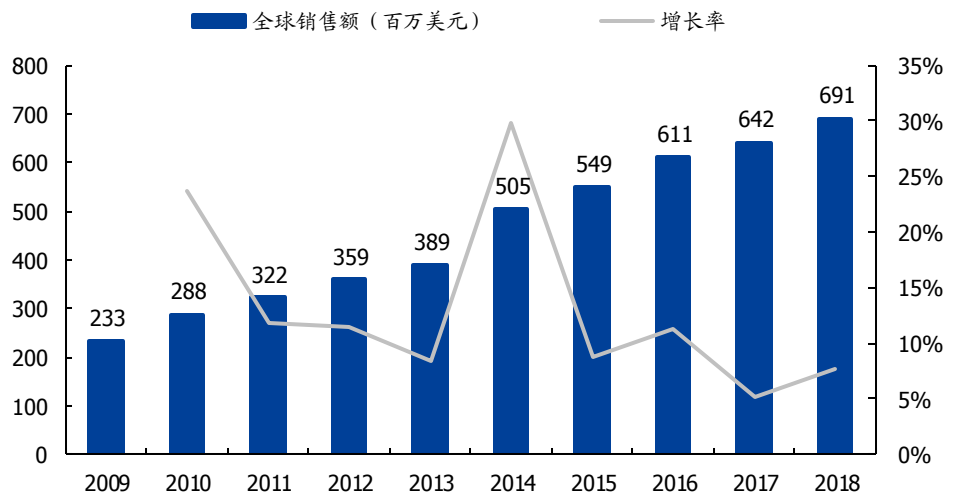
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
贝伐珠单抗总销售额 (亿元)	49.10	61.38	76.72	94.37	113.24	133.62	153.66	173.64	191.01	206.29
yoy	28%	25%	25%	23%	20%	18%	15%	13%	10%	8%
贝达市场份额	1.0%	1.3%	1.7%	2.2%	3.0%	3.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
贝达销售收入 (亿元)	0.49	0.80	1.30	2.08	3.40	5.08	7.68	8.68	9.55	10.31
yoy		63%	63%	59%	64%	49%	51%	13%	10%	8%
利润系数	20%	20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%	24%	24%
净利润 (亿元)	0.10	0.16	0.27	0.44	0.75	1.12	1.77	2.00	2.29	2.48
P	98%									
折现价值	48.46									
估值	47.49									

资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

3.4.2 成立合资公司引入帕妥木单抗, 有望支撑近 40 亿市值

帕妥木单抗为贝达药业与美国安进公司成立合资公司 (贝达拥有 51% 的权益) 引入的抗癌药物, 于 2006 年已于美国上市, 是第一个完全人源化单克隆抗体, 作用于 EGFR 靶点, 适用于 RAS 野生型转移性结直肠癌 (mCRC)。其 2018 年全球销售额达 6.91 亿美元, 同比增长 7.6%。贝达目前正在准备进行新药申请, 我们预计 2020 年上市。

图表 97: 帕妥木单抗全球销售额稳步上升



资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

帕妥木单抗销售峰值有望超 8.5 亿元, DCF 估值超 39 亿元。我国 2015 年结直肠癌新发人数约 37.63 万人, 年增长率约 4.2%, 大约有 60% 的结直肠癌患者是 RAS 野生型, 此部分病人应用 EGFR 单抗治疗效果显著。参考目前贝伐珠单抗国内每月约 12000 元的费用, 预计帕妥木单抗到 2029 年的销售额将达到 8.51 亿元 (市占率 10%), DCF 估值约 39.13 亿元。

图表 98: 帕妥木单抗折现价值超 39 亿元

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
结直肠癌新发患者人数 (万)	46.22	48.17	50.19	52.30	54.49	56.78	59.17	61.65	64.24	66.94
增速	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
结直肠癌存量患者人数 (万)	15.00	15.63	16.29	16.97	17.68	18.43	19.20	20.01	20.85	21.72
结直肠癌患者总数 (万)	61.22	63.80	66.48	69.27	72.18	75.21	78.37	81.66	85.09	88.66
RAS 野生型占比	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
适应症数	36.73	38.28	39.89	41.56	43.31	45.12	47.02	48.99	51.05	53.20
治疗率 (%)	25%	25%	27%	27%	29%	30%	30%	31%	31%	32%
用药患者数量 (万)	9.18	9.57	10.77	11.22	12.56	13.54	14.11	15.19	15.83	17.02
市占率 (%)	0.5%	0.7%	1.1%	1.5%	2.3%	3.3%	5.0%	6.0%	9.0%	10.0%
单个患者用药金额 (万元/年)	10	10	8	8	7	7	6	6	5	5
帕妥木单抗销售额 (亿元)	0.46	0.67	0.95	1.35	2.02	3.13	4.23	5.47	7.12	8.51
同比增速 (%)		46%	41%	42%	50%	55%	35%	29%	30%	20%
利润系数 (%)	20%	20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%	24%	24%
利润现金流 (万元)	0.09	0.13	0.20	0.28	0.44	0.69	0.97	1.26	1.71	2.04
折现率	9%									
永续年金增长率	3%									
折现价值 (亿元)	39.13									
P	100%									
估值 (亿元)	39.13									

资料来源:《Cancer Statistics in China, 2015》, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 可比公司对比

- **与 A 股上市公司相比:** 由于贝达是 A 股市场稀缺的创新药标的, 因此与 A 股上市公司相比, 市盈率偏高; 但除了研发费用显著高于可比公司外, 各项费用率总体持平; 且由于创新药属性, 贝达的毛利率也较高。
- **与科创板上市公司相比:** 与同为创新药标的的微芯生物相比, 贝达的市盈率仅为微芯生物的 1/6。
- **与港股 biotech 公司相比:** 由于港股 biotech 公司净利润基本为负, 因此市盈率也基本为负; 营收较低也导致港股 biotech 各项财务费用率较高; 总体毛利率低于贝达。

图表 99: 可比公司对比

公司	证券代码	市盈率 PE (TTM)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	2018 研发费 用率 (%)	毛 利 率 (%)
A 股上市公司							
恒瑞医药	600276.SH	81	37.11	9.34	-0.71	15.33	86.41
丽珠集团	000513.SZ	25	36.87	6.17	-2.84	7.76	61.57
科伦药业	002422.SZ	31	36.62	5.08	3.86	6.81	58.99
康弘药业	002773.SZ	37	47.15	13.23	-1.58	11.96	92.05
平均值		43	39.44	8.45	-0.32	10.47	74.75
科创板上市公司							
微芯生物	688321.SH	649	35.29	20.09	0.38	56.60	96.20
港股 biotech 公司							
信达生物	1801.HK	-4	-	2324.73	727.75	12891.07	-
君实生物	1877.HK	-26	2173.88	13365.85	222.91	57621.31	71.41
百济神州	6160.HK	-17	-	-	-	342.55	85.52
歌礼制药	1672.HK	-43	35.25	51.58	-	86.25	92.56
平均值		-23	736.38	5247.39	475.33	17735.29	83.16
贝达药业	300558.SZ	114	40.99	14.43	2.08	48.20	94.30

资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2 盈利预测关键假设

关键收入假设:

- 1) 埃克替尼: 预计保持较稳定增长。
- 2) 预计 2020 年新上市产品: 恩沙替尼、帕妥木单抗、MIL60。
- 3) 预计 2021 年新上市产品: CM082、D0316。

盈利预测: 预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 15.89 亿元、20.85 亿元、27.12 亿元, 同比增长 29.8%、31.2%、30.1%; 归母净利润分别为 2.46 亿元、3.33 亿元、4.46 亿元, 同比增长 47.4%、35.2%、34.0%; EPS 分别为 0.61 元、0.83 元、1.11 元; 对应 PE 分别为 109 倍、80 倍、60 倍。

估值与结论: 我们对各品种的 DCF 估值加和, 预计 2020 年公司合理市值约 373.06 亿元, 对应目前市值还有约 40% 以上增长空间。公司是 **A 股稀缺的创新药标的**, 埃克替尼持续贡献稳定现金流, 后续研发管线梯队已逐步形成, 研发团队具备海外研发经验+过硬的研发实力, 销售团队实力强劲, 看好公司长期发展。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 100: 公司未来三年营收预测

	2019E	2020E	2021E
埃克替尼	16.02	18.12	20.93
yoy		13.09%	15.50%
恩沙替尼		2.00	3.10
yoy			54.80%
帕妥木单抗 (51%权益)		0.23	0.34
yoy			45.88%
MIL60		0.49	0.80
yoy			62.50%
CM082			1.33
yoy			
D0316			0.63
yoy			
合计	16.02	20.85	27.12
yoy	30.90%	30.10%	30.11%
估值合计		373.06	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示

1、市场销售不达预期风险:

市场竞争品及未来上市新药可能对埃克替尼等产品的销售造成一定影响, 导致销售不达预期。

2、新药研发失败或进度不及预期风险:

创新药研发过程具有较大不确定性, 有研发失败或研发进度不及预期等风险, 造成损失。

3、行业政策风险:

由于医保控费等因素, 可能会有药品招标降价等风险, 影响公司营收。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com