

艾力斯 (688578.SH)

买入 (首次评级)

伏美替尼快速放量，内生+外延打开成长空间

投资要点:

➤ **伏美替尼三代 EGFR 头部玩家，快速放量，多适应症拓展打开成长空间。**公司拳头产品三代 EGFR 伏美替尼，持续拓展适应症，包括一线&二线治疗、术后辅助、PACC 突变、外显子 20 突变。其中一线&二线适应症已获批，公司收入、利润均实现快速增长，2020 年无收入、24Q1-3 实现 25.3 亿元收入、10.6 亿元利润。伏美替尼盈利能力强：24Q1-3 毛利率 96%，归母净利率 42%。

• **二线&一线非小细胞肺癌：**伏美替尼一线 mPFS (20.8 月) 优于奥希替尼 (18.9 月)，且安全性同类最优，具备强竞争力；国内市场目前主要由奥希替尼/阿美替尼/伏美替尼主导，仍处于快速放量阶段。

• **术后辅助：**NSCLC 术后标准治疗方案为含铂双药化疗，但获益有限+毒副作用明显。目前三代 EGFR 国内仅奥希替尼获批术后辅助 (中位 DFS 为 65.8 月)、伏美替尼已启动注册临床，24H1 完成入组。

• **外显子 20 突变：**EGFR 第三大突变，且对 EGFR-TKI 耐药，奥希替尼治疗患者生存获益低 (ORR=6.5%，PFS=2.3 月)，高剂量 (160mg) PFS 能达到 6.8-9.7 个月，但 TRAE 高发 (3 级以上 20-35%)。国内舒沃替尼已获批治疗二线、后线，全球唯一靶向治疗，cORR=78.6%，mPFS=12.4 月。伏美替尼 240mg 一线 (ORR=69%，Mpfs=10.7 月)、后线 (ORR=50%，mPFS=7 月)，且安全性好，高剂量下 TRAE 导致治疗中断率最高仅为 4.2%。

• **PACC 突变：**中国每年新增超过 4 万例，目前全球尚无有效获批药物。伏美替尼：在 2024WCLC 上公布了单药一线全球 Ib 期数据：由 BICR 评估的 240mg QD 和 160mg QD 剂量组的确认 ORR 分别为 63.6% 和 34.8%。

➤ **持续引进品种，内生+外延双轮驱动**

基石药业、RET 抑制剂普拉替尼：23 年 11 月达成商业战略合作，公司获得中国大陆地区的独家商业化推广权；**加科思 KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312：**24 年 8 月签署药品技术许可与开发协议，获得中国研究、开发、生产、注册以及商业化权益。

上海和誉、新一代 EGFR 口服小分子抑制剂 AST2303：用于携带 EGFR C797S 突变的晚期非小细胞肺癌成人患者的治疗，已获批临床试验。

➤ **盈利预测与投资建议**

艾力斯拳头品种伏美替尼疗效好，安全性优异，目前处于快速放量期，且公司在陆续拓展伏美替尼适应症，成长空间明显。外延方面公司持续引进品种，包括 RET 抑制剂、KRAS 抑制剂、SHP2 抑制剂等，持续丰富管线。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 14.3/17/20 亿元，且与可比公司估值相比，公司 PE 估值低于平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示**

新药研发失败风险，单一产品依赖风险，产品降价超预期风险

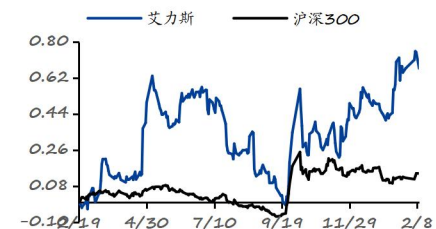
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	791	2,018	3,550	4,440	5,314
增长率	49%	155%	76%	25%	20%
净利润 (百万元)	131	644	1,430	1,699	2,042
增长率	614%	394%	122%	19%	20%
EPS (元/股)	0.29	1.43	3.18	3.77	4.54
市盈率 (P/E)	235.5	47.7	21.5	18.1	15.1
市净率 (P/B)	9.6	7.7	6.0	4.6	3.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-02-10
收盘价:	68.30 元
总股本/流通股本(百万股)	450.00/450.00
流通 A 股市值(百万元)	30,735.00
每股净资产(元)	10.81
资产负债率(%)	10.49
一年内最高/最低价(元)	72.26/39.59

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈铁林(S0210524080007)
ctl30598@hfzq.com.cn

相关报告

正文目录

1 打造三代 EGFR 最优解，业绩处于快速放量期.....	3
1.1 聚焦肺癌：内生+外延双轮驱动.....	3
1.2 拳头产品：伏美替尼，多适应症拓展打开成长空间.....	3
1.3 股权结构稳定.....	6
2 三代 EGFR：奥希替尼占据主要市场，国产品种持续发力.....	6
2.1 国内已获批 6 家：奥希替尼、阿美替尼、伏美替尼占据主导.....	6
2.2 奥希替尼：23 年全球销售 58 亿美元，国内专利已到期.....	7
2.3 伏美替尼：艾力斯明星分子，多适应症拓展，打开成长空间.....	8
2.3.1 EGFR 突变非小细胞肺癌一线治疗.....	8
2.3.2 术后辅助：用药时长可达三年，潜在第二大市场.....	9
2.3.3 外显子 20：EGFR 第三大突变.....	10
2.3.4 PACC 突变：目前无有效获批药物.....	11
2.3.5 头对头奥希替尼，针对脑转患者.....	12
3 持续引进品种，扩充产品管线.....	12
3.1 RET 抑制剂：国内仅 2 款上市，普拉替尼期待本地化生产.....	12
3.2 加科思：KRAS 抑制剂+SHP2 抑制剂.....	13
4 盈利预测与投资建议.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 投资建议.....	15
5 风险提示.....	15

图表目录

图表 1：公司自研管线.....	3
图表 2：公司收入及归母净利润情况（亿元）.....	4
图表 3：公司盈利能力（%）.....	4
图表 4：公司近几年收入结构（亿元）.....	4
图表 5：公司费用率情况（%）.....	5
图表 6：公司研发费用情况（亿元）.....	5
图表 7：销售人员&人均产出.....	5
图表 8：公司现金流情况（亿元）.....	5
图表 9：公司股权结构（截至 24 年三季报）.....	6
图表 10：国内 EGFR 主要品种样本医院销售额情况（亿元）.....	7
图表 11：国内 EGFR 主要品种样本医院销售占比（%）.....	7
图表 12：国内三代 EGFR 主要管线进展.....	7
图表 13：奥希替尼全球销售额（亿美元）.....	8
图表 14：三代 EGFR 一线治疗数据对比.....	8
图表 15：各家 EGFR 术后辅助治疗进度.....	9
图表 16：奥希替尼、埃克替尼数据对比.....	10
图表 17：外显子 20 突变.....	10
图表 18：伏美替尼有效性数据.....	12
图表 19：伏美替尼安全性数据.....	12
图表 20：国内 RET 抑制剂管线.....	13
图表 21：公司业绩拆分预测表.....	15
图表 22：可比公司估值表（统计时间截至 2025.2.10）.....	15
图表 23：财务预测摘要.....	16

1 打造三代 EGFR 最优解，业绩处于快速放量期

1.1 聚焦肺癌：内生+外延双轮驱动

公司核心产品三代 EGFR 伏美替尼：21 年 3 月获批二线治疗非小细胞肺癌、22 年 6 月获批一线疗法，且目前术后辅助、外显子 20 突变、PACC 突变等多个适应症正在稳步推进，将进一步提升产品峰值。

引进品种：1) **基石药业，RET 抑制剂普拉替尼：**23 年 11 月达成商业战略合作，公司获得了 RET 抑制剂普拉替尼胶囊在中国大陆地区的独家商业化推广权；2) **加科思 KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312：**24 年 8 月签署药品技术许可与开发协议，获得 KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312 在中国（包括中国大陆、香港、澳门和台湾地区）研究、开发、生产、注册以及商业化权益；3) **上海和誉，新一代 EGFR 口服小分子抑制剂 AST2303：**用于携带 EGFR C797S 突变的晚期非小细胞肺癌成人患者的治疗，已获批临床试验。

图表 1：公司自研管线

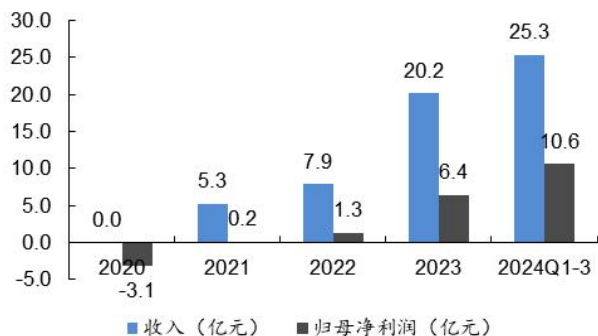
临床阶段：											
药品	靶点	适应症	临床开 展地区	临床前研究	IND申请	临床I期	临床II期	临床III期	NDA申请	合作伙伴	备注
伏美替尼	EGFR	T790M突变非小细胞肺癌（二线）治疗	中国								已获批
		EGFR敏感突变非小细胞肺癌（一线）治疗	中国								已获批
		EGFR敏感突变非小细胞肺癌辅助治疗	中国								III期
		EGFR 20外显子插入突变的NSCLC（二线）治 疗	中国								III期（注册临床）
		EGFR 20外显子插入突变的NSCLC（一线）治 疗	全球							 ARRIVENT	III期
		EGFR敏感突变阳性的非鳞NSCLC伴脑转移	中国								III期
		EGFR PACC 突变 或 EGFR L861Q 突变的 NSCLC（一线）治疗	中国								III期
		EGFR 或 HER2 激活突变的非小细胞肺癌	全球							 ARRIVENT	IIb期
	EGFR +FAK	与FAK小分子抑制剂 IN10018联合用药治疗晚 期非小细胞肺癌	中国							 inxmed	IIb/III期
	EGFR +c-MET	与c-MET ADC RC108联合用药治疗晚期非小 细胞肺癌	中国							 Remegen 荣盛生物	IIb/III期

数据来源：2024 年半年报，华福证券研究所

1.2 拳头产品：伏美替尼，多适应症拓展打开成长空间

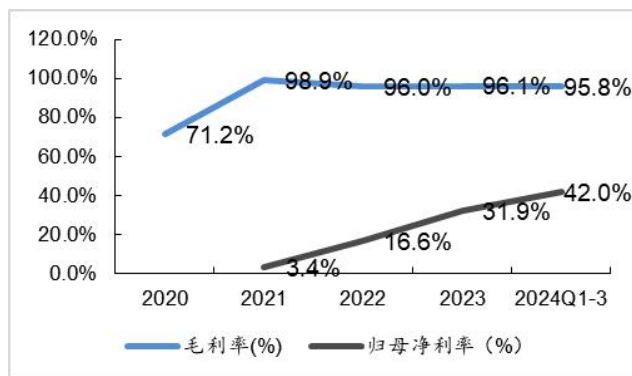
目前公司收入基本均由三代 EGFR 伏美替尼贡献：自从伏美替尼 21 年 3 月获批二线、22 年 6 月获批一线。**公司收入、利润快速增长：**2020 年公司基本无收入、归母净利润-3.1 亿元，据公司业绩预告，2024 年公司收入预计为 35.5 亿元，同比增长 75.9%，归母净利润为 14.3 亿元，同比增长 122%，收入及利润体量提升明显。**盈利能力提升明显：**毛利率目前稳定在 96%左右，归母净利率爬坡明显，2021 年为 3.4%，2024 为 40.3%。

图表 2: 公司收入及归母净利润情况 (亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

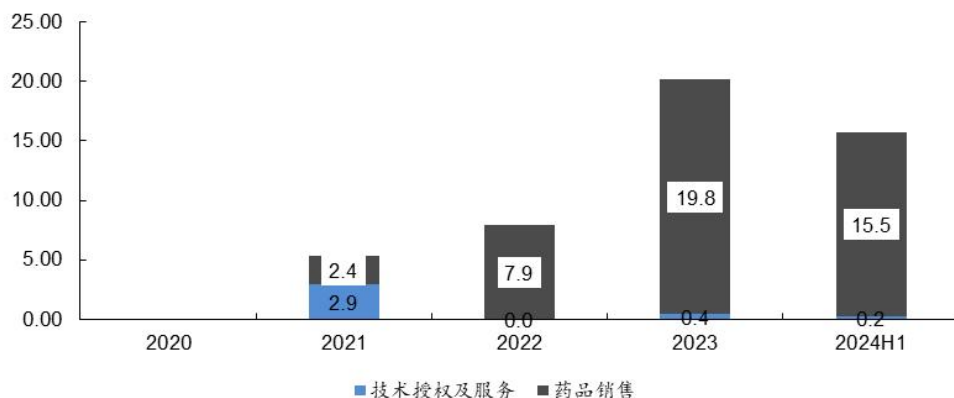
图表 3: 公司盈利能力 (%)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

21 年技术授权及服务业务收入 2.9 亿元, 为伏美替尼海外授权。2021 年 7 月, 公司与 ArriVent 就伏美替尼海外权益签署相关合作协议, 公司授权 ArriVent 使用伏美替尼相关专利和专有技术, 在除中国大陆、台湾、香港和澳门外的地区独家开发伏美替尼的权利, 公司获得 4000 万美元的首付款。

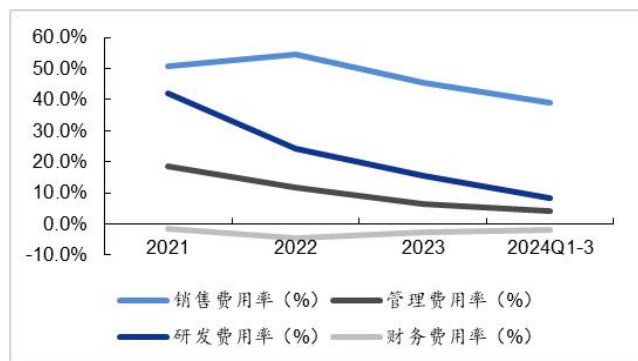
图表 4: 公司近几年收入结构 (亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

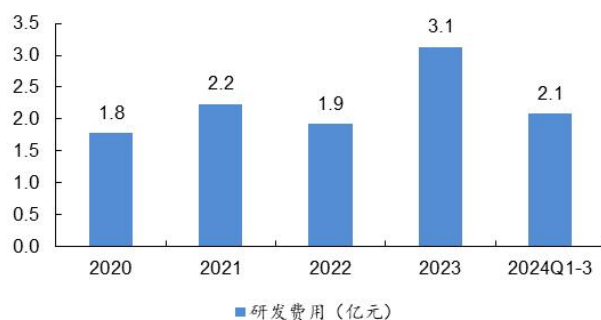
随着收入规模快速提升,公司各项费用率下降明显:2021 年销售费用率为 50.8%、管理费用率为 18.5%、研发费用率为 42.1%。2024Q1-3 公司各项费用率均下降明显,销售费用率为 39%、管理费用率为 4.3%、研发费用率为 8.2%。**研发费用绝对额有所增加:**2020 年为 1.8 亿元、2023 年为 3.1 亿元,24 前三季度为 2.1 亿元。**销售及人均产出:**2023 年公司销售人员达到 712 人,据测算人均销售产出为 280 万,2022 年为 140 万元,人效有翻倍提升。

图表 5: 公司费用率情况 (%)



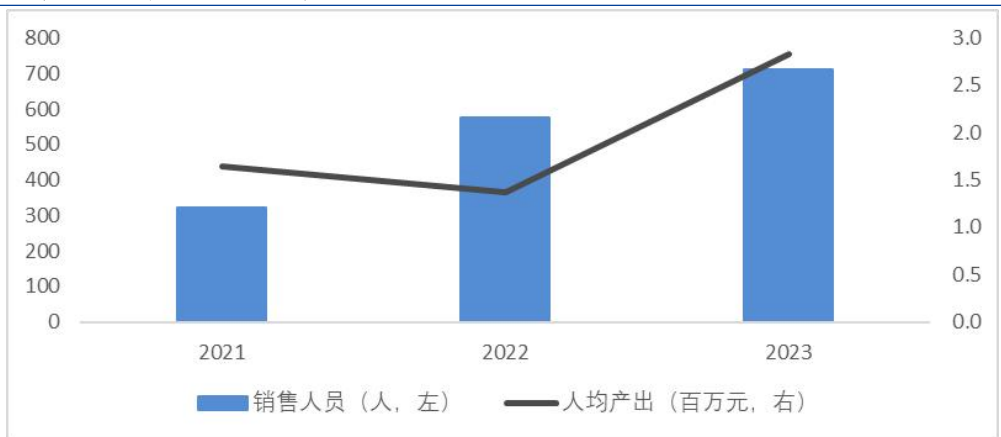
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 6: 公司研发费用情况 (亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

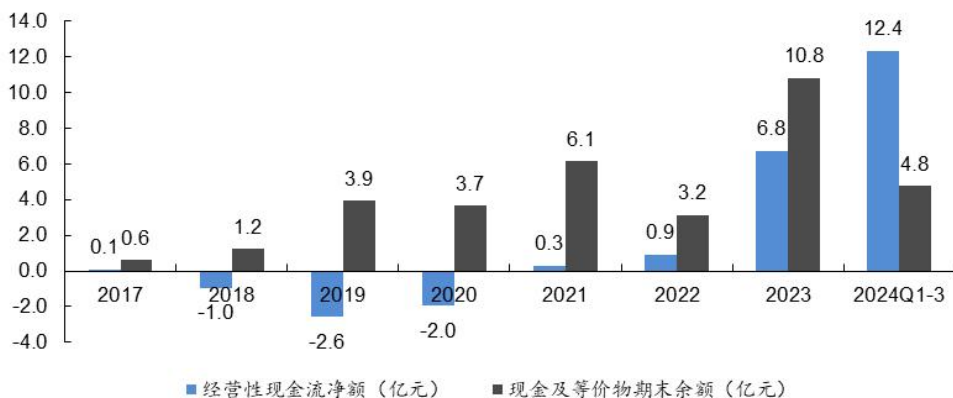
图表 7: 销售人员&人均产出



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

自 2021 年伏美替尼开始爬坡, 公司经营性现金流净额开始转正并快速爬坡, 2024 年 Q1-3 公司经营性现金流净额达到 12.4 亿元。2023 年公司现金及等价物期末余额为 10.8 亿元, 2024 年 Q1-3 为 4.8 亿元。

图表 8: 公司现金流情况 (亿元)

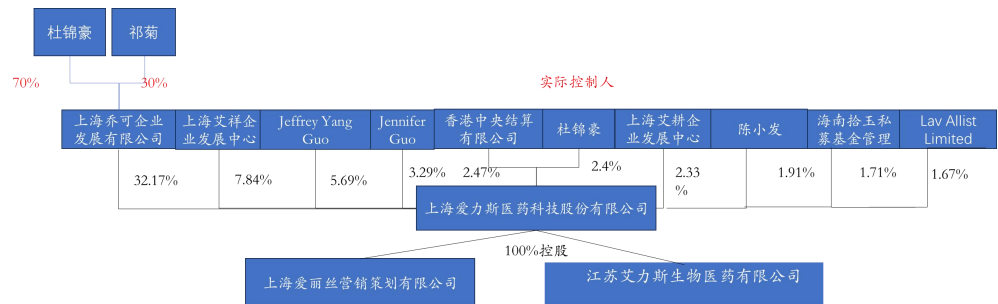


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

1.3 股权结构稳定

公司实际控制人为杜锦豪和祁菊，两人系夫妻关系。杜锦豪直接持有公司 2.40% 股权，杜锦豪、祁菊夫妇通过上海乔可持有公司 32.17% 股权；JENNIFER GUO 和 JEFFREY YANG GUO 二人分别持有公司 3.29% 和 5.69% 的股权，均为一致行动人。上海艾祥和上海艾耘均为员工持股平台，深度绑定员工权益。

图表 9：公司股权结构（截至 24 年三季报）



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

2 三代 EGFR：奥希替尼占据主要市场，国产品种持续发力

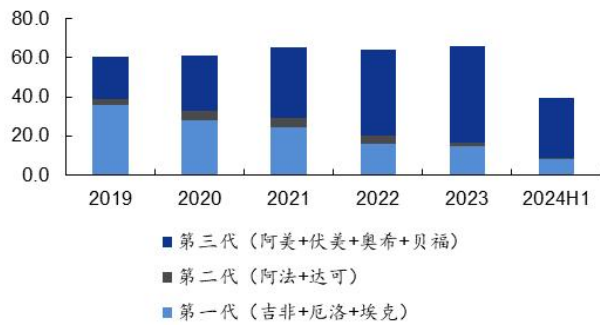
2.1 国内已获批 6 家：奥希替尼、阿美替尼、伏美替尼占据主导

国内 2022 年新发肺癌患者约 106 万人，位居癌症新发数第一。2022 年，全球肺癌新发病例数为 248 万，占比 12.4%，高居第一。肺癌大致可分为非小细胞肺癌和小细胞肺癌，其中非小细胞肺癌约占 80%-85%，其中包括鳞癌、腺癌等组织学亚型；据 *J Thorac Oncol* 文章报道，亚洲 EGFR 总体突变率为 51.4%。

EGFR 突变：EGFR 基因两种主要的突变为 19 外显子缺失(约占 45%)和 21 外显子 L858R 突变(约占 40%)，二者均可导致酪氨酸激酶结构域活化，且均为 EGFR - TKIs 的敏感性突变。还有一些少见突变如 T790M、20ins、L861Q、G719X、S768I 及其复合型位点的氨基酸替换突变，占有 EGFR 突变的比例<10%。

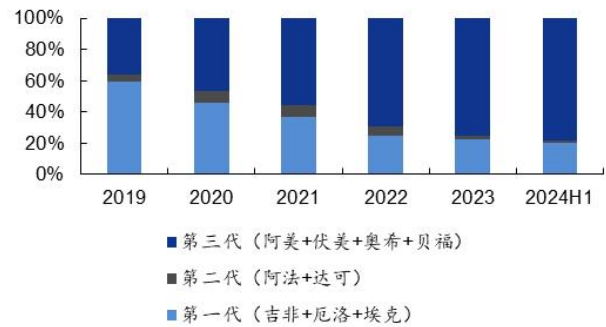
第三代 EGFR-TKI（奥希替尼、阿美、伏美、贝福、利厄、瑞齐等）：是不可逆的酪氨酸激酶抑制剂，国内三代 EGFR 已有 6 款上市品种，奥赛康利厄替尼已申报上市。根据米内网数据，国内 EGFR 在样本医院市场规模 2023 年达到 66 亿元，其中三代 EGFR 为 49.4 亿元，占比 75%。三代 EGFR 中奥希替尼仍占据主要市场，占比 56.6%，国产创新药仍有较大替代空间。

图表 10: 国内 EGFR 主要品种样本医院销售额情况 (亿元)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所

图表 11: 国内 EGFR 主要品种样本医院销售占比 (%)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所

图表 12: 国内三代 EGFR 主要管线进展

通用名	剂型	集团	靶点	本企业进度
甲磺酸瑞齐替尼	胶囊剂	信达/石药	EGFR T790M	已上市
甲磺酸瑞厄替尼	片剂	圣和药业	EGFR T790M	已上市
甲磺酸伏美替尼	片剂	艾力斯	EGFR T790M; EGFR exon 20; HER2 exon 20	已上市
甲磺酸贝福替尼	胶囊剂	贝达药业	EGFR T790M	已上市
甲磺酸奥希替尼 (专利到期)	片剂	阿斯利康	EGFR T790M	已上市
甲磺酸阿美替尼	片剂	豪森药业	EGFR T790M	已上市
马来酸艾维替尼	胶囊剂	艾森医药	EGFR T790M; BTK	申请上市 (Other)
利厄替尼	片剂	奥赛康	EGFR T790M; BTK; ITK	申请上市
甲磺酸兰泽替尼	片剂	赛默飞世尔科技; 强生	EGFR T790M	申请上市
YK-029A	片剂	海南越康生物医药有限公司; 苏州浦合医药科技有限公司	EGFR T790M; EGFR exon 20	Phase III
TY-9591	片剂	浙江同源康医药股份有限公司	EGFR T790M	Phase III
RX518	胶囊剂	苏州润新生物科技有限公司	EGFR T790M	Phase III
FHND9041	胶囊剂	中国生物制药; 正大集团; 正大天晴	EGFR T790M	Phase III

数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

2.2 奥希替尼: 23 年全球销售 58 亿美元, 国内专利已到期

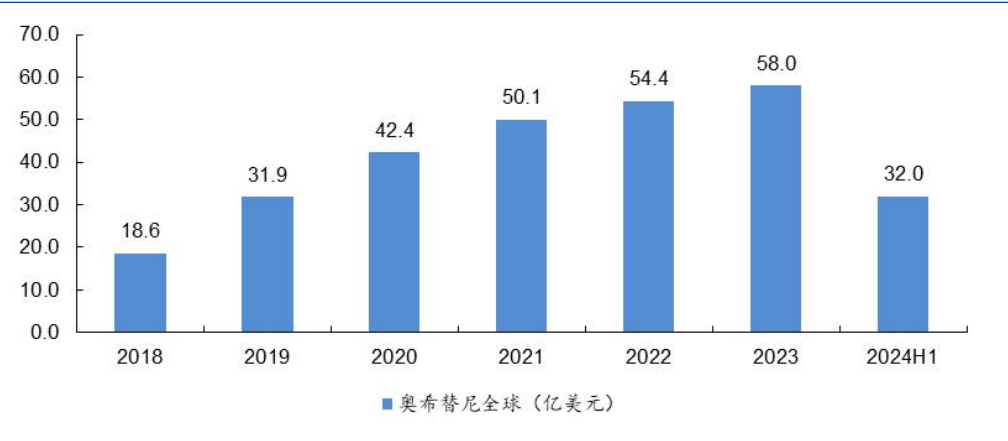
奥希替尼国内获批四大适应症 (一线、二线、联用化疗一线、术后辅助): 2017 年 3 月国内获批二线, 2018 年二线进入医保谈判, 2019 年获批一线, 2020 年一线进入医保, 2021 年 4 月获批术后辅助适应症, 24 年 6 月获批联合化疗一线疗法。

非小细胞肺癌二线: 奥希替尼+含铂双药化疗 vs 含铂双药化疗: ORR 71%vs 31%、mPFS 10.1 月 vs 4.4 月、CNS 转移 mPFS 8.5 月 vs 4.2 月。**非小细胞肺癌一线:** 奥希替尼: mpFS=18.9 月, ORR=80%, DCR=97%、对照 (一代): mpFS=10.2 月, ORR=76%,

DCR=92%。**联用化疗一线：**与奥希替尼单药治疗相比，奥希替尼联合化疗将患者的中位 PFS 延长了 8.8 个月。**术后辅助：**奥希替尼组和安慰剂组的中位 DFS 分别为 65.8 个月和 28.1 个月，奥希替尼组和安慰剂组的 5 年 OS 率分别为 88%和 78%。

据赛柏蓝公众号显示：在 2023 年奥希替尼在全国等级医院的销售额为 52.8 亿元，据医药魔方数据显示，23 年奥希替尼全球销售额为 58 亿美元。

图表 13: 奥希替尼全球销售额（亿美元）



数据来源：医药魔方，华福证券研究所

2.3 伏美替尼：艾力斯明星分子，多适应症拓展，打开成长空间

2.3.1 EGFR 突变非小细胞肺癌一线治疗

对比奥希替尼及国内三代 EGFR 产品数据，阿美替尼、伏美替尼、贝福替尼 mPFS 数据均优于奥希替尼，且伏美替尼、贝福替尼在 CNS 患者中 mPFS 分别为 18 月/19.4 月，伏美替尼 HR 最低，为 0.44，奥希替尼&阿美替尼为 0.46，贝福替尼为 0.49。从安全性的角度来看，伏美替尼安全性优异，三级以上不良反应发生率仅为 11%。

图表 14: 三代 EGFR 一线治疗数据对比

通用名	集团	临床	用量	试验设计	人数	基线情况	疗效对比	HR	三级以上 AE
甲磺酸奥希替尼	阿斯利康	NCT02296125 (III 期)	奥希替尼: 80mg, 每日一次 对照: 吉非替尼 250mg, 每日一次, 或 厄洛替尼 150mg, 每日一次	奥希替尼 vs EGFR TKI 标准治疗 (吉非替尼、厄洛替尼)	556	奥希替尼: CNS 转移 19%, 外显子 19 突变 63%, L858R 突变 37% 对照组: CNS 转移 23%, 外显子 19 突变 63% L858R 突变 37%	奥希替尼: mpFS=18.9 月 , ORR=80%, DCR=97% 对照: mpFS=10.2 月, ORR=76%, DCR=92%	0.46	奥希替尼: 34% 对照: 45%
甲磺酸阿美替尼	豪森药业	NCT03849768 (III 期)	阿美替尼: 110mg, 每日一次 吉非替尼: 250mg, 每日一次	阿美替尼 vs 吉非替尼	429	阿美替尼: CNS 转移 26.2%, 19 外显子突变 65.4%, L858R 突变 34.6% 吉非替尼: CNS 转移 27.4%, 19 外显子突变 65.6%, L858R 突变 34.4%	阿美替尼: mPFS=19.3 月 , ORR=73.8%, DCR=93% 吉非替尼: mPFS=9.9 月, ORR=72.1%, DCR=96.7%	0.46	阿美替尼: 36.4% 吉非替尼: 35.8%
甲磺酸伏美替尼	艾力斯	NCT03787992 (III 期)	伏美替尼: 80mg 每, 每日一次 吉非替尼: 250mg, 每日一次	伏美替尼 vs 吉非替尼	358	伏美替尼: CNS 转移 35%, 19 外显子突变 51%, L858R 突变 49% 吉非替尼: CNS 转移 32%, 19 外显子突变 51%, L858R 突变 49%	伏美替尼: mPFS=20.8 月 , ORR=89%, DCR=96%, CNS 转移患者 mPFS=18 月 吉非替尼: 11.1 月, ORR=84%, DCR=93%, CNS 转移患者 Mpfs=12.4 月	0.44	伏美替尼: 11% 吉非替尼: 18%
甲磺酸贝福替尼	贝达药业	NCT04206072(III 期)	贝福替尼: 96mg, 每日一次 埃克替尼: 374mg, 每日一次	贝福替尼 vs 埃克替尼	568	贝福替尼: CNS 转移 26%, 19 外显子突变 64%, L858R 突变 36% 埃克替尼: CNS 转移 25%, 19 外显子突变	贝福替尼: mPFS=22.1 月 (IRC), 19.4 月 (研究者), CNS 转移患者 19.4 月 , ORR=67%, DCR=93.4% 埃克替尼: Mpfs=13.8 月 (IRC), 11.1 月 (研究者),	0.49	贝福替尼组 30% 埃克替尼组

					变 65%，L858R 突变 35%	CNS 转移患者 13.7 月，ORR=64.4%，DCR=97.2%		8%
--	--	--	--	--	--------------------	-------------------------------------	--	----

数据来源：Jean-Charles Soria, M.D., 《Osimertinib in Untreated EGFR-Mutated Advanced Non-Small-Cell Lung Cancer》，Shun Lu, 《AENEAS: A Randomized Phase III Trial of Aumolertinib Versus Gefitinib as First-Line Therapy for Locally Advanced or Metastatic Non-Small-Cell Lung Cancer With EGFR Exon 19 Deletion or L858R Mutations》，Prof Yuankai Shi, MD, 《Furmonertinib (AST2818) versus gefitinib as first-line therapy for Chinese patients with locally advanced or metastatic EGFR mutation-positive non-small-cell lung cancer (FURLONG): a multicentre, double-blind, randomised phase 3 study》，Shun Lu, 《Befotertinib (D-0316) versus icotinib as first-line therapy for patients with EGFR-mutated locally advanced or metastatic non-small-cell lung cancer: a multicentre, open-label, randomised phase 3 study》，医药魔方，华福证券研究所

2.3.2 术后辅助：用药时长可达三年，潜在第二大市场

EGFR 第二大市场：每年 NSCLC 新发患者中，约 30% 初诊时为可切除的早中期 NSCLC；且手术切除后 52%~75% 的 II~III 期 NSCLC 患者会在术后 5 年内发生局部复发或远处转移。**NSCLC 术后标准治疗方案为含铂双药化疗。**但化疗带来的获益有限（5 年生存率提高 5%，且仍有较高复发和死亡风险），且引起的细胞毒性反应直接影响了患者的生存质量，身体状况差的患者并不适用。

指南推荐：EGFR-TKI 单药、或化疗序贯 EGFR-TKI 的治疗模式。术后 EGFR-TKI 辅助治疗时间不低于 2 年。**埃克替尼：**用于 EGFR 基因敏感突变的 NSCLC 患者术后辅助中位 DFS 为 47.0 个月，而标准化疗仅为 22.1 个月，降低复发或死亡风险达 64%，3 年的无病生存率分别为 63.6% 和 31.7%。**奥希替尼：**奥希替尼组和安慰剂组的中位 DFS 分别为 65.8 个月和 21.9 个月，在 IB-IIIa 期患者中，奥希替尼组和安慰剂组的 5 年 OS 率分别为 88% 和 78%，三代 EGFR 获益更为显著。**伏美替尼：**已启动用于肺癌术后辅助治疗的注册临床研究，该研究已于 2024 年上半年完成患者入组。前期 III 期安全性数据伏美替尼表现优异，未来术后辅助适应症或将优势明显。

图表 15：各家 EGFR 术后辅助治疗进度

分类	产品	企业	进度	医保
第一代	埃克替尼	贝达	2021 年 6 月获批	21 年谈判
第三代	奥希替尼	AZ	21 年 4 月获批	23 年谈判
第三代	阿美替尼	豪森	21 年 4 月开始 III 期	/
第三代	伏美替尼	艾力斯	21 年 4 月开始 III 期	/
第三代	贝福替尼	贝达	23 年 3 月开始 III 期	/

数据来源：医药魔方，艾力斯公司公告，华福证券研究所

图表 16: 奥希替尼、埃克替尼数据对比

通用名	集团	临床	用量	试验设计	分期	人数	基线情况	疗效对比	三级以上 AE
埃克替尼	贝达	NCT02448797	125mg, 每日三次	埃克替尼 vs 化疗, 治疗 2 年	II-III A	322	埃克替尼: 31% IIA、30% IIB、66% IIIA 化疗: 31% IIA、8% IIB、61% IIIA	埃克替尼: mDFS=47 月, 3 年 DFS 比例 63.9% 化疗: mDFS=22.1 月, 3 年 DFS 比例 32.5%	埃克替尼 11% 化疗 61%
奥希替尼	AZ	NCT02511106	80mg, 每日一次	奥希替尼 vs 安慰剂, 治疗 3 年	II-III A	682	奥希替尼: IB 32% II 34% IIIA 35% 安慰剂: IB 32% II 34% IIIA 34%	奥希替尼: mDFS=65.8 月, 4 年 DFS 率 70% 安慰剂: mDFS=21.9 月, 4 年 DFS 率 29%	奥希替尼: 23% 安慰剂: 14%

数据来源: 医药魔方, Jianxing He, 《Icotinib versus chemotherapy as adjuvant treatment for stage II-III A EGFR-mutant non-small-cell lung cancer (EVIDENCE): a randomised, open-label, phase 3 trial》, Roy S Herbst, 《Adjuvant Osimertinib for Resected EGFR-Mutated Stage IB-III A Non-Small-Cell Lung Cancer: Updated Results From the Phase III Randomized ADAURA Trial》华福证券研究所

2.3.3 外显子 20: EGFR 第三大突变

外显子 20: EGFR 第三大突变, 且对 EGFR-TKI 耐药。在携带 EGFR 基因突变的 NSCLC 患者中, 最常见的突变的 19 外显子的缺失突变 (exon 19 deletions, 19del), 其次是 21 外显子的点突变 (L858R)。二者被认为是 EGFR 的经典突变, 占了 EGFR 基因突变中的 80%-90%。20 外显子插入突变的数量仅次于 19del 及 L858R, 且往往对 EGFR-TKIs 耐药。

目前已发现超过 60 种独特的 EGFR ex20ins 形式, 763_764insFQEA 是目前发现 ex20ins 突变里的敏感突变, 约占 EGFR 20 外显子插入突变中的 6%, 是对一代 EGFR-TKIs (代表药物为吉非替尼、厄洛替尼) 二代 EGFR-TKIs (代表药物为阿法替尼、达克替尼) 都敏感的突变。其他多为不敏感。因此临床上优先的治疗策略是以铂类为基础的双药联合化疗 (ORR=58-63%, PFS=6.3 月), 一二代的 TKIs 也不作为推荐药物使用 (ORR 为 0%-11%, PFS 为 2 个月-3 个月)。

图表 17: 外显子 20 突变

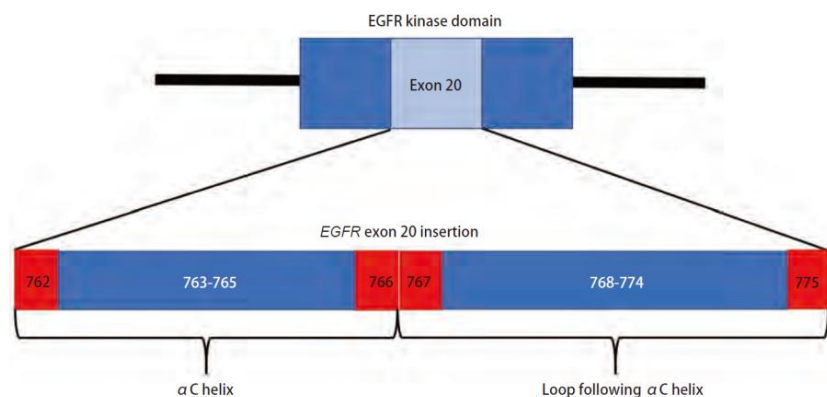


图 1 EGFR ex20ins 的分子定位

Fig 1 Molecular location of EGFR ex20ins. EGFR ex20ins: epidermal growth factor receptor exon 20 insertion.

数据来源: 中国肺癌杂志, 田梦薇, 王娜, 窦占军, 等, 《EGFR 外显子 20 插入突变: 研究现状与治疗策略》, 肿瘤界, 华福证券研究所

奥希替尼: 患者生存获益低、高剂量效果尚可但不良反应明显。一项中国大样



本回顾性研究发现经奥希替尼治疗的 EGFR ex20ins 患者生存获益低（ORR: 6.5%; PFS: 2.3 个月），且药物剂量对 PFS 无显著影响。在探索高剂量奥希替尼（160 mg, qd）疗效的前瞻性研究 POSITION 20 和 ECOG-ACRIN 5162 中，一线和后线治疗疗效尚可（ORR: 24%-28%; PFS: 6.8-9.7 个月），但 TRAE 高发，最常见为腹泻（72%-76%）、疲劳（44%-67%）和血小板计数减少（20%-67%），20%-35% 的患者经历了 ≥3 级 TRAE。

伏美替尼：三倍剂量，疗效显著，一线 PFS 达到 10.7 月，安全性较好。二线、一线均为国内突破性疗法，同时一线获得 FDA 突破性疗法认定。在 Ib 期 FAVOUR 临床试验中，最高剂量（240 mg, qd）伏美替尼作为一线和后线疗法均有显著疗效（ORR: 69.0% vs 50.0%; 中位 PFS: 10.7 vs 7.0 个月）；后线治疗中降低剂量（160 mg, qd）疗效也未见明显下降（ORR: 40.9%; 中位 PFS: 5.8 个月），同时在患者中观察到颅内活性。安全性上，高剂量下 TRAE 导致治疗中断率最高仅为 4.2%。

舒沃替尼 23 年 8 月在我国正式获批上市二线/后线治疗。舒沃替尼在 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 一线治疗中出色的疗效，确认的客观缓解率（cORR）高达 78.6%，300mg 剂量组中位 PFS 达 12.4 个月。在二/后线单药治疗 EGFR exon20ins 突变型 NSCLC 客观缓解率（ORR）为 61%，中位无进展生存期（mPFS）超过半年。

2.3.4 PACC 突变：目前无有效获批药物

目前全球尚无有效获批药物。表皮生长因子受体（EGFR）P 环-αC 螺旋压缩（PACC）突变是近年来创新性提出的一种全新的非小细胞肺癌（NSCLC）EGFR 突变亚型，但尚缺乏临床研究验证其精准治疗的价值。

既往研究显示，第三代 TKI 对 EGFR PACC 突变的亲和力较低。治疗缓解率仅为 46.3%（95%CI: 32.6%~60.4%），且临床前模型中预测结果显示，PACC 突变对第三代 TKI 相当不敏感。

伏美替尼：在 2024WCLC 上公布了伏美替尼单药一线治疗 EGFR PACC 突变型非小细胞肺癌患者的全球 Ib 期概念验证随机研究（FURTHER）数据。

- **有效性方面：**由 BICR 评估的 240mg QD 和 160mg QD 剂量组的最佳 ORR 为 81.8%和 47.8%。由 BICR 评估的 240mg QD 和 160mg QD 剂量组的确认 ORR 分别为 63.6%和 34.8%。在基线脑转移的一线患者中，由 BICR 修订版实体瘤缓解评价标准（RECIST）1.1 确定的 CNS ORR 为 46.2%（n=6/13）。
- **安全性方面：**两种剂量组均未观察到 5 级治疗相关不良事件，240mg QD 和 160mg QD 剂量组最常见的 TRAE 包括腹泻、皮疹、皮肤干燥、口腔炎和肝酶升高，且多数为 1~2 级。总人群中，240mg QD 和 160mg QD 剂量组 ≥3 级 TRAE 分别为 20.7%及 11.9%，在 PACC 队列中分别为 20.7%和 12.9%。未观察到因 TRAE 而停止治疗的情况，总体耐受良好，与既往 FURLONG 研究中伏美替尼 80mg 单

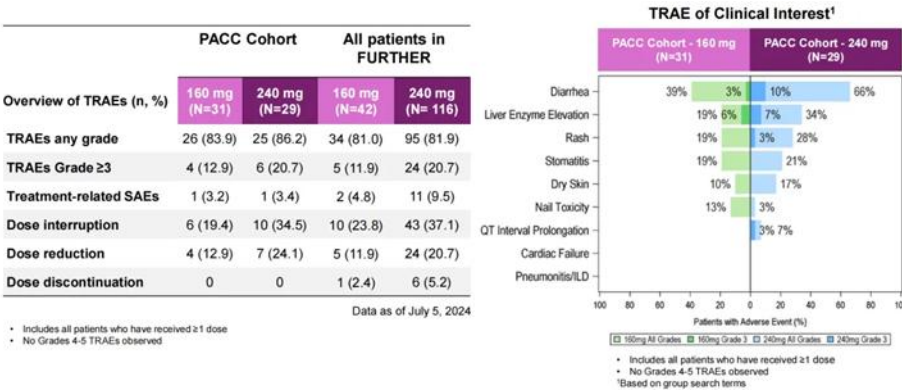
药一线治疗 EGFR 突变晚期 NSCLC 安全性数据一致。

图表 18：伏美替尼有效性数据

	BICR ¹		INV ¹	
	160 mg QD N=23	240 mg QD N= 22	160 mg QD N=25	240 mg QD N=22
Best ORR, % (95% CI) ²	47.8 (26.8-69.4)	81.8 (59.7-94.8)	52.0 (31.3 - 72.2)	81.8 (59.7 - 94.8)
Confirmed ORR, % (95% CI)	34.8 (16.4 - 57.3)	63.6 (40.7 - 82.8)	52.0 (31.3 - 72.2)	68.2 (45.1 - 86.1)
Best Overall Response, n (%)				
Partial response (PR)	8 (34.8)	14 (63.6)	13 (52.0)	15 (68.2)
Stable disease (SD)	13 (56.5)	8 (36.4)	10 (40.0)	7 (31.8)
Progressive disease (PD)	2 (8.7)	0	1 (4.0)	0
Not Evaluable	0	0	1 (4.0)	0
DCR (CR+PR+SD), % (95% CI)	91.3 (72.0 - 98.9)	100 (84.6 - 100)	92.0 (74.0 - 99.0)	100 (84.6 - 100)

数据来源：2024WCLC，ioncology，华福证券研究所

图表 19：伏美替尼安全性数据



数据来源：2024WCLC，ioncology，华福证券研究所

2.3.5 头对头奥希替尼，针对脑转患者

2024 年 8 月，公司登记了一项 III 期临床试验，评估伏美替尼联合含铂双药化疗对比 AZ 的奥希替尼，用于治疗 EGFR 敏感突变阳性的 NSCLC 伴脑转移受试者的有效性和安全性。

3 持续引进品种，扩充产品管线

3.1 RET 抑制剂：国内仅 2 款上市，普拉替尼期待本地化生产

非小细胞肺癌 RET 融合患者每年新发 1-2 万人：RET 融合是新近发现的肺癌驱动基因突变，在非小细胞肺癌中 RET 融合患者约占 1-2%，国内每年新增患者约 1-2 万人。国内 2 款上市，多家在研。目前 RET 抑制剂国内仅上市 2 款，分别为信达/礼来的塞普替尼（22 年 10 月）和艾力斯/基石药业的普拉替尼（21 年 3 月）。

2023 年 11 月 8 日，艾力斯与基石药业签署商业化战略合作协议，艾力斯获得 RET 抑制剂普吉华（普拉替尼胶囊）在中国大陆地区的独家商业化推广权。2021 年 3 月获批：批准用于既往接受过含铂化疗的 RET 融合阳性晚期 NSCLC 患者；2023

年6月获批：新增适应症用于RET基因融合阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌的一线治疗。其他获批适应症：RET突变型甲状腺髓样癌（MTC）以及RET融合阳性甲状腺癌（TC）。

等待本地化生产，公司预计降低超过50%成本：据基石药业公告，24年4月，普拉替尼转移至境内生产的药品上市注册申请已获中国NMPA受理。未来将有望实现本地化生产，公司预计实现超过50%的药品生产成本降幅。

图表 20：国内 RET 抑制剂管线

通用名	剂型	合作中办方	靶点	适应症	项目中国阶段
SY-5007	片剂	首药控股(北京)股份有限公司	RET	实体瘤	Phase III
HS-10365	胶囊剂	上海翰森生物医药科技有限公司；江苏豪森药业集团有限公司	RET	实体瘤；非小细胞肺癌；髓样甲状腺癌	Phase II
BYS10	片剂	广州白云山医药集团股份有限公司白云山制药总厂	RET	非小细胞肺癌；髓样甲状腺癌	Phase I/II
HEC169096	片剂	广东东阳光药业股份有限公司	RET	实体瘤	Phase I/II
KL590586	胶囊剂	四川科伦博泰生物医药股份有限公司	RET	实体瘤；髓样甲状腺癌	Phase I/II
TY-1091	胶囊剂	浙江同源康医药股份有限公司	RET	非小细胞肺癌；髓样甲状腺癌	Phase I/II
APS03118	胶囊剂	北京志健金瑞生物医药科技有限公司	RET	实体瘤	Phase I
FHND5071	片剂	江苏正大丰海制药有限公司	RET	实体瘤	Phase I

数据来源：医药魔方，华福证券研究所

塞普替尼数据：LIBRETTO-431（III 期，一线治疗）

- **入组：**212 例患者纳入 ITT-帕博利珠单抗人群，其中塞普替尼组（160mg，BID）患者 129 例，对照组患者 83 例（铂类药物（卡铂或顺铂）和培美曲塞（500mg/m²）联合帕博利珠单抗（200mg）治疗。
- **整体疗效：**塞普替尼组中位 PFS 为 24.8 个月，对照组中位 PFS 为 11.2 个月；塞普替尼组中位 DOR 为 24.2 个月，对照组中位 DOR 为 11.5 个月。
- **安全性：**塞普替尼组和对照组 ≥ 3 级 AE 的发生率分别为 70%和 57%，51%和 29% 患者因 AE 导致剂量减少，10%和 2%患者因 AE 永久停药。

普拉替尼数据：全球 I/II 期 ARROW 关键性试验(2022 ESMO)

- **入组：**国内 68 例晚期 RET 融合阳性 NSCLC 患者，接受普拉替尼胶囊起始剂量为 400 mg（每日一次）治疗，包括 37 例既往接受过铂类化疗的患者和 31 例未接受过系统性治疗的患者。
- **疗效：**未接受过系统性治疗的患者，确认的 ORR 为 83.3%，包括 2 例完全缓解和 23 例部分缓解；DCR 为 86.7%；PFS=12.7 月。既往接受过铂类化疗的患者，确认的 ORR 为 66.7%，包括 1 例完全缓解和 21 例部分缓解；DCR 为 93.9%；PFS=11.7 月。

3.2 加科思：KRAS 抑制剂+SHP2 抑制剂



牵手加科思，引进 2 款产品。2024 年 8 月 30 日，艾力斯与加科思签署战略合作协议，艾力斯获得在中国研究、开发、生产、注册以及商业化 KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312 的独占许可。根据协议条款，艾力斯将就此项授权向加科思支付 1.5 亿元首付款，最高达 7.0 亿元（含税）的开发及销售里程碑付款，以及两位数比例的销售提成

KRAS G12C 抑制剂：戈来雷塞用于 KRAS G12C 突变二线非小细胞肺癌的 NDA 已于 2024 年 5 月 21 日获得优先审评。II 期（ASCO 披露）表现优异：在二线非小细胞肺癌患者中，确认客观缓解率（cORR）为 47.9%（56/117），其中包括 4 例患者实现完全缓解（CR），36 例患者肿瘤缩小超过 50%，疾病控制率（DCR）为 86.3%。mPFS 为 8.2 个月，mOS 为 13.6 个月。

SHP2 抑制剂：JAB-3312 是 RAS 信号通路关键节点 SHP2 的选择性变构抑制剂，是全球唯一进入三期试验的 SHP2 抑制剂，获美国 FDA 食道癌（包括食管鳞癌）的孤儿药认定。

戈来雷塞与 SHP2 抑制剂 JAB-3312 联合用药：用于 KRAS G12C 突变的一线非小细胞肺癌（NSCLC）的三期注册临床试验已于 2024 年 8 月完成首例患者给药，是该适应症国内首个实现患者入组的注册临床。2024 年 6 月，加科思在美国临床肿瘤学会（ASCO）年会上发布的 I/IIa 期数据显示，800 毫克戈来雷塞与 2 毫克 JAB-3312 联用，确认客观缓解率（cORR）为 77.4%（24/31），54.8%（17/31）的患者肿瘤缩小超过 50%，达到深度缓解，展示出优秀的治疗效果，并且安全性良好。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 公司伏美替尼疗效好，安全性数据优异，处于快速放量阶段，我们预计 24-25 年收入增速分别为 77.8%/25%/18.8%，毛利率预计 24-26 年分别为 95%/95.1%/94.7%。

(2) 公司推广服务业务 24 上半年增速明显，我们预计 24-26 年增速分别为 621.5%/30%/105.9%，预计 24-26 年毛利率分别为 16.7%/18%/20%。



图表 21：公司业绩拆分预测表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	530.1	791.0	2018.2	3550.5	4439.8	5314.1
YOY (%)		49.2%	155.1%	75.9%	25.0%	19.7%
伏美替尼	235.7	790.3	1977.5	3515.3	4394.2	5220.3
YOY (%)		235.3%	150.2%	77.8%	25.0%	18.8%
毛利率	97.7%	96.0%	96.2%	95.0%	95.1%	94.7%
技术授权及服务收入	294.4	0.6	40.6	35.2	45.7	93.9
毛利率	99.9%	52.0%	95.1%	16.9%	18.1%	20.1%
其中：推广服务收入			4.9	35.0	45.5	93.7
毛利率			65.4%	16.7%	18.0%	20.0%
其中：技术授权	294.4	0.6	35.8	0.16	0.16	0.16
毛利率	99.9%	52.0%	99.1%	60.6%	60.6%	60.6%

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

艾力斯拳头品种伏美替尼疗效好，安全性优异，目前处于快速放量期，且公司在陆续拓展伏美替尼适应症，成长空间明显。外延方面公司持续引进品种，包括 RET 抑制剂、KRAS 抑制剂、SHP2 抑制剂等，持续丰富管线。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 35.5/44.4/53.1 亿元，归母净利润分别为 14.3/17/20 亿元，且与同类创新药可比公司估值相比，公司 PE 估值低于平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 22：可比公司估值表（统计时间截至 2025.2.10）

	市值（亿元）	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贝达药业	246.9	30.9	39.1	48.1	4.9	7.1	9.4	50.5	34.7	26.4
翰森制药	1,022.9	120.9	126.0	141.0	41.3	38.6	42.4	24.8	26.5	24.2
恒瑞医药	2,862.9	269.5	304.4	353.6	59.6	67.4	80.2	48.0	42.5	35.7
平均 PE								41.1	34.6	28.7
艾力斯	307.4	35.5	44.4	53.1	14.3	17.0	20.4	21.5	18.1	15.1

数据来源：ifind，华福证券研究所
可比公司盈利预测来源于 ifind 一致预期

5 风险提示

新药研发失败风险：创新药研发具有研发投入大、周期长、风险高等特点，临床进展存在不确定性，若研发进展不及预期或研发失败，可能无法产生预期收益。

单一产品依赖风险：公司未来收入主要依赖伏美替尼放量，当前伏美替尼格局较好，若未来同类品种上市数量增加，可能会对公司收入端造成影响。

产品降价超预期风险：国家目前集中采购常态化、医保目录持续优化，药品价格呈现下降趋势，未来若公司伏美替尼及引进品种在医保谈判中价格降幅较大，可能对该业务收入造成影响。

图表 23: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,862	2,875	4,295	6,022
应收票据及账款	260	424	499	582
预付账款	34	80	86	102
存货	63	159	188	253
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	688	614	715	781
流动资产合计	2,908	4,152	5,783	7,740
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	506	511	526	549
在建工程	19	19	19	19
无形资产	66	60	55	50
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	878	879	880	880
非流动资产合计	1,469	1,469	1,479	1,498
资产合计	4,376	5,621	7,262	9,237
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	53	130	148	189
预收款项	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	167	167	167	167
其他流动负债	170	181	216	250
流动负债合计	390	478	530	606
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	4	4	4
负债合计	394	482	535	610
归属母公司所有者权益	3,982	5,138	6,728	8,627
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	3,982	5,138	6,728	8,627
负债和股东权益	4,376	5,621	7,262	9,237

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	675	1,049	1,548	1,850
现金收益	627	1,408	1,646	1,975
存货影响	-31	-96	-29	-65
经营性应收影响	-97	-209	-81	-99
经营性应付影响	66	77	18	41
其他影响	109	-131	-5	-3
投资活动现金流	93	81	-114	-89
资本支出	-23	-40	-51	-60
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	116	121	-63	-29
融资活动现金流	-2	-117	-15	-34
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	0	-109	-143	-175
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-2	-8	128	141

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,018	3,550	4,440	5,314
营业成本	78	204	252	353
税金及附加	27	53	67	80
销售费用	921	1,385	1,728	2,033
管理费用	132	142	178	213
研发费用	313	305	462	519
财务费用	-54	-63	-94	-108
信用减值损失	1	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	23	25	25	25
投资收益	10	7	7	7
其他收益	21	50	26	33
营业利润	658	1,605	1,906	2,291
营业外收入	-1	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	656	1,603	1,904	2,289
所得税	12	173	205	247
净利润	644	1,430	1,699	2,042
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	644	1,430	1,699	2,042
EPS (按最新股本摊薄)	1.43	3.18	3.77	4.54

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	155.1%	75.9%	25.0%	19.7%
EBIT 增长率	577.8%	155.9%	17.5%	20.4%
归母公司净利润增长率	393.5%	121.9%	18.8%	20.2%
获利能力				
毛利率	96.1%	94.2%	94.3%	93.4%
净利率	31.9%	40.3%	38.3%	38.4%
ROE	16.2%	27.8%	25.2%	23.7%
ROIC	25.1%	42.2%	35.2%	31.2%
偿债能力				
资产负债率	9.0%	8.6%	7.4%	6.6%
流动比率	7.5	8.7	10.9	12.8
速动比率	7.3	8.3	10.5	12.3
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	37	35	37	37
存货周转天数	220	196	248	226
每股指标 (元)				
每股收益	1.43	3.18	3.77	4.54
每股经营现金流	1.50	2.33	3.44	4.11
每股净资产	8.85	11.42	14.95	19.17
估值比率				
P/E	48	21	18	15
P/B	8	6	5	4
EV/EBITDA				

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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中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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn