

投资评级 **买入** 调低

贝达药业：本土创新药企标杆

股票数据

6 个月内目标价 (元)	60.00
11 月 07 日收盘价 (元)	25.30
52 周股价波动 (元)	
总股本/流通 A 股 (百万股)	401/41
总市值/流通市值 (百万元)	10145/1037

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	29.4	26.4	19.2
市净率	10.3	7.8	5.5
市销率	11.09	10.09	7.52
EV/EBITDA	26.5	24.6	17.2
分红率 (%)	—	—	—

相关研究

《本土创新药企标杆，医保扩容带来增量市场》2016.10.28

市场表现

— N 贝达 — 海通综指

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)			
相对涨幅 (%)			

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:孙建
Tel:(021)23154170
Email:sj10968@htsec.com
证书:S0850516060002

投资要点：关注医保扩容、降价和仿制药上市可能存在的预期差

- 本土创新药企典范，拥有首个自主创新靶向抗癌药物埃克替尼。**贝达药业股份有限公司是一家由海归博士团队创办的以自主知识产权创新药物研究和开发为核心，集研发、生产、营销于一体的国家级高新制药企业。公司核心产品为国内首个自主创新靶向抗癌药物埃克替尼，用于治疗晚期非小细胞肺癌 EGFR 阳性患者。
- 疗效确切价格合理，埃克替尼市场份额33%，上半年同比增速超20%。**埃克替尼与吉非替尼的头对头临床试验已经充分证明疗效确切，凭借高性价比，2012年开始，埃克替尼销售额以年均31.32%高速增长，2015年达到9.15亿。从样本医院数据来看，吉非替尼和厄洛替尼的市场份额进入下降通道，埃克替尼凭借高性价比不断蚕食市场份额；截止2016年第二季度，埃克替尼市场占有率达到33%，同比增速超过20%。国内每年新发肺癌EGFR突变患者人数约24万，当前渗透率约20%左右，成长空间巨大。我们认为，埃克替尼有望凭借确切疗效和高性价比保持快速增长。
- 重点关注四个方面可能存在的预期差：1) 医保扩容有望大幅提升埃克替尼渗透率。**作为率先实现医保覆盖的浙江，以5%的人口完成总销售的20%，埃克替尼渗透率是国内其他地区的4-9倍。医保扩容后，增量市场有望超20亿。**2) 埃克替尼实际价格降幅有限。**基于PFS曲线近似计算，埃克替尼实际降价幅度为33%；以公司披露的赠药数据计算，实际降价可能被完全抵消。**3) 吉非替尼仿制药艾瑞可上市的影响可能延后。**我们认为：艾瑞可首先与原研药易瑞沙正面竞争，埃克替尼承受次要冲击；其次艾瑞可招标推广医保覆盖需要1到2年时间推进，埃克替尼领先一个身位。**4) 研发管线重点关注埃克替尼适应症拓展。**尽管公司后续研发产品多处于早期阶段，但是埃克替尼多个适应症拓展成功概率较大，有望引入胰腺癌、食道癌等增量市场。
- 盈利预测。**我们预计，公司 2016-2018 年营收分别为 10.05 亿、13.50 亿和 16.50 亿元；净利润分别为 3.84 亿、5.29 亿和 6.47 亿元；发行摊薄后 EPS 分别为 0.96、1.32、1.61 元。公司为本土创新药标杆企业，核心产品埃克替尼市场优势较大，品种储备也以创新药为主，参考可比公司估值情况，给予 2017 年 45 倍 PE 估值，买入评级，6 个月目标价 60 元。
- 风险提示。**1) 埃克替尼降价后，销售推广不达预期可能导致营收下滑；2) 未来吉非替尼仿制药上市可能对埃克替尼造成较大冲击；3) 公司后续新药研发进度不达预期。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	704.44	914.66	1005.00	1350.00	1650.00
(+/-)YoY(%)	46.54%	29.84%	9.88%	34.33%	22.22%
净利润(百万元)	269.29	345.30	384.11	529.20	646.80
(+/-)YoY(%)	50.95%	28.23%	11.24%	37.77%	22.22%
全面摊薄 EPS(元)	0.67	0.86	0.96	1.32	1.61
毛利率(%)	96.53%	96.94%	97.02%	97.00%	97.00%
净资产收益率(%)	50.31%	39.14%	29.38%	28.81%	26.04%

资料来源：公司年报 (2014-2015)，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. 贝达药业：本土创新药企标杆.....	6
1.1 海归创业，8 年打造国内首个自主创新靶向抗癌新药	6
1.2 股权结构.....	6
1.3 公司经营状况良好，毛利率为 A 股制药企业第一	7
1.4 海归学者创始人，深具研发基因	8
2. 埃克替尼疗效确切，市场份额不断提高	9
2.1 埃克替尼市场份额不断提高，形成三强争霸格局	9
2.2 临床试验是金标准：埃克替尼疗效确切.....	10
2.3 中国肺癌 EGFR-TKI 药物市场空间巨大	11
2.3.1 每年新发肺癌 EGFR 患者 24 万，EGFR-TKI 药物渗透率仍然很低	11
2.3.2 埃克替尼主要竞争对手：吉非替尼和厄洛替尼	13
3. 关注四个预期差，2017 年有望业绩爆发.....	14
3.1 医保覆盖将使埃克替尼渗透率大幅提升，潜在市场空间超 20 亿	15
3.1.1 已有 19 省将埃克替尼纳入医保范围	15
3.1.2 医保覆盖对埃克替尼渗透率提升起决定性作用，增量市场超 20 亿.....	15
3.1.3 医保纳入以新农合和大病保险为主，市场对支付能力存在预期差	16
1) 福建和新疆直接纳入城镇医保，2 省有望新增 2 亿市场空间	16
2) 新农合和大病保险支付能力可观	17
3.2 降价对埃克替尼影响存在预期差：实际收入并未腰斩	17
3.2.1 基于 PFS 曲线测算，降价后埃克替尼实际价格降低约 33%	17
3.2.2 基于招股书披露赠药数据测算，降价影响可能被抵消	18
3.2.3 埃克替尼销售敏感性分析，2017 年有望兑现以价换量.....	19
3.3 吉非替尼仿制药是最大威胁，实际影响可能延后	20
3.3.1 埃克替尼领先一个身位，短期仿制药冲击有望低于预期.....	20
3.3.2 埃克替尼成功较难复制，国内 me-too 式创新将迎变局	21
3.4 公司研发管线多处于早期，埃克替尼适应症拓展是亮点	23
4. 贝达药业新药研发管线剖析	24
4.1 新药储备丰富，未来有望逐渐形成梯队.....	24
4.1.1 多机制靶向药物搭配，抗肿瘤管线 3 个药物获批临床	24
1) X-396 (Ensartinib)：第二代间变性淋巴瘤激酶 (ALK) 抑制剂。	24
2) BPI-15086：EGFR-T790M 抑制剂	25
3) BPI-9016M：c-Met 抑制剂	25
4) BPI-7000：PARP 抑制剂	26

4.1.2 布局糖尿病、银屑病等	26
4.2 募投项目以创新药为主，埃克替尼适应症拓展是重点	27
5. 估值与盈利预测	27
6. 风险提示	27
财务报表分析和预测	28

图目录

图 1	贝达药业发展史	6
图 2	贝达药业股权结构.....	7
图 3	贝达药业营收净利润 (单位: 亿元)	7
图 4	贝达药业毛利率净利率	7
图 5	2016 上半年 A 股制药公司毛利率和净利率比较.....	8
图 6	贝达药业主要创始人丁列明与王印祥.....	8
图 7	贝达药业人员构成.....	9
图 8	2015 年贝达药业研发投入占比.....	9
图 9	埃克替尼销售额 (单位: 亿元)	9
图 10	埃克替尼占公司产品销售比例	9
图 11	埃克吉非厄洛样本销售额对比 (单位: 亿元)	9
图 12	埃克吉非厄洛市场份额占比 (单位: %)	10
图 13	ICOGEN 试验数据	10
图 14	埃克替尼和吉非替尼 ICOGEN 试验比较 (单位: 月)	11
图 15	埃克替尼和吉非替尼 ICOGEN 试验比较	11
图 16	ICOGEN 临床试验数据.....	11
图 17	非小细胞肺癌的的常见突变基因和频率	12
图 18	国内年新发各类癌症患者数量 (单位: 万人)	12
图 19	国内年新发 EGFR 突变肺癌患者测算.....	12
图 20	非小细胞肺癌 EGFR-TKI 药物销售合计 (单位: 亿元)	12
图 21	非小细胞肺癌 EGFR-TKI 药物价格对比	12
图 22	EGFR 信号通路.....	13
图 23	已上市非小细胞肺癌 EGFR-TKI 药物.....	13
图 24	厄洛吉非埃克临床试验对比.....	14
图 25	厄洛替尼和吉非替尼一线试验 PFS 对比 (单位: 月)	14
图 26	厄洛替尼 BR.21 试验 (单位: 月)	14
图 27	吉非替尼 ISEL 试验 (单位: 月)	14
图 28	埃克替尼季度样本销售额 (单位: 百万元)	15
图 29	埃克替尼医保纳入情况	15

图 30	埃克替尼地区销售拆分	16
图 31	埃克替尼各地区销售/人口比 (单位: 元/人)	16
图 32	埃克替尼理论市场空测算	16
图 33	新农合收入支出数据	17
图 34	降价对埃克替尼实际人均年费用影响分析	18
图 35	埃克替尼历年销售和赠药数据比较 (单位: 万片)	19
图 36	埃克替尼降价对公司影响分析	19
图 37	埃克替尼降价后部分收入推迟确认	20
图 38	埃克替尼 2017 年销售情况分析	20
图 39	埃克替尼持续领跑竞品, 短期市场冲击有限	21
图 40	埃克替尼分子结构	21
图 41	2015 年 DPP-4 抑制剂销售额 (单位: 亿美元)	22
图 42	DPP-4 抑制剂药物开发情况	23
图 43	厄洛替尼胰腺癌适应症临床数据和 NCCN 指南	24
图 44	贝达药业新药研发管线	24
图 45	ALK 信号通路及上市药物	25
图 46	EGFR-T790M 信号通路及上市药物	25
图 47	C-MET 信号通路及上市药物	26
图 48	贝达药业募投新药项目	27

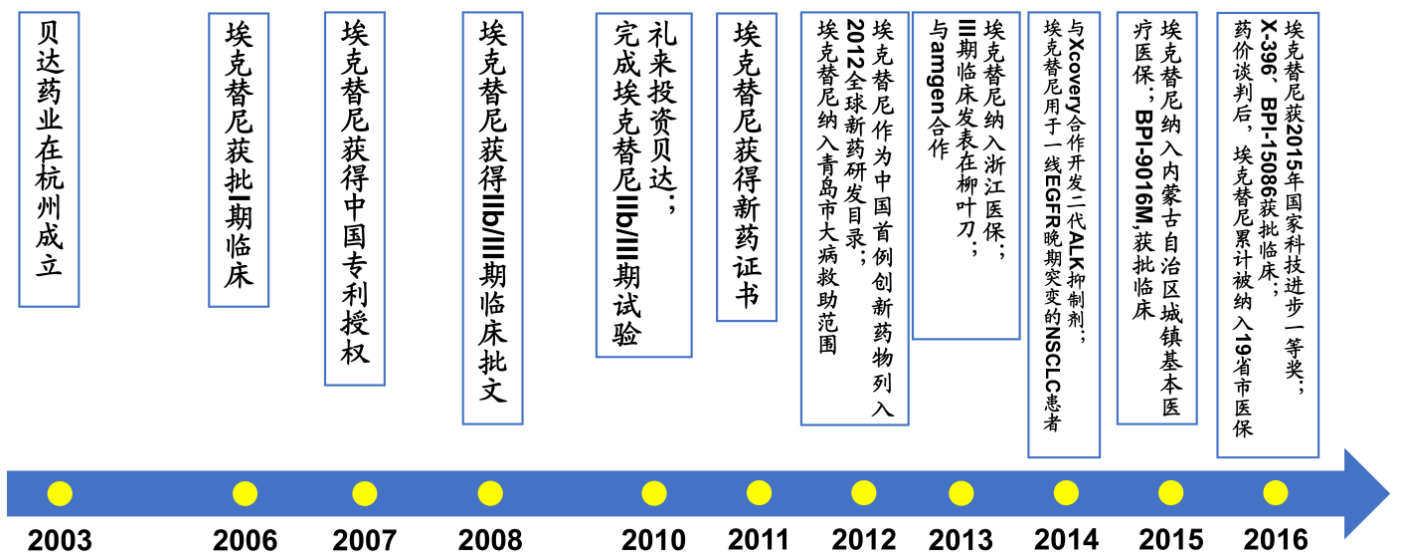
1. 贝达药业：本土创新药企标杆

1.1 海归创业，8 年打造国内首个自主创新靶向抗癌新药

贝达药业股份有限公司是一家由海归博士团队创办的以自主知识产权创新药物研究和开发为核心，集研发、生产、营销于一体的国家级高新制药企业。公司自 2003 年成立以来，始终致力于拥有自主知识产权的国家一类新药的研发和生产，针对的领域为恶性肿瘤、糖尿病、心脑血管等严重影响人们健康的疾病。

2003 年，贝达药业在杭州注册成立。2011 年，公司自主研发的国家一类新药盐酸埃克替尼（凯美纳）获国家食品药品监督管理局颁发的新药证书和生产批文，并于 8 月在北京人民大会堂上市。2012 年 7 月，作为中国首个创新药，凯美纳被纳入国际新药研发年度报告。2013 年 6 月获浙江省科学技术一等奖。2013 年 8 月，世界顶级杂志《柳叶刀 肿瘤篇》首次全文刊发凯美纳 3 期临床研究成果，编者按评价“埃克替尼开创了中国特色抗癌药研发的新纪元”（Icotinib: kick-starting the Chinese anticancer drug industry）。2014 年 11 月，埃克替尼用于晚期非小细胞肺癌的一线治疗获得国家食品药品监督管理局批准。2016 年 1 月，埃克替尼的研发及产业化成果入选 2015 年国家科技进步一等奖。

图1 贝达药业发展史

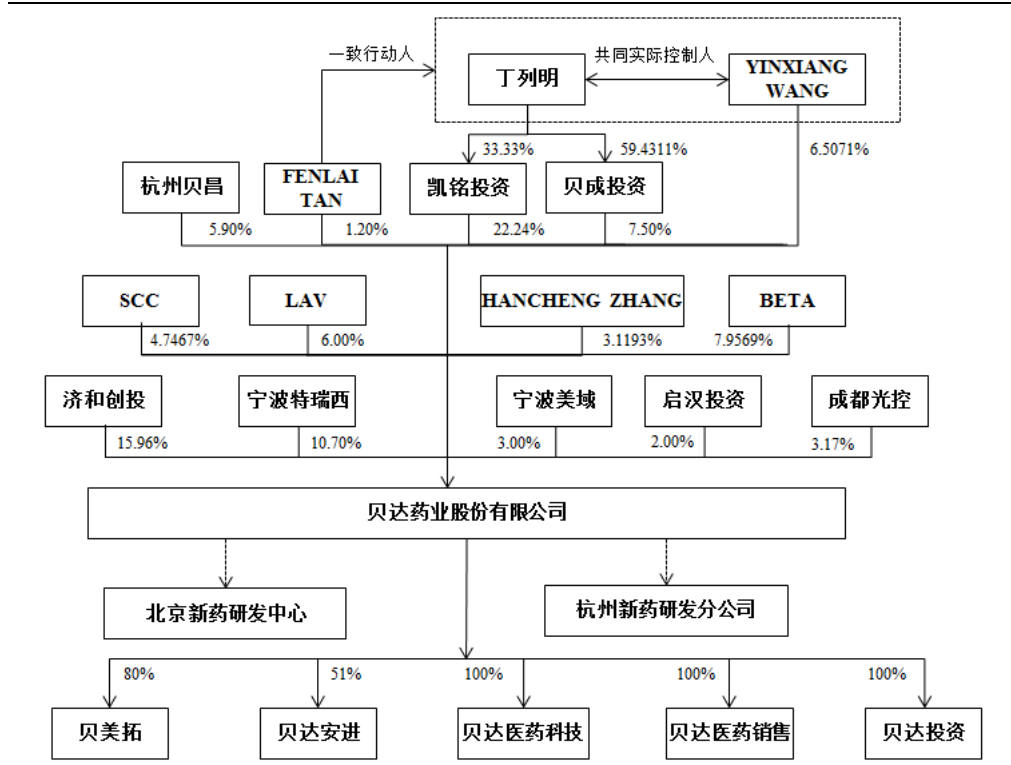


资料来源：贝达药业官网，海通证券研究所

1.2 股权结构

贝达药业的控股股东为凯铭投资、贝成投资和 YINXIANG WANG，其中，凯铭投资持有公司 22.2400% 的股份，贝成投资持有公司 7.5000% 的股份，YINXIANG WANG 持有公司 6.5071% 的股份。公司的实际控制人为自然人丁列明和 YINXIANG WANG，丁列明和 YINXIANG WANG 共同控制公司。丁列明通过凯铭投资和贝成投资间接控制公司 29.7400% 的股份、YINXIANG WANG 直接持有公司 6.5071% 的股份，同时，丁列明和 YINXIANG WANG 之一致行动人 FENLAI TAN 直接持有公司 1.2000% 的股份。因此，丁列明和 YINXIANG WANG 直接及间接持有及控制的公司股份比例合计为 37.4471%。

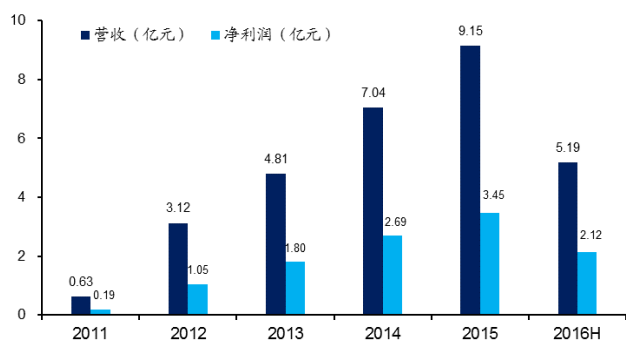
本次发行前，本公司总股本为 36,000 万股，公司本次发行股份不超过 4,000 万股，本次发行不涉及持股满三年的原有股东向投资者公开发售股份的情况。本次发行前后公司股本结构如下：

图2 贝达药业股权结构


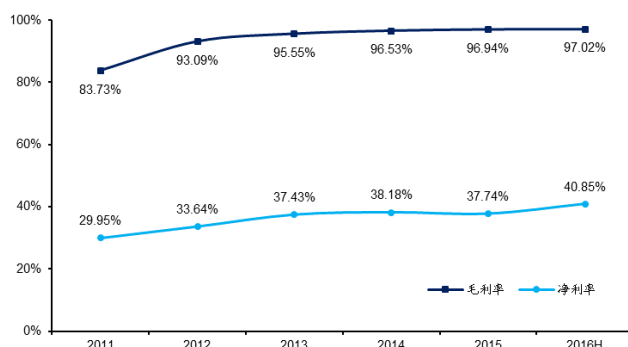
资料来源：贝达药业招股书，海通证券研究所

1.3 公司经营状况良好，毛利率为 A 股制药企业第一

2011 年，公司自主研发的国家 1 类新药埃克替尼（商品名称：“凯美纳”）获国家食品药品监督管理局颁发的新药证书和生产批文并开始上市销售，为公司的收入及利润带来了快速增长，并成为公司收入及利润的主要来源（2013-2015 年占营业收入比例均达到 98% 以上）。2013 年度至 2015 年度，公司主营业务收入分别达到 4.81 亿元、7.04 亿元及 9.15 亿元，年均复合增长率为 37.95%；公司实现归属母公司所有者净利润分别达到 1.80 亿元、2.71 亿元及 3.47 亿元，年均复合增长率达到 38.80%。

图3 贝达药业营收净利润（单位：亿元）


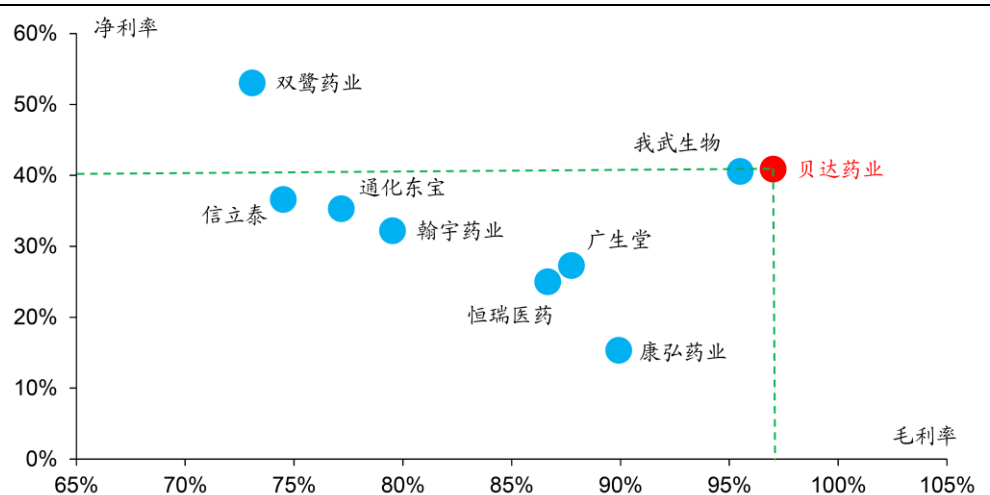
资料来源：贝达药业招股书，Wind，海通证券研究所

图4 贝达药业毛利率净利率


资料来源：贝达药业招股书，Wind，海通证券研究所

2013 年度、2014 年度和 2015 年度，公司综合毛利率分别为 95.55%、96.53% 和 96.94%。公司的综合毛利率较高，主要来自于埃克替尼的高毛利率。目前，公司已经是 A 股制药板块中毛利率最高的公司，净利率也位居最前列。

图5 2016 上半年 A 股制药公司毛利率和净利率比较



资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.4 海归学者创始人，深具研发基因

董事长兼首席执行官丁列明先生，医学博士，第十二届全国人大代表，美国病理执业医师，浙江大学实践导师，享受国务院特殊津贴。毕业于美国阿肯色大学医学院，2002 年底回国创办浙江贝达药业有限公司。2009 年入选国家级“千人计划”；2010 年获中国侨界创新人才奖；2011 年获“十一五”国家科技计划执行突出贡献奖；2012 年被推选为国家“千人计划”联谊会新药创制和产业化工作组组长、中国药学会常务理事，并获中国侨界创新团队贡献奖；2013 年荣获杭州市第三届杰出人才奖；2014 年荣获“第五届全国杰出专业技术人才”称号、“204 中国创新榜样”奖、2014“年度中国商业领袖”奖，并当选为中国药促会第十届副会长。

总裁兼首席科学家王印祥先生，博士，曾先后在美国耶鲁大学分子生物物理和生物化学从事博士后研究，2003 年回国创建浙江贝达药业有限公司北京新药研发中心。兼任中国医学科学院新药安全评估中心特聘教授。2006 年被聘为中国医学科学院中国协和医科大学新药安全评审研究中心特聘教授。2007 年入选杭州市新世纪“131”优秀中青年人才培养计划；2010 年获得杭州市特殊津贴；2011 年入选“杭州市全球引才‘521’计划”；2011 年被评为北京新区海外高层次人才；2012 年入选国家级“千人计划”。

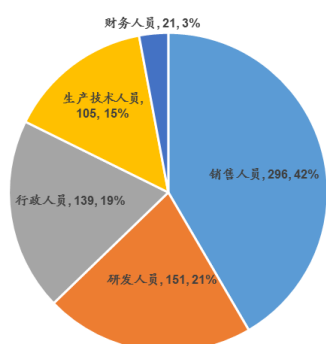
图6 贝达药业主要创始人丁列明与王印祥



资料来源: 贝达药业官网, 海通证券研究所

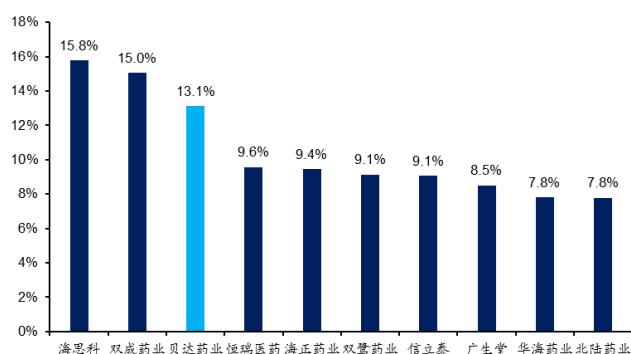
公司现有员工 800 余人，其中 151 名为新药研发人员，包括 10 余位留学归国博士，其中 6 位已入选国家级“千人计划”。2015 年公司研发费用为 1.20 亿元，占营收比例为 13.11%，位居 A 股上市制药公司第三。

图7 贝达药业人员构成



资料来源：贝达药业招股书，海通证券研究所

图8 2015年贝达药业研发投入占比



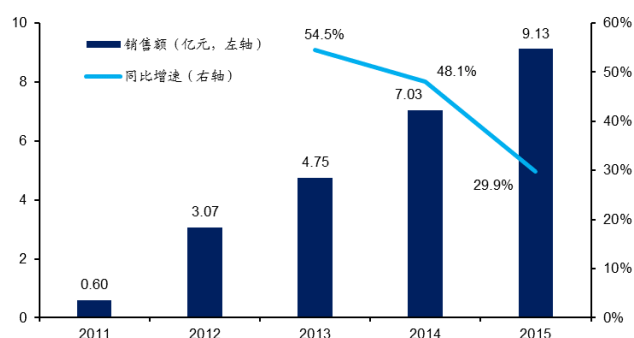
资料来源：Wind，贝达药业招股书，海通证券研究所

2. 埃克替尼疗效确切，市场份额不断提高

2.1 埃克替尼市场份额不断提高，形成三强争霸格局

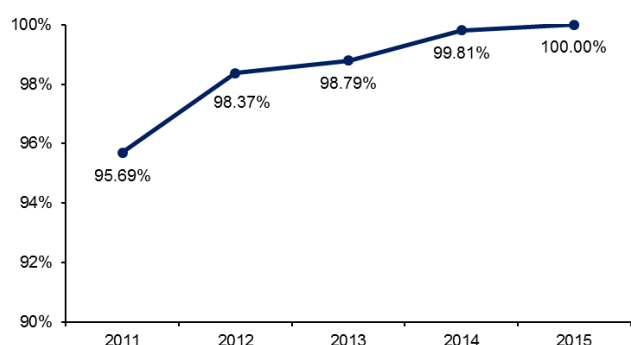
埃克替尼 2011 年上市后，销售收入高速增长，2015 年销售收入达到 9.13 亿。

图9 埃克替尼销售额（单位：亿元）



资料来源：贝达药业招股书，海通证券研究所

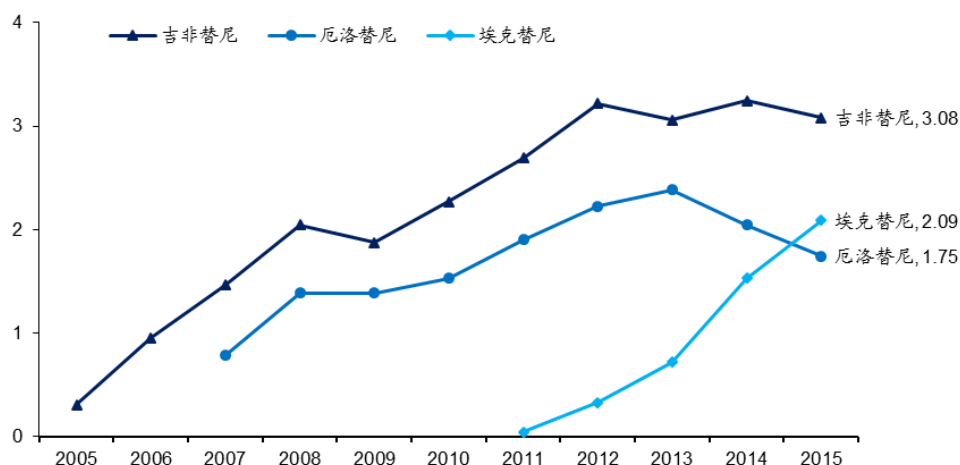
图10 埃克替尼占公司产品销售比例



资料来源：贝达药业招股书，海通证券研究所

当前，肺癌 EGFR 小分子抑制剂已经形成埃克替尼、吉非替尼和厄洛替尼三强争霸局面。

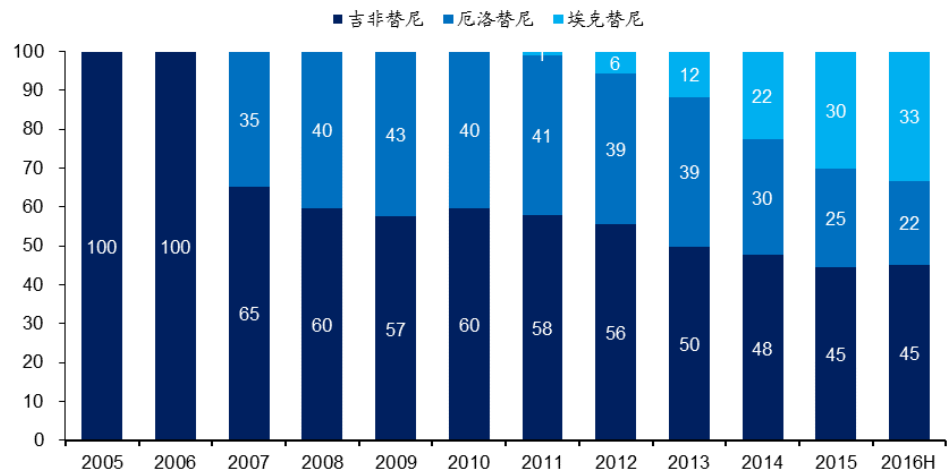
图11 埃克吉非厄洛样本销售额对比（单位：亿元）



资料来源：PDB，海通证券研究所

截止 2016 年第二季度，埃克替尼市场占有率达到了 33%，仍在不断蚕食吉非替尼和厄洛替尼的市场份额。

图12 埃克吉非厄洛市场份额占比 (单位: %)



资料来源: PDB, 海通证券研究所

2.2 临床试验是金标准: 埃克替尼疗效确切

贝达药业于 2009 年 2 月展开埃克替尼的 III 期临床试验 (ICOGEN), 使用埃克替尼与吉非替尼进行头对头随机双盲对照实验, 这也是全球第一个激酶抑制剂互为对照的注册 III 期临床试验。

ICOGEN 研究结果显示, 埃克替尼各亚组 PFS (无进展生存期, 主要治疗终点) 均非劣于吉非替尼, 中位 PFS 较吉非替尼组延长 34%。TTP (疾病进展时间, 次要治疗终点) 数据显示, 埃克替尼组显著优于吉非替尼组。其余次要治疗终点 OS (总生存期)、ORR (客观缓解率)、DCR (疾病控制率) 方面, 两者基本相当。另外, 不良反应发生率埃克替尼 (60.5%) 优于吉非替尼 (70.4%)。

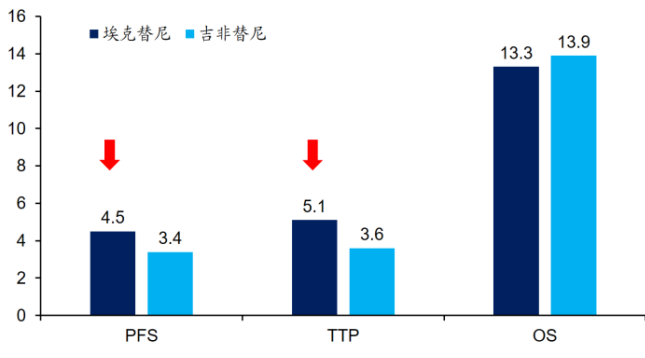
CONVINCE 研究是一项 III 期、开放随机、对照、多中心比较埃克替尼单药与培美曲塞/顺铂一线化疗后培美曲塞维持治疗 EGFR 敏感突变的晚期非小细胞肺癌的 III 期临床研究。结果显示, 埃克替尼治疗组的无进展生存期显著优于化疗组 (9.9 月 vs. 7.3 月)。同时, 埃克替尼组的客观有效率也显著高于化疗组 (64.8% vs. 33.8%)。埃克替尼组的不良反应显著低于化疗组 (70.3% vs. 88.3%)。

图13 ICOGEN 试验数据

药物	ICOGEN											DCR	一年总生存率
	PFS (月)			TTP (月)	OS (月)			ORR					
	FAS	突变	野生		FAS	突变	野生	FAS	突变	野生			
凯美纳	4.5	6.6	2.4	5.1	13.3	20.9	7.8	27.6%	59%	5.1%	75.4%	58.8%	
易瑞沙	3.4	5.3	2.2	3.6	13.9	20.2	6.9	27.2%	61%	3.1%	74.9%	58.2%	

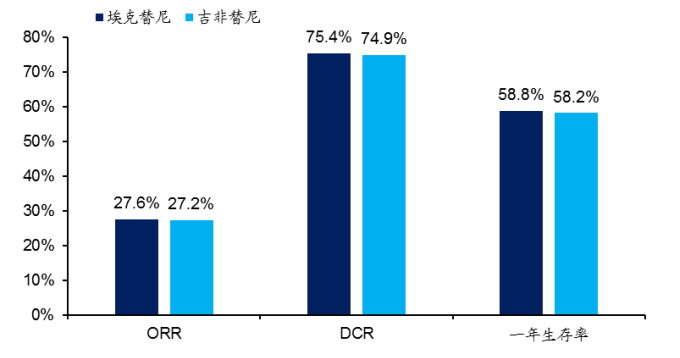
资料来源: The Lancet, 海通证券研究所

图14 埃克替尼和吉非替尼 ICOGEN 试验比较 (单位: 月)



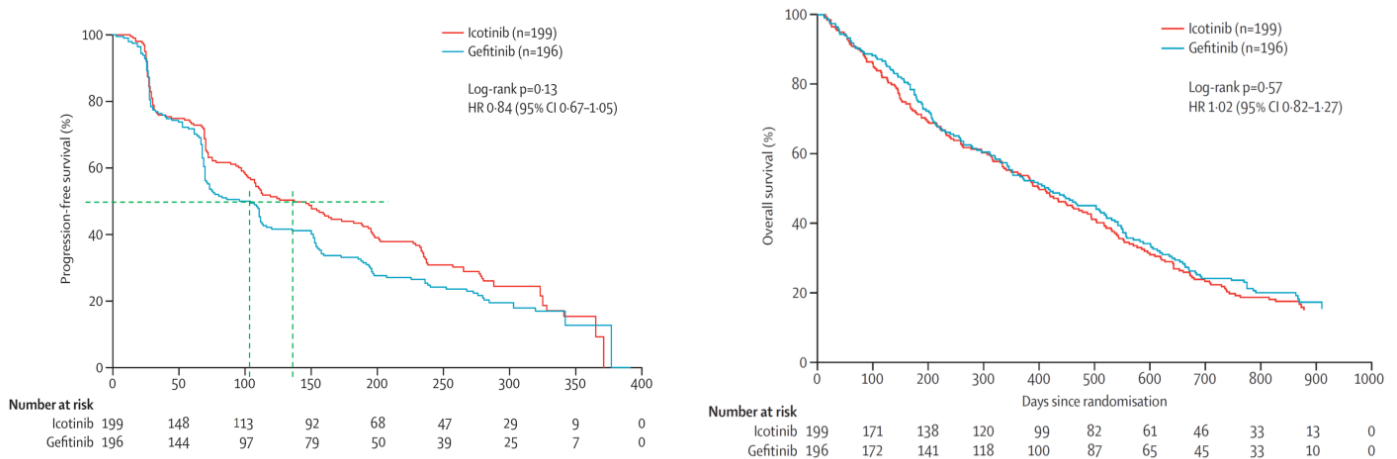
资料来源: The Lancet, 海通证券研究所

图15 埃克替尼和吉非替尼 ICOGEN 试验比较



资料来源: The Lancet, 海通证券研究所

图16 ICOGEN 临床试验数据



资料来源: The Lancet, 海通证券研究所

2.3 中国肺癌 EGFR-TKI 药物市场空间巨大

2.3.1 每年新发肺癌 EGFR 患者 24 万, EGFR-TKI 药物渗透率仍然很低

肺癌主要分为小细胞肺癌 (Small Cell Lung Cancer, SCLC) 和非小细胞肺癌 (Non-Small Cell Lung Cancer, NSCLC), 其中, 非小细胞肺癌约占肺癌总数的 80-85%, 按照不同的组织学类型可进一步分为鳞状细胞癌 (Squamous cell carcinoma)、腺癌 (Adenocarcinoma) 和大细胞癌。

MyCancerGenome 收集统计的非小细胞肺癌的常见突变基因和频率如下图所示。非小细胞肺癌 EGFR 突变的发生率在不同人种之间存在较大的差异。白人 NSCLC 患者中 EGFR 突变率为 10-15%, 而在亚洲 NSCLC 患者中, EGFR 突变率高达 40%。

(Molecular biology of lung cancer *J Thorac Dis* 2013;5(S5):S479-S490) 石远凯教授的 PIONEER 研究显示, 中国 NSCLC 患者中 EGFR 突变率高达 50.2%。(Shi YK, Li J, Zhang S, et al. Molecular Epidemiology of EGFR mutations in asian patients with advanced non-small-cell lung cancer of adenocarcinoma histology - Mainland China subset analysis of the PIONEER study. *PLoS One*, 2015, 10(11): e0143515.)

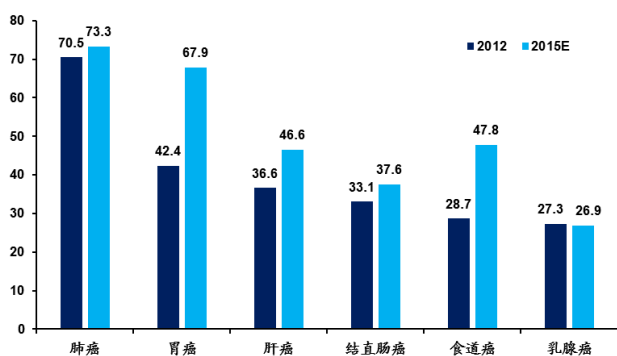
图17 非小细胞肺癌的常见突变基因和频率

基因分型	EGFR	KRAS	FGFR1	PTEN	ALK	DDR2	HER2	METa	BRAF	PIK3CA	AKT1	MEK1	NRAS	RET	ROS1a
改变方式	突变	突变	扩增	突变	重排	突变	突变	扩增	突变	突变	突变	突变	突变	重排	重排
频率	10-35%	15-25%	20%	4-8%	3-7%	~4%	2-4%	2-4%	1-3%	1-3%	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源: mycancergenome.org, 海通证券研究所

根据全国肿瘤登记中心主任陈万青教授的统计和预测, 2015 年中国肺癌患者预计新增 73.3 万例, 其中男性 50.9 万例, 女性 22.4 万例, 是国内第一大癌症。

综合以上流行病学数据, 国内每年新发肺癌 EGFR 突变患者人数约为 24 万人。

图18 国内年新发各类癌症患者数量 (单位: 万人)


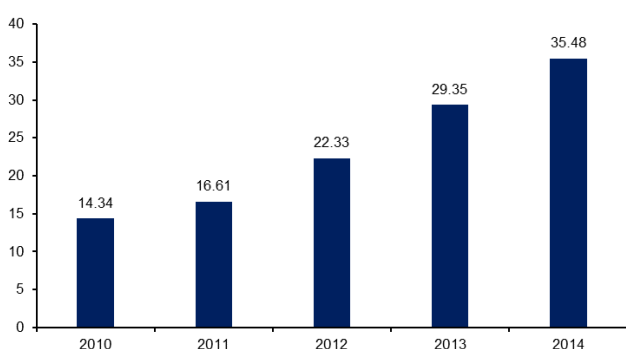
资料来源: Cancer Statistics in China, 2015, 海通证券研究所

图19 国内年新发 EGFR 突变肺癌患者测算


资料来源: Cancer Statistics in China, 2015, 海通证券研究所

根据米内网统计, 2015 年全国重点城市公立医院肺癌用药排名前十的药品销售金额总计 52 亿元, 估计整个肺癌用药市场规模约为 260 亿以上。其中, 埃克替尼、吉非替尼和厄洛替尼三个靶向药物在全国重点城市公立医院样本销售额总计 8 亿元, 2015 年销售合计约为 40 亿元。

考虑赠药情况, 以三个药物平均 8 万元左右的年费用计算, 40 亿元的销售仅治疗了 5 万人左右。相较于每年新发不低于 24 万人的 EGFR 阳性 NSCLC 患者群体, 渗透率约为 20%。

图20 非小细胞肺癌 EGFR-TKI 药物销售合计 (单位: 亿元)


资料来源: 贝达药业招股书, 海通证券研究所

图21 非小细胞肺癌 EGFR-TKI 药物价格对比

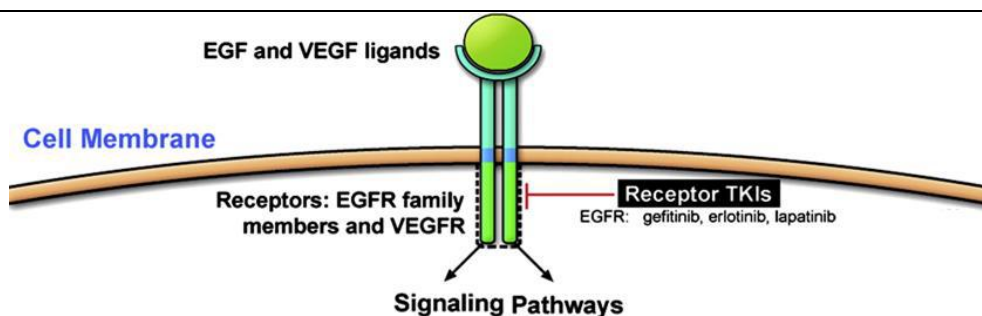
药物	价格 (元/盒)		规格	用法	月费用 (元)	
	降价前	降价后			降价前	降价后
埃克替尼	2850	1399	125mg X 21	一天三次	12214	5996
吉非替尼	4566	2358	250mg X10	一天一次	13698	7074
厄洛替尼	4519	3220	150mg X 7	一天一次	19367	13800

资料来源: 药智网, 海通证券研究所

2.3.2 埃克替尼主要竞争对手：吉非替尼和厄洛替尼

EGFR (Epidermal Growth Factor Receptor, 表皮生长因子受体) 是上皮生长因子 (EGF) 细胞增殖和信号传导的受体, 又叫 HER1 或者 ErbB1, 属于 ErbB 受体家族的一种。EGFR 位于细胞膜表面, 通过与配体 (包括 EGF 和 TGF- α) 结合来激活。激活后, EGFR 由单体转化为二聚体, 随后激活位于细胞内的激酶通路, 包括 Y992、Y1045、Y1068、Y1148 和 Y1173 等激活位点, 进而激活下游的 MAPK、AKT 和 JAK 等通路, 诱导细胞增殖。

图22 EGFR 信号通路



资料来源: Molecular Diagnostics of Lung Carcinomas, 海通证券研究所

TKI (tyrosine kinase inhibitor, 酪氨酸激酶抑制剂) 通过与 ATP 或底物竞争性结合胞内酪氨酸激酶催化区域, 阻断分子内酪氨酸的自身磷酸化, 阻断酪氨酸激酶活化, 阻止下游信号转导, 从而抑制细胞周期进程、加速细胞凋亡、抑制血管生成、抑制浸润和转移。

截止目前, 已经有 5 个非小细胞肺癌 EGFR-TKI 药物经 FDA 和 CFDA 批准上市。分别是吉非替尼、厄洛替尼、埃克替尼、阿法替尼和奥希替尼。

第一代 EGFR 抑制剂包括: 吉非替尼、厄洛替尼和埃克替尼, 均为可逆性 EGFR 抑制剂, 也是一线用药的直接竞争者。

第二代 EGFR 抑制剂包括: 阿法替尼, 是不可逆性 EGFR 抑制剂。其特点是分子中含有 Michael 受体, 与 EGFR 氨基酸残基 Cys797 或者 Cys773 形成共价作用, 能克服双突变 EGFR 与 ATP 结合的能力。

第三代 EGFR 抑制剂包括: 奥希替尼, 是不可逆性 EGFR 抑制剂, 用于 EGFR T790M 突变阳性的转移性非小细胞肺癌。

图23 已上市非小细胞肺癌 EGFR-TKI 药物

英文名	中文名	公司	获批时间	适应症
Gefitinib	吉非替尼	阿斯利康	2002	非小细胞肺癌
Erlotinib	厄洛替尼	罗氏	2004	非小细胞肺癌
Icotinib	埃克替尼	贝达	2011	非小细胞肺癌
Afatinib	阿法替尼	勃林格殷格翰	2013	非小细胞肺癌、乳腺癌
Osimertinib	奥希替尼	阿斯利康	2015	非小细胞肺癌

资料来源: AZ, BI, Roche, 贝达药业招股书, 海通证券研究所

吉非替尼 (商品名: 易瑞沙) 由阿斯利康公司研发, 是最早进入临床试验的口服选择性 EGFR 酪氨酸激酶抑制剂, 也是第一个用于实体瘤治疗的针对特定靶点的小分子酪氨酸激酶抑制剂。2002 年首次于日本上市, 2003 年 10 月被 FDA 批准单药用于铂类和紫杉醇化疗无效的晚期 NSCLC, 2005 年 2 月在中国上市。

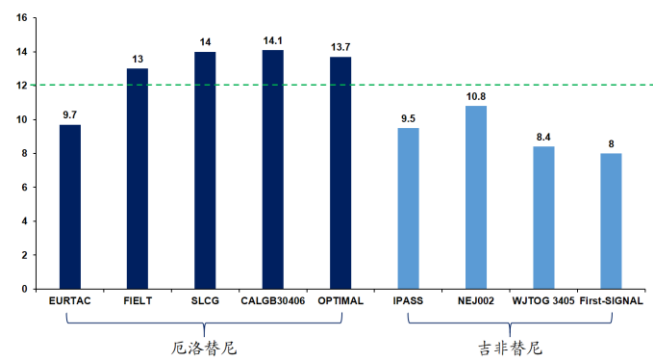
厄洛替尼 (商品名: 特罗凯) 由 OSI、Roche 和 Genentech 联合研发, 2004 年经美国 FDA 批准上市。

多项一线临床试验数据显示厄洛替尼疗效优于吉非替尼。厄洛替尼和吉非替尼均进行了多项临床试验, 涵盖了一线治疗、维持治疗和二线治疗; 但并未进行头对头试验。而埃克替尼只进行了一项二线治疗, 与吉非替尼进行头对头比较。厄洛替尼多项试验结果中, 治疗组的 PFS 均超过了 12 个月, 显示出较吉非替尼更好的疗效。

图24 厄洛吉非埃克临床对比

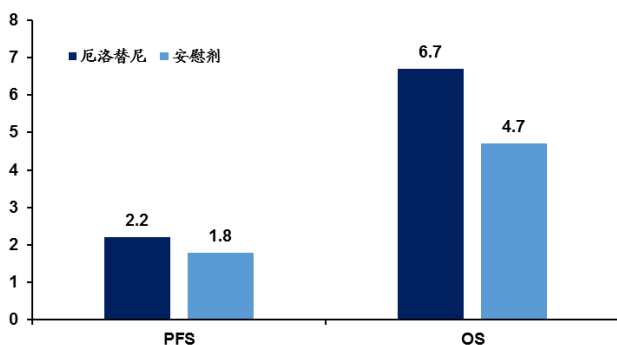
	厄洛替尼	吉非替尼	埃克替尼
一线治疗	OPTIMAL	IPASS	CONVINCE
	EURTAC	NEJ002	
	TORCH	WJTOG 3405	
	FIELT	First-SIGNAL	
	CALGB30406		
维持治疗	SLCG		
二线治疗	SATURN	INFORM	
	BR.21	ISEL	
	TITAN	INTEREST	ICOGEN
		V-15-32	

资料来源: 罗氏制药, 阿斯利康制药, 贝达药业招股书, 海通证券研究所

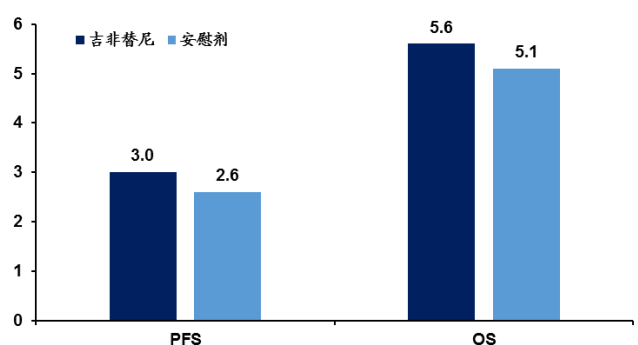
图25 厄洛替尼和吉非替尼一线试验 PFS 对比 (单位: 月)


资料来源: 罗氏制药, 阿斯利康制药, 海通证券研究所

二线临床试验数据显示厄洛替尼优于吉非替尼, 吉非替尼在亚洲组效果较好。吉非替尼 ISEL 试验结果显示, 在 1692 例非小细胞肺癌患者里, 吉非替尼与安慰剂进行了比较。中位生存期没有显著差异, 吉非替尼组为 5.6 个月, 安慰剂组为 5.1 月。然而, 亚组分析显示, 在亚裔患者 (n = 342) 中, 吉非替尼疗效显著, 吉非替尼组中位生存期为 9.5 月, 安慰剂组中位生存期为 5.5 月。厄洛替尼 BR.21 研究中, 厄洛替尼组中位生存期为 6.7 个月, 安慰剂组为 4.7 个月, 显示出优于吉非替尼的效果。

图26 厄洛替尼 BR.21 试验 (单位: 月)


资料来源: 罗氏制药公司, 海通证券研究所

图27 吉非替尼 ISEL 试验 (单位: 月)


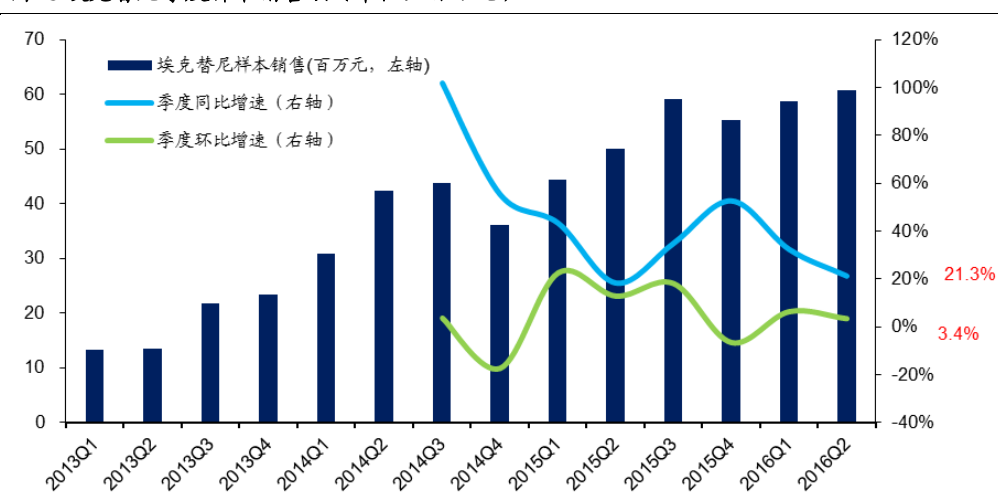
资料来源: 阿斯利康制药公司, 海通证券研究所

3. 关注四个预期差, 2017 年有望业绩爆发

2016 年以来, 埃克替尼的季度销售同比增速从过去 50-100% 的高速增长下滑到了 20% 左右。预计随着销售金额基数的增大以及渗透率进入阶段性平台期, 埃克替尼销售增速可能维持在这一水平。同时, 药价谈判降幅超过 50%, 也使市场产生了疑虑, 埃克替尼是否还能拥有持续增长的潜力?

我们的答案是肯定的。

图28 埃克替尼季度样本销售额 (单位: 百万元)



资料来源: PDB, 海通证券研究所

3.1 医保覆盖将使埃克替尼渗透率大幅提升, 潜在市场空间超 20 亿

3.1.1 已有 19 省将埃克替尼纳入医保范围

截止 2016 年 10 月 14 日, 已经有 19 个省 (自治区、直辖市) 将埃克替尼纳入医保范围, 此外青岛市和深圳均将埃克替尼纳入大病保险, 甘肃省纳入了省直医保和铁路局特药医保、解放军总后勤部纳入了军免用药目录。2016 年 10 月 14 日, 卫计委会同财政部办公厅发布《关于做好国家谈判药品与新型农村合作医疗报销政策衔接的通知》, 要求各地积极行动, 力争在 2016 年 10 月底前将国家谈判药品纳入新农合报销药物目录。预计埃克替尼医保纳入将提速。

图29 埃克替尼医保纳入情况

保险类型	云南	海南	广西	辽宁	江西	贵州	黑龙江	江苏	陕西	山西	安徽	北京	新疆	吉林	河南	浙江	福建	内蒙古	湖南	青岛	深圳
城镇职工													■			■	■	■			
城镇居民													■			■	■	■			
新农合	■	■	■	■	■	■	■					■	■	■		■	■				
大病保险	■	■		■	■			■	■	■	■			■	■				■	■	■

资料来源: 卫计委, 截止 10 月 14 日, 青色为城镇医保, 海通证券研究所

3.1.2 医保覆盖对埃克替尼渗透率提升起决定性作用, 增量市场超 20 亿

浙江埃克替尼渗透率是其他地区的 4 到 9 倍, 占总销售额的 20%。根据公司招股书披露, 按照四大销售地区对埃克替尼销售额进行拆分。(其中东区包括上海、江苏等 5 省市; 北区包括北京、天津、吉林等 14 省市; 南区包括广东、河南、重庆等 10 省市。)按国家统计局

2010 年人口普查计算，浙江省人口为 5443 万人，占总人口比例 4.09%，2015 年销售为 18388 万元，占总销售额的 20.10%。医保覆盖对埃克替尼渗透率提升起到关键作用。

图30 埃克替尼地区销售拆分

地区	人口 (万人)	人口比重	2013		2014		2015	
			销售额 (万元)	比重	销售额 (万元)	比重	销售额 (万元)	比重
东区 (5)	24264	18.25%	11529	23.99%	14523	20.62%	19269	21.07%
北区 (14)	46678	35.10%	17124	35.63%	24240	34.41%	31615	34.38%
浙江 (1)	5443	4.09%	8016	16.68%	14063	19.97%	18388	20.10%
南区 (10)	56596	42.56%	11394	23.71%	17610	25.00%	22188	24.26%
合计 (30, 除西藏)	132981	100.00%	48063	100.00%	70436	100.00%	91459	100.00%

资料来源：贝达药业招股书，国家统计局，海通证券研究所

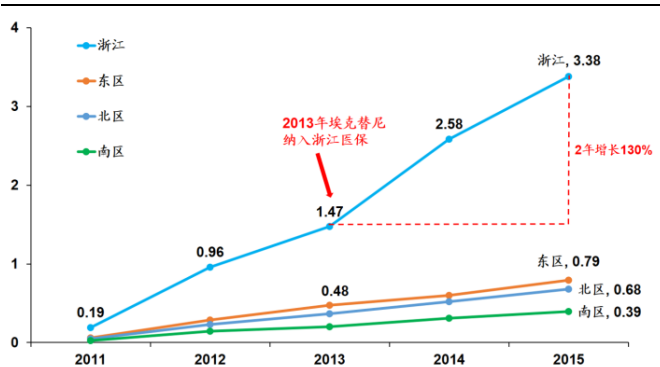
不考虑各地区肺癌发病率差异，用销售额对人口数量进行平均得到销售/人口比，可以作为测算该地区埃克替尼渗透率的参考（成正比）。2013 年，浙江省率先将埃克替尼纳入医保支付范围。2015 年，浙江省销售/人口比为 3.38 元/人，两年增长 130%，增速远超出其余地区水平，而且是在高渗透率的基础上的高速增长；而人口最多的南区（包括广东、河南），2015 年，销售/人口比仅为 0.39 元/人，渗透率仅为浙江省的 11.5%。

假设一：以埃克替尼在浙江市场的渗透率的替代指标 3.38 元/人计算

假设二：假设三个品种市场格局不变

埃克替尼的潜在市场空间能达到 45 亿元，即使以降价一半后计算，理论增量市场空间也将超过 20 亿元。

目前，已经有吉林、湖北、山西、黑龙江、陕西、广西、江西和青海等 8 个省份按照新价格完成了埃克替尼招标，中标价均为 1399 元每盒（21 粒）。仅这 8 个省人口合计就达到 2.92 亿，是浙江人口的 5.4 倍。也就是说，渗透率每提高一个百分点，将带来 5 倍于浙江省的相应增量市场。

图31 埃克替尼各地区销售/人口比 (单位: 元/人)


资料来源：贝达药业招股书，国家统计局，海通证券研究所

图32 埃克替尼理论市场空间测算

地区	人口 (万人)	市场空间 (万元)
东区	24264	81975
北区	46678	157697
浙江	5443	18388
南区	56596	191206
合计	132981	449265

资料来源：国家统计局，海通证券研究所

3.1.3 医保纳入以新农合和大病保险为主，市场对支付能力存在预期差

1) 福建和新疆直接纳入城镇医保，2 省有望新增 2 亿市场空间

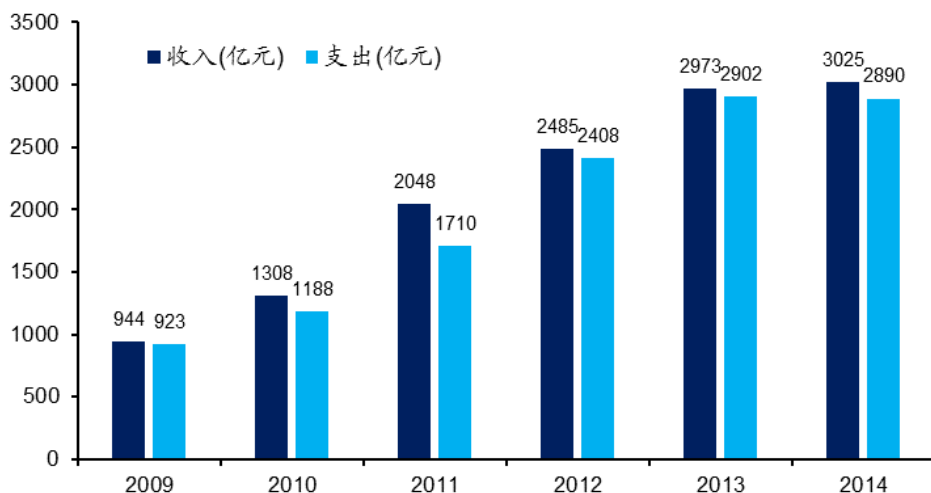
药价谈判后，福建和新疆将埃克替尼直接纳入了城镇职工医保和城镇居民医保，福

建人口 3689 万、新疆人口 2182 万，合计新增覆盖人口 5871 万人，略高于浙江人口。如果未来能达到浙江省的渗透率，仅此 2 省就有望新增约 2 亿元 (3.38 X 5871 万，以降价前的销售数据计算) 的市场空间。随着医保纳入提速，未来纳入城镇职工和居民医保的省市将不断增加，市场空间将不断拓展。

2) 新农合和大病保险支付能力可观

新农合也即新型农村合作医疗，是指由政府组织、引导、支持，农民自愿参加，个人、集体和政府多方筹资，以大病统筹为主的农民医疗互助共济制度。采取个人缴费、集体扶持和政府资助的方式筹集资金。2014 年，新农合收入为 3025 亿元，支出为 2890 亿元，规模相对可观。

图33 新农合收入支出数据



资料来源：卫生统计年鉴，海通证券研究所

城乡居民大病保险从 2012 年开始在全国范围内试点，到 2015 年，国务院决定在全国城乡全面实施大病保险制度。

根据国务院新闻办公室于 2016 年 10 月 19 日发布会上中国保监会副主席黄洪的介绍，截止 2016 年 9 月，大病保险已经覆盖全国城乡，为全国 10.5 亿城乡居民提供了大病保险保障。(覆盖人群主要是除公务员、军人和企业职工三类之外的农民和城市居民，包括学生在内，都参加了城乡居民大病保险，合计约 10.5 亿人。)

其中，保险公司承办的大病保险覆盖了 9.2 亿人口，占大病保险覆盖人群的 87.6%。2015 年，保险公司承办大病保险的保费收入及受托的管理基金总共为 258.64 亿元，赔付支出 246.85 亿元，赔付比例达到 95% 左右。2015 年向商业保险公司投保的大病保险保费是人均 28 块钱，人均平均报销 7138 块钱，最高报销额达到了 111.6 万。

3.2 降价对埃克替尼影响存在预期差：实际收入并未腰斩

降价后，埃克替尼性价比仍然最高。2016 年，5 月 20 日，经过半年谈判，卫计委等 7 个部门联合印发《关于做好国家谈判药品集中采购的通知》，并同时公布了首批国家药品价格谈判结果，最终的谈判品种包括了慢性乙肝一线治疗药物替诺福韦酯，非小细胞肺癌靶向治疗药物埃克替尼和吉非替尼。在价格方面，替诺福韦酯、埃克替尼、吉非替尼 3 种谈判药品降价幅度分别为 67%、54%、55%。厄洛替尼尽管退出了药价谈判，但 8 月 25 日罗氏宣布降价 30%。查询最新招标数据，埃克替尼、吉非替尼、厄洛替尼的月均费用分别为：5996 元、7074 元、13800 元。

3.2.1 基于 PFS 曲线测算，降价后埃克替尼实际价格降低约 33%

2011 年 8 月，贝达药业启动了 IV 期临床研究用药项目，预计将持续至 2016 年下半年。在连续自费使用埃克替尼 6 个月之后，可按照 RECIST 标准评估疗效。如判定为缓解或稳定，并通过中国医药工业科研开发促进会埃克替尼后续免费用药项目办公室审核，将可获得埃克替尼后续免费用药。自埃克替尼上市以来，截至 2015 年 12 月 31 日，累计已有 27175 例患者在购买和使用埃克替尼满 6 个月后进入免费研究用药阶段。

降价后，免费用药政策由原先“连续购买使用埃克替尼 6 个月（相当于 26 盒埃克替尼）之后，如判定为缓解或稳定，可获得埃克替尼后续免费用药，直至病情进展、或出现不可耐受的不良反应”调整为“连续购买使用埃克替尼 12 个月（相当于 52 盒埃克替尼）之后，如判定为缓解或稳定，可获得埃克替尼后续免费用药，直至病情进展、或出现不可耐受的不良反应”。

根据 ICOGEN 试验 PFS 数据：埃克替尼针对全体患者的 6 个月无进展生存率约为 42%；12 个月无进展生存率小于 5%，近似为取消免费赠药计算。

降价前患者平均年费用约为 46131 元。降价前埃克替尼中标价每盒*21 粒约为 2800 元（根据药智网数据，各省中标价格落在 2700-2900 元之间，以平均数计算），日费用约 400 元（每日 3 粒）；PFS 超过 6 个月免费赠药；根据 ICOGEN 试验数据，按照每 50 天算术平均 PFS 人数近似计算当期费用。

降价后患者平均年费用约为 30563 元。降价后埃克替尼中标价每盒*21 粒为 1399 元（根据药智网数据，最新招标 8 个省份的价格均为 1399 元），日费用为 200 元（每日 3 粒）；取消免费赠药；根据 ICOGEN 试验数据，按照每 50 天算术平均 PFS 人数近似计算当期费用。

单人费用下降至降价前的 66.2%。假设公司覆盖患者人群不再变化，实际销售额将变为过去的 $66.2\% = 30563/46131$ 。因此，公司需要较过去多覆盖 50% 的患者，才能填补降价损失。

图34 降价对埃克替尼实际人均年费用影响分析

时间 (天)	PFS 患者数 (人)	算术平均 PFS 患者数 (人)	降价前当期费用 (元)	降价后当期费用 (元)
0	199	算术平均 PFS 人数 X 当期天数 X 日费用		
50	148	173.5	3470000	1735000
100	113	130.5	2610000	1305000
150	92	102.5	2050000	1025000
180	83	87.5	1050000	525000
200	68	75.5	0	302000
250	47	57.5	0	575000
300	29	38	0	380000
350	9	19	0	190000
400	0	4.5	0	45000
199 位患者合计 (元/年)			9180000	6082000
人均年费用 (元/年)			46131	30563

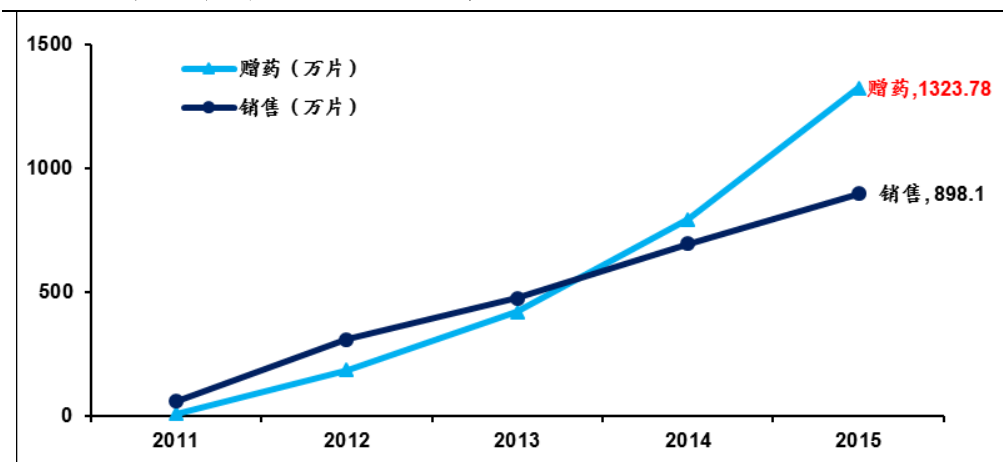
资料来源：贝达药业招股书，The Lancet，标红为 6 个月 PFS 数据近似计算，药智网，海通证券研究所

3.2.2 基于招股书披露赠药数据测算，降价影响可能被抵消

公司招股书中披露了历年的销售和赠药的详细数据。2015 全年，公司共销售埃克替

尼 898.10 万片，而参与 IV 期临床研究免费用药的数量达到了 1323.78 万片，免费赠药数量超过收费销售数量。这就意味着，尽管药价减半，但取消赠药后埃克替尼的收费销售数量可能翻倍，实际平均用药费用与降价前基本持平，甚至高于降价前。

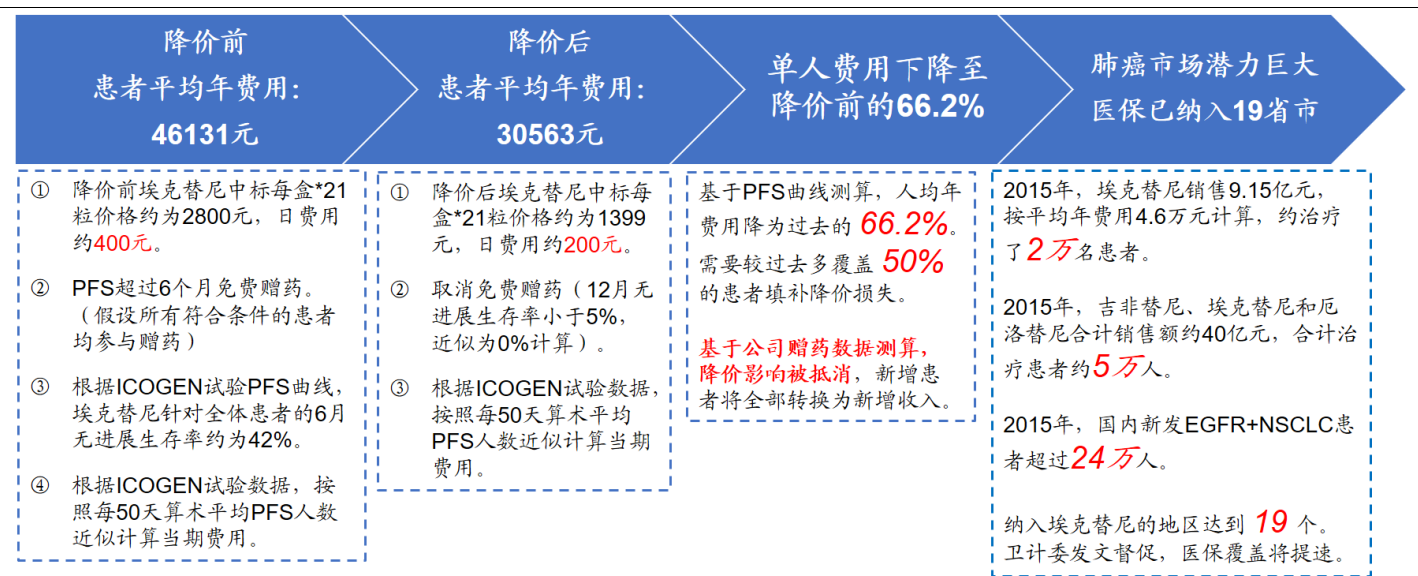
图35 埃克替尼历年销售和赠药数据比较 (单位: 万片)



资料来源: 贝达药业招股书, 海通证券研究所

2015 年, 埃克替尼销售 9.15 亿元, 按所有治疗患者平均年费用 4.6 万元计算, 约治疗了 2 万名患者。2015 年, 吉非替尼、埃克替尼和厄洛替尼合计销售额约 40 亿元, 合计治疗患者约 5 万人左右。2015 年, 国内每年新发 EGFR 阳性非小细胞肺癌患者超过 24 万人。潜在患者数量巨大, 为 10 万级别。

图36 埃克替尼降价对公司影响分析



资料来源: 贝达药业招股书, PDB, 药智网, 海通证券研究所

3.2.3 埃克替尼销售敏感性分析, 2017 年有望兑现以价换量

降价前, 埃克替尼的人均年费用为 46131 元, 销售收入主要产生于患者接受治疗的前 6 个月, 后续的时间要么符合无进展免费赠药, 要么处于进展期不再继续服药, 不会产生费用。

降价后, 埃克替尼的人均年费用为 30563 元, 取消赠药后, 销售收入将持续产生, 前 6 个月约为 23065 元, 占比 75%; 后 6 个月为 7498 元, 占比 25%。也就是说, 降价后, 埃克替尼销售收入的 4 分之 1 将推迟 6 个月确认。

图37 埃克替尼降价后部分收入推迟确认

人均年费用 (元/年)	降价前		降价后	
	前6个月	后6个月	前6个月	后6个月
	46131	0	23065	7498

资料来源：海通证券研究所

由于 2016 年下半年是公司首次采用新的收费方式，这将导致，2016 年下半年接受埃克替尼患者的费用为 2015 年的一半，其余部分收入，将推迟到 2017 年上半年产生，从而对公司 2016 年下半年的业绩造成一定冲击。

我们对埃克替尼 2017 年的销售情况进行敏感性分析。

条件一：2016 年上半年，公司以降价前收入方式保持 20% 的增速，接受埃克替尼治疗患者人数约 12000 人。

条件二：2016 年下半年开始，全部转变为降价后方式，考虑到医保扩容处于起步阶段，预计接受埃克替尼治疗患者人数约 15000 人。

条件三：2017 年，医保覆盖逐步完成，预计上半年接受埃克替尼治疗患者人数约 20000 人，下半年将增加到 25000 人。

条件四：2017 年，齐鲁吉非替尼仿制药刚上市，招标、推广以及首先与吉非替尼正面竞争，假设对埃克替尼影响较小。

根据下表测算，公司 2016 年收入约为 9.23 亿元，基本与 2015 年持平。2017 年全年，公司营收有望达到 13 亿元，重回 40% 左右的高速增长通道。我们预计，2017 年将是公司的业绩大年，一方面由于医保覆盖导致渗透率提升，一方面由于新收费方式造成 2016 年下半年的相对业绩低点。

图38 埃克替尼 2017 年销售情况分析

	预计患者数 (人)	费用方式	当期确认 (元)	推迟确认 (元)	合计营收 (亿元)
2015	20000	降价前	46131 X 20000	0	9.16
2016H1E	12000	降价前	46131 X 12000	0	5.54
2016H2E	15000	降价后	23065 X 15000	0	3.69
2017H1E	20000	降价后	23065 X 20000	7498 X 15000	5.74
2017H2E	25000	降价后	23065 X 25000	7498 X 20000	7.26

资料来源：海通证券研究所

密切关注 2016 年第四季度埃克替尼销售情况，初步验证以价换量逻辑。截至 10 月 14 日已经纳入埃克替尼的地区 19 个，短期内医保覆盖还将加速。我们认为，随着埃克替尼渗透率提高，公司业绩有望迎来高速增长。

3.3 吉非替尼仿制药是最大威胁，实际影响可能延后

3.3.1 埃克替尼领先一个身位，短期仿制药冲击有望低于预期

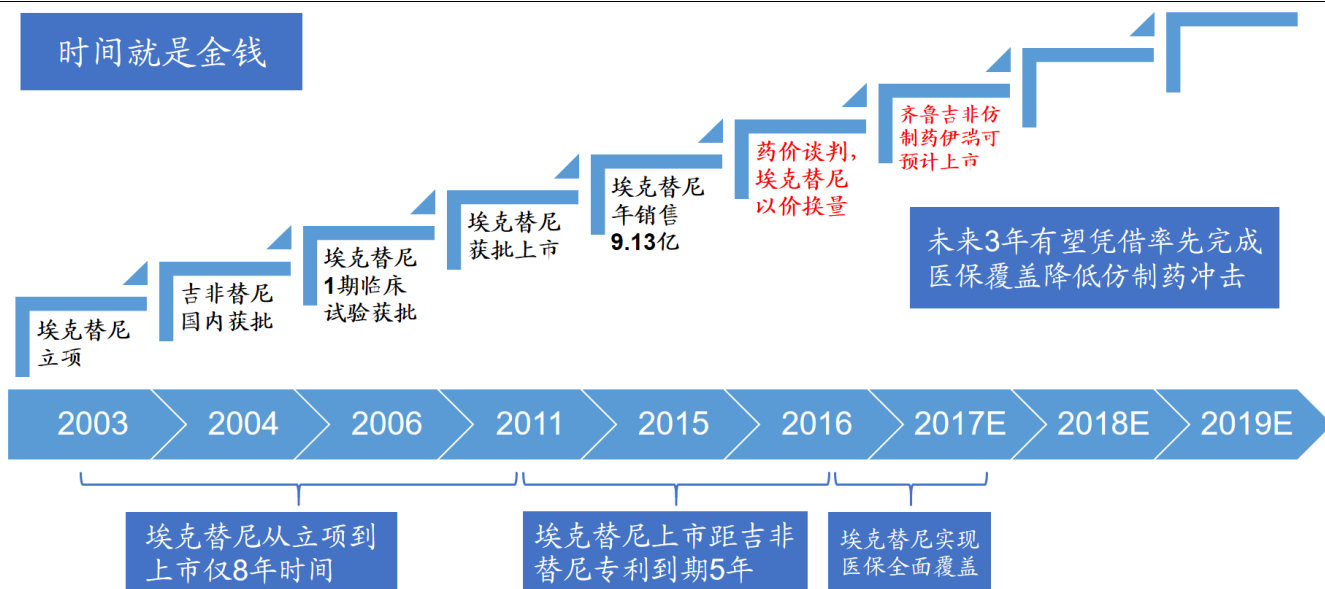
埃克替尼的两个主要竞争对手吉非替尼和埃克替尼的化合物专利均已过期。吉非替尼专利于 2016 年 4 月 23 日到期，有 25 家企业申请仿制，其中齐鲁制药取得了优先审评的资格。厄洛替尼化合物专利已于 2016 年 3 月 28 日到期，目前有 28 家企业申请仿制，其中齐鲁制药于 2015 年 8 月最早取得临床批件。

目前齐鲁制药的吉非替尼仿制药（商品名：艾瑞可）处于生产报批阶段，预计将于 2016 年底到 2017 年上半年获批，也是短期内可能对埃克替尼市场产生较大冲击的品种。

埃克替尼时间红利有望持续，医保率先覆盖降低竞品冲击。在美国市场，原研药专利过期仿制药会以低价迅速跟进；但在国内市场，招标进度、支付方式、品牌、质量等因素导致仿制药对原研的替代速度相对较慢。考虑到齐鲁艾瑞可上市后，医保纳入和市场推广需要 1 到 2 年时间，而达到销售峰值也需要一定的时间，因此，我们判断埃克替尼受吉非替尼仿制药的直接冲击可能延迟到 2018 年。

实际上，市场冲击更大的是吉非替尼原研药易瑞沙，埃克替尼将承担间接影响。同时，埃克替尼有望在 2017 年上半年甚至 2016 年底率先完成全国范围的医保覆盖，继续保持市场优势地位。建议密切关注市场对仿制药冲击可能存在的预期差。

图39 埃克替尼持续领跑竞品，短期市场冲击有限

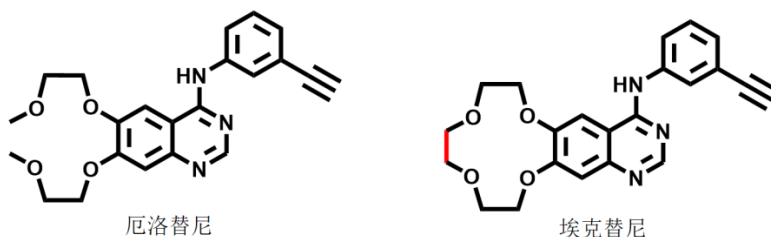


资料来源：贝达药业招股书，海通证券研究所

3.3.2 埃克替尼成功较难复制，国内 me-too 式创新将迎变局

埃克替尼是一个典型的 Me-Too 创新药，通过简洁的结构修饰形成环醚成功避开了厄洛替尼的专利。目前，国内绝大多数在研的创新药均属于 Me-Too 的范畴。

图40 埃克替尼分子结构



资料来源：贝达药业招股书，海通证券研究所

埃克替尼能够获得成功，主要有 3 个原因。

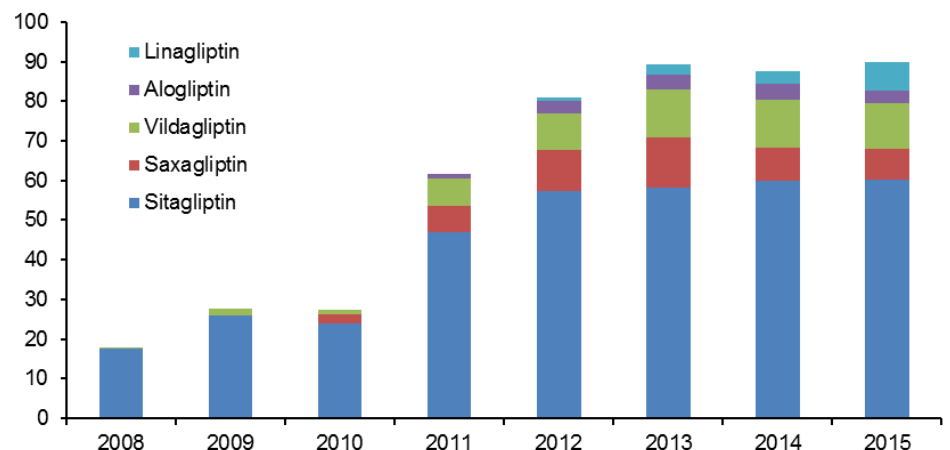
- **研发速度较快，享受到时间红利：**2003 年申报专利、2006 年开始临床、2011 年获批上市，距离吉非替尼专利过期还有 5 年时间。
- **临床试验非劣于吉非替尼：**头对头试验结果证明临床疗效确切，低价策略自然能够奏效。
- **国家对自主创新药的政策性扶持：**临床和生产报批一年内即获批；浙江医保率先纳入。

我们认为：埃克替尼的成功较难复制，未来国内 me-too 式创新将迎来变局。

Me-too 式创新是指通过对被验证靶点有活性的化合物的结构进行修饰改造从而规避专利的创新模式。这种模式在制药产业已经是一个非常成熟的技术，投入较低、不确定性和未知的风险相对较少。

在成熟的欧美制药市场，疗效没有显著改善的 me-too 药物的商业价值远低于首创新药。以 DPP-4 抑制剂为例。第一个药物西格列汀与 2006 年获批上市，后续 FDA 又批准了 4 个相同机制药物。十年后的 2015 年，西格列汀 (Sitagliptin) 年销售达到 60 亿美元，而其余 4 个药物加起来销售额为 29.8 亿美元。其中，2011 年获批上市的阿格列汀 (Alogliptin) 销售额仅为 3 亿美元。

图41 2015 年 DPP-4 抑制剂销售额 (单位: 亿美元)



资料来源：医药魔方数据库，海通证券研究所

从 2000 到 2015 年，对于新药研发处于初级阶段的中国药企而言，me-too 新药的确是最为稳妥的选择。同时，由于国内药品审评速度较慢、医保支付能力较低，客观上提高了国内 me-too 新药的竞争力，存在较大的市场空间。

但是，现阶段，me-too 药物成功的几率在降低，而风险却在不断加大。

1) me-too 创新已然成为红海，竞争非常激烈。对于当前阶段的中国制药产业，me-too 已经可以称为非常成熟的“容易复制的技术性工作”，即使是诸如 PD-1、PARP 等新药研发的热点领域，国内多家药企也能快速跟进，因此也导致 me-too 式创新在国内的竞争更加激烈。我们同样以 DPP-4 抑制剂为例，目前全球上市的单药合计 5 个，复方药物也有多个上市；国内有多达 7 个 me-too 药物申报临床，竞争态势已经非常激烈。

图42 DPP-4 抑制剂药物开发情况

	DPP-4抑制剂		
	Drug	Status	Company
全球	Sitagliptin	上市	Merck
	Vildagliptin	上市	Novartis
	Alogliptin	上市	Takeda
	Saxagliptin	上市	BMS
	Linagliptin	上市	BI
	MK-3102	3期	Merck
	Carmegliptin	3期	Roche
	中国	瑞格列汀	NDA
澳格列汀		临床	南京长澳
优格列汀		临床	成都苑东
爱格列汀		临床	绿叶制药
复格列汀		临床	信立泰
依格列汀		临床	山东轩竹
贝格列汀		临床	豪森药业

资料来源: CDE, 米内网, 海通证券研究所

2) 国内药品审评逐渐提速将不断压缩 me-too 药物潜在市场。一方面, 从 2015 年开始, 临床自查和仿制药一致性评价等政策促使库存批件数量减少, 同时 CDE 也在不断扩充人数, 审评效率逐渐提高。另一方面, 2016 年初推出的优先审评政策, 优先纳入重大疾病、临床急需等类型的品种, 将加快外企首创新药进入中国以及国产重磅仿制药上市速度。齐鲁制药的吉非替尼仿制药就是于今年 4 月 28 日被纳入优先审评, 有望于 2016 年底到 2017 年初获批上市。

加上国家药价谈判、大批重磅专利药到期等, 我们认为, 未来 5 年, 国内 me-too 创新产业将迎来变局, 新药研发方向必然有所调整。

3.4 公司研发管线多处于早期, 埃克替尼适应症拓展是亮点

尽管公司后续研发产品多处于早期阶段, 但是埃克替尼多个适应症拓展成功概率较大, 有望引入胰腺癌、食道癌等增量市场。

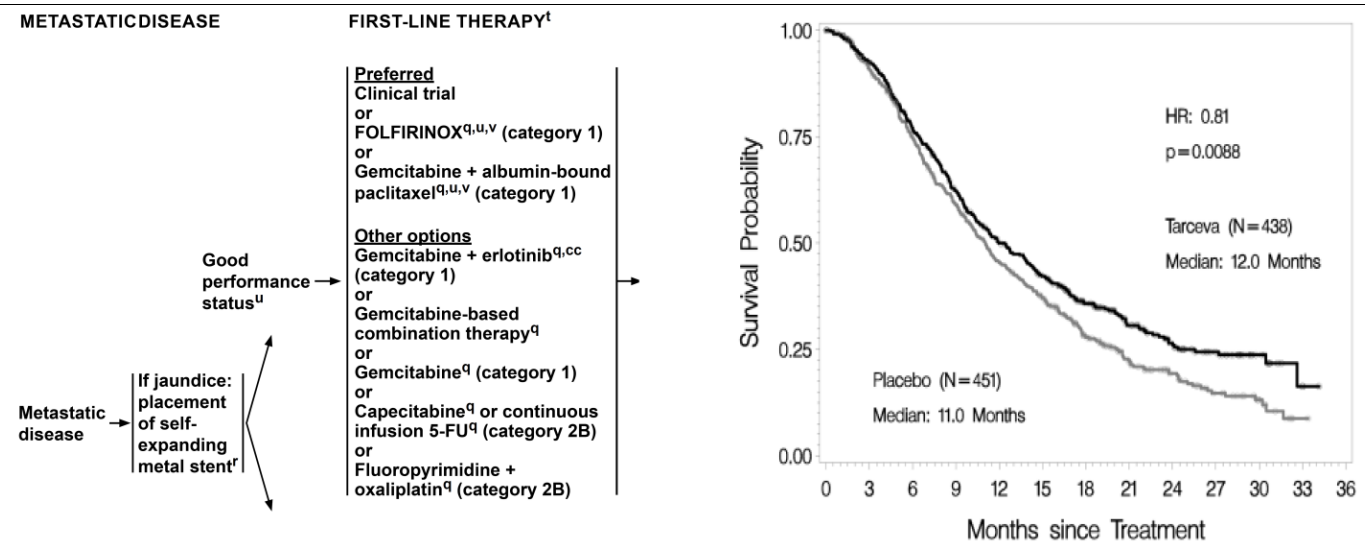
1) 埃克替尼用于 EGFR 阳性的食道癌

国内食道癌年发病率为 15.37/10 万, 居恶性肿瘤发病率的第六位。国外现有的临床试验结果表明, 以 EGFR 为靶点的小分子抗癌药物可能在食管鳞癌患者中发挥一定的作用, 如果能根据 EGFR 基因扩增状态和表达水平来选择合适的病人, 包括埃克替尼在内的 EGFR-TKIs 有望成为一种新的有效治疗食道癌的手段。

2) 埃克替尼用于 EGFR 阳性的胰腺癌

胰腺癌年发病率相对偏低, 但该病发展迅速, 死亡率达 7.12/10 万, 居恶性肿瘤死亡率第七位。目前外科手术是根治胰腺癌的唯一手段, 但大部分患者在诊断明确时已处于发生远处转移的晚期。对于局部进展、不可切除或转移性胰腺癌患者, 以吉西他滨为基础的化疗是目前的主要治疗手段。胰腺癌缺乏有效治疗药物, 且晚期患者体力状况差, 不能耐受多线化疗。加拿大临床试验肿瘤研究所 (NCIC-CTG) 进行的一项随机 III 期试验结果显示, 与单药吉西他滨相比, 厄洛替尼联合吉西他滨的中位生存期明显延长 (6.24 月 vs 5.91 月, $P=0.034$), 1 年生存率分别为 23% 和 17%, 基于此项研究, 厄洛替尼联合吉西他滨获批治疗晚期胰腺癌的适应症。埃克替尼与厄洛替尼作用机制相似, 且安全性优于厄洛替尼, 可为晚期胰腺癌患者提供新的高效低毒的治疗选择。

图43 厄洛替尼胰腺癌适应症临床数据和 NCCN 指南



资料来源: FDA, NCCN, 海通证券研究所

4. 贝达药业新药研发管线剖析

4.1 新药储备丰富, 未来有望逐渐形成梯队

贝达药业新药研发储备较为丰富, 后续管线以抗肿瘤为主, 包括 ALK 抑制剂、T790M 抑制剂、c-Met 抑制剂和 PARP 抑制剂等。同时还有埃克替尼乳膏用于银屑病, 以及治疗 2 型糖尿病的长效 GLP-1 类似物等。

图44 贝达药业新药研发管线

药物	机制	适应症	Pre-Clin.	Phase 1	Phase 2	Phase 3
埃克替尼	EGFR抑制剂	EGFR+ NSCLC				
埃克替尼乳膏	EGFR抑制剂	银屑病				
X-396	ALK抑制剂	ALK+ NSCLC				
BPI-15086	T790M抑制剂	T790M+ NSCLC				
BPI-3016	长效GLP-1类似物	II型糖尿病				
BPI-9016M	c-Met抑制剂	NSCLC/实体瘤				
BPI-15000		肺癌等				
BPI-7000	PARP抑制剂	乳腺癌等				
BPI-5014		肾衰导致贫血				

资料来源: 贝达招股书, CDE, 米内网, 海通证券研究所

4.1.1 多机制靶向药物搭配, 抗肿瘤管线 3 个药物获批临床

1) X-396 (Ensartinib): 第二代间变性淋巴瘤激酶 (ALK) 抑制剂。

公司出资 2000 万美元购买 Xcovery 公司 308799 股 D 序列优先股, 占 Xcovery 公司全部发行在外股份的 19.30%, 并获得 Xcovery 公司 X-396 项目在中国的开发权。目前, Xcovery 正在美国开展 X-396 的 III 期临床研究。国内 X-396 已经获批进入临床 1 期阶段。

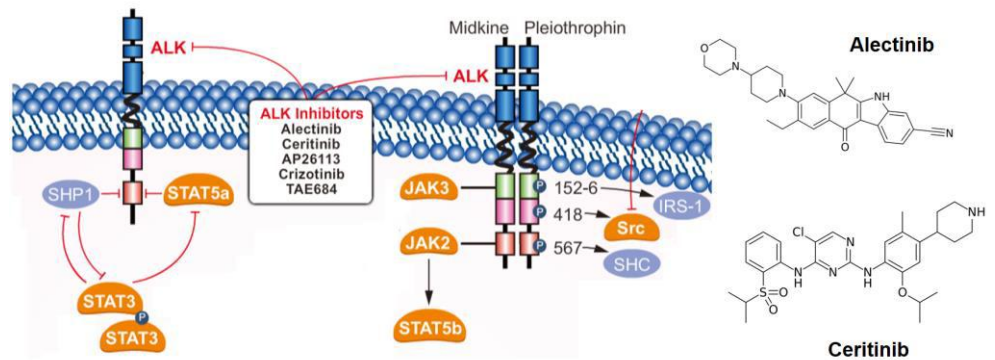
非小细胞肺癌 (NSCLC) 患者中约 2%-7% 病例由 ALK 基因的重排所驱动。辉瑞研发的克唑替尼 (crizotinib) 是首个第一代 ALK 抑制剂, 于 2013 年获批上市。在针对

ALK-阳性且在含铂方案化疗失败的 NSCLC 患者的 PROFILE 1007 研究显示: 克唑替尼组中位 PFS 为 7.7 个月, 化疗组 3.0 个月; 克唑替尼组 ORR 为 65%, 化疗组为 20%。

诺华的色瑞替尼 (ceritinib) 是第二代 ALK 抑制剂, 于 2014 年获批上市, 用于经克唑替尼治疗后病情恶化或对克唑替尼不耐受的 ALK 转移性 NSCLC 患者的治疗。在 163 例克唑替尼治疗失败的患者中, 色瑞替尼的 ORR 达到 54.6%。

罗氏的艾乐替尼 (alectinib) 也属于第二代 ALK 抑制剂, 与 2015 年获批上市。

图45 ALK 信号通路及上市药物

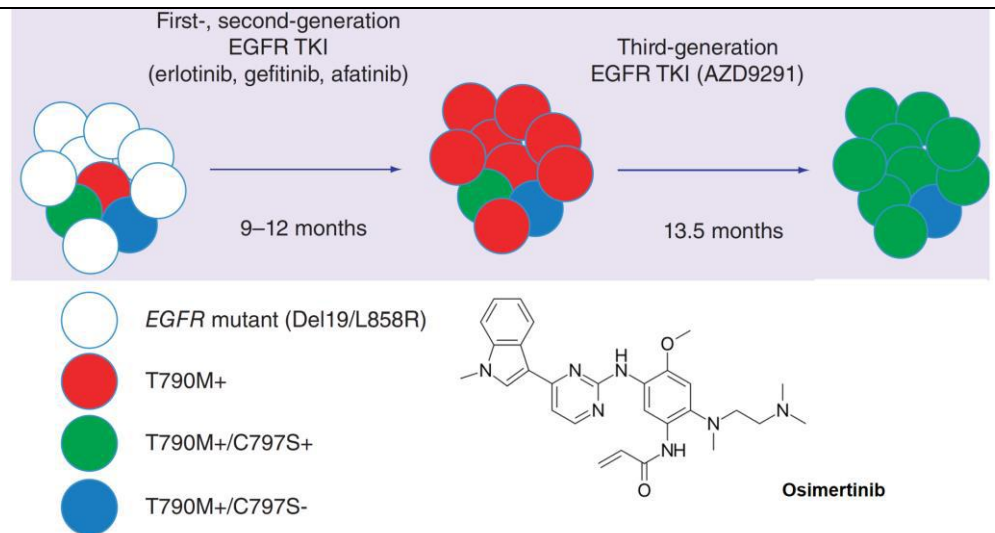


资料来源: Selleck, 海通证券研究所

2) BPI-15086: EGFR-T790M 抑制剂

BPI-15086 为肺癌 EGFR-T790M 抑制剂, 也即三代 EGFR-TKI 药物。目前处于临床 1 期阶段。目前仅有阿斯利康的奥希替尼, 也即 AZD9291, 于 2015 年获批上市。

图46 EGFR-T790M 信号通路及上市药物



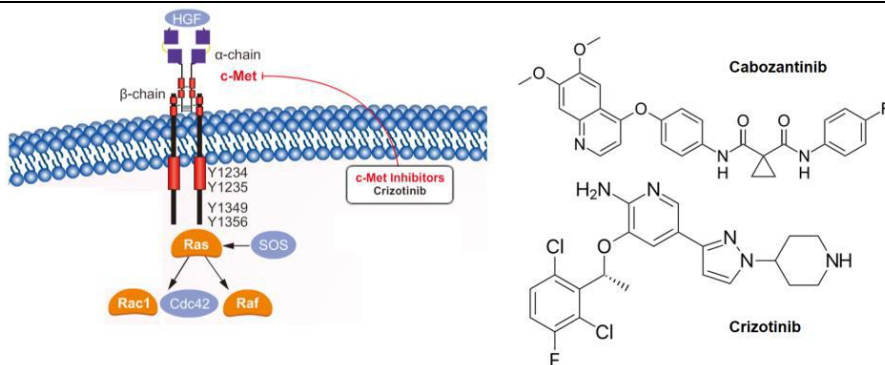
资料来源: Future Oncology, 海通证券研究所

3) BPI-9016M: c-Met 抑制剂

BPI-9016M 为 c-Met 抑制剂, 用于 c-Met 阳性实体瘤 (肺癌、胃癌等)。C-Met, 也称为 HGF 受体 (Hepatocyte growth factor receptor, 肝细胞生长因子受体), 是一种跨膜的受体型酪氨酸激酶。研究发现 c-Met 在绝大多数的癌及部分肉瘤中高表达并异常激活, 包括肺癌、肝癌、胃肠道肿瘤等。目前上市药物包括克唑替尼与卡博替尼 (Cabozantinib)。

临床前药理学研究表明, BPI-9016 可对包括 c-Met 在内的多种肿瘤靶点具有相当强的抑制作用。在分子层面和细胞层面上, BPI-9016 表现出对相关靶点特异而高效的抗肿瘤活性; 在整体动物层面上, BPI-9016 不仅在 c-Met 基因扩增的肿瘤移植瘤模型表现出较强的肿瘤生长抑制作用, 而且对因 c-Met 基因扩增 EGFR 抑制剂耐药的肿瘤移植瘤模型抑制作用也较为显著, 同时安全性评价研究表明, 在临床前研究中, BPI-9016 与其它正在研发中的 c-Met 抑制剂进行比较, 疗效相当, 但毒副作用相对较低、安全性更好。

图47 C-MET 信号通路及上市药物



资料来源: Selleck, 海通证券研究所

4) BPI-7000: PARP 抑制剂

PARP 抑制剂可以抑制肿瘤细胞 DNA 损伤修复, 促使细胞凋亡。正常细胞拥有多种修复 DNA 损伤的信号通路, 一般不受 PARP 抑制剂影响, 但肿瘤细胞会发生一些突变, 其他修复途径受损, 对 PARP 抑制尤其敏感。PARP 抑制剂针对癌细胞进行靶向治疗, 避免常规化疗带来的一些毒副作用。

奥拉帕尼 (Olaparib) 作为首个 PARP 抑制剂, 于 2014 年 12 月获批上市。临床试验显示, 在 137 例接受至少 3 次化疗 BRCA1/2 基因胚系突变的晚期卵巢癌患者中, 奥拉帕尼维持治疗取得了 34% 的总缓解率 (ORR), 中位缓解持续时间为 7.9 个月。在 BRCA 基因突变铂敏感复发的高级别浆液性卵巢癌患者中, 奥拉帕尼维持治疗显著延长了无进展生存期 (PFS: 奥拉帕尼组 11.2 月, 安慰剂组 4.3 月, $p < 0.00001$)。后续还有多个 PARP 抑制剂临床进度较快, 有望很快获批上市, 如 Tesaro 的 Niraparib、Clovis 的 Rucaparib 等。

4.1.2 布局糖尿病、银屑病等

1) 埃克替尼乳膏 (BPI-2009C) 用于银屑病。银屑病的生理机制主要为表皮增生分化的异常和免疫系统的激活。银屑病表皮中, 生长调节信号和受体表达之间的平衡破坏, 其中 EGFR 被双调蛋白和 TGF- α 的持续激活刺激表皮角质形成细胞的增殖。大量研究显示, 在银屑病皮损中, EGFR、STAT3 和 TGF- α 的高表达表明 EGFR 可以激活下游的 STAT3 信号通路, EGFR 下游的 JAK/STAT 通路参与了银屑病的发生发展, 因此采用 EGFR 酪氨酸激酶抑制剂, 通过抑制 JAK 活化, 再通过 JAK-STAT 信号通路来抑制 STAT 的激活, 或 EGFR 酪氨酸激酶抑制剂直接预防 STATs 磷酸化, 抑制 STAT 的激活, 可以达到改善银屑病的目的。这些研究为银屑病的治疗提供了新的策略。埃克替尼乳膏是公司正在研发的用于银屑病治疗的 EGFR 抑制剂, 作用机制新颖。目前国际上尚无相同作用机制的产品上市。

2) 长效 GLP-1 类似物 BPI-3016。其结构与人天然 GLP-1 结构类似, 具有相同的生理功能, 可有效调节血糖水平、治疗糖尿病。从药理机制和作用效果看, BPI-3016 有望达到每周给药一次即达到与优泌林 (每天注射给药两次) 和诺和灵 (每天注射给药一次) 相同的治疗效果, 具有巨大的市场竞争优势。

4.2 募投项目以创新药为主，埃克替尼适应症拓展是重点

图48 贝达药业募投新药项目

研发项目	注册分类	适应症	项目内容	费用分配 (万)
埃克替尼	1.1	肺癌一线	埃克替尼一线vs放疗/化疗在EGFR突变NSCLC患者中的随机对照试验	6126
	1.1	食道癌	II-III期, 埃克替尼单药与安慰剂随机对照	3494
	1.1	胰腺癌	I-III, 期埃克替尼联合吉西他滨vs吉西他滨随机对照试验	5843
BPI-9016	1.1	肺癌、胃癌	I-III期, BPI-9016 vs安慰剂的随机对照试验	4170
BPI-3016	1.1	糖尿病	I-III期, BPI-3016 vs利拉鲁肽对照试验	5027
BPI-2009C	2	银屑病	I-III期, 2009C vs卡泊三醇软膏的随机对照试验	3346
伏立诺他	3	皮肤癌	仿制药临床前和临床研究	1005

资料来源: 贝达招股书, 海通证券研究所

5. 估值与盈利预测

我们预计, 公司 2016-2018 年营收分别为 10.05 亿、13.50 亿和 16.50 亿元; 净利润分别为 3.84 亿、5.29 亿和 6.47 亿元; 发行摊薄后 EPS 分别为 0.96、1.32、1.61 元。公司为本土创新药标杆企业, 核心产品埃克替尼市场优势较大, 品种储备也以创新药为主, 参考可比公司估值情况, 给予 2017 年 45 倍 PE 估值, 买入评级, 6 个月目标价 60 元。

表 1 可比公司估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)		
			2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
600535.SH	恒瑞医药	45.39	1.11	1.15	1.42	41.22	39.76	32.18
000538.SZ	康弘药业	55.10	0.88	0.80	1.06	62.54	69.23	52.16
	平均					51.68	54.09	42.30

资料来源: wind, 海通证券研究所, 收盘价日期 20161107, 备注: 每股收益取 wind 一致预期。

6. 风险提示

1) 埃克替尼降价后, 销售推广不达预期可能导致营收下滑; 2) 未来吉非替尼仿制药上市可能对埃克替尼造成较大冲击; 3) 公司后续新药研发进度不达预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标 (元)					营业总收入	914.66	1005.00	1350.00	1650.00
每股收益	0.86	0.96	1.32	1.61	营业成本	27.94	29.95	40.50	49.50
每股净资产	2.45	3.26	4.58	6.19	毛利率%	96.94%	97.02%	97.00%	97.00%
每股经营现金流	1.07	1.18	1.44	1.72	营业税金及附加	17.13	18.09	24.30	29.70
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.87%	1.80%	1.80%	1.80%
价值评估 (倍)					营业费用	337.82	381.90	499.50	610.50
P/E	29.38	26.41	19.17	15.69	营业费用率%	36.93%	38.00%	37.00%	37.00%
P/B	10.32	7.76	5.52	4.09	管理费用	173.41	190.95	256.50	313.50
P/S	11.09	10.09	7.52	6.15	管理费用率%	18.96%	19.00%	19.00%	19.00%
EV/EBITDA	26.45	24.61	17.17	13.26	EBIT	358.36	384.11	529.20	646.80
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	-0.31	0.00	0.00	0.00
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	96.94%	97.02%	97.00%	97.00%	资产减值损失	-0.21	0.00	0.00	0.00
净利率	37.55%	38.22%	39.20%	39.20%	投资收益	-0.76	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	39.14%	29.38%	28.81%	26.04%	营业利润	358.11	384.11	529.20	646.80
资产回报率	30.26%	23.30%	23.56%	21.91%	营业外收支	40.61	0.00	0.00	0.00
投资回报率	51.43%	55.66%	66.86%	72.05%	利润总额	398.72	384.11	529.20	646.80
盈利增长 (%)					EBITDA	377.72	392.45	537.54	655.14
营业收入增长率	29.84%	9.88%	34.33%	22.22%	所得税	55.29	0.00	0.00	0.00
EBIT 增长率	25.33%	7.19%	37.77%	22.22%	有效所得税率%	13.87%	0.00%	0.00%	0.00%
净利润增长率	28.53%	11.84%	37.77%	22.22%	少数股东损益	-1.86	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	345.30	384.11	529.20	646.80
资产负债率	22.2%	20.4%	18.0%	15.7%	扣除非经常性损益净利润	308.46	384.11	529.20	646.80
流动比率	4.05	4.06	4.68	5.50	资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
速动比率	3.69	3.83	4.44	5.26	货币资金	260.11	595.27	1023.05	1563.60
现金比率	15.84	36.24	62.29	95.20	应收款项	27.44	24.78	33.29	40.68
经营效率指标					存货	47.15	47.18	63.80	77.98
应收帐款周转天数	8.66	9.00	9.00	9.00	其它流动资产	220.58	220.58	220.58	220.58
存货周转天数	526.42	575.00	575.00	575.00	流动资产合计	560.21	896.02	1351.76	1916.34
总资产周转率	1.01	0.72	0.69	0.63	长期股权投资	122.21	122.21	122.21	122.21
固定资产周转率	10.73	12.68	19.04	26.37	固定资产	83.41	83.41	83.41	83.41
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	在建工程	191.26	391.26	541.26	691.26
净利润	343.43	384.11	529.20	646.80	无形资产	156.20	156.20	156.20	156.20
折旧摊销	19.36	8.34	8.34	8.34	非流动资产合计	586.83	758.55	900.20	1041.86
营运资金变动	22.71	81.77	40.24	35.41	资产总计	1147.04	1654.56	2251.97	2958.20
经营活动现金流	385.56	474.22	577.78	690.55	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	17.20	4.92	6.66	8.14
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	133.60	180.05	150.00	150.00	其它流动负债	0.08	0.08	0.08	0.08
投资活动现金流	-410.46	-180.05	-150.00	-150.00	流动负债合计	138.37	220.77	288.98	348.42
债务变化	85.40	0.00	0.00	0.00	长期借款	85.40	85.40	85.40	85.40
股票发行	0.00	41.00	0.00	0.00	其它长期负债	29.32	29.32	29.32	29.32
融资活动现金流	87.24	41.00	0.00	0.00	非流动负债合计	114.72	114.72	114.72	114.72
现金净流量	62.34	335.17	427.78	540.55	负债总计	253.09	335.50	403.70	463.14
公司自由现金流	221.89	274.22	427.78	540.55	实收资本	360.00	401.00	401.00	401.00
股权自由现金流	256.65	274.22	427.78	540.55	普通股股东权益	882.31	1307.42	1836.62	2483.42
					少数股东权益	5.64	5.64	5.64	5.64
					负债和所有者权益合计	1147.04	1654.56	2251.97	2958.20

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 07 日
资料来源: 公司年报 (2015), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
 孙建 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：京新药业,人福医药,九强生物,新光药业,天士力,中源协和,山大华特,翰宇药业,信立泰,华兰生物,片仔癀,嘉事堂,丽珠集团,贝达药业,众生药业,泰格医药,鱼跃医疗,信邦制药,阳普医疗,迪安诊断,东阿阿胶,华润万东,老百姓,尔康制药,三诺生物,凯利泰,健帆生物,鹭燕医药,九州通,澳洋科技,康弘药业,华东医药,亿帆鑫富,华海药业,益丰药房,恒瑞医药,金城医药,理邦仪器,通策医疗,华邦健康,一心堂,海南海药,长春高新,美年健康,恩华药业,爱尔眼科,和佳股份,陇神戎发,太安堂,上海医药,国药一致,江苏三友,未名医药,润达医疗,济川药业,瑞康医药,山东药玻,现代制药,我武生物,海翔药业,南京新百,司太立

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	股票投资评级	中性 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	行业投资评级	中性 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%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

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 klijang@htsec.com

邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

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

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
张凤逸(021)23219816 zfy10791@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
张欣慰(021)23219370 zwx6607@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@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
陈瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆 csy11033@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳 dj11195@htsec.com
李雨嘉 (021)23154136 lyj10378@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李影 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@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

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
联系人
王汉超(021)23154125 whc10335@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

电力设备及新能源行业

周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com
牛品(021)23219390 np6307@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 xbq6583@htsec.com
杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
田源(021)23214119 ty10235@htsec.com
联系人
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
高岳(010)50949923 gy10054@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
 唐 岑(021)23212208 tl9709@htsec.com
 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 马 榕 mr11128@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com

机械行业

耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 联系人
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com
 刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 联系人
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 联系人
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 联系人
 陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 叶云开(021)23154138 yyk10380@htsec.com
 夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 联系人
 赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 联系人
 蒋 俊 jj11200@htsec.com
 张恒昶(010)68067998 zhx10170@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 夏庐生(010)50949926 xls10214@htsec.com
 联系人
 彭 虎(010)50949926 ph10267@htsec.com
 庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com

煤炭行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 联系人
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lly9184@htsec.com
 联系人
 林瑾璐 lj11126@htsec.com
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾熹阁 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李 阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 联系人
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 唐 宇 ty11049@htsec.com
 刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

造纸轻工行业

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 马婷婷 mtt11022@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 联系人
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@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
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@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
孟德伟(021)23219989 mdw8578@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
吴尹 wy11291@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