

艾力斯 (688578.SH)

2025 年 01 月 15 日

伏美替尼稳定公司基本盘，内生外延丰富产品线

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

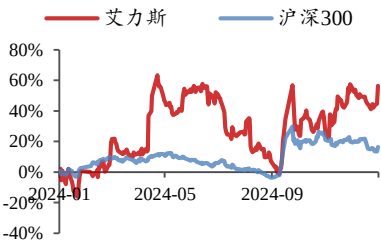
聂媛媛（联系人）

nieyuanyuan@kysec.cn

证书编号：S0790124050002

日期	2025/1/14
当前股价(元)	63.99
一年最高最低(元)	68.87/32.25
总市值(亿元)	287.96
流通市值(亿元)	287.96
总股本(亿股)	4.50
流通股本(亿股)	4.50
近 3 个月换手率(%)	89.75

股价走势图



数据来源：聚源

● 经商业化学验证的稀缺创新药企，内生外延双轮驱动，逐步扩充产品布局

公司是一家集研发、生产和营销三位一体的创新型制药企业，在肿瘤领域不断深耕，已拥有一支聚焦肺癌领域，有专业学术推广能力的，覆盖面广的商业化团队。目前公司核心产品伏美替尼自获批上市以来，伏美替尼在中国实现销售收入高速增长，为公司带来持续现金流。为不断完善公司在肺癌领域的产品矩阵，公司先后引进了两款针对 NSCLC 患者的基因突变靶向药物，分别是 KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞和 RET 抑制剂普拉替尼。随着公司核心产品在中国持续快速放量，以及公司通过内生外延双轮驱动，逐步扩充产品矩阵，我们看好公司的长期发展。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 14.06/17.02/20.35 亿元，EPS 分别为 3.12/3.78/4.52 元，PE 分别为 20.5/16.9/14.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 伏美替尼已验证公司盈利能力，海外已进入注册临床

伏美替尼自 2022 年一线治疗 NSCLC 纳入医保后，销售收入持续高增长。根据公司 2023 年年报及 2024 年半年报，伏美替尼 2023 年全年实现产品销售收入 19.78 亿元，2024H1 实现销售收入 15.55 亿元。随着伏美替尼后续不断拓展新适应症，国内销售收入有望达到 80 亿元。除已获批的 1/2L 适应症，伏美替尼还有 5 项注册临床正在进行中。其中，公司与 ArriVent 共同合作开展的一线治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 全球 III 期确证性临床研究进展顺利。

● 不断完善肺癌领域产品线，充分发挥公司营销优势

公司于 2024 年 8 月获得 KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312 在大中华区的独家开发和商业化权，戈来雷塞有望于 2025H1 获批上市。公司于 2023 年 11 月自基石药业获得 RET 抑制剂普吉华在中国大陆独家商业化推广权。截至 2024 年 11 月，普吉华已在肺癌和甲状腺癌领域获批。多款引进产品高度契合公司发展战略和资源，将进一步扩展公司在肺癌领域的覆盖，充分发挥营销优势。公司后续也将通过海外授权、联合开发、产品引进等多种方式扩充研发管线。

风险提示：药物研发失败、药物安全性风险、核心成员流失、竞争格局恶化等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	791	2,018	3,472	4,482	5,336
YOY(%)	49.2	155.1	72.0	29.1	19.1
归母净利润(百万元)	131	644	1,406	1,702	2,035
YOY(%)	614.2	393.5	118.2	21.1	19.6
毛利率(%)	96.0	96.1	96.1	96.1	96.1
净利率(%)	16.5	31.9	40.5	38.0	38.1
ROE(%)	4.1	16.2	27.0	24.8	23.0
EPS(摊薄/元)	0.29	1.43	3.12	3.78	4.52
P/E(倍)	220.6	44.7	20.5	16.9	14.2
P/B(倍)	9.0	7.2	5.5	4.2	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

内容目录

1、艾力斯：商业化能力经验证的稀缺创新药企	4
1.1、 专注肿瘤创新药物，全周期研发驱动行业领先	4
1.2、 国际化科学团队加持，创新研发实力引领行业	4
1.3、 聚焦 NSCLC 驱动基因靶点，构建肺癌全方位治疗管线	5
1.4、 营收高速增长驱动盈利，费用率显著下降	7
2、 伏美替尼：第二款国产第三代 EGFR TKI，高安全性有望支持伏美替尼持续放量	8
2.1、 EGFR 突变：NSCLC 突变率最高的肿瘤靶点	8
2.2、 伏美替尼是第三代 EGFR-TKI 小分子靶向药	10
2.3、 全球 NSCLC 患者基数大，EGFR TKI 需求强劲	11
2.4、 伏美替尼治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC 患者疗效不输奥希替尼，且安全性优势明显	12
2.5、 辅助治疗适应症有望驱动伏美替尼销售收入维持高增长	14
2.6、 伏美替尼治疗多种 EGFR 罕见突变肺癌患者进入 III 期临床，早期疗效数据优秀	14
2.7、 携手 ArriVent 拓展伏美替尼全球市场	16
2.8、 我国 EGFR TKI 市场规模不断扩大，伏美替尼销售收入显著增长	16
3、 戈来雷塞充分利用公司营销优势，完善公司肺癌产品线	17
3.1、 引进加科思两款产品，搭建肺癌领域产品矩阵	17
3.2、 KRAS 突变广泛存在于多种大癌种，我国患者基数较大	17
3.3、 戈来雷塞有望成为我国第三款获批上市的 KRAS G12C 抑制剂	18
4、 普拉替尼：开创 RET 靶点精准治疗新局面	20
4.1、 普拉替尼：中国首款精准 RET 靶点抑制剂	20
4.2、 RET 融合突变发生于多种瘤种，RET 抑制剂竞品较少	20
4.3、 普拉替尼早期临床数据证明多瘤种疗效优势	22
5、 盈利预测与投资建议	22
5.1、 公司未来产品收入预测	22
5.2、 盈利预测与估值	23
6、 风险提示	24
附：财务预测摘要	25

图表目录

图 1： 公司自成立以来的荣誉&里程碑事件	4
图 2： 公司科学顾问委员会（SAB）成员	5
图 3： 公司深度聚焦肿瘤领域，构建肺癌全方位治疗管线	7
图 4： 2020-2024 年，公司自 2022 年来营收及扣非归母净利润快速增长（亿元）	7
图 5： 伏美替尼销售收入自上市来维持高速增长（亿元）	8
图 6： 公司各项费用率自 2022 年来逐年下降（%）	8
图 7： 过度表达的 EGFR 会促进肿瘤的发生与进展	9
图 8： EGFR 常见突变患者占比近九成	9
图 9： EGFR 耐药突变以 T790 为主	9
图 10： 第一/二代 EGFR TKI 药物均以喹唑啉环为母环	10
图 11： 第三代 EGFR TKI 大部分为苯胺基嘧啶类衍生物	10
图 12： 肺癌是全球第一大癌种	11
图 13： 我国肺癌新发患者占比高于全球水平	11

图 14: EGFR 突变 NSCLC 患者推荐用药全流程	12
图 15: 伏美替尼已在海内外开展十多项临床试验	12
图 18: 戈来雷塞已开展多项注册临床	17
图 19: 肺癌和结直肠癌均是全球大癌种	18
图 20: 肺癌和结直肠癌是我国发病率第一和第二的癌种	18
图 21: 普拉替尼已在肺癌、甲状腺癌及甲状腺髓样癌领域陆续获批	20
图 22: 肺癌和结直肠癌均是全球大癌种	21
图 23: 肺癌和结直肠癌是我国发病率第一和第二的癌种	21
图 24: 公司 2026 年销售收入有望超 50 亿元	22
表 1: 部分已获批上市的第 1/2/3 代 EGFR TKI 药物	11
表 2: 截至 2024 年 11 月, 我国已获批 6 款第三代 EGFR TKI	13
表 3: 非头对头对比一线治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC 临床数据, 伏美替尼疗效及安全性不输奥希替尼	13
表 4: 截至 2024 年 11 月, 仅埃克替尼和奥希替尼在我国获批辅助治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC	14
表 5: 根据埃克替尼 III 期临床数据, 辅助用药疗程较长	14
表 6: 伏美替尼治疗 EGFR PACC 突变 NACLC 的中国 I 期临床已公布部分数据	15
表 7: 截至 2024 年 11 月, 全球仅两款药物获批治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 适应症	15
表 8: 伏美替尼治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 的早期疗效数据优秀	16
表 9: 戈来雷塞有望成为我国第三款获批上市的小分子 KRAS G12C 抑制剂	19
表 10: 戈来雷塞疗效和安全性俱佳	19
表 11: 截至 2024 年 11 月, 我国获批两款 RET 抑制剂	21
表 12: 可比公司估值情况	23

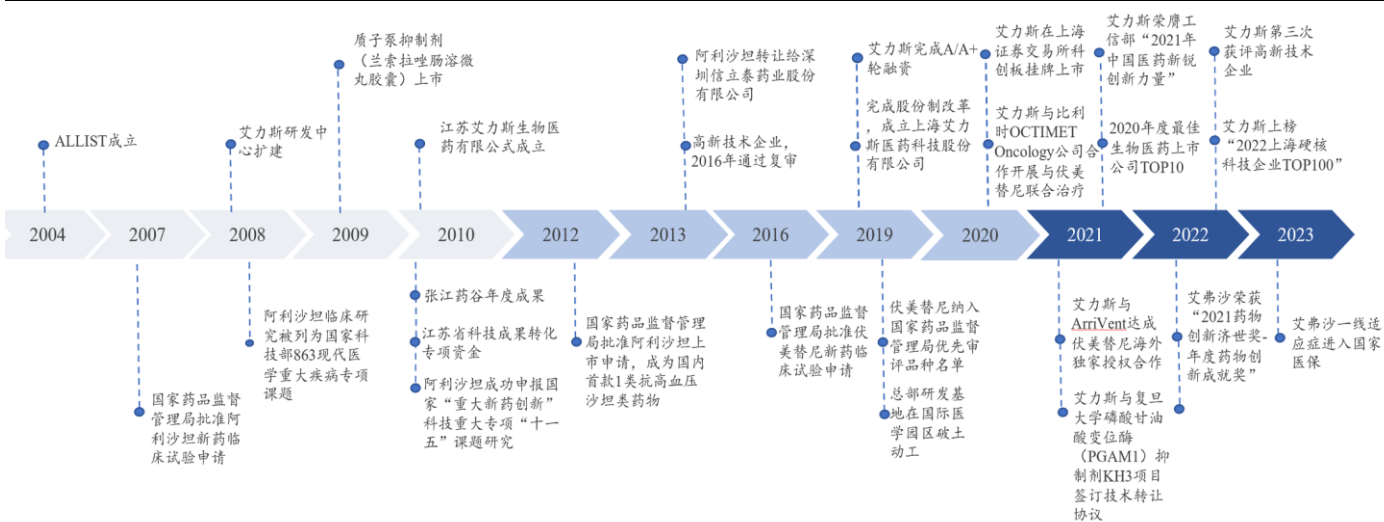
1、艾力斯：商业化能力经验证的稀缺创新药企

1.1、专注肿瘤创新药物，全周期研发驱动行业领先

上海艾力斯医药科技股份有限公司成立于 2004 年 3 月，是一家集研发、生产和营销三位一体的创新型制药企业。公司总部位于上海周浦医学园区，已建立全生命周期的新药研发体系，包括先导药物发现及优化、候选药物评价及确立、药物临床前及临床研究、药品注册申报等。2020 年 12 月 2 日，公司正式在上海证券交易所科创板挂牌上市。

公司专注于肿瘤治疗领域，以开发出首创药和同类最佳药物为目标，致力于研发和生产具有自主知识产权、安全、有效、惠及大众的创新药物。公司曾获得“2020 年中国医药创新企业 100 强”、“2020 年度最佳生物医药上市公司 TOP10”、“2021 药物创新济世奖-年度药物创新成就奖”等多项荣誉。

图1：公司自成立以来荣誉&里程碑事件



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、国际化科学团队加持，创新研发实力引领行业

公司是由企业家杜锦豪先生与拥有美国国立卫生研究院（NIH）终生科学家荣誉的郭建辉博士共同创立。主要董事成员、高级管理人员团队均具有多年的医药行业从业经历或医药企业管理经验。截至公司 2024 年半年报，研发人员共 178 名，其中硕士研究生 77 人、博士研究生 18 人。公司研发团队经验丰富，技术知识结构合理，专业领域涵盖新药研发的各个方面。

公司设立科学顾问委员会（SAB），在公司管线战略布局、内部立项、项目管理、公司合作、产品引进、临床开发、团队建设等方面给予科学指导，将进一步推进公司医药的创新和健康发展。目前 SAB 共有四位科学顾问，分别是：

（1）贵勇医生在学术界、制药和生物科技公司拥有 20 多年的经验，包含肿瘤学领域的临床实践、药物研发和临床开发。贵勇医生在全球生物技术公司百济神州担任实体肿瘤的首席医学官，在他的领导下，多个分子药物在十多个适应症中获批上市。在此之前，于美国圣地亚哥的生物技术公司 Bio Atla 担任首席医学官（CMO）。在阿斯利康（Astra Zeneca）任职免疫肿瘤学临床开发的全球临床负责人期间，领导

度伐利尤单抗在膀胱癌的获批工作。除此之外，贵勇医生还领导和参与了多个药物的全球批准工作，包括千禧药业（武田）伊沙佐米的多发性骨髓瘤的适应症获批以及辉瑞公司阿昔替尼针对肾癌的适应症的获批。

(2) 陈建柱是麻省理工学院科赫综合癌症研究所成员，麻省理工学院生物学教授，以及博德研究所成员。同时他还是新加坡-麻省理工学院研究与技术联盟（SMART）抗菌素耐药性跨学科研究小组的首席研究员。陈教授在中国武汉大学获得学士学位，在斯坦福大学获得博士学位，并在伦纳德和莱昂诺尔·赫岑伯格的实验室进行免疫学研究。陈教授在免疫学、癌症研究、传染病和人类疾病动物模型等广泛研究领域做出了重大贡献。

(3) 乐秀宁博士是 MD 安德森癌症中心胸前头颈部肿瘤内科的助理教授。乐博士专注于癌症基因驱动肺癌的治疗，并致力于靶向治疗与免疫治疗耐药机制的科学研究。乐博士目前担任多项 EGFR 突变或 MET 14 号外显子跳跃突变非小细胞肺癌临床研究的研究者。她曾获得过 V 基金会临床研究者奖，Damon Runyon 临床研究者奖以及 ASCO 青年研究者奖。乐博士在中国协和医学院获得医学博士学位，随后在哈佛医学院获得遗传学博士学位。

(4) 姚彬博士为 ArriVent Biopharma 的首席执行官兼董事会主席，在生物科技及制药行业拥有超过 28 年的经验，是一位成就卓越的高管和科学家。他曾任美国 Viela Bio 的董事长兼首席执行官。该公司成立于 2018 年，并在 2021 年期间，被 Horizon Therapeutics 以 30 亿美元收购。在创立 VielaBio 之前，姚博士曾任 MedImmune 呼吸、炎症和自身免疫的负责人及研发高级副总裁、阿斯利康免疫肿瘤学特许经营负责人和高级副总裁。在 MedImmune 和阿斯利康期间，他在自身免疫性、呼吸系统和免疫肿瘤学领域开发和多个新型生物制剂获批方面发挥了关键领导作用。在其职业生涯早期，姚博士在基因泰克（Genentech）、Aventis 和安进（Amgen）担任多个重要职位。

图2：公司科学顾问委员会（SAB）成员



资料来源：公司官网

1.3、聚焦 NSCLC 驱动基因靶点，构建肺癌全方位治疗管线

公司专注于肿瘤领域创新药的研发，目前管线主要集中于不同驱动基因阳性的非小细胞肺癌适应症。公司核心产品伏美替尼肺癌一线及二线适应症均已被 NMPA 获批并被纳入国家医保目录，自主研发的注射用 AST2169 脂质体已于 2024 年 3 月获得 I 期临床试验批准，另有多款新药研发项目处于临床前研究阶段，同时公司还通

过合作开发、外部引入等多种方式不断丰富自身产品线。

以下为公司产品在研情况：

(1) 伏美替尼（商品名：艾弗沙）：公司第二款自研新药，于 2021 年 6 月将海外开发及商业化权益受让于 ArriVent Biopharma。艾弗沙于 2021 年 3 月在中国首次获批上市，用于 EGFR TKI 耐药后且存在 EGFR T790M 突变阳性的 NSCLC 成人患者的治疗。2022 年 6 月获批一线治疗 EGFR 19/21 突变的 NSCLC 成人患者。艾弗沙肺癌一线及二线适应症均已纳入国家医保目录，惠及更多中国患者。除已获批的 1/2L 适应症，伏美替尼辅助治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC、1/2 线治疗 EGFR 20 外显子插入突变患者等注册临床研究正顺利推进中。

(2) 戈来雷塞：公司于 2024 年 8 月与加科思签订关于 KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312 的协议，公司将获得这两款药物在大中华区的独家开发和商业化权。戈来雷塞已于 2024 年 5 月向 NMPA 递交针对二线治疗 KRAS G12C 非小细胞肺癌成年患者的上市申请，有望于 2025H1 获批上市。一线治疗 KRAS G12C 非小细胞肺癌的 III 期临床已于 2024 年 5 月开启，针对结直肠癌和胰腺癌的 I/II 期试验进展顺利。

(3) 普拉替尼（商品名：普吉华）：公司于 2023 年 11 月与基石药业签订关于 RET 抑制剂普吉华的协议，公司获得普吉华在中国大陆独家商业化推广权。普吉华于 2021 年 03 月首次在中国获批，用于二线治疗 RET 融合突变 NSCLC 患者。截至 2024 年 11 月，已在甲状腺癌、甲状腺髓样癌及肺癌领域获批。2024 年 4 月 9 日，基石药业宣布普拉替尼胶囊转移至境内生产的药品上市注册申请已获 NMPA 药品审评中心受理。

(4) AST-NS23030 (ABK3376)：公司于 2023 年 3 月与和誉医药共同宣布就新一代 EGFR 抑制剂 ABK3376 达成授权许可协议，公司获得 ABK3376 在大中华区的开发和商业化推广权。ABK3376 于 2024 年 9 月获得 IND 批准。

(5) AST2169：是公司自主研发用于治疗 KRAS G12D 突变患者的注射用脂质体，已于 2024 年 3 月获得 I 期临床试验批准。

公司另有多款新药研发项目处于临床前研究阶段，同时公司还通过合作开发、外部引入等多种方式不断丰富自身产品线。

图3：公司深度聚焦肿瘤领域，构建肺癌全方位治疗管线

药物	靶点	商业权利	适应症	IND 申请	I 期	II 期	III 期	NDA 申请	获批上市
伏美替尼	EGFR TKI	中国	T790M突变NSCLC（二线）						中国获批
			EGFR 19/21突变NSCLC（一线）						中国获批
			EGFR敏感突变NSCLC（辅助治疗）				中国注册临床		
			EGFR 20突变NSCLC（二线）				中国注册临床		
			EGFR 20突变NSCLC（一线） ^①				全球注册临床		
			HER2 20及其他突变的NSCLC ^①			全球临床			
			EGFR PACC突变NSCLC（一线）				中国注册临床		
			EGFR敏感突变NSCLC脑转移（一线）				全球注册临床		
			联合IN10018治疗晚期NSCLC	中国IND申请					
戈来雷塞	KRAS G12C	中国 ¹	联合RC108（ADC）治疗晚期NSCLC	中国IND申请					
			KRAS G12C突变NSCLC（二线）					中国NDA	
			KRAS G12C突变多瘤种（二线）				中国注册临床		
			联合AST24082治疗KRAS G12C突变NSCLC（一线）				中国注册临床		
普拉替尼	RET	中国 ²	联合西妥昔单抗治疗KRAS G12C突变结直肠癌（二线）				中国I/II期		
			RET融合突变NSCLC（二线）						全球获批上市
			RET融合突变NSCLC（一线）						全球获批上市
			RET融合突变甲状腺髓样癌						全球获批上市
AST-NS2303 ^④ (ABK3376)	EGFR TKI	中国	RET融合突变甲状腺癌						全球获批上市
			EGFR C797S耐药突变NSCLC		中国 I 期				
AST2169	KRAS G12D	全球	非小细胞肺癌、结直肠癌、胰腺癌等		中国 I 期				

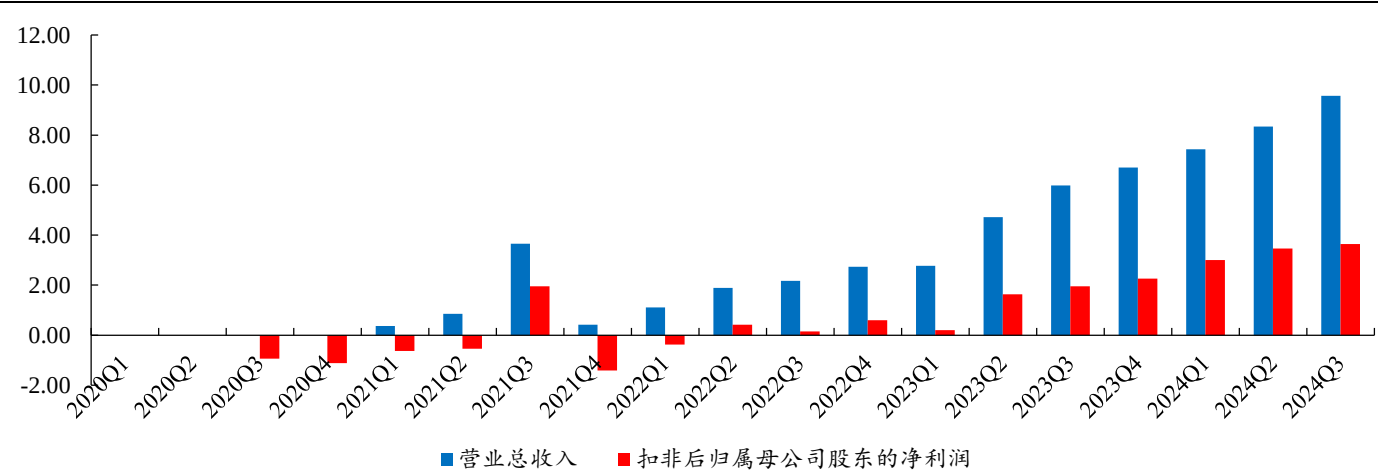
1 艾力斯获得戈来雷塞在大中华区的独家开发和商业化权益
2 艾力斯获得普拉替尼（普吉华[®]）中国大陆地区独家推广权
①与 ArriVent 合作开展全球研发
②与应世生物合作开展联药开发
③与荣昌生物合作开展联药开发
④与和誉医药合作在大中华区（可拓展至全球）的独家开发和商业化权益

资料来源：公司官网、开源证券研究所

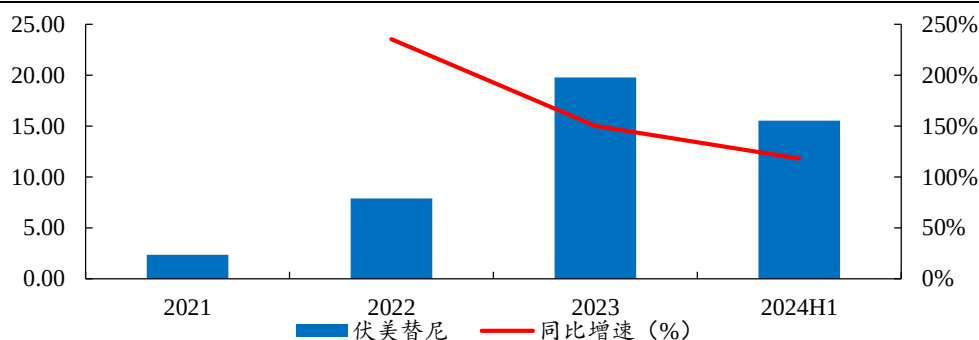
1.4、营收高速增长驱动盈利，费用率显著下降

公司自 2022 年实现扭亏为盈，营业收入一直处于高速增长阶段，主要得益于核心产品伏美替尼纳入医保后持续放量。公司 2024 年前三季度总营业收入为 25.33 亿元，同比增长 87.97%。2024 年前三季度，公司扣非归母净利润为 10.11 亿元，同比增长 165.98%。2021 年伏美替尼首次在中国获批上市，上市首年实现了 2.36 亿元的销售收入。2022 年伏美替尼首次实行医保价格，同年销售收入实现 7.90 亿元（同比增长 235.3%）。2023 年伏美替尼一线治疗 NSCLC 首次纳入医保，同年销售收入实现 19.78 亿元（同比增长 150.2%）。2024H1 伏美替尼销售收入 15.55 亿元，同比增长 118.1%，维持高速增长。

图4：2020-2024 年，公司自 2022 年来营收及扣非归母净利润快速增长（亿元）

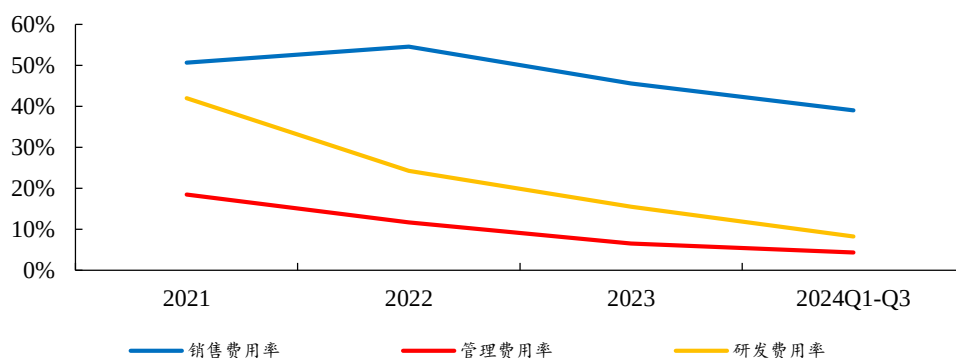


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：伏美替尼销售收入自上市来维持高速增长（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

得益于营收快速增长，公司费用率持续下降。2024年前三季度，公司销售/管理/研发/财务费用分别为 9.88/1.09/2.08/-1.44 亿元。公司销售/管理/研发/财务费用率于 2024 年前三季度分别降低至 39.01%/4.31%/8.20%/-1.75%。公司营业收入快速增长，费用端随收入合理增长，公司营业利润率逐年提高。

图6：公司各项费用率自 2022 年来逐年下降（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

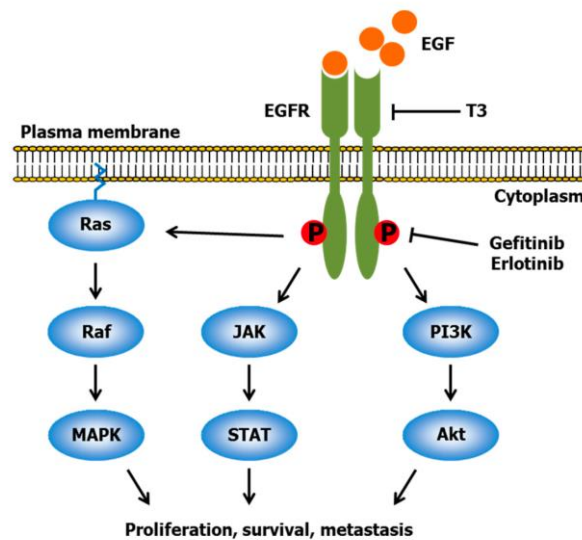
2、伏美替尼：第二款国产第三代 EGFR TKI，高安全性有望支持伏美替尼持续放量

伏美替尼是公司自主研发的针对非小细胞肺癌患者的第三代 EGFR-TKI 小分子靶向药。2021 年 3 月，伏美替尼首次在中国获批上市，用于二线治疗 EGFR T790 突变 NSCLC 患者。2022 年 6 月，伏美替尼获批一线治疗 EGFR 19/21 突变 NSCLC 成人患者。伏美替尼两项适应症分别于 2021 年和 2022 年纳入国家医保目录，惠及更多中国患者。

2.1、EGFR 突变：NSCLC 突变率最高的肿瘤靶点

表皮生长因子受体（EGFR，又名 Her1），是表皮生长因子受体（HER）家族的成员之一，能够与许多配体结合。在没有与配体结合时，EGFR 通常以单体存在，当配体与 EGFR 结合后，会激活调节细胞增殖分化和死亡等生命活动的 RAS/RAF/MEK、PI3K/AKT 下游信号通路，以及实现信号由胞外到胞内转导过程的 STAT 信号通路。当 EGFR 过度表达，会使得细胞生长无法抑制，致肿瘤细胞增殖、转移等特性得以增强，最终促使肿瘤的发生与进展。

图7：过度表达的 EGFR 会促进肿瘤的发生与进展

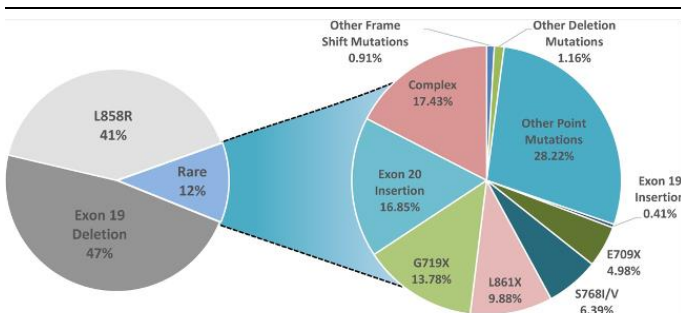


资料来源：《Synergistic Anticancer Effect of Tocotrienol Combined with Chemotherapeutic Agents or Dietary Components: A Review》Takahiro Eitsuka 等

EGFR 突变中最常见突变位点是 19 号外显子缺失 (19del) 和 21 号外显子 L858R 点突变，这两种突变亦被称为经典突变或敏感突变。除两种常见突变外，有少部分 EGFR 突变患者表现为罕见突变或复合突变。罕见突变包括 G719X 点突变、S768I 点突变、L861Q 点突变等。EGFR 抑制剂即 EGFR 酪氨酸激酶抑制剂 (TKI)，通过与 ATP 竞争性结合 EGFR，阻碍下游信号的传递，从而对肿瘤细胞产生抑制作用。

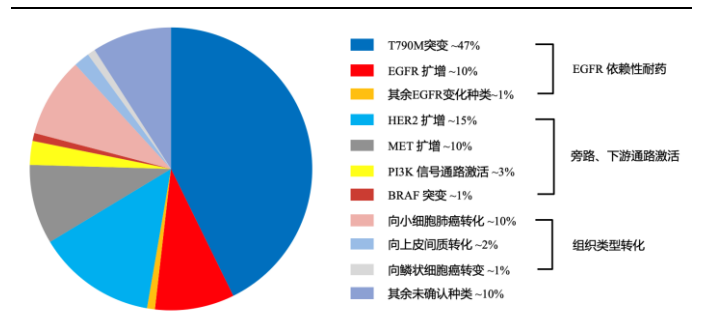
大多数患者在使用第一代和第二代 EGFR TKI 治疗后，不可避免地通过各种机制产生继发耐药。虽然多种机制可能导致 TKI 耐药性，但 EGFR T790 突变是第一/二代 EGFR TKI 获得性耐药机制中最常见的突变位点。T790 残基位于 EGFR 蛋白的 ATP 结合袋内，通过增加蛋白质对 ATP 的亲合力来介导 TKI 抗性。当它与激活突变一起发生时，T790M 降低了实现半最大反应率所需的 ATP 浓度，从而降低了第一代和第二代 EGFR TKI 的疗效。因此第三代 EGFR TKI 针对 EGFR T790 突变位点进行开发，使对第一/二代耐药的患者可得到明显获益。

图8：EGFR 常见突变患者占比近九成



资料来源：《Rare epidermal growth factor receptor (EGFR) mutations in non-small cell lung cancer》Peter T. Harrison 等

图9：EGFR 耐药突变以 T790 为主

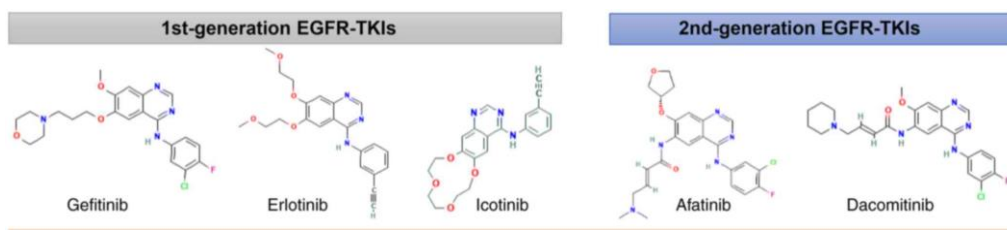


资料来源：《Mechanisms and management of 3rd-generation EGFR-TKI resistance in advanced non-small cell lung cancer (Review)》Jingyi He 等、开源证券研究所

2.2、伏美替尼是第三代 EGFR-TKI 小分子靶向药

第一/二代 EGFR-TKI 在临床上主要用于 EGFR-L858R 和 EGFR-Del19 单突变和双突变的治疗，患者用药后会不可避免的产生耐药。第一代药物有吉非替尼、厄洛替尼和埃罗替尼，第二代药物有阿法替尼和达克替尼。第一/二代 EGFR TKI 母体结构（喹唑啉环）一般都是代替 ATP 的嘌呤环，与 EGFR 胞内区 ATP 结合位点结合，喹唑啉环上的 N 是氢键的受体，能与 EGFR 结构中氨基酸残基上的-H 形成氢键，从而加强结合。苯胺结构能够伸入至 ATP 与 EGFR 的结合口袋中，苯胺结构上引入不同的基团，能够提高对 EGFR 激酶的选择性。第二代与第一代 EGFR TKI 的结构区别主要体现在喹唑啉环 6-位和 7-位的取代基，不同的取代基可以使 TKI 与激酶的结合模式发生变化。因此第二代 EGFR TKI 从竞争性结合转变为了不可逆结合，能够一定程度克服第一代 EGFR TKI 耐药性问题，但也能对野生型的 EGFR 产生作用，因此存在较为严重的剂量依赖性副作用。

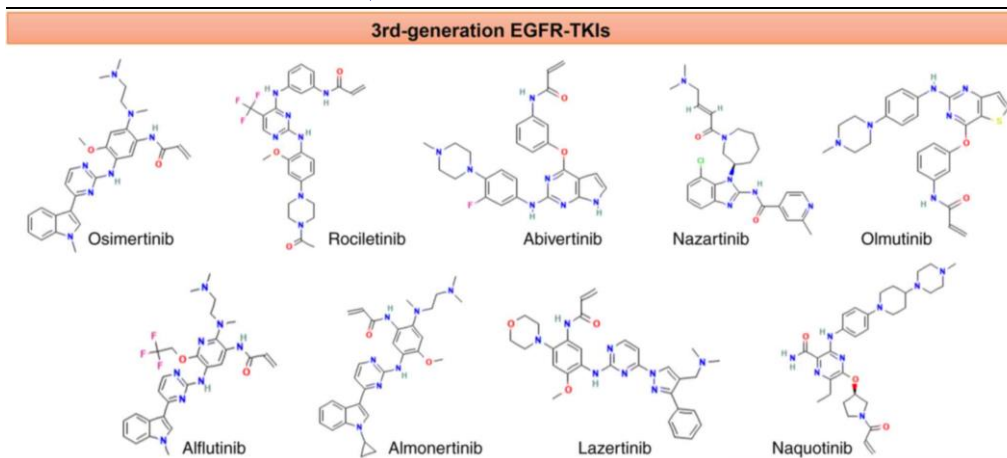
图10：第一/二代 EGFR TKI 药物均以喹唑啉环为母环



资料来源：《Mechanisms and management of 3rd-generation EGFR-TKI resistance in advanced non-small cell lung cancer (Review)》Jingyi He 等

第三代是专门针对 EGFR-T790 突变开发的新一代 EGFR-TKI 药物，能够很好的解决第一/二代耐药问题。随着第一/二代 EGFR-TKI 广泛使用，患者耐药情况的发生也更加普遍。EGFR T790 突变作为一/二代 EGFR TKI 获得性耐药机制中最常见的突变位点，针对此突变位点的新一代药物也被陆续获批。从结构上看，第三代 EGFR-TKI 大部分为苯胺基嘧啶类衍生物，都含有丙烯酰氨这一特殊基团，能与 ATP 结合位点的 C797 位残基形成不可逆的共价键来拮抗 EGFR 与 ATP 的结合。

图11：第三代 EGFR TKI 大部分为苯胺基嘧啶类衍生物



资料来源：《Mechanisms and management of 3rd-generation EGFR-TKI resistance in advanced non-small cell lung cancer (Review)》Jingyi He 等

截至 2024 年 11 月，我国已获批十多款 EGFR TKI 药物。以吉非替尼、埃克替尼为代表的第一代 EGFR TKI 主要是在 2011 年前陆续在我国获批。以阿法替尼和达

可替尼为代表的第二代 EGFR TKI 及以奥希替尼代表的第三代 EGFR TKI 在我国于 2017 年之后同步获批。2020 年之后，我国国产第三代 EGFR TKI 陆续获批，其中阿美替尼及伏美替尼是我国最早获批的国产第三代 EGFR TKI。

表1：部分已获批上市的第 1/2/3 代 EGFR TKI 药物

	药物	公司	靶点	中国最高进度	公示时间	美国最高进度	公示时间
第一代	吉非替尼	阿斯利康	EGFR	批准上市	2004-12-06	批准上市	2003-05-05
	厄洛替尼	安斯泰来	EGFR	批准上市	2006-04-06	批准上市	2004-11-18
	埃克替尼	贝达药业	EGFR	批准上市	2011-06-07	-	-
第二代	阿法替尼	勃林格殷格翰	EGFR/HER2/HER4	批准上市	2017-02-21	批准上市	2013-07-12
	达可替尼	辉瑞	EGFR/HER2/HER4	批准上市	2019-05-15	批准上市	2018-09-27
第三代	奥希替尼	阿斯利康	EGFR-T790	批准上市	2017-03-22	批准上市	2015-11-13
	阿美替尼	豪森药业	EGFR-T790	批准上市	2020-03-17	III 期	2022-08-09
	伏美替尼	艾力斯	EGFR-T790	批准上市	2021-03-02	III 期	2022-11-07
	贝福替尼	贝达药业/益方生物	EGFR-T790	批准上市	2023-05-29	-	-
	瑞齐替尼	贝尔达药业	EGFR-T790	批准上市	2024-05-15	-	-
	瑞厄替尼	圣和药业	EGFR-T790	批准上市	2024-06-11	-	-

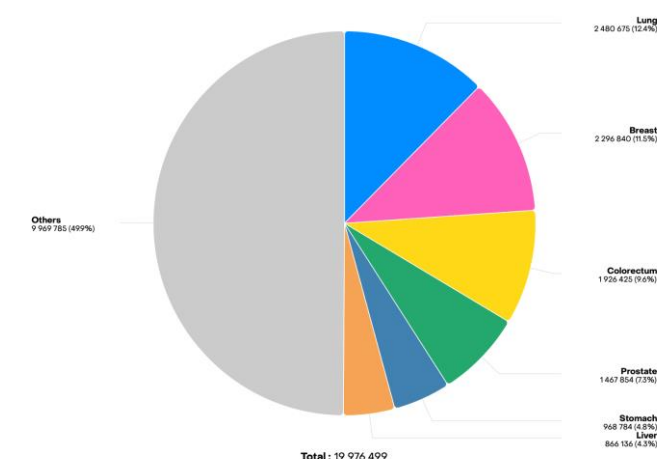
资料来源：Insight、开源证券研究所

2.3、全球 NSCLC 患者基数大，EGFR TKI 需求强劲

全球肺癌患者基数大，是全球第一大癌种。根据 Global Cancer Observatory 数据，2022 年肺癌新发患者约 248.07 万人，占有所有新发癌症病例的 12.4%。我国肺癌新发患者约 106.06 万人，是我国新发癌症患者的 22%，高于全球水平。非小细胞肺癌（NSCLC）是肺癌的一种亚型，约占 80%~85%，其中包括腺癌、鳞癌等组织学亚型。

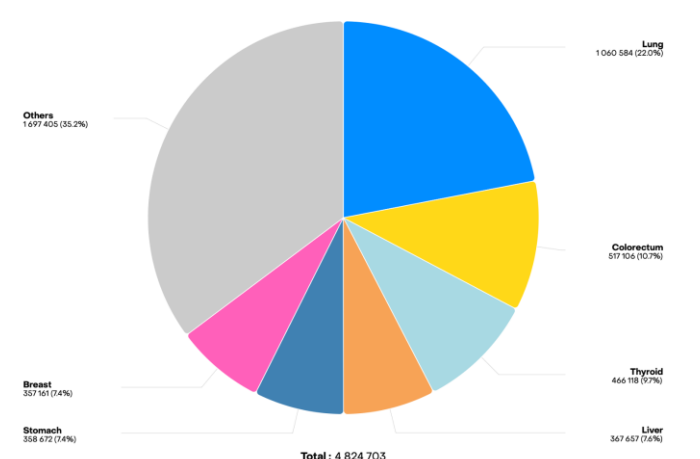
肺癌是我国 30 年来发生率增长最快的恶性肿瘤。20 世纪 70 年代中期开展的我国第一次死因回顾调查资料表明，当时我国肺癌死亡率为 5.47/10 万，在癌症死因中，排在胃癌、食管癌、肝癌和宫颈癌之后，居第 5 位，占全部癌症死亡人数的 7.43%。我国第二次死因抽样调查结果显示，20 世纪 90 年代肺癌死亡率已居癌症死因第 3 位，仅次于胃癌和食管癌。在 21 世纪开展的第三次死因回顾调查则显示肺癌已居癌症死亡原因首位。

图12：肺癌是全球第一大癌种



资料来源：GLOBALCAN 2022

图13：我国肺癌新发患者占比高于全球水平

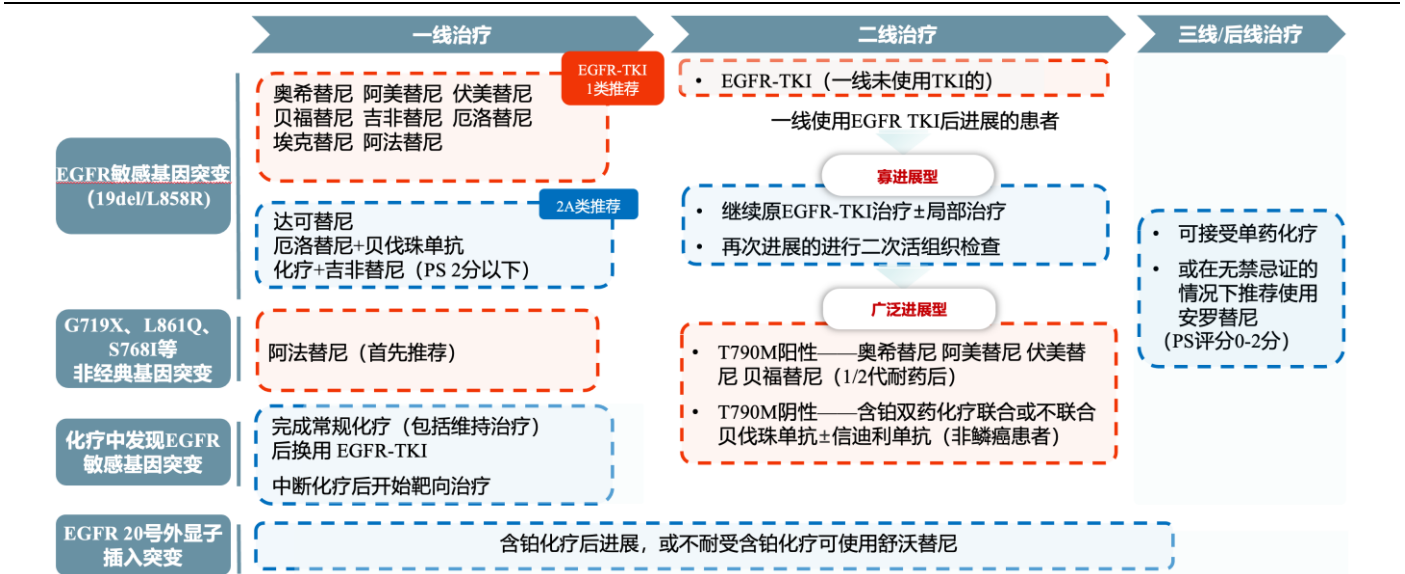


资料来源：GLOBALCAN 2022

EGFR 突变主要发生于 NSCLC 患者中，我国约有近 60% 的非鳞状 NSCLC 患者会发生 EGFR 突变。根据 Insight 数据，我国 EGFR 突变发生率明显高于美国，我国约有近 60% 的非鳞状 NSCLC 患者会发生 EGFR 突变，美国非鳞状 NSCLC 患者约有 24% 的 EGFR 突变发生率。

EGFR TKI 已成为 EGFR 突变 NSCLC 患者的标准治疗方式。根据中华医学会肺癌临床诊疗指南（2024 版），对于 EGFR 突变阳性晚期 NSCLC，一线治疗方案主要为第一/二/三代 EGFR TKI 药物，一线若使用第一/二代 EGFR TKI 且发生 EGFR T790 突变的患者，二线推荐使用第三代 EGFR TKI 药物。

图14：EGFR 突变 NSCLC 患者推荐用药全流程



资料来源：中华医学会肺癌临床诊疗指南（2024 版）、开源证券研究所

2.4、伏美替尼治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC 患者疗效不输奥希替尼，且安全性优势明显

伏美替尼已针对 NSCLC 不同突变、不同线数患者进行全临床布局。伏美替尼于 2021 年 3 月在中国附条件获批二线治疗 EGFR T790 突变 NSCLC 适应症，于 2022 年 6 月完全获批一线治疗 EGFR 敏感突变及二线治疗 EGFR T790 突变 NSCLC。截至 2024 年 11 月，伏美替尼还有 5 项注册临床正在进行中。分别为 EGFR PACC 突变 NSCLC 中国 III 期临床、EGFR 敏感突变 NSCLC 脑转移患者中国 III 期、一线 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 全球 III 期临床、二线 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 中国 II 期临床、辅助治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC 中国 III 期临床。

图15：伏美替尼已在海内外开展十多项临床试验

药物	靶点	商业权利	适应症	IND 申请	I 期	II 期	III 期	NDA 申请	获批上市
伏美替尼	EGFR TKI	中国	T790M突变NSCLC (二线)						中国获批
			EGFR 19/21突变NSCLC (一线)						中国获批
			EGFR敏感突变NSCLC (辅助治疗)				中国注册临床		
			EGFR 20突变NSCLC (二线)			中国注册临床			
			EGFR 20突变NSCLC (一线) ^①				全球注册临床		
			HER2 20及其他突变的NSCLC ^①		全球临床				
			EGFR PACC突变NSCLC (一线)				中国注册临床		
			EGFR敏感突变NSCLC脑转移 (一线)				全球注册临床		
	EGFR + FAK ^②		联合IN10018治疗晚期NSCLC	中国IND申请					
	EGFR + c-MET ^③		联合RC108 (ADC) 治疗晚期NSCLC	中国IND申请					

资料来源：公司官网、开源证券研究所

伏美替尼是我国获批的第二款国产第三代 EGFR TKI。截至 2024 年 11 月，我国已获批 6 款第三代 EGFR TKI，其中五款为我国自研新药。奥希替尼是我国首个获批上市的第三代 EGFR TKI，于 2019 年首次纳入我国医保目录。阿美替尼和伏美替尼是我国首批获批的国产第三代 EGFR-TKI，分别于 2020 年和 2021 年首次纳入医保。瑞齐替尼及瑞厄替尼是于 2024 年最新获批的第三代 EGFR TKI，并首次纳入 2024 年医保目录。

表2：截至 2024 年 11 月，我国已获批 6 款第三代 EGFR TKI

药物	公司	获批适应症	公示时间	首次纳入医保时间（谈判时间）
奥希替尼	阿斯利康	1 线 EGFR 19/21 突变 NSCLC	中国获批（2019-09-03）	2020 年
		2 线 EGFR T790 突变 NSCLC	中国获批（2017-03-22）	2019 年
阿美替尼	江苏豪森	1 线 EGFR 19/21 突变 NSCLC	中国获批（2021-12-14）	2022 年
		2 线 EGFR T790 突变 NSCLC	中国获批（2020-03-18）	2020 年
伏美替尼	艾力斯	1 线 EGFR 19/21 突变 NSCLC	中国获批（2022-06-28）	2022 年
		2 线 EGFR T790 突变 NSCLC	中国获批（2021-03-02）	2021 年
贝福替尼	贝达药业	1 线 EGFR 19/21 突变 NSCLC	中国获批（2023-09-28）	2024 年
		2 线 EGFR T790 突变 NSCLC	中国获批（2023-05-29）	2023 年
瑞齐替尼	倍而达药业	1 线 EGFR 19/21 突变 NSCLC	中国获批（2024-10-29）	-
		2 线 EGFR T790 突变 NSCLC	中国获批（2024-05-15）	2024 年
瑞厄替尼	南京圣和	1 线 EGFR 19/21 突变 NSCLC	中国获批（2024-09-03）	-
		2 线 EGFR T790 突变 NSCLC	中国获批（2024-06-11）	2024 年

资料来源：Insight、开源证券研究所

伏美替尼疗效不输奥希替尼，安全性优势显著。根据已获批的第三代 EGFR TKI 的 III 期临床数据（瑞齐替尼 II 期数据），患者平均无进展生存期（mPFS）约在 18~22 月之间，其中伏美替尼 mPFS 达到 20.8 个月，略好于奥希替尼的 18.9 个月。在安全性方面，伏美替尼三级以上药物相关不良反应（TRAE）数据优异，明显优于其他竞品。

表3：非头对头对比一线治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC 临床数据，伏美替尼疗效及安全性不输奥希替尼

EGFR 突变 NSCLC (1L)			患者人数	ORR	mPFS	mOS	AE (≥grade 3)	TRAE (≥grade 3)
奥希替尼	试验组	奥希替尼	279 例	80.00%	18.9m	38.6	42%	-
	对照组	吉非替尼 /厄洛替尼	277 例	76.00%	10.2m	31.8	47%	-
阿美替尼	试验组	阿美替尼	214 例	73.80%	19.3m	-	-	36.40%
	对照组	吉非替尼	215 例	72.10%	9.9m	-	-	35.80%
伏美替尼	试验组	伏美替尼	178 例	89.00%	20.8m	-	-	11%
	对照组	吉非替尼	179 例	84.00%	11.1m	-	-	18%
贝福替尼	试验组	贝福替尼	182 例	-	22.1m	-	-	30%
	对照组	埃克替尼	180 例	-	13.8m	-	-	8%
瑞齐替尼	II 期单臂	瑞齐替尼	42 例	83.70%	20.7m	25.3m	-	9.30%
瑞厄替尼	试验组	瑞厄替尼	162 例	72.80%	19.3m	-	-	17.30%
	对照组	吉非替尼	83 例	78.3%-	9.8m	-	-	22.90%

资料来源：Insight、开源证券研究所

2.5、辅助治疗适应症有望驱动伏美替尼销售收入维持高增长

截至 2024 年 11 月，仅埃克替尼和奥希替尼在我国获批用于辅助治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC 患者。第一代 EGFR TKI 埃克替尼于 2021 年 6 月在我国获批用于辅助治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC 患者，且于同年纳入我国医保目录（辅助用药适应症）。第三代 EGFR TKI 奥希替尼于 2021 年 4 月在我国获批用于辅助治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC 患者，于 2023 年纳入我国医保目录（辅助用药适应症）。我国目前仅两款用于辅助治疗的 EGFR TKI 获批且纳入医保目录。

针对辅助治疗 EGFR 敏感突变患者，伏美替尼有望成为首个获批的国产第三代 EGFR TKI。截至 2024 年 11 月，有四款 EGFR TKI 处于 III 期注册临床，分别是阿美替尼、伏美替尼、瑞厄替尼及贝福替尼。伏美替尼和阿美替尼进度居前，于 2021 年上半年率先进入 III 期。

表4：截至 2024 年 11 月，仅埃克替尼和奥希替尼在我国获批辅助治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC

药物	公司	中国进度	公示时间	美国进度	公示时间
奥希替尼	阿斯利康	获批	2021-04-07		2020-12-18
埃克替尼	贝达药业	获批	2021-06-01	-	-
阿美替尼	豪森药业	III 期临床	2021-02-21	-	-
伏美替尼	艾力斯	III 期临床	2021-03-04	-	-
瑞厄替尼	圣和药业	III 期临床	2022-12-08	-	-
贝福替尼	贝达药业/益方生物	III 期临床	2023-02-27	-	-

资料来源：Insight、开源证券研究所

EGFR 敏感突变 NSCLC 辅助用药市场患者人数多、疗程长，未来市场空间巨大。根据 Insight 数据，我国每年有接近 40 万的接受手术治疗的 NSCLC 患者，其中有 40% 的患者是 EGFR 敏感突变。根据埃克替尼已经披露的 III 期临床数据，患者平均无病生存率（mDFS）接近 4 年，辅助用药疗程较长。NSCLC 辅助用药市场患者人数多、疗程长，目前 EGFR TKI 渗透率较低，未来市场空间有望超过 1/2L 治疗 NSCLC 患者市场。

表5：根据埃克替尼 III 期临床数据，辅助用药疗程较长

辅助治疗	临床试验	患者人数	mDFS	HR	DMFS	HR	AE (≥grade 3)	TRAE (serious)
埃克替尼	III 期	埃克替尼	151 例	47m				1%
		含铂双药化疗	132 例	22.1m	0.36			14%
奥希替尼	III 期	奥希替尼	339 例	90% (stage II to IIIA, 24-month)			20%	
		安慰剂	343 例	44% (stage II to IIIA, 24-month)	19.6m (stage II to IIIA)	0%	13%	
		阿美替尼	31 例	100% (1-year)				

资料来源：Insight、开源证券研究所

2.6、伏美替尼治疗多种 EGFR 罕见突变肺癌患者进入 III 期临床，早期疗效数据优秀

伏美替尼治疗多种罕见突变 NSCLC 也已进入关键 III 期临床。

截至 2024 年 11 月，仅伏美替尼针对 EGFR PACC 突变 NSCLC 进入 III 期临床

试验。根据伏美替尼早期临床试验设计和读出的部分数据，高剂量组（240mg QD）已确认的客观缓解率（ORR）明显优于低剂量组（160mg QD），ORR 超过 60%。伏美替尼针对中枢神经转移患者已然有效，ORR 达到了 46.2%。安全性方面，高剂量组三级以上治疗相关副反应（TRAE）发生率为 20.7%，整体安全性可控。伏美替尼已被纳入《中国驱动基因阳性非小细胞肺癌脑转移诊疗指南（2025 版）》中，对用于 EGFR PACC 突变的 NSCLC 脑转移患者的一线靶向治疗，可考虑高剂量伏美替尼治疗。

表6：伏美替尼治疗 EGFR PACC 突变 NACLC 的中国 I 期临床已公布部分数据

组名	试验组 1	试验组 2
患者人数	N=23	N=22
分组特征	160 mg	240 mg
干预药	伏美替尼	伏美替尼
ORR(Confirmed)	34.8% (95%CI, 16.4-57.3)	63.6% (95%CI, 40.7-82.8)
ORR(CNS)	46.2%	
ORR	47.8% (95%CI, 26.8-69.4)	81.8% (95%CI, 59.7-94.8)
TRAE(grade 3)	12.9%	20.7%

资料来源：Insight、开源证券研究所

伏美替尼一线治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 进入全球 III 期临床，二线治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 处于中国 II 期临床。截至 2024 年 11 月，全球范围内仅有两款药物获批用于治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 适应症。埃万妥单抗是靶向 EGFR 及 MET 的大分子双抗药物，分别于 2021 年 5 月和 2024 年 3 月在美国获批二线和一线治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 患者。舒沃替尼是全球首个获批用于 EGFR ex20ins 突变的小分子药物，于 2023 年 8 月在中国获批二线治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 患者。伏美替尼于 2022 年 11 月开展一线治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 的全球 III 期临床，于 2022 年 6 月开展二线治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 的中国 II 期临床。伏美替尼在国产 EGFR TKI 药物中进度居前。

表7：截至 2024 年 11 月，全球仅两款药物获批治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 适应症

药物	公司	治疗方案	治疗线数	中国进度	公示时间	美国进度	公示时间
埃万妥单抗	强生制药	埃万妥单抗	2L	NDA	2023-10-26	获批	2021-05-21
		埃万妥单抗+含铂双药化疗	1L	NDA	2023-12-08	获批	2024-03-01
舒沃替尼	迪哲医药	舒沃替尼	2L	获批	2023-08-22	NDA	2024-11-08
		舒沃替尼	1L	全球 III 期	2022-12-22	全球 III 期	2022-12-22
齐帕替尼	大冢制药	齐帕替尼	2L	全球 I/II 期	2019-07-30	全球 I/II 期	2019-07-30
		齐帕替尼+化疗	1L	全球 III 期	2023-08-03	全球 III 期	2023-08-03
伏美替尼	艾力斯	伏美替尼	2L	中国 II 期	2022-06-08	-	-
		伏美替尼	1L	全球 III 期	2022-11-07	全球 III 期	2022-11-07
YK-029A	苏州浦合医药	YK-029A	1L	中国 III 期	2023-03-14	-	-
安达替尼	北京鞍山生物	安达替尼	2/3L	中国 II 期	2023-05-22	-	-
		安达替尼	1L	中国 III 期	2024-01-09	-	-

资料来源：Insight、开源证券研究所

伏美替尼治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 的早期疗效数据优秀。根据埃万妥单抗的全球 III 期临床数据，EGFR ex20ins 突变 NSCLC 初治患者使用埃万妥单抗后明显获益，患者 mPFS 超过 11 个月，患者总生存期（mOS）尚未成熟。EGFR ex20ins

突变 NSCLC 初治患者使用舒沃替尼后的疗效数据略优于埃万妥单抗，患者 ORR 达到 78.6%，使用 300mg 舒沃替尼的患者 mPFS 达到了 12.4 个月。截至 2024 年 11 月，伏美替尼已公布中国 I 期临床的部分数据，一线患者 ORR 达到了 78.6%，二线使用不同剂量伏美替尼的患者组的 ORR 数据在 38%~47%之间。

表8：伏美替尼治疗 EGFR ex20ins 突变 NSCLC 的早期疗效数据优秀

药物	临床试验	治疗线数	方案	患者人数	ORR	mPFS	mOS
埃万妥单抗	全球 III 期	1L	埃万妥单抗+含铂双药化疗	154 例	73.00%	11.4m	-
			含铂双药化疗	154 例	47.40%	6.7m	24.4m
舒沃替尼	全球 I/II 期	1L	舒沃替尼 (200mg/300mg)	28 例	78.60%	12.4m (300mg)	-
			伏美替尼	86 例	78.60%	-	-
伏美替尼	中国 I 期	2L	伏美替尼 (240mg)	-	46.20%	-	-
			伏美替尼 (160mg)	-	38.50%	-	-

资料来源：Insight、开源证券研究所

2.7、携手 ArriVent 拓展伏美替尼全球市场

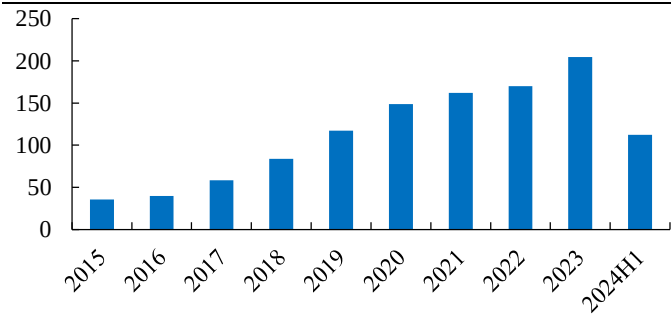
2021 年 6 月 30 日，公司与 ArriVent 共同宣布，双方就艾力斯自主研发的甲磺酸伏美替尼（商品名：艾弗沙）达成海外独家授权合作协议。根据协议条款，ArriVent 将获得伏美替尼在海外（全球除中国大陆及港澳台地区）的独家开发及商业化许可权。艾力斯将保留伏美替尼在中国大陆及港澳台地区的开发及商业化所有权。该项合作中，公司将获得 4,000 万美元首付款及 ArriVent 公司的部分股权、可高达 7.65 亿美元的注册和销售里程碑付款，以及可高达两位数的销售提成。

2.8、我国 EGFR TKI 市场规模不断扩大，伏美替尼销售收入显著增长

我国 EGFR 抑制剂市场规模不断增长，2023 年总市场规模超过 200 亿元。我国 EGFR 抑制剂市场规模自 2017 年首款第三代 EGFR TKI 获批后快速增长，根据 PDB 数据库统计，2023 年我国 EGFR TKI 市场规模超过 200 亿元。

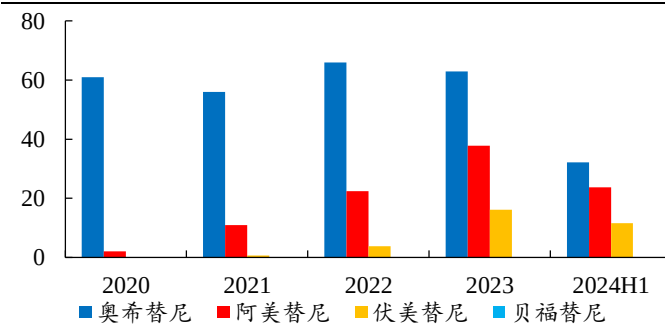
2020 年后我国国产第三代 EGFR TKI 陆续获批并纳入医保，我国新药市场份额不断扩大，伏美替尼有望凭借疗效及安全性优势收获更多市场份额。奥希替尼作为首款获批的第三代 EGFR TKI，上市以来市场份额一直居于领先地位。伏美替尼自 2022 年一线治疗 NSCLC 纳入医保后，销售额同比增速明显加快。根据公司 2023 年年报及 2024 年半年报，伏美替尼 2023 年全年实现产品销售收入 19.78 亿元，2024H1 实现销售收入 15.55 亿元。

图16：我国 EGFR TKI 市场规模不断增长（亿元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

图17：国产 EGFR TKI 药物市场份额不断扩大（亿元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

3、戈来雷塞充分利用公司营销优势，完善公司肺癌产品线

2024 年 8 月 30 日，公司与加科思签署战略合作协议，公司获得在中国（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 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，公司将就此项授权向加科思支付 1.5 亿元首付款，最高达 7.0 亿元的开发及销售里程碑付款，以及两位数比例的销售提成。

3.1、引进加科思两款产品，搭建肺癌领域产品矩阵

戈来雷塞是公司引进的 KRAS G12C 抑制剂，有望于 2025 年上半年在中国首次获批。2022 年 12 月，戈来雷塞被 NMPA 授予用于 KRAS G12C 突变的晚期或转移性 NSCLC 患者二线及以上治疗的突破性治疗药物认定，且该适应症的新药上市申请已于 2024 年 5 月 21 日获得优先审评，有望于 2025 年上半年在中国首次获批。戈来雷塞一线治疗 KRAS G12C 突变 NSCLC 患者已于 2024 年 5 月 16 日进入中国 III 期临床。除了在肺癌领域，戈来雷塞针对结直肠癌和胰腺癌 KRAS G12C 突变患者也已开展 I/II 期注册临床。

图18：戈来雷塞已开展多项注册临床

药物	靶点	商业权利	适应症	IND 申请	I 期	II 期	III 期	NDA 申请	获批上市
戈来雷塞	KRAS G12C	中国 ¹	KRAS G12C突变NSCLC（二线）					中国NDA	
	KRAS G12C+SHP2		KRAS G12C突变多瘤种（二线）			中国注册临床			
	KRAS G12C+EGFR单抗		联合AST24082治疗KRAS G12C突变NSCLC（一线）				中国注册临床		
			联合西妥昔单抗治疗KRAS G12C突变结直肠癌（二线）			中国I/II期			

资料来源：公司官网、开源证券研究所

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，已获美国 FDA 食道癌（包括食管鳞癌）的孤儿药认定。有研究表明，JAB-3312 可能对具有某些特定基因突变的非小细胞肺癌、头颈鳞癌、食管鳞癌、结直肠癌、胰腺癌的患者有效，以及患有第三类 BRAF 突变或 NF1 功能缺失突变实体瘤的患者或能从中获益。从 2019 年的全球肿瘤发病数据估算，全球 120 万晚期实体瘤者有望从 SHP2 抑制剂单药疗法中受益。此外，SHP2 抑制剂已显示出与多种靶向疗法和免疫疗法有协同作用，如靶向 KRAS、EGFR、ALK、PD-1 等。

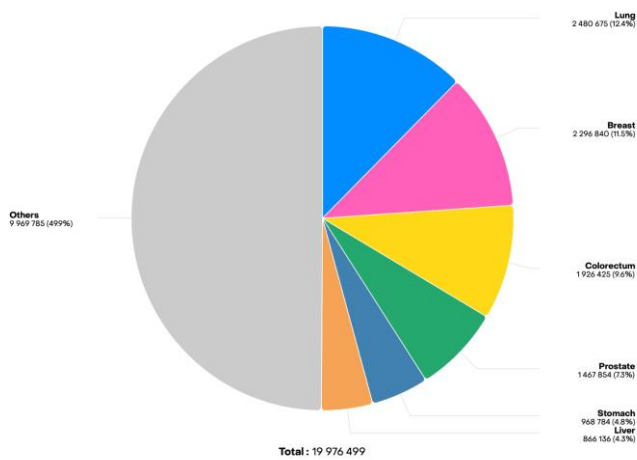
3.2、KRAS 突变广泛存在于多种大癌种，我国患者基数较大

KRAS 基因突变导致 KRAS 蛋白持续保持活化，从而持续传递生长信号，促使癌细胞增殖，最终导致癌症的发生和发展。KRAS 基因编码的 GTP 酶，参与细胞信号传导，调控细胞的生长和分裂。正常情况下，KRAS 蛋白在 GTP（活性）和 GDP（非活性）状态之间切换。KRAS 的突变亚型主要分为 KRAS(G12D)、KRAS(G12V)、KRAS (G12C)、KRAS (G13D)、KRAS (G12R)、KRAS (G12A) 突变。特别是当 G12C 突变，会导致 KRAS 蛋白持续保持在活化状态，无法正常关闭，从而持续传递生长信号，促使癌细胞增殖，最终导致癌症的发生和发展。

KRAS 突变广泛存在于 NSCLC、结直肠癌、胰腺癌、胆管癌等多种癌种中。其中，最常见的 KRAS 突变为 G12C。根据 Insight 数据，KRAS 突变 NSCLC 患者中有 30% 为 G12C，其次为 G12D。肺癌和结直肠癌是我国发病率第一和第二的癌种。根据 Insight 数据，我国 2022 年新发晚期 KRAS G12C 突变 NSCLC 患者超 1 万人，新发晚期 KRAS G12C 突变结直肠癌患者近 5000 人，新发晚期 KRAS G12C 突变胰

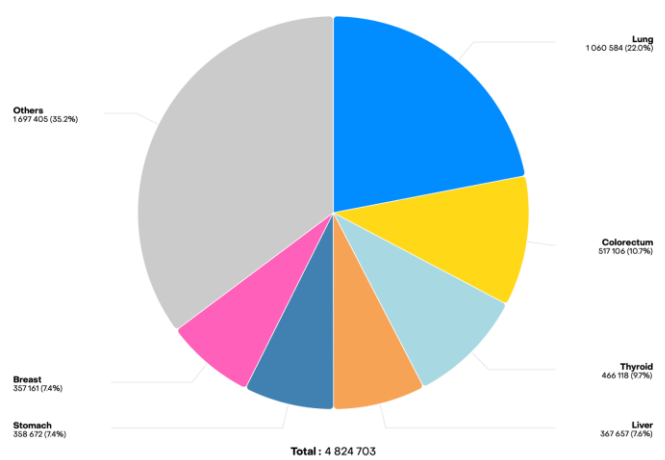
腺癌患者近 1300 人。

图19：肺癌和结直肠癌均是全球大癌种



资料来源：GLOBALCAN 2022

图20：肺癌和结直肠癌是我国发病率第一和第二的癌种



资料来源：GLOBALCAN 2022

3.3、戈来雷塞有望成为我国第三款获批上市的 KRAS G12C 抑制剂

根据中华医学会肺癌临床诊疗指南（2024 版），KRAS G12C 突变 NSCLC 以驱动基因阴性治疗方案为准（我国 2024 年下半年才陆续获批 KRAS G12C 抑制剂）。根据中华医学会肺癌临床诊疗指南（2024 版），KRAS G12C 突变 NSCLC 一线治疗方案推荐帕博利珠单抗、信迪利单抗等免疫检查点抑制剂（ICIs）联合化疗，二线推荐使用纳武利尤单抗或替雷利珠单抗。

戈来雷塞针对 2L 治疗 KRAS G12C 突变 NSCLC 患者的 NDA 申请已于 2024 年 5 月获得 NMPA 受理，有望于 2025 年上半年获批上市。2024 年下半年，我国获批两款 KRAS G12C 抑制剂，分别是氟泽雷塞和格索雷塞。截至 2024 年 11 月，进入 III 期临床的药物有 7 款。戈来雷塞有望成为我国第三款获批上市的小分子 KRAS G12C 抑制剂。

表9：戈来雷塞有望成为我国第三款获批上市的小分子 KRAS G12C 抑制剂

药物	靶点	公司	适应症	中国临床进度	公示时间
氟泽雷塞 Fulzerasib	KRAS G12C	劲方医药/信达生物	非小细胞肺癌	批准上市	2024-08-20
格索雷塞 Garsorasib	KRAS G12C	益方生物/正大天晴	非小细胞肺癌	批准上市	2024-11-05
戈来雷塞 Glecirasib	KRAS G12C	加科思/艾力斯	非小细胞肺癌	申请上市	2024-05-22
阿达格拉西布 Adagrasib	KRAS G12C	BMS/在鼎医药	非小细胞肺癌	临床 III 期	2020-12-28
索托拉西布 Sotorasib	KRAS G12C	安进/百济神州	非小细胞肺癌	临床 III 期	2023-06-27
Olomorasib	KRAS G12C	礼来制药	非小细胞肺癌	临床 III 期	2023-11-07
HJ891	KRAS G12C	成都华健未来 科技有限公司	非小细胞肺癌	临床 III 期	2024-01-08
MK-1084	KRAS G12C	默沙东制药	非小细胞肺癌	临床 III 期	2024-04-03
JMKX001899	KRAS G12C	江西济民可信	非小细胞肺癌	临床 III 期	2024-11-04
Divarasib	KRAS G12C	罗氏制药	非小细胞肺癌	临床 II/III 期	2017-05-31

资料来源：Insight、开源证券研究所

2024 年 4 月，加科思在 ASCO Plenary Series 公布的戈来雷塞二期注册性临床试验数据显示，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%。中位无进展生存期（mPFS）为 8.2 个月，中位总生存期（mOS）为 13.6 个月。三级以上药物相关副反应（TRAE）为 39.5%。

表10：戈来雷塞疗效和安全性俱佳

试验药	戈来雷塞	戈来雷塞	戈来雷塞	格索雷塞	氟泽雷塞
代号 / 登记号	NCT05009329	NCT05009329	NCT05009329	NCT05383898	NCT05005234
适应症	2L KRAS G12C 突变 NSCLC	2L KRAS G12C 突变 NSCLC	2L KRAS G12C 突变 NSCLC	2L KRAS G12C 突变 NSCLC	2L KRAS G12C 突变 NSCLC
人数	N=119	N=70	N=70	N=123	N=116
分期	I/II 期	I/II 期	I/II 期	II 期	I/II 期
组名 / 人数	试验组（N=119）	试验组 1（N=30）	试验组 2（N=40）	试验组（N=123）	试验组（N=116）
分组特征	戈来雷塞	400MG QD，戈来雷塞	800MG QD，戈来雷塞	600MG BID，格索雷塞	600MG BID，氟泽雷塞
DCR	86.3%	90%	95%	88.6%	90.5%
		92.9%			
mDoR	NR	6.9months	NR	12.78months	8.3months
ORR	47.9%	36.7%	42.5%	49.6%	49.1%
		40%			
mPFS	8.2months	5.6months	9.6months	7.56months	9.7months
mOS	13.6months			NR	NR
TRAE (≥grade 3)	39.5%			49.6%	41.4%

资料来源：Insight、开源证券研究所

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，800mg 戈来雷塞与 2mgJAB-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、普拉替尼：开创 RET 靶点精准治疗新局面

2023 年 11 月，公司与基石药业签订关于 RET 抑制剂普吉华的协议，公司获得普拉替尼（商品名：普吉华）在中国大陆独家商业化推广权。根据协议条款，基石药业将获得首付款和后续的研发里程碑付款，并将继续获得普吉华在中国大陆的销售收入，公司将从基石药业收取服务费。

4.1、普拉替尼：中国首款精准 RET 靶点抑制剂

普拉替尼是公司引进的 RET 抑制剂，截至 2024 年 11 月普拉替尼已在甲状腺癌、甲状腺髓样癌及肺癌领域获批。普拉替尼于 2020 年 9 月首次在美国获批，用于 1/2L 治疗 RET 融合 NSCLC 患者。2021 年 3 月，普拉替尼首次于我国附条件获批 2L 治疗 RET 融合 NSCLC（已转为完全获批）。截至 2024 年 11 月，NMPA 已批准普拉替尼用于治疗 RET 基因融合阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌成人患者，需要系统性治疗的晚期或转移性 RET 突变型甲状腺髓样癌成人和 12 岁及以上儿童患者，以及需要系统性治疗且放射性碘难治（如果放射性碘适用）的晚期或转移性 RET 融合阳性甲状腺癌成人和 12 岁及以上儿童患者。

图21：普拉替尼已在肺癌、甲状腺癌及甲状腺髓样癌领域陆续获批

药物	靶点	商业权利	适应症	IND 申请	I 期	II 期	III 期	NDA 申请	获批上市
普拉替尼	RET	中国 ²	RET 融合突变 NSCLC（二线）						全球获批上市
			RET 融合突变 NSCLC（一线）						全球获批上市
			RET 融合突变甲状腺髓样癌						全球获批上市
			RET 融合突变甲状腺癌						全球获批上市

资料来源：公司官网、开源证券研究所

普拉替尼是中国首款获批上市的精准靶向 RET 靶点的选择性抑制剂。自在中国上市以来，普吉华已在 200 家医院和 DTP 药房列名，并被超过 140 个城市纳入商业保险项目。普吉华以其突出的临床优势被纳入多项权威指南与共识。全球 I/II 期 ARROW 注册临床研究显示，普吉华在晚期 RET 融合阳性非小细胞肺癌、RET 突变甲状腺髓样癌、及 RET 融合甲状腺癌患者中具有强效和持久的抗肿瘤活性，整体安全可控。

2024 年 4 月 9 日，基石药业宣布普拉替尼胶囊转移至境内生产的药品上市注册申请已获中国国家药品监督管理局药品审评中心受理。这意味着普拉替尼将有望在未来实现本地化生产，这不仅能够实现超过 50% 的药品生产成本降幅，还能增加产品供应的灵活性、更好地满足国内市场需求、惠及更多国内患者，并将进一步拓展普拉替尼胶囊在中国市场的影响力和竞争优势。

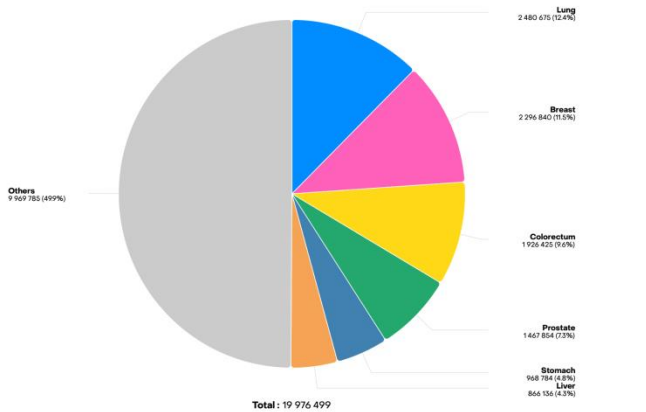
4.2、RET 融合突变发生于多种瘤种，RET 抑制剂竞品较少

近年来肺癌发病率在中国持续增长，RET 基因融合 NSCLC 的发病率为 1.5%。根据世界卫生组织国际癌症研究机构（IARC）发布的 2022 年全球最新癌症负担数

据，中国在 2022 年约有 106 万新发肺癌病例数。在肺癌领域，EGFR、ALK、ROS1 等驱动基因突变已广泛普及，针对这些驱动基因的靶向药物均已获批上市。RET 融合是新近发现的肺癌驱动基因，根据 Insight 数据，在非小细胞肺癌中 RET 融合患者约占 1.5%，且此类患者易发生脑转移，预后差，传统治疗模式疗效有限，脑转移患者的生存期仅 3-6 个月。目前医保目录内暂无针对 RET 变异的高选择性精准靶向药。

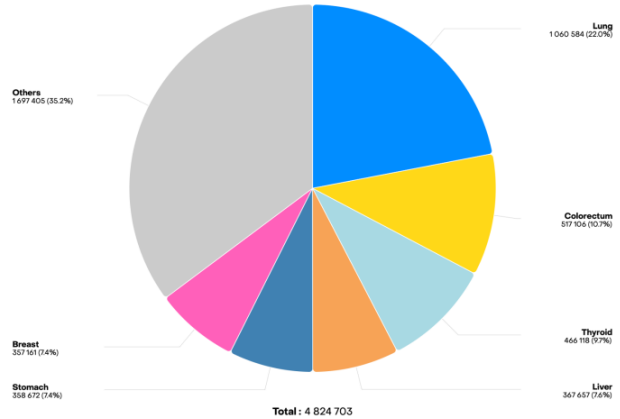
甲状腺癌是最常见的内分泌恶性肿瘤，发病率显著上升，RET 融合突变在甲状腺癌患者突变率较高。根据 IARC 发布的 2022 年数据，中国在 2022 年约有 46.6 万新发甲状腺癌病例数。甲状腺癌在临床上分为乳头状癌、滤泡癌、未分化癌和髓样癌等多个亚型，其治疗手段及预后均不相同。RET 融合和激活突变是许多癌症类型中的关键疾病驱动因素。根据 Insight 数据，约 15% 的甲状腺乳头状癌（最常见的甲状腺癌）患者携带 RET 融合，约 50% 的甲状腺髓样癌患者携带 RET 融合。

图22：肺癌和结直肠癌均是全球大癌种



资料来源：GLOBALCAN 2022

图23：肺癌和结直肠癌是我国发病率第一和第二的癌种



资料来源：GLOBALCAN 2022

截至 2024 年 11 月，获 NMPA 批准上市的选择性 RET 抑制剂只有普拉替尼和礼来的塞普替尼两款，后续竞品较少。普拉替尼和塞普替尼适应症布局一致，均已在 NSCLC、甲状腺髓样癌及甲状腺癌获批。除两款已获批药物，处于临床 II 期和 III 期的还有两款药物，分别是首药控股的 SY-5007 和豪森药业的 HS-10365。

表11：截至 2024 年 11 月，我国获批两款 RET 抑制剂

公司	药物	靶点	适应症	中国临床进度	公示时间	境外临床进度	公示时间
基石药业/ 艾力斯	普拉替尼	RET	非小细胞肺癌	批准上市	2021-03-23	美国： 批准上市	2020-09-04
			甲状腺髓样癌		2022-03-08		2020-12-01
			甲状腺癌		2022-03-08		2020-12-01
礼来制药/ 信达生物	塞普替尼	RET	非小细胞肺癌	批准上市	2022-09-30	美国： 批准上市	2020-05-08
			甲状腺髓样癌		2022-09-30		2020-05-08
			甲状腺癌		2022-09-30		2020-05-08
首药控股	SY-5007	RET	非小细胞肺癌	临床 III 期	2023-07-05	-	-
			甲状腺髓样癌	临床 I/II 期	2021-04-23		
豪森药业	HS-10365	RET	非小细胞肺癌	临床 II 期	2023-08-02	-	-
			甲状腺癌	临床 I 期	2023-06-12		

资料来源：Insight、开源证券研究所

4.3、普拉替尼早期临床数据证明多瘤种疗效优势

普拉替尼已进入肺癌、甲状腺癌等诊疗指南。根据 CSCO 非小细胞肺癌诊疗指南 (2023 年版), 一线 II 级推荐 (3 类证据) 普拉替尼治疗晚期 RET 融合阳性 NSCLC 患者, 后线治疗 I 级推荐 (3 类证据)。根据 2021 年版 CSCO 分化型甲状腺癌诊疗指南, 推荐普拉替尼用复发转移性、有症状、疾病快速进展的 RET 融合阳性放射性碘难治性分化型甲状腺癌 (RAIR-DTC) 患者 (II 级推荐)。根据 2022 年 CSCO 甲状腺髓样癌诊疗指南, 推荐普拉替尼用治疗 RET 突变阳性有症状或疾病快速进展的复发转移性甲状腺髓样癌 (MTC) 患者。

普拉替尼早期临床数据疗效优异。根据普拉替尼的 ARROW I/II 期研究, 治疗全球初治和既往接受含铂化疗 NSCLC 人群 ORR 为 79% 和 59%, 中位 PFS 为未达到和 16.5 个月。脑转移病灶患者 ORR 为 70%。中国亚组 NSCLC 初治和经治患者 ORR 为 83.3% 和 66.7%。治疗全球初治和经治 RET 突变 MTC 患者的 ORR 为 72% 和 52%, 中位 PFS 为未达到和 25.8 个月。中国 MTC 患者的 ORR 为 77%, 中位 PFS 尚未达到。

2022 年 8 月发表在国际顶尖医学杂志《Nature Medicine》的 ARROW 研究结果进一步证明, 普吉华在包括胰腺癌、胆管癌在内的多种 RET 融合阳性实体肿瘤患者中, 均显示出广泛且持久的抗肿瘤活性以及良好的安全性。

5、盈利预测与投资建议

5.1、公司未来产品收入预测

随着公司核心产品伏美替尼在中国快速放量, 为公司带来持续现金流, 我们看好公司的长期发展。我们预计公司 2024-2026 年有望实现营业收入 35.29/44.82/53.36 亿元, 同比增长 74.6%/27.0%/19.1%, 预计 2024-2026 年实现归母净利润 14.46/17.02/20.36 亿元, 同比增长 124.5%/17.7%/19.6%。

关键假设:

- (1) 伏美替尼: 伏美替尼针对 EGFR 突变 NSCLC 术后辅助适应症注册 3 期已完成入组, 有望于 2026-2027 年内将获批。伏美替尼用于 EGFR ex20ins 和 PACC 突变 NSCLC 以及脑转移患者已经进入 III 期临床, 有望于 2028 年前在中国获批。
- (2) 戈来雷塞: 戈来雷塞的新药上市申请已于 2024 年 5 月 21 日获得优先审评, 有望于 2025 年上半年在中国首次获批。

图24: 公司 2026 年销售收入有望超 50 亿元

适应症	单位	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
伏美替尼总销售收入	亿元	19.65	34.05	43.38	51.95	62.80	67.86	74.90
同比增速	%	0.00	73.3%	27.4%	19.7%	20.9%	8.1%	10.4%
戈来雷塞总销售收入	亿元	0.00	0.00	0.20	0.42	1.31	2.93	5.54
同比增速	%	0.00	0.0%	0.0%	110.9%	212.2%	123.0%	88.8%
普拉替尼总销售收入	亿元	0.77	0.91	1.66	2.94	4.06	4.73	5.44
同比增速	%	0.00	18.8%	82.0%	77.3%	38.0%	16.4%	15.0%
总销售收入	亿元	20.21	34.72	44.82	53.36	64.62	71.84	81.98
同比增速	%	0.00	71.8%	29.1%	19.1%	21.1%	11.2%	14.1%

资料来源: IARC、Insight、公司年报、开源证券研究所

5.2、盈利预测与估值

公司核心产品已进入商业化阶段，公司也实现了盈利，故选用 PE 作为相对估值计算方法。我们选取了部分 A 股药企(公司已实现盈利)作为可比公司,对应的 2024E、2025E、2026E 的 PE 平均值分别为 57.19X、45.74X、35.88X。我们预计公司 2024-2026 年收入为 34.72、44.82 和 53.36 亿元，对应 PE 为 20.48 倍、16.92 倍、14.15 倍。与可比公司的 PE 平均值相比，公司估值处于较低水平。鉴于公司核心产品在中国持续快速放量且已进入美国注册临床，随着公司逐步完善产品矩阵，我们看好公司的长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：可比公司估值情况

公司名称	代码	总市值（亿元）	营业收入（亿元）			营业利润（亿元）			PE（X）		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
恒瑞医药	600276.SH	2,825.26	269.80	304.46	354.19	59.78	67.21	80.42	47.26	42.04	35.13
海思科	002653.SZ	361.17	40.12	49.11	60.32	4.53	6.16	8.51	79.70	58.63	42.42
信立泰	002294.SZ	340.69	40.16	46.30	55.94	6.27	7.07	8.57	54.35	48.20	39.74
贝达药业	300558.SZ	224.14	30.47	37.90	46.35	4.72	6.58	8.54	47.44	34.08	26.24
均值									57.19	45.74	35.88
艾力斯	688578.SH	287.96	34.72	44.82	53.36	14.06	17.02	20.35	20.48	16.92	14.15

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：除艾力斯以外各公司盈利预测（人民币）数据来源于 Wind 一致预测。以 2025 年 1 月 14 日市值（人民币）计算。

6、风险提示

药物临床研究失败：创新药研发具有较大不确定性，II 期临床、III 期临床以及 NDA 申报阶段都有失败的风险；

药物安全性风险：药物本身可能存在潜在不良反应，部分安全性问题无法通过临床试验观测到，可能会在药品上市多年后才出现；

核心成员流失：创新药研发是一类高风险、高投入的项目，比较依赖核心研发管理团队的能力，存在核心成员流失的风险；

行业竞争格局恶化：自免类疾病已有多款创新药获批上市，在研管线数量众多，未来可能会出现疗效与安全性更好的竞品。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2286	2908	4028	5217	7203
现金	470	1862	2663	3877	5578
应收票据及应收账款	151	260	457	462	636
其他应收款	7	5	15	11	21
预付账款	47	34	105	75	140
存货	32	63	104	109	146
其他流动资产	1579	683	683	683	683
非流动资产	1156	1469	1759	2130	2440
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	524	506	1128	1413	1667
无形资产	68	66	76	76	76
其他非流动资产	564	896	555	641	697
资产总计	3442	4376	5788	7348	9643
流动负债	255	390	577	480	797
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	44	53	171	77	241
其他流动负债	211	337	407	403	556
非流动负债	0	4	2	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	4	2	3	3
负债合计	255	394	580	483	800
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	450	450	450	450	450
资本公积	3100	3175	3175	3175	3175
留存收益	-380	264	1571	3125	4937
归属母公司股东权益	3187	3982	5208	6865	8843
负债和股东权益	3442	4376	5788	7348	9643

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	92	675	1225	1583	2000
净利润	131	644	1406	1702	2035
折旧摊销	22	38	52	82	103
财务费用	-37	-54	-57	-86	-129
投资损失	-13	-10	-11	-11	-11
营运资金变动	-52	-11	-128	-73	35
其他经营现金流	41	68	-36	-31	-33
投资活动现金流	-404	93	-298	-413	-372
资本支出	144	68	695	370	358
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-260	161	397	-42	-13
筹资活动现金流	-4	-2	-126	42	73
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	69	75	0	0	0
其他筹资现金流	-73	-77	-126	42	73
现金净增加额	-299	770	801	1213	1701

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	791	2018	3472	4482	5336
营业成本	32	78	137	175	209
营业税金及附加	5	27	29	42	55
营业费用	432	921	1375	1748	2081
管理费用	92	132	160	168	197
研发费用	192	313	326	605	720
财务费用	-37	-54	-57	-86	-129
资产减值损失	1	0	0	0	0
其他收益	8	21	18	16	16
公允价值变动收益	32	23	28	33	29
投资净收益	13	10	11	11	11
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	128	658	1562	1891	2261
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	126	656	1562	1891	2261
所得税	-5	12	156	189	226
净利润	131	644	1406	1702	2035
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	131	644	1406	1702	2035
EBITDA	134	638	1554	1884	2231
EPS(元)	0.29	1.43	3.12	3.78	4.52

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	49.2	155.1	72.0	29.1	19.1
营业利润(%)	485.5	414.5	137.5	21.1	19.6
归属于母公司净利润(%)	614.2	393.5	118.2	21.1	19.6
获利能力					
毛利率(%)	96.0	96.1	96.1	96.1	96.1
净利率(%)	16.5	31.9	40.5	38.0	38.1
ROE(%)	4.1	16.2	27.0	24.8	23.0
ROIC(%)	3.6	14.8	26.0	23.6	21.6
偿债能力					
资产负债率(%)	7.4	9.0	10.0	6.6	8.3
净负债比率(%)	-14.7	-46.6	-51.1	-56.4	-63.0
流动比率	9.0	7.5	7.0	10.9	9.0
速动比率	8.6	6.5	6.2	9.9	8.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.5	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	9.5	9.8	9.7	9.8	9.7
应付账款周转率	0.8	1.6	1.2	1.4	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	1.43	3.12	3.78	4.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.50	2.72	3.52	4.44
每股净资产(最新摊薄)	7.08	8.85	11.57	15.25	19.65
估值比率					
P/E	220.6	44.7	20.5	16.9	14.2
P/B	9.0	7.2	5.5	4.2	3.3
EV/EBITDA	200.0	41.6	16.5	13.0	10.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

25 / 27

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn