投资评级 优于大市 首次覆盖

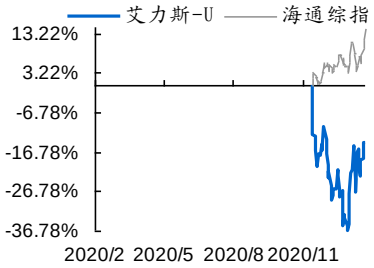
伏美替尼成功获批，公司收入放量可期

股票数据

04 月 09 日收盘价(元)	28.73
52 周股价波动（元）	23.83-43.50
总股本/流通 A 股（百万股）	450/68
总市值/流通市值（百万元）	12929/1974

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	33.4	-6.0	-
相对涨幅（%）	27.1	-21.6	-

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心
Tel:(0755)82780398
Email:ywx9461@htsec.com
证书:S0850513110005
分析师:范国钦
Tel:02123154384
Email:fgq12116@htsec.com
证书:S0850520040001

投资要点:

- **成功实现商业化的创新药企业，1.1 类新药连续缔造者，三代 EGFR-TKI 成功上市。**艾力斯医药科技股份有限公司是一家聚焦抗肿瘤领域的创新药企业，目前已在肺癌小分子靶向药领域积构建了丰富的临床管线。自 2004 年创立以来，艾力斯已成功开发阿利沙坦酯和伏美替尼两个 1.1 类新药。三代 EGFR-TKI 伏美替尼已成功在 2021 年 3 月 3 日上市。公司正加速扩张销售团队，目前已有 350 人，为伏美替尼销售放量保驾护航。

- **2023 年 EFGR-TKI 市场规模有望达 183 亿元，伏美替尼疗效和安全性优异，是国内第三个上市的三代 EGFR-TKI。**中国非小细胞肺癌药物市场规模预计 2023 年达 555.5 亿人民币。中国 EGFR 小分子靶向药物规模预计 2023 年达 182.7 亿元。三代 EGFR-TKI 疗效更优，有望取代一代、二代 EGFR-TKI 成为一线治疗药物，延长治疗周期的同时降低突变频率。同时，辅助治疗地位日益提升，国内市场有待开发，伏美替尼辅助治疗 III 期临床已经展开，有望成为国内该领域的先行者。伏美替尼临床数据总体略优于其他第三代 EGFR-TKI。伏美替尼对脑转移患者的疗效突出，高剂量组 DCR 可达 100%。我们认为伏美替尼未来将在这一患者群体中有明显竞争力

- **围绕肺癌布局 4 个关键靶点，未来可与伏美替尼联用。**公司 4 个在研药品包括 RET 抑制剂、KRAS G12C 抑制剂、外显子 20 插入突变抑制剂和 c-MET 抑制剂。其中 KRAS 突变是非小细胞肺癌中仅次于 EGFR 突变的第二大驱动突变，且 EGFR-TKI 对其无效，KRAS G12C 抑制剂可填补伏美替尼未覆盖患者。外显子 20 插入突变抑制剂为伏美替尼结构优化所得，目前国内没有竞品上市

- **盈利与估值。**伏美替尼一线治疗有望在 2022 年获批，2023 年进入医保。伏美替尼辅助治疗有望在 2025 年获批。我们预计公司核心产品伏美替尼销售额 2021 年至 2022 年分别为 5.23 亿元，13.26 亿元，销售峰值可达 47.88 亿元。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为-0.69、-0.28、0.17 元.根据 DCF 估值模型，我们认为合理价值区间为 34.79 至 44.90 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

- **主要风险。**新药研发风险、新药审批风险、新药上市风险、技术迭代风险、产品集中度较高风险、持续亏损及短期内无法现金分红风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5	1	1	523	1326
(+/-)YoY(%)	-40.2%	-86.4%	-4.7%	87130.3%	153.3%
净利润(百万元)	-97	-398	-309	-127	77
(+/-)YoY(%)	-150.2%	-308.1%	22.4%	58.8%	-161.0%
全面摊薄 EPS(元)	-0.22	-0.88	-0.69	-0.28	0.17
毛利率(%)	34.9%	57.1%	80.0%	93.0%	93.0%
净资产收益率(%)	-137.1%	-33.6%	-10.5%	-4.5%	2.6%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 前言 5
2. 成功商业化的创新药企业，聚焦抗肿瘤领域 5
2.1 从抗高血压到抗肿瘤，1.1 类新药的连续缔造者 5
2.2 管理团队在创新药领域经验丰富 6
2.3 公司股权结构稳定，员工激励到位 6
2.4 深耕肺癌领域，产品管线围绕关键靶点 7
2.5 公司研发能力完备，研发投入逐年递增 7
2.6 销售团队快速扩增，为产品销售放量做充足准备 8
3. 重磅产品伏美替尼成功上市，布局多个肺癌领域潜力靶点 8
3.1 甲磺酸伏美替尼：有竞争力的第三代 EGFR-TKI 8
3.1.1 中国非小细胞肺癌市场 2023 年可达 555.5 亿规模，EGFR 小分子靶向药物规模可达 182.7 亿元 8
3.1.2 中国 NSCLC 患者中 EGFR 突变占比近 50%，三代 EFGR-TKI 可用于一线、二线和术后辅助治疗 9
3.1.3 2018 年全球三代 EGFR-TKI 市场份额约 59%，中国奥希替尼市场份额约在 38%12
3.2 伏美替尼是国内第三个上市的第三代 EGFR-TKI，具有先发优势 13
3.3 伏美替尼临床疗效优势突出，对脑转移病人 DCR 达 100% 14
3.3.1 第三代 EGFR-TKI 克服一代和二代 EGFR-TKI 耐药 14
3.3.2 伏美替尼临床有效性和安全性数据优异，并对脑转移患者治疗优势突出 15
3.4 围绕肺癌布局 4 个关键靶点，未来可与伏美替尼联用 16
3.4.1 RET 抑制剂差异化用于 NSCLC 耐药后治疗 17
3.4.2 KRAS G12C 抑制剂潜在泛肿瘤治疗药物 17
3.4.3 伏美替尼优化所得 EGFR 外显子 20 插入突变抑制剂，预计于 2022 年 IND 19
3.4.4 2 款 c-Met 抑制剂相继上市，艾力斯国产 c-Met 可期 19
4. 盈利预测及估值 20
4.1 艾力斯销售预测 20
4.2 DCF 估值 20
5. 主要风险 22
财务报表分析和预测 23

图目录

图 1　近 10 年深耕肿瘤领域，三代 EGFR-TKI 伏美替尼成功上市 5
图 2　股权结构图 7
图 3　公司重拳打造销售队伍，2021 年 1 月 29 日已达 350 人 8
图 4　2023 年中国 NSCLC 药物市场规模预计达 555.5 亿元.....9
图 5　2030 年中国 EGFR 小分子靶向药物市场可达 395.0 亿元.....9
图 6　中国非小细胞肺癌患者 EGFR 突变率达 49.57%.....9
图 7　奥希替尼是美国的 EGFR 突变 NSCLC 一线治疗用药，中国在耐药后治疗使用 10
图 8　三代 EGFR-TKI 在一线和二线治疗中效果优于传统治疗手段.....11
图 9　奥希替尼在 NSCLC 手术后辅助治疗临床 III 期试验中表现优异.....11
图 10　2025 年中国 EGFR 阳性 NSCLC 患者约 10 万可接受三代 EGFR-TKI 一线治疗 12
图 11　2018 年奥希替尼占中国 EGFR-TKI 药物市场 38% 12
图 12　2019 年奥希替尼全球 EGFR-TKI 市场份额达 76% 12
图 13　奥希替尼 2019 年全球销售额达 28.54 亿美元（单位：亿美元）.....13
图 14　EGFR-TKI 与 ATP 竞争结合 EGFR 受体，T790M 突变导致 ATP 在竞争结合中胜出引起耐药.....15
图 15　伏美替尼有效性与奥希替尼和阿美替尼相似，对脑转移患者 DCR 达 100%....15
图 16　伏美替尼 mPFS 为 9.6 个月，与奥希替尼相似（单位：月）.....15
图 17　伏美替尼 ORR 为 74.1%，是同类药品中最佳.....15
图 18　中国 RET 基因融合的 NSCLC 新发病人数预计到 2030 年达到 1.6 万人（单位：万人） 17
图 19　中国 KRAS G12C 突变 NSCLC 新发病人数预计到 2030 年达到 14.5 万人(单位：万人） 18
图 20　药物与 KRAS G12C 结合防止其通过核苷酸交换重新激活，将致癌蛋白困在非活性状态 18
图 21　EGFR 外显子 20 突变的 NSCLC 新发病人数预计 2023 年达 5.2 万人（单位：万人） 19
图 22　HGF/c-Met 通路在肿瘤转移中具有关键作用 19

表目录

表 1 公司核心管理团队经验丰富，履历亮眼.....6
表 2 聚焦抗肿瘤小分子靶向药物，产品管线覆盖多个关键靶点.....7
表 3 公司研发投入快速上升.....8
表 4 三代 EGFR-TKI 对多种 EGFR 突变有效.....10
表 5 伏美替尼二线治疗非小细胞肺癌适应症于 2021 年 3 月获批上市.....13
表 6 第三代 EGFR-TKI 一线治疗适应症仅有奥希替尼获批，伏美替尼进度领先.....13
表 7 第三代 EGFR-TKI 辅助治疗适应症市场有待开发.....14
表 8 表 8EGFR-TKI 产品中三代价格最贵，一代产品最便宜.....14
表 9 伏美替尼对脑转移患者具有明显疗效.....16
表 10 伏美替尼的安全性较优于其他第三代 EGFR-TKI.....16
表 11 公司临床前研究阶段产品丰富，国内尚未有竞品上市.....16
表 12 LOXO-292 的临床数据确证了该靶点的有效性.....17
表 13 艾力斯 KRAS G12C 抑制剂将开展临床试验.....18
表 14 核心产品销售预测.....20
表 15 WACC 计算表.....21
表 16 公司每股价值的敏感性分析(元).....21
表 17 中性假设下，DCF 估值（亿元）.....21
表 18 可比公司估值比较.....22

1. 前言

艾力斯医药科技是专注于肿瘤领域的创新药企业，目前已在肺癌小分子靶向药领域积构建了丰富的临床管线。1.1 类新药三代 EGFR-TKI 甲磺酸伏美替尼成功上市。该药适应症主要包括 EGFR T790M 突变阳性的非小细胞肺癌（NSCLC）二线治疗、EGFR 突变阳性 NSCLC 一线治疗以及术后辅助治疗。目前国内三代 EGFR-TKI 仅有伏美替尼、奥希替尼和阿美替尼上市，伏美替尼的安全性和疗效都较优于二者，尤其是在脑转移患者中伏美替尼疾病控制率（DCR）达到 100%。目前公司已有 350 人的销售团队且在不断扩张，营销管理人员都具有 20 余年的相关经历。我们预计 2021 年艾力斯伏美替尼将实现销售放量。

2. 成功商业化的创新药企业，聚焦抗肿瘤领域

2.1 从抗高血压到抗肿瘤，1.1 类新药的连续缔造者

艾力斯医药科技股份有限公司是一家专注于肿瘤领域的创新药企业，通过多次成功的战略转型，目前已在肺癌小分子靶向药领域积累了卓越的研发能力并构建了丰富的临床管线。2021 年 3 月 3 日，公司自主研究的三代 EGFR-TKI 伏美替尼获批上市。

公司战略性地将研发方向聚焦于肿瘤创新药物。公司成立初期在联合创始人 GUO JIANHUI 博士带领下布局多个疾病领域，包括心血管疾病、糖尿病、肿瘤领域。2012 年 7 月，公司抗高血压 1.1 类新药阿利沙坦脂获批上市。出于战略转型并聚焦肿瘤领域的目的，2012 年 10 月，艾力斯将阿利沙坦脂转让予信立泰，由信立泰负责阿利沙坦脂的生产及销售。

公司准确判断临床需求，转向三代 EGFR-TKI。2010 年，二代 EGFR-TKI 艾力替尼取得 I 期临床批件。2014 年 8 月，艾力替尼取得 II/III 期临床批件。但鉴于第三代 EGFR-TKI 已展现出更优的疗效和安全性，公司判断二代 EGFR-TKI 的市场前景有限，因此出于产品迭代和公司战略的原因，公司决定暂停推进艾力替尼的临床试验，重点推进第三代 EGFR-TKI 的开发。

三代 EGFR-TKI 伏美替尼上市，公司将步入收获季。2012 年 GUO JIANHUI 博士因病去世后，董事长杜锦豪出任公司总经理，并任命罗会兵博士为公司研发负责人，负责开发抗肿瘤 1.1.类新药伏美替尼。2016 年，伏美替尼启动 I 期临床试验。2019 年，伏美替尼 NDA 获得受理，并被纳入优先审评通道，已于 2021 年 3 月 3 日成功获批上市。

图1 近 10 年深耕肿瘤领域，三代 EGFR-TKI 伏美替尼成功上市

资料来源：艾力斯官网，公司招股说明书，公司公告 2021-004，海通证券研究所

2.2 管理团队在创新药领域经验丰富

公司管理团队在医药领域经验丰富，保障未来产品的研发和销售。董事长杜锦豪和董事祁菊是公司实际控制人，二者同时也担任上海扬子江建设（集团）有限公司董事。总经理牟艳萍于 2020 年 3 月 26 日正式加入艾力斯，全面负责公司业务运营。牟艳萍女士深耕中国医药市场 20 多年，曾出任 GSK，阿斯利康，强生和默沙东的市场经理、副总裁和总经理等高级职位，在市场营销和综合管理方面有广泛经验。牟女士的加入将成为艾力斯开拓市场强有力的支撑。罗会兵博士于 2010 年加入公司，领导研发了公司核心产品伏美替尼，自 2019 年起担任公司副总经理。罗博士拥有 15 年以上的小分子药物发现经历，领导和完成了 5 个候选新药分子的发现，其中 3 个已经申报原 CFDA 并取得临床批件。副总经理高红星先生负责公司销售工作。我们认为在公司核心管理人员的领导下，艾力斯有望加速发展，核心产品销售放量可期。

表 1 公司核心管理团队经验丰富，履历亮眼

姓名	年龄	职位	履历
杜锦豪	67	董事长	1996 年至 2020 年 3 月，担任上海扬子江建设（集团）有限公司董事长; 2020 年 3 月至今，担任上海扬子江建设（集团）有限公司董事 2004 年至今担任艾力斯董事长
牟艳萍	55	总经理	毕业于上海医科大学和中欧国际工商学院，研究生学历; 2001 年至 2006 年，担任葛兰素史克（中国）投资有限公司高级产品经理; 2006 年 2007 年，担任阿斯利康制药有限公司市场经理; 2007 年至 2017 年担任强生（中国）医疗器械有限公司副总裁; 2017 年至 2020 年，担任默沙东中国投资有限公司肿瘤事业部董事总经理 2020 年至今，担任艾力斯总经理
罗会兵博士	47	副总经理	毕业于中科院上海药物所有机化学药物化学专业，博士学历; 拥有 15 年以上小分子药物发现经历; 2003 年至 2010 年，先后担任上海开拓者化学管理有限公司项目组长和上海阳帆医药科技有限公司研发总监; 2010 年至 2019 年，历任艾力斯药化总监、研发负责人
高红星	48	副总经理	毕业于湖南大学工商管理专业，本科学历; 2000 年至 2012 年历任联邦制药国际控股有限公司主管、地区经理、大区经理、副总经理; 2012 年至 2019 年，担任联邦制药国际控股有限公司副总裁; 2019 年至今，担任艾力斯副总经理负责公司销售工作

资料来源：艾力斯官网，招股说明书，海通证券研究所

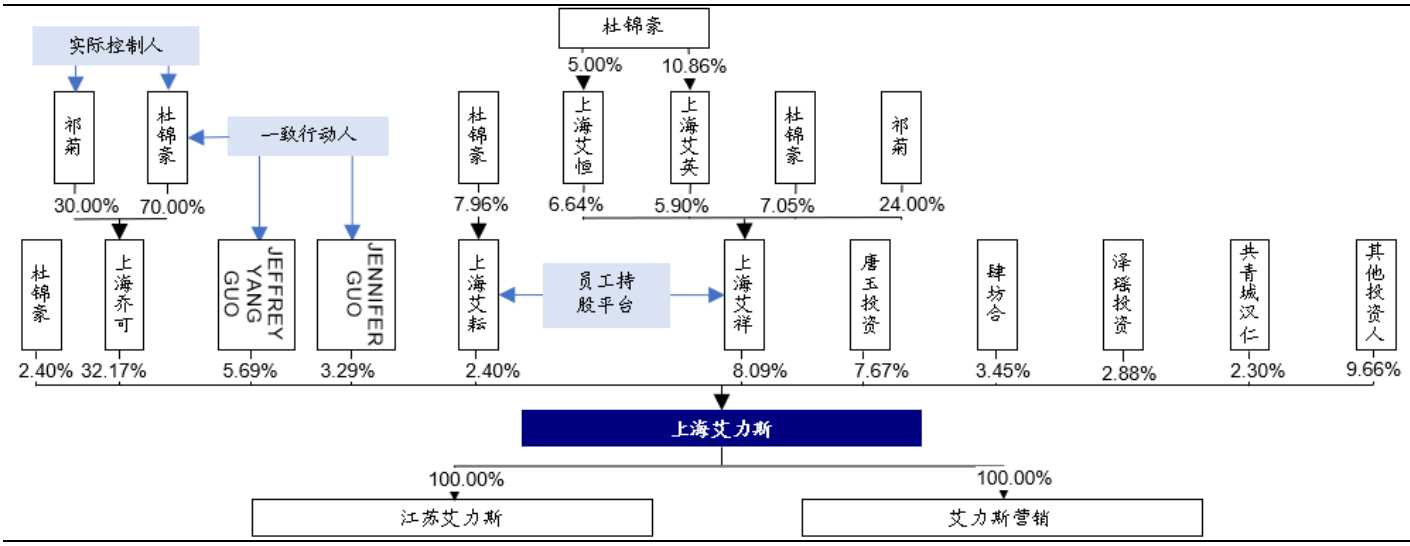
2.3 公司股权结构稳定，员工激励到位

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，通过员工持股平台间接控制公司 10.49%股权。杜锦豪、祁菊夫妇通过上海乔可持有公司 32.17%股权；二人合计控制公司 54.04%表决权。

JENNIFER GUO 和 JEFFREY YANG GUO 二人系兄妹关系。二人父亲为 GUO JIANHUI，即公司联合创始人之一。二人于 2020 年 5 月与杜锦豪签订一致行动协议，约定自签署之日起至在科创版上市之日起 72 个月内将与杜锦豪保持一致行动关系。

上海艾耘和上海艾祥为公司员工持股平台，分别持有公司 2.40%和 8.09%股权。上海艾耘执行事务合伙人为杜锦豪，杜锦豪持有 7.96%份额。上海艾祥除艾力斯实际控制人外，其有限合伙人目前均为艾力斯的员工。

图2 股权结构图



资料来源：公司招股说明书，wind，海通证券研究所

2.4 深耕肺癌领域，产品管线围绕关键靶点

公司聚焦肺癌领域，自主研发多个小分子靶向药物。目前艾力斯拥有 5 个产品，包括已上市的伏美替尼和 4 个临床前产品。核心产品的二线治疗适应症已于 2021 年 3 月 3 日获得上市批准；一线治疗适应症处于临床 III 期阶段，预计 2022 年提交 NDA。伏美替尼非小细胞肺癌术后辅助治疗临床 III 期试验于 2021 年 1 月获批，除伏美替尼外，涉及 RET、c-Met、KRAS 等肺癌相关靶点，目前均处于临床前阶段。我们认为未来艾力斯产品管线有望形成多种联合治疗组合，提供肺癌领域的全方位治疗方案。

表 2 聚焦抗肿瘤小分子靶向药物，产品管线覆盖多个关键靶点

药品	技术来源	作用靶点	适应症	研发阶段	重要事件及节点
伏美替尼	自主研发	EGFR/EGFR T790M	非小细胞肺癌的二线治疗：EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌	获批上市	2016 年 9 月获得临床批件；2016 年 12 月启动 I 期临床试验，2017 年 6 月启动 I/II 期临床试验；2018 年 6 月启动 IIb 期临床试验；2019 年 11 月提交 NDA；2021 年 3 月获批上市
			非小细胞肺癌的一线治疗：EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌	临床 III 期	2019 年 6 月启动 III 期临床试验；预计 2022 年提交 NDA
			IB-IIIA 期非小细胞肺癌术后辅助治疗	临床 III 期	2021 年 1 月获批临床试验
			非小细胞肺癌的二线治疗：EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（美国）	IND 申请	预计 2021 年度取得 FDA 临床试验许可
RET 抑制剂	自主研发	RET	RET 基因融合的晚期非小细胞癌	临床前研究	2021 年申报 IND
KRAS G12C 抑制剂	自主研发	KRAS G12C	KRAS G12C 基因突变的晚期非小细胞癌、结直肠癌	临床前研究	2022 年申报 IND
EGFR 外显子 20 插入突变抑制剂	自主研发	EGFR	EGFR 外显子 20 插入突变的晚期非小细胞癌	临床前研究	2022 年申报 IND
c-MET 抑制剂	自主研发	c-MET	c-MET 基因突变的晚期非小细胞癌	临床前研究	2023 年申报 IND

资料来源：招股说明书，公司公告 2021-001，海通证券研究所

2.5 公司研发能力完备，研发投入逐年递增

公司研发部门缔造 2 款 1.1 类新药，有望持续拓展产品管线。公司研发布局从药物发现、临床前研究、临床研究至上市后研究等多个阶段。公司成立至今已成功推出 2 款 1.1 类新药包括阿利沙坦脂和伏美替尼，充分验证了公司研发能力。我们认为公司将继续专注打造具有差异化的小分子靶点药物。

公司研发投入持续增加，尚未形成销售收入。2018 年度，公司研发投入近 1 亿元，

同比增长 144%。2019 年度，公司研发投入达 1.6 亿元，同比增长 75%。截止 2020 年第三季度，公司研发投入已达 1.4 亿元。目前艾力斯除刚上市的伏美替尼外其他所有产品均处于在研状态，尚未形成销售收入。公司的主营业务收入为通过收取技术服务费的方式从兰索拉唑肠溶胶囊的对外销售中获取的收益。

表 3 公司研发投入快速上升

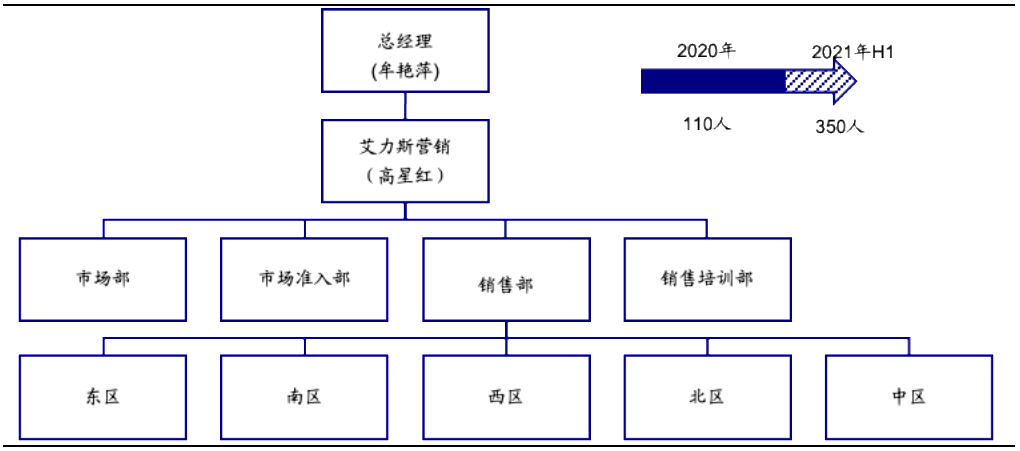
项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年前 3 季度
研发投入（万元）	3791.26	9248.7	16199.89	13659.79
同比增长		143.95%	75.16%	
营业收入（万元）	772.70	462.00	62.97	41.25
同比增长		-36.07%	-86.37%	

资料来源：公司招股说明书，wind，海通证券研究所

2.6 销售团队快速扩增，为产品销售放量做充足准备

公司销售管理经验丰富，营销团队持续扩张。总经理牟艳萍女士拥有 20 余年医药行业市场营销和综合管理的广泛经验。牟女士全面负责公司业务运营，向公司创始人、董事长杜锦豪先生汇报。公司副总经理高红星负责产品销售，拥有 20 年以上药企销售和企业管理经验。2021 年 1 月 18 日，黄晨先生正式加入艾力斯，担任销售部全国销售总监，向高红星先生汇报。黄晨先生从事抗肿瘤药品销售和管理近 20 年，曾服务于罗氏、阿斯利康、拜耳医药、默沙东等知名药企。截至 2021 年 1 月 29 日，公司已组建 350 余人的销售团队。我们认为公司充分重视销售能力的建设，拥有在肿瘤领域销售经验丰富的管理团队，将有助于伏美替尼上市后的快速放量。

图3 公司重拳打造销售队伍，2021 年 1 月 29 日已达 350 人



资料来源：公司招股说明书，公司官网，海通证券研究所

3. 重磅产品伏美替尼成功上市，布局多个肺癌领域潜力靶点

3.1 甲磺酸伏美替尼：有竞争力的第三代 EGFR-TKI

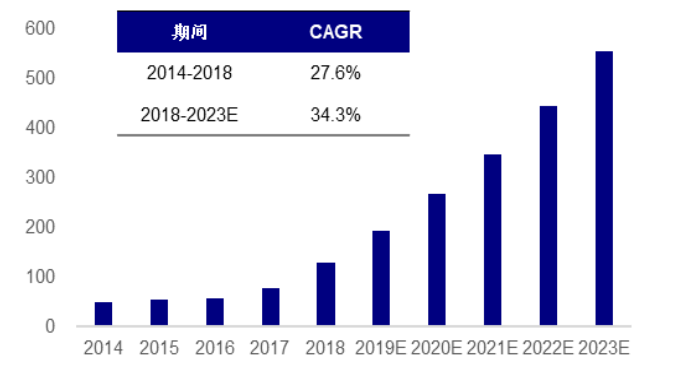
3.1.1 中国非小细胞肺癌市场 2023 年可达 555.5 亿规模，EGFR 小分子靶向药物规模可达 182.7 亿元

中国 NSCLC 药物市场规模预计 2023 年达 555.5 亿人民币。根据招股书援引弗若斯特沙利文报告，2014 年至 2018 年，中国 NSCLC 药物市场规模从 48.1 亿元增至 127.3 亿元，CAGR 为 27.6%。2018 年至 2023 年，中国 NSCLC 药物市场规模将达到 555.5 亿元人民币，5 年 CAGR 为 34.3%。

中国 EGFR 小分子靶向药物规模预计 2030 年达 395.0 亿元。根据股书援引弗若斯特沙利文分析，2014 年至 2018 年，中国 EGFR 小分子靶向药物市场规模从 22.5 亿元

增至 66.2 亿元。2018 年至 2023 年中国 EGFR 小分子靶向药物市场规模将达到 182.7 亿元，期间 CAGR 为 22.9%，2030 年这一数据有望达到 395.0 亿元。

图4 2023 年中国 NSCLC 药物市场规模预计达 555.5 亿元



资料来源：公司招股说明书援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

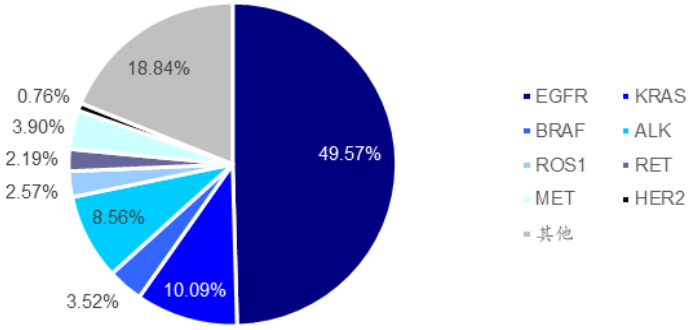
图5 2030 年中国 EGFR 小分子靶向药物市场可达 395.0 亿元

资料来源：公司招股说明书援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

3.1.2 中国 NSCLC 患者中 EGFR 突变占比近 50%，三代 EFGR-TKI 可用于一线、二线和术后辅助治疗

EGFR 突变是 NSCLC 中最普遍的突变基因，49.57%的 NSCLC 患者有此突变。基于中国人群的研究表明， NSCLC 患者基因的总体突变率约 74.22%，EGFR 基因突变率为 49.57%，其次是 KRAS，突变率为 10.09%，ALK 基因突变率为 8.59%，BRAF 基因突变率为 3.52%，其余基因突变率小于 3%。

图6 中国非小细胞肺癌患者 EGFR 突变率达 49.57%



资料来源：黄清洁. (2019). 基于二代测序的非小细胞肺癌基因突变表型及临床病理特征分析，海通证券研究所

第三代 EGFR-TKI 对 EGFR 敏感和耐药突变均有效果。对一代和二代 TKI 耐药的突变有外显子 20 插入和 T790M 突变，其中 T790M 突变可用第三代 EGFR-TKI 治疗，因此三代 EGFR-TKI 可用于 EGFR 突变的 NSCLC 二线治疗。敏感突变如外显子 19 缺失、L858R 等，对 1、2、3 代 EGFR-TKI 均敏感，因此吉非替尼、厄洛替尼、阿法替尼、达可替尼和奥希替尼等可用于一线治疗。

表 4 三代 EGFR-TKI 对多种 EGFR 突变有效

EGFR 突变	突变频率	FDA 批准的 EGFR TKI		
		第 1 代	第 2 代	第 3 代
敏感突变				
外显子 19 缺失	45%	吉非替尼、厄洛替尼	阿法替尼、达可替尼	奥希替尼
L858R	35%	吉非替尼、厄洛替尼	阿法替尼、达可替尼	奥希替尼
G719X	3%	-	阿法替尼	-
L861Q	3%	-	阿法替尼	-
S7681	>1%	-	阿法替尼	-
对第一代和第二代 TKI 不敏感的突变				
外显子 20 插入	>9.5%	-	-	-
T790M inherited	<1%	-	-	奥希替尼
获得抗性				
T790M+敏感突变	>50%(对 1/2 代 TKI)	-	-	奥希替尼
C797X+T790M+敏感突变	<40%（对奥希替尼）	-	-	-

资料来源：Udagawa H etal.(2019)，海通证券研究所

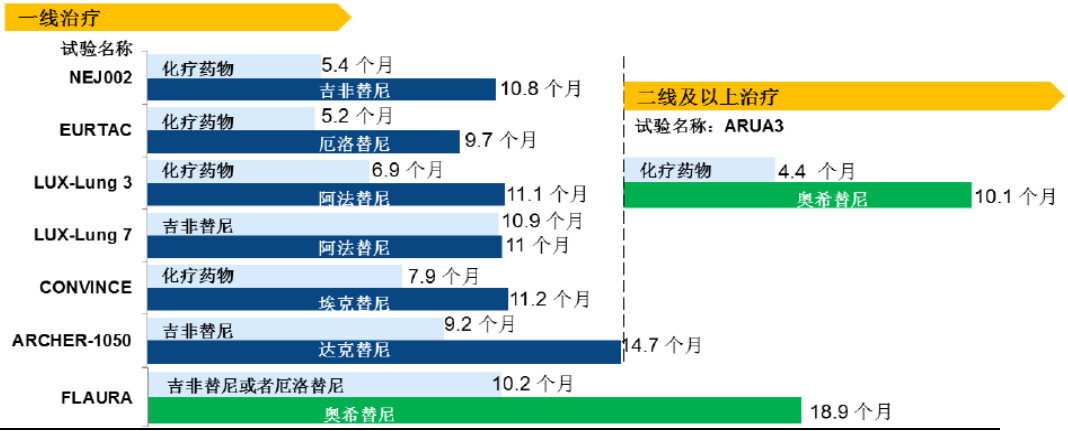
三代 EGFR-TKI 从二线治疗拓宽至一线治疗。中美治疗 EGFR 阳性 NSCLC 差异逐渐缩小。奥希替尼于 2017 年 3 月在中国获批二线治疗适应症，2019 年 9 月在中国获批一线治疗适应症，并于 2020 年 12 月在美国获批术后辅助治疗适应症。NCCN 非小细胞肺癌临床实践指南（2021.V2）也推荐奥希替尼用于以上适应症的治疗。根据 CSCO 发布的原发性肺癌诊疗指南 2020 版，EGFR 阳性 NSCLC 一线治疗推荐奥希替尼、吉非替尼、埃克替尼、厄洛替尼和阿法替尼等，耐药后治疗中 T790M 阳性患者推荐使用奥希替尼。

图7 奥希替尼是美国的 EGFR 突变 NSCLC 一线治疗用药，中国在耐药后治疗使用

资料来源：NCCN 临床实践指南：非小细胞肺癌(2021.V2)，CSCO 原发性肺癌诊疗指南(2020)，insight，FDA，海通证券研究所

第三代 EGFR-TKI 延长治疗周期。在一线治疗 EGFR 敏感突变的晚期 NSCLC 的头对头比较研究中（FLAURA 研究），奥希替尼的 PFS 为 18.9 个月，远高于吉非替尼或厄洛替尼的 10.2 个月；奥希替尼组三级以上不良反应率为 42%，低于吉非替尼或厄洛替尼的 47%。在二线及以上治疗中奥希替尼组 mPFS 为 10.1 个月，大于化疗药物的 4.4 个月；安全性上，奥希替尼组三级以上治疗相关不良反应率为 23%，远低于化疗组的 47%。我们认为第三代 EGFR-TKI 从二线走向一线治疗，延长治疗周期，已成趋势。

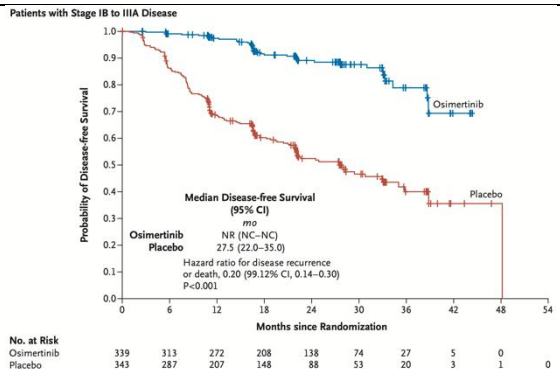
图8 三代 EGFR-TKI 在一线和二线治疗中效果优于传统治疗手段



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

手术后辅助治疗在 NSCLC 治疗中的地位日益提升，我们认为 EGFR-TKI 在该领域渗透率将逐步提升。ASCO 会议指出 EGFR-TKI 手术后辅助治疗已成为对早期肺癌非常有效的治疗手段之一。NSCLC 手术后辅助治疗临床试验中，奥希替尼组受试者的 24 月无疾病生存期比率为 89%，安慰剂组受试者为 53%，奥希替尼效果优异。2021 年 NCCN 非小细胞肺癌治疗指南推荐将奥希替尼用于手术后辅助治疗。阿美替尼和伏美替尼等国产三代 EGFR-TKI 均已展开 NSCLC 手术后辅助治疗的临床试验，我们认为未来三代 EGFR-TKI 在非小细胞肺癌手术后辅助治疗的领域前景可期。

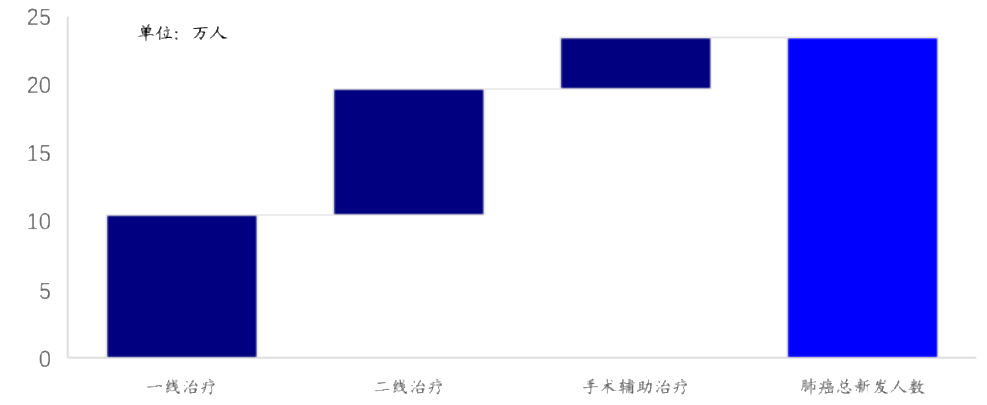
图9 奥希替尼在 NSCLC 手术后辅助治疗临床 III 期试验中表现优异



资料来源：Wu Y L，Tsuboi M，He J，et al. Osimertinib in Resected EGFR-Mutated Non-Small-Cell Lung Cancer[J]. New England Journal of Medicine, 2020, 383(18).，海通证券研究所

三代 EGFR-TKI 三个适应症中一线治疗人数占比最大，2025 年可达 10 万人，市场规模可达 67.61 亿元。我们根据招股书援引弗若斯特沙利文报告推算，中国肺癌患者人数在 2025 年可达 107 万人。假设其中 NSCLC 占比 85%肺癌患者，EGFR 阳性占比 50%NSCLC 患者，接受手术治疗患者占 EGFR 阳性患者比例约 15%。假设 2025 年，三代 EGFR-TKI 一线治疗渗透率为 23%，二线渗透率为 60%，辅助治疗渗透率为 55%。据此，我们推算到 2025 年，EGFR 阳性患者中可接受三代 EGFR-TKI 一线治疗人数约 10.43 万人。二线三代 EGFR-TKI 治疗人数约 9.25 万人，手术后辅助 EGFR-TKI 治疗人数约 3.74 万人。如果一线治疗有 23%患者选择三代 EGFR-TKI，我们预计治疗费用下降至 6.48 万元/年，EGFR 三代一线治疗市场规模约在 67.61 亿元。二线治疗市场规模约在 59.97 亿元，术后辅助治疗市场规模在 24.25 亿元。

图10 2025 年中国 EGFR 阳性 NSCLC 患者约 10 万可接受三代 EGFR-TKI 一线治疗

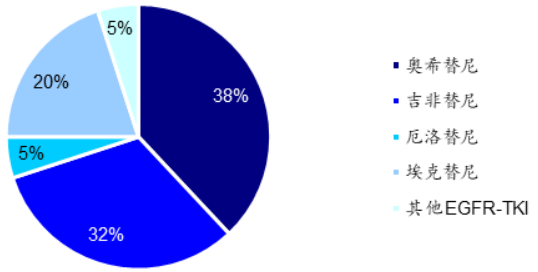


资料来源：公司招股说明书援引弗若斯特沙利文报告等，海通证券研究所测算

3.1.3 2018 年全球三代 EGFR-TKI 市场份额约 59%，中国奥希替尼市场份额约在 38%

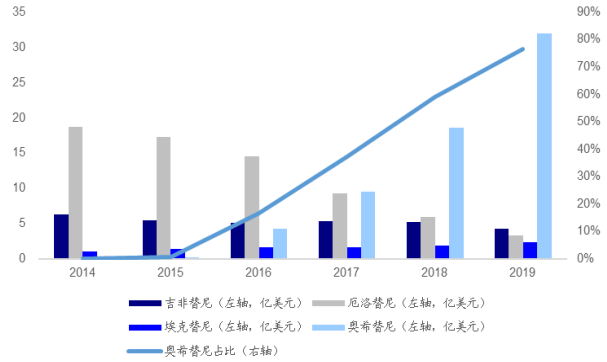
2018 年奥希替尼占中国 NSCLC EGFR-TKI 市场 38%，三代 EGFR-TKI 市场份额将逐步提升。2018 年奥希替尼中国销售额为 25.0 亿元，占比 38%，位列第一。一代 EGFR-TKI 中吉非替尼和埃克替尼，销售额分别为 20.8 亿元和 13.1 亿元，占比分别为 32%和 20%，位列第二和第三。各代 EGFR-TKI 产品全球市场销售变化来看，奥希替尼上市后，市场占比迅速提升，2018 年占比达 59%，2019 年占比达 76%。一方面三代 EGFR-TKI 适应症可包含 EGFR 阳性 NSCLC 一线治疗、二线治疗及手术后辅助治疗，另一方面国内 EGFR-TKI 市场份额对比国外仍较低，所以我们认为三代 EGFR-TKI 渗透率仍有较大提升空间，伏美替尼作为第二款国产三代 EGFR-TKI 有望获益。

图11 2018 年奥希替尼占中国 EGFR-TKI 药物市场 38%



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

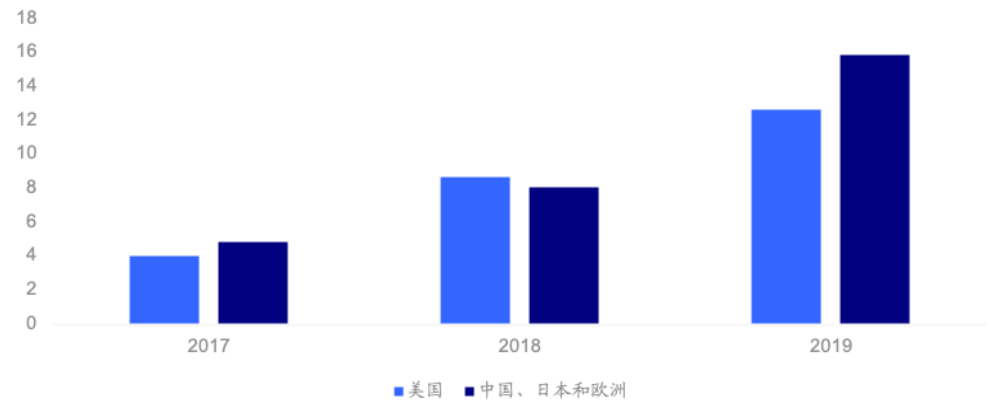
图12 2019 年奥希替尼全球 EGFR-TKI 市场份额达 76%



资料来源：医药魔方，海通证券研究所

奥希替尼 2017-2019 年美国销售额 CAGR 约 77%，伏美替尼销售增速可期。2019 年，奥希替尼美国销售额达 12.68 亿美元，同比增长 45.91%，2018 年销售额为 8.69 亿美元，同比增长 114.57%。2019 年奥希替尼在中国、日本和欧洲的销售额达 15.88 亿美元，同比增长 96.53%，2018 年销售额为 8.08 亿美元，同比增长 66.26%。奥希替尼持续高速增长，证明了三代 EGFR-TKI 的销售放量爆发力。我们认为伏美替尼作为三代 EGFR-TKI 上市后，销售额将高速增长。

图13 奥希替尼 2019 年全球销售额达 28.54 亿美元（单位：亿美元）



资料来源：阿斯利康 2019 年年报，海通证券研究所

3.2 伏美替尼是国内第三个上市的第三代 EGFR-TKI，具有先发优势

第三代 EGFR-TKI 二线适应症目前中国有伏美替尼、奥希替尼和阿美替尼获批上市。阿斯利康的奥希替尼于 2017 年获批上市，豪森药业的阿美替尼于 2020 年 3 月获批上市，艾力斯的伏美替尼于 2021 年 3 月获批上市。此外中国还有 14 个第三代 EGFR-TKI 在研。我们认为伏美替尼有望于 2021 年实现销售放量。

表 5 伏美替尼二线治疗非小细胞肺癌适应症于 2021 年 3 月获批上市

产品名称	公司名称	中国最高开发阶段	首次公示信息日期	临床试验编号
奥希替尼	阿斯利康	2017 年 3 月获批上市	-	-
阿美替尼	豪森药业	2020 年 3 月获批上市	-	-
艾维替尼	艾森医药	2018 年 6 月提交上市申请	-	-
伏美替尼	艾力斯	2021 年 3 月获批上市	-	-
BPI-7711	倍而达药业	临床 IIb 期	2019-2-11	CTR20190214
SH-1028	圣和药业	临床 II 期	2019-1-24	CTR20190139
D-0316	益方生物	临床 II 期	2019-2-27	CTR20190338
ASK120067	江苏奥赛康	临床 I/II 期	2018-4-3	CTR20171639
FHND9041	江苏正大丰海制药	临床 I/II 期	2019-7-8	CTR20180074

资料来源：公司招股说明书，公司公告 2021-004，海通证券研究所

第三代 EGFR-TKI 一线治疗适应症仅有奥希替尼获批，伏美替尼紧随其后。阿斯利康的奥希替尼于 2018 年在美国获批一线治疗适应症，并于 2019 年在中国获批一线治疗。此外，豪森药业的阿美替尼和艾力斯的伏美替尼正在进行临床 III 期。

表 6 第三代 EGFR-TKI 一线治疗适应症仅有奥希替尼获批，伏美替尼进度领先

产品名称	公司名称	中国最高开发阶段	首次公示信息日期	临床试验编号
奥希替尼	阿斯利康	2019 年 8 月批准	-	-
阿美替尼	豪森药业	临床 III 期	2018-11	CTR20181951
伏美替尼	艾力斯	临床 III 期	2019-01	CTR20182519
BPI-7711	倍而达药业	临床 III 期	2019-03	CTR20190442
艾维替尼	艾森医药	临床 III 期	2019-04	CTR20182129
ASK120067	江苏奥赛康	临床 III 期	2019-08	CTR20191523
SH-1028	圣和药业	临床 III 期	2020-03	CTR20192508
D-0316	益方生物/贝达药业	临床 II/III 期	2019-12	CTR20192356
FHND9041	江苏正大丰海制药	临床 I/II 期	2019-07	CTR20191359

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

中国第三代 EGFR-TKI 辅助治疗适应症市场有待开发，伏美替尼获批 III 期临床。2020 年 12 月，FDA 批准奥希替尼用于 EGFR 突变阳性的 NSCLC 患者术后辅助疗法治疗，奥希替尼成为获批首个该适应症的三代 EGFR-TKI。阿美替尼正在进行 III 期临床研究。伏美替尼于 2021 年 1 月获批国内 III 期临床用于术后辅助治疗。我们预计若实验

进展顺利伏美替尼有望于 2025 年获批该适应症，将在这一领域成为国内的先行者。

表 7 第三代 EGFR-TKI 辅助治疗适应症市场有待开发

产品名称	公司名称	最高开发阶段	首次公示信息日期	临床试验编号
奥希替尼	阿斯利康	获批	2020-09	-
阿美替尼	豪森药业	临床 III 期	2020-12	CTR20202460
伏美替尼	艾力斯	临床 III 期	2021-01	CTR20210429

资料来源：公司公告 2021-001，CDE，FDA，海通证券研究所

中国 EGFR-TKI 药物中费用最低者为吉非替尼，年化费用在 0.94 万，年化治疗费用最高者为阿美替尼 12.7 万。目前三代产品中阿美替尼和奥希替尼均已进入医保，阿美替尼此次医保谈判价格在 176 元(55mg/片)，年化治疗费用 12.7 万元。奥希替尼没有公布此次医保谈判价格。但奥希替尼 2019 至 2020 年年化治疗费用为 18.4 万元。我们认为伏美替尼纳入医保后价格会接近此次医保谈判的第三代 EGFR-TKI 定价。未来随着适应症的拓展和竞品获批，伏美替尼治疗费用将逐步下降。

表 8 表 8EGFR-TKI 产品中三代价格最贵，一代产品最便宜

类别	药物名	生产企业	首次进入医保时间	当前协议有效期	医保支付适应症	医保支付标准	第一年年化治疗费用
第一代 EGFR-TKI	吉非替尼	阿斯利康 齐鲁制药 正大天晴 科伦药业	2016	-	一线治疗	阿斯利康 54.7 元; 齐鲁制药 25.7 元; 正大天晴 45 元（250mg/片）	0.94 万元（按最低价计算）
	厄洛替尼	罗氏 上海创诺	2018	2020.1.1-2021.12.31	一线治疗	133.6 元（100mg/片） 182.3 元（150mg/片）	6.7 万元(150mg 推荐剂量）
	埃克替尼	贝达药业	2016	-	一线治疗	64.05 元（125mg/片）	2.3 万元
第二代 EGFR-TKI	阿法替尼	勃林格殷格翰	2018	-	一线治疗	未公布	-
	达克替尼	辉瑞	尚未进入	-	-	-	-
第三代 EGFR-TKI	奥希替尼	阿斯利康	2021	2021.3.1-2022.12.31	一线治疗、二线治疗	未公布	-
	阿美替尼	豪森药业	2018	2021.3.1-2022.12.31	二线治疗	176 元(55mg/片)	12.7 万元（110mg/d）

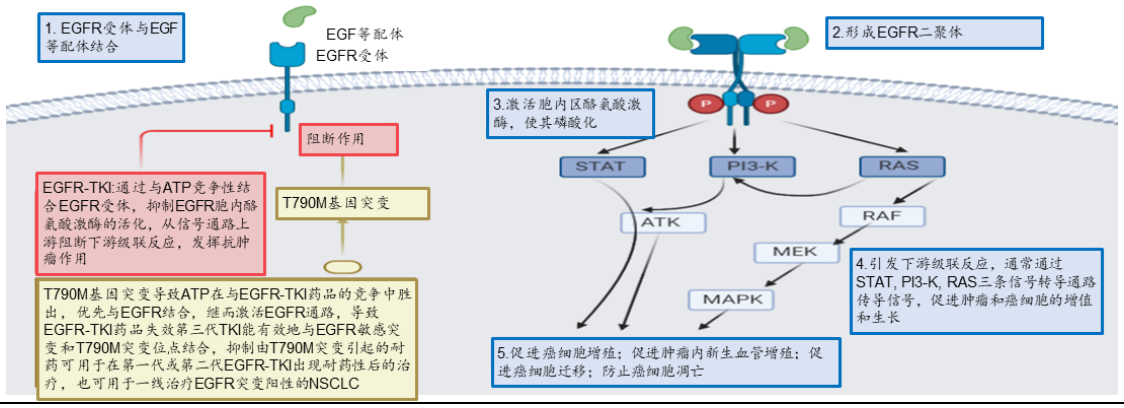
资料来源：公司招股说明书，2020 年国家医保药品目录，海通证券研究所

3.3 伏美替尼临床疗效优势突出，对脑转移病人 DCR 达 100%

3.3.1 第三代 EGFR-TKI 克服一代和二代 EGFR-TKI 耐药

第三代 EGFR-TKI 能有效地与 EGFR 敏感突变和 T790M 突变位点结合，达到抗肿瘤效果。T790M 基因突变导致 ATP 在与一代和二代 EGFR-TKI 的竞争中胜出，优先与 EGFR 结合，继而激活 EGFR 通路，导致 EGFR-TKI 药品失效。第三代 TKI 能有效地与 EGFR 敏感突变和 T790M 突变位点结合，抑制由 T790M 突变引起的耐药，可用于在第一代或第二代 EGFR-TKI 出现耐药性后的治疗，也可用于一线治疗 EGFR 突变阳性的 NSCLC。

图14 EGFR-TKI 与 ATP 竞争结合 EGFR 受体，T790M 突变导致 ATP 在竞争结合中胜出引起耐药

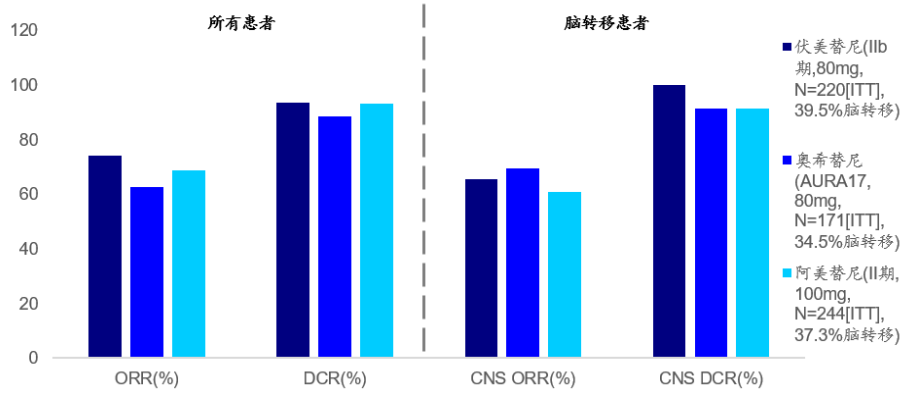


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3.3.2 伏美替尼临床有效性和安全性数据优异，并对脑转移患者治疗优势突出

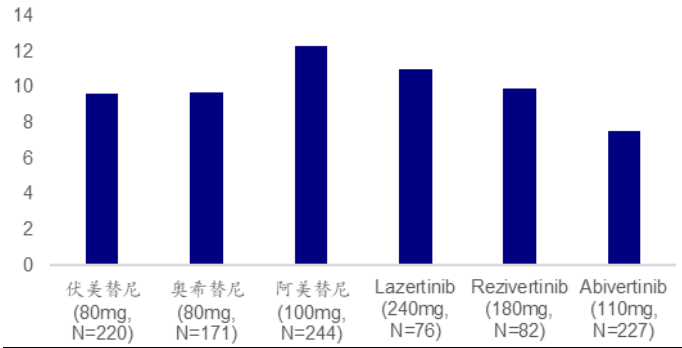
伏美替尼二线治疗 ORR 达 74.1%，同类品种最佳；mPFS 约 9.6 月与奥希替尼和阿美替尼相似。伏美替尼的 ORR 达到 74.1%，DCR 到达 93.6%，与奥希替尼（ORR=62.7%，DCR=88.6%）、阿美替尼（ORR=68.9%，DCR=93.4%）以及其他三代 EGFR-TKI 比，伏美替尼在患者中应答率更高。伏美替尼 mPFS 为 9.6 月与奥希替尼 9.7 个月相似。

图15 伏美替尼有效性与奥希替尼和阿美替尼相似，对脑转移患者 DCR 达 100%



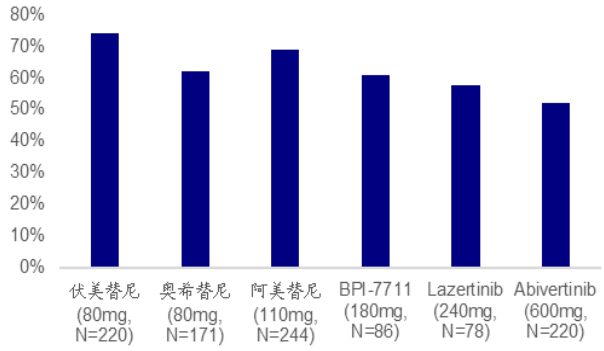
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图16 伏美替尼 mPFS 为 9.6 个月，与奥希替尼相似（单位：月）



资料来源：Misako et al.(2020), Beyond Osimertinib: The development of 3rd-generation EGFR Tyrosine Kinase Inhibitors，海通证券研究所

图17 伏美替尼 ORR 为 74.1%，是同类药品中最佳



资料来源：PubMed 文献，海通证券研究所

伏美替尼对脑转移患者的 DCR 为 100%，高于奥希替尼和阿美替尼，优势突出。

根据 WCLC 于 2021 年 1 月 13 日发布的最新数据，在 CNS 可评估疗效集中，伏美替尼剂量大于 160mg 时患者 DCR 达到 100%。在 CNS 全分析集中，160mg 剂量下患者 mPFS 达到 19.3 个月。根据《中国肺癌脑转移诊治专家共识（2017 年版）》，20%-65%的肺癌患者在病程中会发生脑转移。我们认为伏美替尼未来将在这一患者群体中有明显竞争力。

表 9 伏美替尼对脑转移患者具有明显疗效

	40mg	80mg	160mg	240mg	总计
cEFR, n	1	5	13	4	23
CNS ORR	0	60.0%	84.6%	25.0%	65.2%
CNS DCR	0	80.0%	100%	100%	91.3%
cFAS, n	3	12	23	7	45
CNS PFS,月	2.8	9.7	19.3	NR	NR

缩写：CNS，中枢神经系统；cEFR，CNS 可评估疗效集；cFAS，CNS 全分析集
资料来源：WCLC，海通证券研究所

伏美替尼安全性数据总体略优于其他第三代 EGFR-TKI。伏美替尼所有治疗相关不良反应（TRAE）发生率为 79%，对比奥希替尼 83%和阿美替尼 79%；3 级以上 AE 发生率为 8%，对比奥希替尼 11%和阿美替尼 16%；严重不良反应发生率为 15%对比奥希替尼 11%和阿美替尼 20%。由此可见，伏美替尼的安全性优于奥希替尼和阿美替尼，患者对伏美替尼更加耐受。

表 10 伏美替尼的安全性较优于其他第三代 EGFR-TKI

产品	公司名称	临床分期	入组人数（人）	所有 TRAE	3 级以上 TRAE	SAE
伏美替尼	艾力斯	I 期	130	79%	8%	15%
奥希替尼	阿斯利康	II 期	171	83%	11%	11%
阿美替尼	豪森药业	II 期	244	79%	16%	20%
BPI-7711	倍而达药业	I/II 期	215	-	16.00%	8%

资料来源：公司招股说明书，PubMed 文献，海通证券研究所

3.4 围绕肺癌布局 4 个关键靶点，未来可与伏美替尼联用

表 11 公司临床前研究阶段产品丰富，国内尚未有竞品上市

序号	在研产品	在研产品的竞品适应症	在研产品与竞品国内目标市场	公司在研产品研发阶段	竞品公司	竞品名称	竞品所在国家	竞品研发阶段/是否上市	已上市竞品的核心专利届满情况
1	RET 抑制剂	RET 融合阳性非小细胞肺癌	2018 年中国 RET 基因重排突变的 NSCLC 新发人数为 0.7 万人	临床前研究中，预计 2021 年提交 IND	礼来/Loxo Oncology	LOXO-292	中国 美国	临床 III 期 已上市	- 2037 年
					基石药业	Blu-667	中国	临床 I 期	-
					Bluepint Medicines Corporation		美国	上市申请	-
2	KRAS G12C 抑制剂	KRAS G12C 突变导致的非小细胞肺癌、结直肠癌	2018 年中国 KRAS G12C 基因突变的结直肠癌新发人数 2.1 万人，NSCLC 新发人数为 7.4 万人	临床前研究中，预计 2022 年提交 IND	安进	AMG510	中国 美国	IND 获批 临床 III 期	- -
					礼来	LY3499446	美国	临床 I/II 期	-
					Mirati	MRTX849	美国	临床 I/II 期	-
					Wellspring/强生	ARS-3248/JNJ-74699157	美国	临床 I 期	-
3	EGFR 外显子 20 插入突变抑制剂	应用于 EGFR 外显子 20 插入突变的非小细胞肺癌	2018 年中国 EGFR/HER2 外显子 20 突变的非小细胞肺癌新发人数为 1.7 万人	临床前研究中，预计 2022 年提交 IND	Millennium/武田药业	TAK-788	中国 美国	临床 II 期 临床 III 期	- -
					韩美药业	波奇替尼	中国 美国	临床 II 期 临床 II 期	- -
4	c-MET 抑制剂	c-MET 信号异常非小细胞肺癌	2018 年中国 c-MET 基因突变的非小细胞肺癌新发人数为 3.3 万人	临床前研究中，预计 2023 年提交 IND	和记黄埔 和记黄埔/阿斯利康	沃利替尼	中国 美国	2020 年 6 月提交上市申请 临床 II 期	- -
					默克雪兰诺	Tepotinib	中国 日本 美国	临床 II 期 已上市 临床 II 期	- - -
					诺华	INC280/卡马替尼	中国 美国	临床 I 期 已上市	- 2027 年

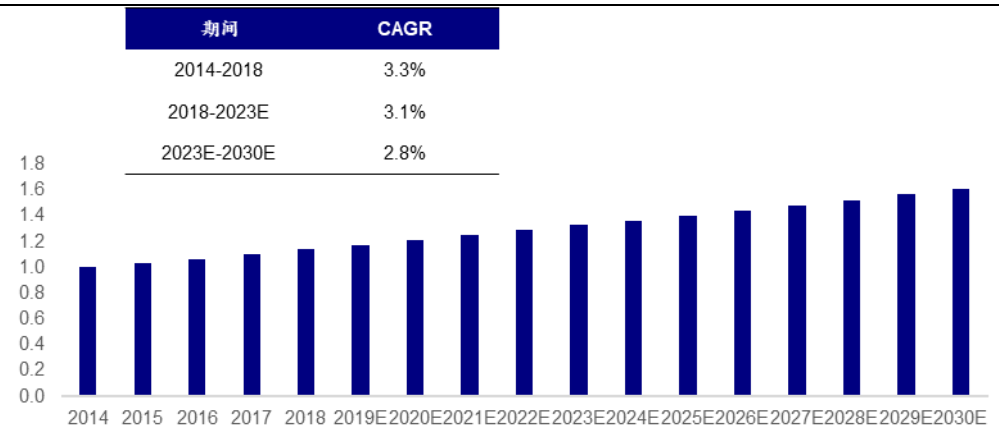
海和生物/上海药物所	谷美替尼	中国	临床 II 期	-
背景普润奥生物科技	PLB1001/伯瑞替尼	中国	临床 II 期	-
上海医药集团	SPH3348 片	中国	临床 I 期	-
赛诺菲	SAR-125844	美国	临床 I 期	-

资料来源：公司招股说明书援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

3.4.1 RET 抑制剂差异化用于 NSCLC 耐药后治疗

中国 RET 基因融合的 NSCLC 新发病人数预计到 2030 年达到 1.6 万人。根据招股书援引弗若斯特沙利文分析，2014 至 2018 年，中国 RET 基因融合的 NSCLC 新发病人数 CAGR 为 3.3%。假设 2018-2023 年 CAGR 为 3.1%，2023-2030 年 CAGR 为 2.8%，则 2030 年中国 RET 基因融合的 NSCLC 新发病人数将达到 1.6 万人。

图18 中国 RET 基因融合的 NSCLC 新发病人数预计到 2030 年达到 1.6 万人（单位：万人）



资料来源：公司招股说明书援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

RET 融合和突变与多种肿瘤的发生和进展密切相关。在 NSCLC 中发生率约为 1% 至 2%，且携带 EGFR 突变的 NSCLC 也可能发生 RET 融合。

目前国内尚无选择性 RET 抑制剂获批上市。在全球范围内，目前处于临床阶段的选择性 RET 抑制剂主要为 Blueprint Medicines 公司开发的 BLU-667。礼来/Loxo Oncology 公司开发的 LOXO-292 在 2020 年 5 月在美国获批上市，其对 RET 融合阳性非小细胞肺癌患者显示了良好的疗效，确证了该靶点的临床有效性。

表 12 LOXO-292 的临床数据确证了该靶点的有效性

适应症	患者人数（人）	既往治疗	ORR
RET 融合 NSCLC	105	化疗	64%
	39	无	85%
	11（脑转移）	-	91%

资料来源：Alexander Drilon et al., Efficacy of Selpercatinib in RET Fusion-Positive Non-Small-Cell Lung Cancer. N Engl J Med. 2020 Aug 27;383(9):813-824.，海通证券研究所

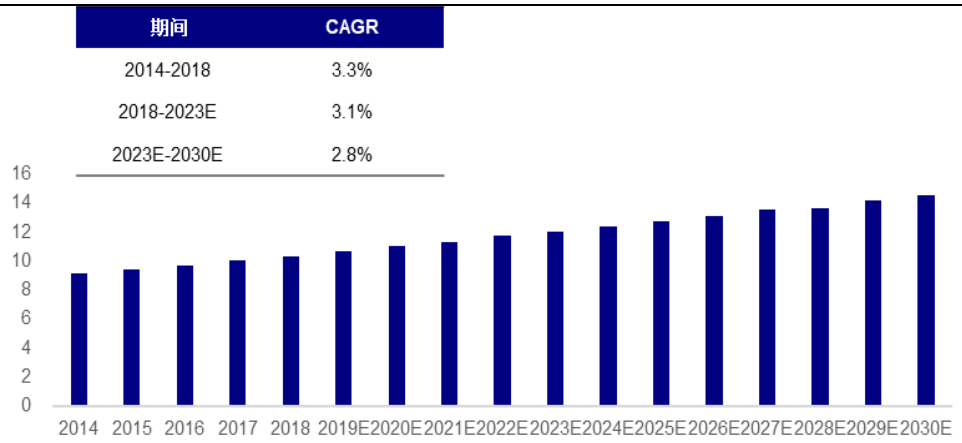
公司在研 RET 抑制剂为选择性 RET 抑制剂，目标适应症为 RET 融合阳性晚期 NSCLC。公司的研发目标为：1）良好的选择性，不对 VEGFR 产生抑制作用，2）对野生型 RET、RET V804M 耐药突变、RET G810R 耐药突变具有良好的活性，3）良好的药代动力学及组织分布特性。公司在研的 RET 抑制剂在细胞活性测试中对 RET G810R 耐药突变细胞株具有良好的抑制作用。

3.4.2 KRAS G12C 抑制剂潜在泛肿瘤治疗药物

中国 KRAS G12C 基因突变的 NSCLC 新发病人数预计到 2030 年达到 14.5 万人。根据招股书援引弗若斯特沙利文分析，2014 至 2018 年，中国 KRAS G12C 基因突变的 NSCLC 新发病人数 CAGR 为 3.3%。假设 2018-2023 年 CAGR 为 3.1%，2023-2030

年 CAGR 为 2.8%，则 2030 年中国 KRAS G12C 基因突变的 NSCLC 新发病人数将达到 14.5 万人。

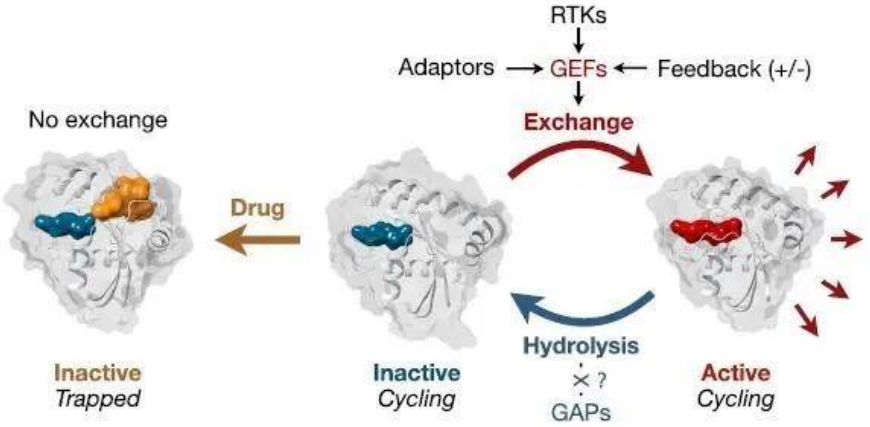
图19 中国 KRAS G12C 突变 NSCLC 新发病人数预计到 2030 年达到 14.5 万人（单位：万人）



资料来源：公司招股说明书援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

KRAS 突变是非小细胞肺癌中仅次于 EGFR 突变的第二大驱动突变。KRAS 是 EGFR 信号通路的下游节点，但由于突变状态的 KRAS 不受上游 EGFR 基因的影响，EGFR-TKI 对 KRAS 基因突变的患者无效。KRASG12C 是具有持续活性的致癌蛋白质，KRAS G12C 抑制剂与之结合可以将其困在非活性状态，从而达到抗癌的作用。

图20 药物与 KRAS G12C 结合防止其通过核苷酸交换重新激活，将致癌蛋白困在非活性状态



资料来源：Kim D, Xue JY, Lito P. Targeting KRAS(G12C): From Inhibitory Mechanism to Modulation of Antitumor Effects in Patients. Cell. 2020 Nov 12;183(4):850-859，海通证券研究所

全球范围内尚未有 KRAS 抑制剂上市药物。两款在研产品 AMG510 和 MRTX849 披露的早期临床结果确证了 KRAS G12C 抑制剂对 KRAS G12C 突变 NSCLC 有效。

表 13　艾力斯 KRAS G12C 抑制剂将开展临床试验

国家	产品名称	公司名称	临床阶段	ORR	DCR
中国	JAB-21000	北京加科思	IND	-	-
	BEBT-607	必贝特医药	IND	-	-
	KRAS G12C 抑制剂	艾力斯	临床前	-	-
	YL-15293	璎黎药业	临床前	-	-
	ATG-012	德琪医药	临床前	-	-
美国	Sotorasib (AMG510)	安进制药	临床 III 期	32.2%	88.1%
	Adagrasib (MRTX849)	Mirati Therapeutics(MRTX)	临床 II 期	45%	96%
	GDC-6036	Genetech (罗氏)	临床 I 期	-	-

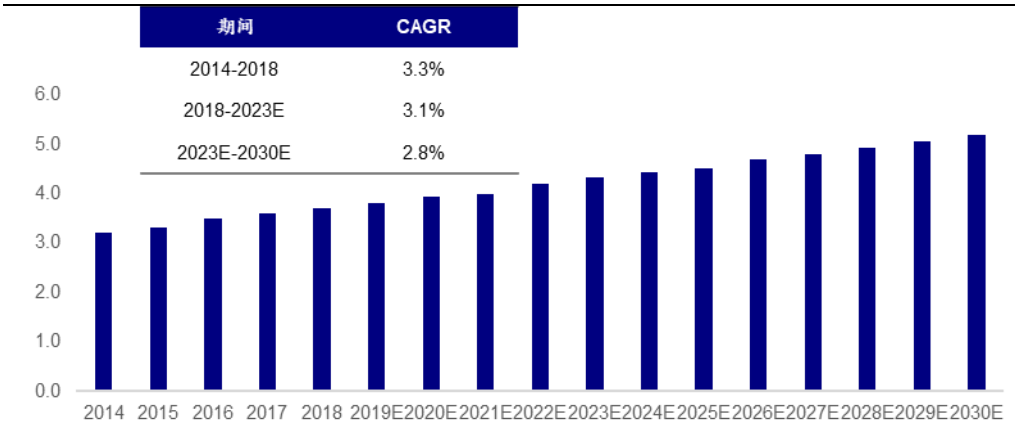
资料来源：ASCO, ESMO, Clinicaltrails.gov, Insight，公司招股说明书等，海通证券研究所

公司 KRAS G12C 抑制剂主要针对 KRAS G12C 突变导致的肿瘤。为拓展公司在肺癌治疗领域的产品布局，满足核心产品伏美替尼未覆盖的患者群体，公司采取快速跟进的策略接入 KRAS 突变 NSCLC 治疗药物开发，目前已得到了具有开发前景的 KRAS G12C 抑制剂候选化合物。

3.4.3 伏美替尼优化所得 EGFR 外显子 20 插入突变抑制剂，预计于 2022 年 IND

EGFR 外显子 20 插入突变约占 EGFR 突变 NSCLC 的 6%；EGFR/HER2 外显子 20 突变患者占总体 NSCLC 患者的 4%。目前尚未有靶向药物被批准治疗上述类型患者。

图21 EGFR 外显子 20 突变的 NSCLC 新发病人数预计 2023 年达 5.2 万人（单位：万人）



资料来源：公司招股说明书援引弗若斯特沙利文报告，海通证券研究所

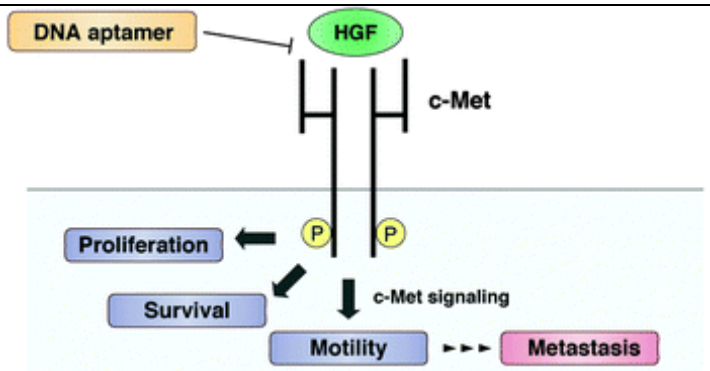
目前处于临床阶段的 EGFR-HER2 外显子 20 靶向药主要包括韩美公司的波齐替尼和武田公司的 TAK-788。已披露数据显示，二者虽有较好的疗效，但都存在较大毒性，3-4 级与治疗相关的严重不良事件发生率较高。

艾力斯在研 EGFR 外显子 20 插入突变抑制剂主要是针对 EGFR/HER2 外显子 20 插入突变的晚期 NSCLC。公司以伏美替尼为先导化合物，进行结构优化，改善其对 EGFR/HER2 外显子 20 插入突变的活性和选择性，目前已得到了活性和选择性均较好的活性化合物。EGFR 外显子 20 插入突变抑制剂将覆盖伏美替尼未涉及的靶点。

3.4.4 2 款 c-Met 抑制剂相继上市，艾力斯国产 c-Met 可期

c-Met 与肿瘤细胞的增值、存活、侵袭、转移以及耐药性密切相关。在 NSCLC 中，c-Met 基因的异常主要包括 14 号外显子跳跃突变和 c-Met 基因扩增，前者发生率约为 0.9%~3%，后者在未经治疗的 NSCLC 患者中的比例约为 4.5%~4.8%；对于 EGFR-TKI 耐药的 NSCLC 患者，c-MET 基因扩增的比例约为 4%~22%。

图22 HGF/c-Met 通路在肿瘤转移中具有关键作用



资料来源：Ueki, R, Sando, et al. A DNA aptamer to c-Met inhibits cancer cell migration[J]. CHEMICAL COMMUNICATIONS- ROYAL SOCIETY OF CHEMISTRY, 2014.，海通证券研究所

目前全球有 2 个 c-Met 抑制剂获批上市。默克雪兰诺公司的 c-Met 抑制剂 Tepotinib 于 2020 年 3 月获批在日本上市，随后，诺华制药的 c-Met 抑制剂卡马替尼于 2020 年 5 月获 FDA 批准在美国上市，在美国的化合物专利保护期直至 2027 年。公司在研 c-Met 抑制剂主要针对 c-Met 信号异常的晚期 NSCLC，未来可与伏美替尼连用，解决 NSCLC 耐药问题。c-Met 抑制剂预计 2023 年申报 IND。

4. 盈利预测及估值

4.1 艾力斯销售预测

我们认为公司核心产品伏美替尼销售额 2021 年至 2022 年分别为 5.23 亿元，13.26 亿元，销售峰值可达 47.88 亿元。公司销售收入主要来源于公司伏美替尼的上市销售，随着伏美替尼治疗 EGFR 阳性 NSCLC 二线治疗、一线治疗以及辅助治疗的适应症相继获批，伏美替尼的销售收入有望持续放量，销售峰值有望在 2027 年达 47.88 亿元。核心假设包括 1）根据招股书援引弗若斯特沙利文的分析，我们测算中国肺癌人群数将在 2023 年达到 101.0 万，2030 年到 122.5 万，其中 85%为 NSCLC，NSCLC 患者中 EGFR 突变率为 50%。2）NSCLC 分期为 I 期至 IV 期，I-II 期患者人数占比约为 30%，III-IV 患者占比约为 70%，其中适合手术病人主要在 I-III 期中部分人群。根据已有的流行病学研究表明，NSCLC 中手术人群占比约为 15%。4）我们认为伏美替尼二线治疗有望在 2021 年底进入医保。伏美替尼一线治疗有望在 2022 年获批，2023 年进入医保。伏美替尼辅助治疗有望在 2025 年获批。

表 14　核心产品销售预测

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EGFR 肺癌人群数	每年新发肺癌患者（万人）	89.4	92.2	95.0	98.0	101.0	103.8	106.7	109.7	112.8	116.0	119.2	122.5
	NSCLC（万人，85%）	76.0	78.3	80.8	83.3	85.9	88.3	90.7	93.3	95.9	98.6	101.3	104.2
	患者发生 EGFR 突变（万人）	38.0	39.2	40.4	41.6	42.9	44.1	45.4	46.6	47.9	49.3	50.7	52.1
二线治疗人数	EGFR-TKI 一代治疗渗透率	30%	33%	36%	38%	40%	37%	34%	31%	27%	24%	22%	22%
	EGFR-TKI 一代治疗人数	11.4	12.9	14.5	15.8	17.2	16.3	15.4	14.5	12.9	11.8	11.1	11.5
	患者治疗后发生 T790M 突变(万人)	6.8	7.8	8.7	9.5	10.3	9.8	9.3	8.7	7.8	7.1	6.7	6.9
	伏美替尼（二线）渗透率			6%	11%	16%	20%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
	伏美替尼每年(二线)新增患者数量(万人)			0.52	1.04	1.65	1.96	2.22	2.08	1.86	1.70	1.60	1.65
	二线治疗时长（月）	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
一线治疗人数	EGFR-TKI（三代)一线治疗渗透率	3%	5%	8%	14%	17%	20%	23%	27%	31%	35%	37%	37%
	EGFR-TKI（三代)一线治疗患者数（万人）	1.14	1.96	3.23	5.83	7.30	8.83	10.43	12.59	14.86	17.25	18.75	19.27
	伏美替尼（一线）渗透率				10%	15%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
	伏美替尼每年(一线)新增患者数量(万人)				0.58	1.09	1.94	2.30	2.77	3.27	3.79	4.12	4.24
	一线治疗时长（月）	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
辅助治疗人数	EGFR 手术人群数（万人）	5.70	5.88	6.06	6.25	6.44	6.62	6.80	7.00	7.19	7.39	7.60	7.81
	EGFR 手术人群术后三代辅助治疗渗透率			3%	15%	30%	45%	55%	65%	65%	65%	65%	65%
	EGFR 手术人群术后三代辅助治疗人数（万人）			0.18	0.94	1.93	2.98	3.74	4.55	4.67	4.81	4.94	5.08
	伏美替尼（辅助治疗）渗透率							15.0%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
	每年(辅助治疗)新增患者数量(万人)							0.56	0.91	1.17	1.20	1.23	1.27
	辅助治疗时长（月）	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36
	年治疗费用（万元）			12.00	8.00	8.00	7.20	6.48	5.83	5.25	4.72	4.25	3.83
	二线销售额			5.23	6.96	10.99	11.76	11.99	10.12	8.15	6.70	5.69	5.26
	一线销售额				6.30	11.82	18.87	20.08	21.81	23.17	24.20	23.67	21.90
	辅助治疗销售额							9.82	14.32	16.56	15.32	14.18	13.12
	伏美替尼国内销售额（亿元）			5.23	13.26	22.81	30.63	41.90	46.25	47.88	46.23	43.53	40.28
	YOY%				153.30%	72.07%	34.27%	36.79%	10.38%	3.53%	-3.45%	-5.83%	-7.48%

资料来源：海通证券研究所

4.2 DCF 估值

公司目前仅有一款药物上市，考虑到公司保持较高的研发费用，产品管线内其他品种暂时处于早期研发阶段，并且会有新的产品进入产品管线，因此我们假设公司有永续增长大约 1.0-3.0%，公司 wacc 值 6.79-8.79%合理。中性假设下，我们假定公司永续增长率 2.0%，折现率 7.79%，2020 年公司股权现值 182.94+20.23（投资/非核心资产价值）-1.10（债务/债务价值/净债务）+0.00（少数股权权益）=202.07 亿元，对应每股现值 40.90 元。悲观假设下，假定公司永续增长率为 1.0%，折现率为 8.79%，对应每股现值为 34.79 元。综上所述，我们审慎选取永续增长率 1.0%-2.0%、WACC 7.79%-8.79%，计算公司合理价值区间为 34.79 至 44.90 元。

表 15　WACC 计算表

股票贴现率 Ke	
Beta 权益	1.06
无风险利率 Rf	1.50%
风险溢价	6.000%
股票贴现率 Ke	7.86%
加权平均资本成本 WACC	
债务利率 Kd	1.50%
实际税率 Tc	12.00%
债务比率 D/(E+D)	1.02%
权益比率 E/(E+D)	98.98%
WACC	7.79%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 16　公司每股价值的敏感性分析(元)

		wacc				
		6.79%	7.29%	7.79%	8.29%	8.79%
永续增长率	1.0%	47.90	43.83	40.37	37.39	34.79
	1.5%	51.03	46.37	42.45	39.12	36.25
	2.0%	54.83	49.39	44.90	41.13	37.93
	2.5%	59.50	53.04	47.81	43.49	39.87
	3.0%	65.41	57.55	51.33	46.30	42.14

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 17　中性假设下，DCF 估值（亿元）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	TV
收入	0.01	5.23	13.26	22.81	30.63	41.90	46.25	47.88	46.23	43.53	
YOY（%）		87130.3%	153.3%	72.1%	34.3%	36.8%	10.4%	3.5%	-3.5%	-5.8%	
归母净利润	-3.09	-1.27	0.77	5.52	9.79	14.84	17.60	19.07	18.41	17.36	
YOY（%）		-58.8%	-161.0%	612.6%	77.3%	51.6%	18.6%	8.3%	-3.4%	-5.7%	
EBIT	-3.25	-1.48	0.50	5.66	10.35	15.84	18.87	20.49	19.79	18.63	
息前税后利润 NOPLAT）	-3.25	-1.48	0.44	4.98	9.11	13.94	16.60	18.03	17.41	16.40	
折旧与摊销	0.10	0.12	0.13	0.15	0.17	0.20	0.23	0.27	0.31	0.35	
营运资金增加	-0.13	-0.31	-0.73	-0.86	-0.71	-1.02	-0.39	-0.15	0.15	0.24	
资本性投资	0.51	0.66	0.81	0.96	1.11	1.26	1.41	1.56	1.71	1.86	
FCFF	-3.52	-1.71	0.49	5.04	8.89	13.90	15.82	16.89	15.86	14.65	
PV	-3.52	-1.58	0.43	4.02	6.58	9.55	10.09	9.99	8.70	7.45	131.24

PV 合计	182.94
投资/非核心资产价值	20.23
债务/债务价值/净债务	1.10
少数股权权益	0.00
股票价值（亿元）	202.07
每股价值(元）	44.90

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 18　可比公司估值比较

		收入(亿元)				PS(倍)			
可比公司	市值(亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
贝达药业	422.70	15.53	18.7	25.04	33.86	27.22	22.60	12.48	12.48
恒瑞医药	4,862.52	232.89	284.14	361.51	445.2	20.88	17.11	10.92	10.92
微芯生物	150.84	1.74	2.69	4.43	7.22	86.69	56.07	34.05	20.89
		EPS(元)				PE(倍)			
可比公司	股价(元)	2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
贝达药业	102.31	0.58	1.47	1.14	1.56	176.40	69.60	89.75	65.58
恒瑞医药	91.20	1.2	1.21	1.55	1.94	76.00	75.37	58.84	47.01
微芯生物	36.79	0.05	0.08	0.1	0.2	735.80	459.88	367.90	183.95

资料来源：Wind，海通证券研究所，备注：股价和市值日期 20210409，贝达药业、恒瑞医药和微芯生物为万得一致预期

5. 主要风险

1. **新药研发风险。**公司专注于新药研发、生产与销售，在新药研发上做了较大投入。目前公司大部分产品仍处于临床试验期，由于新药研发过程复杂，耗时长、成本巨大，且可能受到不可预测的因素的影响，新药研发的前期临床结果不能保证后期临床试验的结果，也不能完全预测最终结果。如果临床试验进度不达预期、结果未达预设终点指标，均将对公司的业务产生不利影响。

2. **新药审批风险。**如果临床试验的进度或者药品审评中心的审评进度不及预期则会导致公司产品的上市时间延迟，则公司的盈利情况和估值都会受到负面影响。

3. **新药上市风险。**公司成功开发并市场化新产品，公司也无法保证新产品能够获得市场的充分认可。如果相关候选药品销售不能达至预期水平，也可能对公司的业务造成不利影响。

4. **技术迭代风险。**生命科学和药物研究领域日新月异，若公司从事的治疗领域出现突破性进展，或诞生更具竞争优势的创新药物，可能使公司在售产品或在研药品丧失竞争优势，对公司竞争力造成不利影响。

5. **产品集中度较高风险。**公司目前仅有伏美替尼处于临近上市阶段，短期内伏美替尼将是公司营业收入和利润的主要来源。如果伏美替尼的经营环境发生重大变化、销售不达预期，或公司在研药品的临床进展不及预期，都将对公司的经营业绩和财务状况产生不利影响。

6. **持续亏损及短期内无法现金分红风险。**伏美替尼的商业化尚处于起步阶段，公司预计将来需要持续投入较多商业化费用用于产品市场推广。如果市场推广进程较慢，可能导致公司未来产品收入不及预期。公司持续亏损会降低公司价值，也可能会对公司未来上市后的股价产生不利影响，并导致投资者损失全部或部分投资，同时由于公司无法在短期内弥补累计亏损，因此存在一定期间内无法分红的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	-0.88	-0.69	-0.28	0.17
每股净资产	2.63	6.54	6.34	6.62
每股经营现金流	-1.02	-0.64	-0.20	0.33
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	-32.52	-41.90	-101.76	166.85
P/B	10.92	4.39	4.53	4.34
P/S	16424.35	21547.50	24.70	9.75
EV/EBITDA	0.73	-34.64	-81.32	173.10
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标（%）				
毛利率	57.1%	80.0%	93.0%	93.0%
净利润率	-63123.3%	-51421.5%	-24.3%	5.8%
净资产收益率	-33.6%	-10.5%	-4.5%	2.6%
资产回报率	-29.9%	-10.0%	-4.1%	2.3%
投资回报率	-30.6%	-10.6%	-5.0%	1.4%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	-86.4%	-4.7%	87130.3%	153.3%
EBIT 增长率	-261.3%	17.9%	54.5%	-134.1%
净利润增长率	-308.1%	22.4%	58.8%	-161.0%
偿债能力指标				
资产负债率	10.8%	4.3%	7.8%	12.8%
流动比率	6.86	19.51	10.45	6.14
速动比率	6.66	19.46	10.20	5.79
现金比率	2.73	15.22	7.76	4.38
经营效率指标				
应收帐款周转天数	367.55	300.00	15.00	15.00
存货周转天数	340.30	560.00	560.00	560.00
总资产周转率	0.00	0.00	0.17	0.39
固定资产周转率	0.00	0.00	3.24	6.66

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-398	-309	-127	77
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	10	10	12	13
非经营收益	-9	-3	-5	-13
营运资金变动	-62	13	31	73
经营活动现金流	**-459**	**-289**	**-90**	**150**
资产	-89	-130	-80	-105
投资	0	0	0	0
其他	-533	3	5	13
投资活动现金流	**-622**	**-127**	**-75**	**-92**
债权募资	20	0	0	0
股权募资	1391	90	0	0
其他	-258	1956	0	0
融资活动现金流	**1152**	**2046**	**0**	**0**
现金净流量	**270**	**1630**	**-164**	**58**

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1	1	523	1,326
营业成本	0	0	37	93
毛利率%	57.1%	80.0%	93.0%	93.0%
营业税金及附加	2	1	6	16
营业税金率%	289.5%	200.0%	1.2%	1.2%
营业费用	0	72	262	530
营业费用率%	0.0%	12000.0%	50.0%	40.0%
管理费用	232	90	131	239
管理费用率%	36875.8%	15000.0%	25.0%	18.0%
EBIT	-396	-325	-148	50
财务费用	6	-10	-9	-7
财务费用率%	893.5%	-1698.5%	-1.6%	-0.5%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	13	3	5	13
营业利润	**-381**	**-309**	**-127**	**88**
营业外收支	-16	0	0	0
利润总额	**-398**	**-309**	**-127**	**88**
EBITDA	-386	-315	-136	64
所得税	0	0	0	11
有效所得税率%	0.0%	0.0%	0.0%	12.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	**-398**	**-309**	**-127**	**77**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	393	2023	1858	1917
应收账款及应收票据	1	0	22	54
存货	0	0	56	142
其它流动资产	592	569	567	574
流动资产合计	986	2592	2503	2687
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	127	137	162	199
在建工程	11	41	71	101
无形资产	68	68	68	68
非流动资产合计	343	483	588	730
资产总计	**1328**	**3076**	**3091**	**3417**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	18	13	45	114
预收账款	0	0	12	30
其它流动负债	126	120	182	293
流动负债合计	144	133	239	438
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债总计	**144**	**133**	**240**	**438**
实收资本	360	450	450	450
归属于母公司所有者权益	1184	2942	2851	2979
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	**1328**	**3076**	**3091**	**3417**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 09 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心　　医药行业
范国钦　　医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　人福医药,凯莱英,南微医学,片仔癀,华兰生物,万泰生物,迈瑞医疗,贝达药业,博腾股份,鱼跃医疗,泰格医药,贝瑞基因,万孚生物,天宇股份,智飞生物,老百姓,康弘药业,心脉医疗,一心堂,益丰药房,云南白药,通策医疗,恒瑞医药,何氏眼科,金域医学,艾德生物,大参林,华厦眼科,长春高新,天坛生物

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

余文心　　所长助理
(0755)82780398　ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
梁中华(021)23219820　lzh13508@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com
侯　欢(021)23154658　hh13288@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067　sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231　zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645　hyw13116@htsec.com
张　弛(021)23219773　zc13338@htsec.com
邵　飞(021)23219819　sf13370@htsec.com

固定收益研究团队
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com
张紫睿 021-23154484　zzr13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124　slp13219@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
联系人
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
张　璇(021)23219411　zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
孟　陆 86 10 56760096　ml13172@htsec.com
周　航(021)23219671　zh13348@htsec.com
朱赵明(021)23154120　zzm12569@htsec.com
彭　娉(010)68067998　pp13606@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807　fqh12888@htsec.com
郑　蕾 23963569　zl12742@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
于鸿光(021)23219646　yhg13617@htsec.com

批发和零售贸易行业
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅　zjy12711@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com
杨　凡(010)58067828　yf11127@htsec.com

电子行业
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 xbq6583@htsec.com

基础化工行业
刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
联系人
杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江（010）56760091 lyj12399@htsec.com
李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业
梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
周 丹 zd12213@htsec.com
吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com
赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com
联系人
赵靖博 zjb13572@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com

农林牧渔行业
丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业
张恒晅 zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业
孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com
联系人
董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com
联系人
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽萱(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
张钧博 zjb13446@htsec.com
高 瑞 gr13547@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com