

贝达药业 (300558) 跟踪分析报告

迎接新产品周期

- ❖ **研发管线迎来收获期:** 从贝达研发管线报批的时间轴来看,我们认为公司即将迎来新的产品周期。早年公司为单品种 biotech,于2005年提交埃克替尼临床申请并于2011年获批上市。2016年IPO上市后,公司通过引进合作+自主研发申报了一批新产品,目前,恩沙替尼、贝伐珠单抗已经获批,伏罗尼布、贝福替尼即将获批,MCLA-129、BPI-16350、巴替利单抗、泽弗利单抗处于注册研究。
- ❖ **EGFR 深度布局,百亿市场潜力浮出水面:** 突变率达到50%,叠加用药时间长,EGFR突变是国内肺癌领域中最大的市场,经过几年来的深度布局,贝达药业在EGFR领域实现了最全面的布局,相关产品销售潜力有望达到百亿级别。1)一代EGFR-TKI埃克替尼术后辅助适应症被纳入医保,国内唯一,保持大体量销售;2)三代EGFR-TKI贝福替尼即将获批上市,一二线均取得了全球最长的PFS;3)首个国产EGFR/C-Met双抗MCLA-129能够兜底耐药,一线有望优于奥希替尼,处于I/II期注册研究;4)BPI-361175为国内领先的四代EGFR-TKI,针对C797S突变;5)BPI-460372为首个国产TEAD抑制剂,有望和贝福替尼联合用药;6)公司2款抗血管产品贝伐珠单抗已上市、伏罗尼布即将上市,均有联合用药潜力。
- ❖ **多产品开启商业化阶段:** 恩沙替尼一线进入医保,正在快速增长,预计峰值有望超过20亿元。贝伐珠单抗能够与多个靶向药互补,增强公司在肺癌科室的粘性,预计5-10亿元销售潜力。伏罗尼布为首个国产肾癌新药,具备联合用药+off-label潜力,销售峰值有望达到10-20亿元。BPI-16350处于临床III期阶段,分子设计对标礼来abemaciclib,为潜在me-better品种,市场潜力大。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**自埃克替尼上市至今,公司营收保持了稳健增长,公司各条业务线的员工人数保持了持续增长,销售人均单产保持在300万左右水平。近年来业绩波动主要受研发投入增加影响。2021年埃克替尼术后辅助适应症医保谈判降价38%,导致2022年公司营收增速仅为5.87%,成为2017年以来的最低点。随着公司即将迎来新的产品周期,预计2023年,公司营收有望迎来拐点,再次回到持续快速增长通道。产品线爆发有望推动公司营收利润持续快速增长。我们根据产品研发进度调整盈利预期,预计公司2022-2024年的营业收入分别为23.78、28.75和39.53亿元,同比增长5.9%、20.9%和37.5%;归母净利润为1.58、4.91和7.86亿元(前值2.43、4.76和6.49亿元)。根据DCF模型测算,给予公司整体估值342亿元,对应目标价为82.0元,维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 商业化表现不达预期,临床进度不达预期,竞争格局变动。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	2,246	2,378	2,875	3,953
同比增速(%)	20.1%	5.9%	20.9%	37.5%
归母净利润(百万)	384	158	491	786
同比增速(%)	-36.8%	-58.5%	209.2%	60.1%
每股盈利(元)	0.92	0.38	1.18	1.88
市盈率(倍)	60	144	47	29
市净率(倍)	5.0	5.0	4.5	4.0

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2023年3月24日收盘价

强推 (维持)

目标价: 82.0元

当前价: 54.94元

华创证券研究所

证券分析师: 刘浩

邮箱: liuhao@hcyjs.com

执业编号: S0360520120002

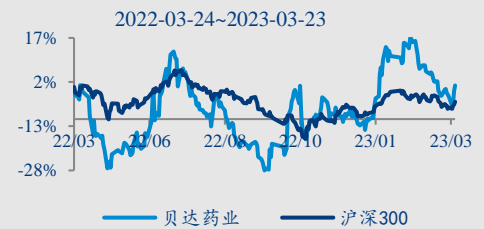
联系人: 张艺君

邮箱: zhangyijun@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	41,746.70
已上市流通股(万股)	41,609.37
总市值(亿元)	233.03
流通市值(亿元)	232.26
资产负债率(%)	32.61
每股净资产(元)	11.57
12个月内最高/最低价	64.80/39.85

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《贝达药业(300558)2022年中报点评:恩沙放量Q2同比环比增长,激励费用影响利润表现》

2022-09-14

《贝达药业(300558)2021年中报点评:埃克恩沙双驱动,多个产品进入报批阶段》

2021-08-11

《贝达药业(300558)2020年业绩预告点评:扣非业绩高增长,埃克替尼有望稳步增长》

2021-01-29

目 录

一、 贝达药业：产品新周期正在到来.....	4
二、 EGFR：多层次深度布局，百亿市场浮出水面.....	5
（一） 埃克替尼开启术后辅助市场.....	5
（二） 三代 EGFR 贝福替尼：即将上市，PFS 最长.....	6
（三） EGFR/C-Met 双抗 MCLA-129：兜底耐药，一线有望优于奥希替尼.....	7
（四） BPI-361175：四代 EGFR-TKI，兜底 C797S 突变.....	8
（五） BPI-460372：首个国产 TEAD 抑制剂.....	9
三、 多产品开启商业化阶段.....	9
（一） 恩沙替尼：快速增长，峰值 20-30 亿可期.....	9
（二） 贝伐珠单抗：与靶向药互补，增强肺癌科室粘性.....	10
（三） 伏罗尼布：首个国产肾癌新药，联合用药+off-label 潜力.....	10
（四） BPI-16350：潜在 me-better 品种，市场空间巨大.....	11
四、 自主研发管线丰富.....	13
（一） BPI-371153：口服小分子 PD-L1 抑制剂.....	13
（二） BPB-101：GARP/TGF-β 双抗.....	14
（三） BPI-472372：小分子 CD73 抑制剂.....	14
（四） BPI-452080：HIF-2α 抑制剂.....	14
（五） BPI-442096：强效高选择性的 SHP2 抑制剂.....	15
（六） MRX2843：MER/FLT3，FIC 品种.....	15
五、 投资建议.....	16
六、 风险提示.....	17
1、 商业化表现不达预期.....	17
2、 竞争格局变动.....	17
3、 临床进度不达预期.....	17

图表目录

图表 1	贝达药业产品管线时间轴	4
图表 2	贝达药业 EGFR+肺癌布局	5
图表 3	埃克替尼术后辅助 DFS（月）	5
图表 4	埃克替尼术后辅助数据	5
图表 5	EGFR TKI 术后辅助数据	6
图表 6	贝福替尼一线 mPFS 数据（月）	6
图表 7	EGFR-TKI 一线 mPFS 对比（月）	6
图表 8	贝福替尼二线 mPFS 数据（月）	7
图表 9	EGFR-TKI 二线 mPFS 对比（月）	7
图表 10	amivantamab 一线治疗 EGFR 肺癌数据	7
图表 11	amivantamab 二/三线治疗 EGFR 肺癌数据	7
图表 12	MCLA-129 结构	8
图表 13	MCLA-129 美国早期数据	8
图表 14	奥希替尼耐药突变分布	8
图表 15	BPI-361175 临床前数据	9
图表 16	BPI-460372 作用机理图	9
图表 17	Ikena Oncology 和阿斯利康合作	9
图表 18	ALK 抑制剂销售额	10
图表 19	ALK 抑制剂一线治疗 PFS 对比（月，IRC）	10
图表 20	恩沙替尼亚裔一线 PFS	10
图表 21	恩沙替尼无脑转移一线 PFS	10
图表 22	伏罗尼布肾癌临床设计	11
图表 23	肾癌二线数据对比（月）	11
图表 24	CDK4/6 抑制剂销售额（亿美元）	12
图表 25	CDK4/6 抑制剂对比	12
图表 26	国内 CDK4/6 抑制剂布局	12
图表 27	BPI-16350 和 Abemaciclib IC50 对比	12
图表 28	贝达药业早期研发管线	13
图表 29	BPB-101 的作用机制	14
图表 30	HIF-2 α 抑制剂作用机制	15
图表 31	Belzutifan 治疗 VHL 肾癌 PFS 数据	15
图表 32	贝达药业营收增速（亿元）	16
图表 33	贝达药业收入预测（亿元）	17

一、贝达药业：产品新周期正在到来

从贝达研发管线报批的时间轴来看，我们认为公司即将迎来新的产品周期。

早年公司为单品种 biotech，于 2005 年提交埃克替尼临床申请并于 2011 年获批上市。

2016 年 IPO 上市后，公司通过引进合作+自主研发申报了一批新产品，目前，恩沙替尼、贝伐珠单抗已经获批，伏罗尼布、贝福替尼即将获批，MCLA-129、BPI-16350、巴替利单抗、泽弗利单抗处于注册研究阶段。

公司自主研发的 I 期品种已达到 15 个，其中 BPB-101 为公司首款自主研发的双抗，长期储备丰富。

图表 1 贝达药业产品管线时间轴

IND						年份	上市		
					埃克 EGFR	2005			
						2011	埃克		
					恩沙2L ALK	2016			
				恩沙1L ALK	贝伐 VEGF	2017			
	BPI-16350 CDK4/6	BPI-17509 FGFR1/2/3	伏罗尼布 VEGFR	MRX-2843 MER/FLT3	贝福 EGFR-T790M	2018			
				BPI-27336 ERK1/2	BPI-23314 BET	2019			
		BPI-21668 PI3K α	BPI-361175 EGFR/C797S	BPI-28592 TRK	BPI-43487 FGFR4	2020	恩沙2L		
MCLA-129 EGFR/C-MET	BPI-442096 SHP2	BPI-371153 PD-L1	BPI-421286 KRAS-G12C	巴替利单抗 PD-1	泽弗利单抗 CTLA-4	2021	埃克术后	贝伐	
		BPB-101双抗 GARP/TGF- β	BPI-472372 CD73	BPI-452080 HIF-2 α	BPI-460372 TEAD	2022	恩沙1L		
						2023E	伏罗尼布	贝福	
						2024E	MCLA-129		
						2025E	BPI-16350	巴替利单抗	泽弗利单抗

资料来源：贝达药业官网，CDE，华创证券

二、EGFR: 多层次深度布局, 百亿市场浮出水面

EGFR 突变是肺癌领域最大的市场。在亚洲 NSCLC 患者中, EGFR 突变率高达 40%; 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%。

贝达药业从一代 EGFR 抑制剂埃克替尼起家, 在公司 IPO 上市后, 对 EGFR 领域进行了深度布局。

图表 2 贝达药业 EGFR+肺癌布局

产品	靶点	贝达	特点	进度	阿斯利康	强生	豪森	艾力斯
一代	EGFR	埃克替尼	术后辅助医保	上市	吉非替尼			
三代	EGFR/T790M	贝福替尼	PFS 最长	即将获批	奥希替尼	Lazertinib	阿美替尼	伏美替尼
四代	EGFR/C797S	BPI-361175	针对 C797S	I 期			HS10375	
双抗	EGFR/c-MET	MCLA-129	国产第一	I/II 期		Amivantamab		
抗血管	VEGF	贝伐珠单抗	提高应答率, 延长 PFS	上市				
	VEGFR	伏罗尼布		即将获批				

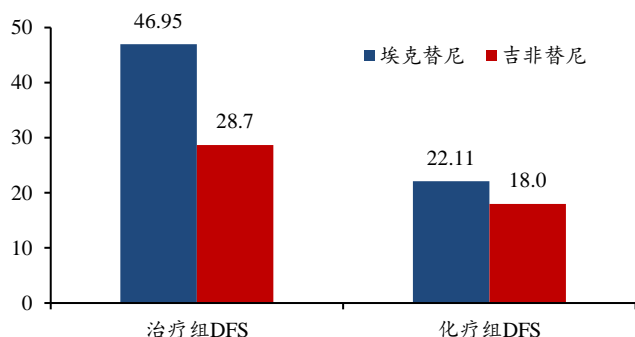
资料来源: CDE, FDA, 华创证券

(一) 埃克替尼开启术后辅助市场

埃克替尼作为经典的一代 EGFR 药物, 公司做了多个临床试验延长产品周期, 有望保持稳定销售。剂量加倍的 INCREASE 研究夯实了埃克替尼在 21 外显子突变的一线优选地位; 术后辅助 EVIDENCE 研究则将使得埃克替尼以优先地位进军早期肺癌市场。

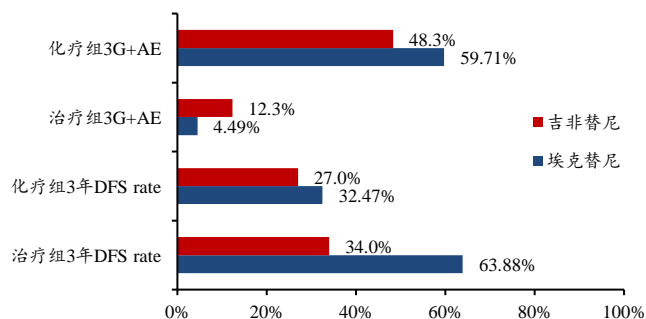
IB-III A 期的可手术非小细胞肺癌患者占比约为 30% 左右 (EGFR+ 约在 10 万级别), 此前的标准疗法是先手术、然后辅助化疗。EVIDENCE 研究以标准的辅助化疗方案作为参照, 比较埃克替尼辅助治疗能否获得 DFS 和 OS 的改善, 结果显示埃克替尼显著优于化疗。肩对肩比较, 埃克替尼在有效性和安全性上均明显优于吉非替尼。

图表 3 埃克替尼术后辅助 DFS (月)



资料来源: 贝达药业官网, 华创证券

图表 4 埃克替尼术后辅助数据



资料来源: 贝达药业官网, 华创证券

EVIDENCE 研究与奥希替尼的术后辅助 ADAURA 研究对比亦不逊色。奥希替尼与安慰剂相比, 其 3 年 DFS 率为 85% vs 44%, 数据看似更优。但 ADAURA 研究方案不同: 奥希替尼用药时间更长, 为 3 年, 入组人群涵盖更早期的 IB 期患者, II-III A 期患者先完成

标准的辅助化疗，再给予靶向治疗与安慰剂进行头对头对比。因此奥希替尼的方案为联合化疗辅助，而埃克替尼和吉非替尼是替代化疗的一线辅助方案，患者进展后仍然可以采用化疗和奥希替尼进行治疗。埃克替尼也在早先启动了和奥希替尼类似方案的 BD-IC-IV59 研究，正在进行当中。

图表 5 EGFR TKI 术后辅助数据

试验	EVIDENCE		ADJUVANT		ADAURA		BD-IC-IV59	
患者	II-III A		II-III A		IB-II-III A		II-III A	
给药时间	2 年		2 年		3 年		3 年	
方案	埃克替尼 vs 化疗		吉非替尼 vs 化疗		奥希+化疗 vs 安慰剂+化疗		埃克+化疗 vs 安慰剂+化疗	
结果	埃克替尼	化疗	吉非替尼	化疗	奥希+化疗	安慰剂+化疗	埃克+化疗	安慰剂+化疗
中位 DFS (月)	46.95	22.11	28.7	18.0	NR	28.1		
3 年 DFS rate	64%	32%	34%	27%	85%	44%		
3 级以上 AE	4.49%	59.71%	12.3%	48.3%	23%	14%		
耐药后治疗	奥希/化疗		奥希/化疗		无		奥希替尼	

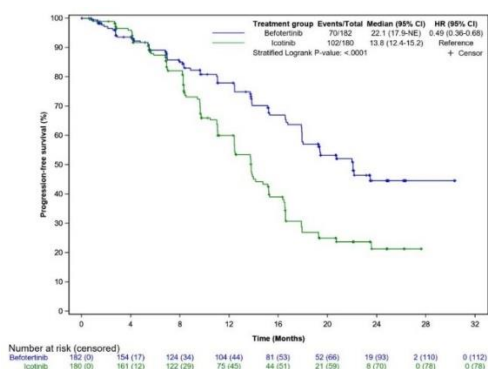
资料来源: 医药魔方, 华创证券

(二) 三代 EGFR 贝福替尼: 即将上市, PFS 最长

贝福替尼 (befotertinib) 为三代 EGFR 抑制剂, 有望于 2023 年内获批上市。

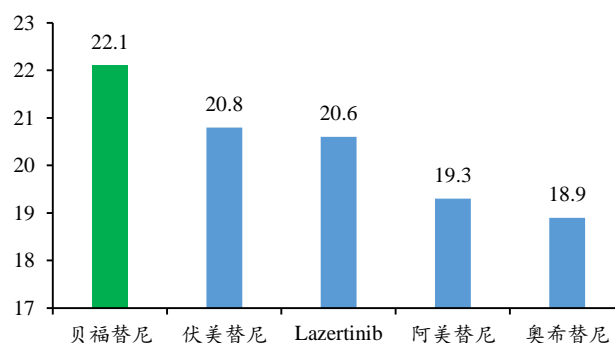
一线 IBIO-103 研究是一项开放、多中心、随机对照 III 期临床试验, 研究在 EGFR 突变 NSCLC 患者中比较口服贝福替尼与埃克替尼的疗效和安全性。研究共纳入 362 名患者, 按 1:1 随机化分组到贝福替尼组 (n=182) 或埃克替尼组 (n=180)。纳入的患者在随机化后接受分配治疗, 贝福替尼组患者采用 75-100 mg 剂量调整给药方案, 每天 1 次; 埃克替尼组患者给予每天 3 次的 125 mg 剂量。在 2022 年 7 月 30 日数据截止时, IRC 评估的贝福替尼组和埃克替尼组 mPFS 分别为 22.1 个月和 13.8 个月 (HR=0.49, P<0.0001)。

图表 6 贝福替尼一线 mPFS 数据 (月)



资料来源: 贝达药业官网, 华创证券

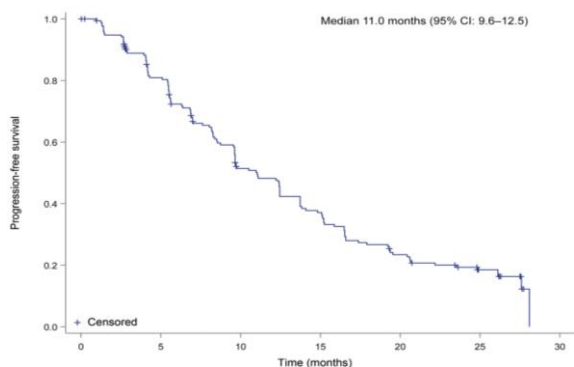
图表 7 EGFR-TKI 一线 mPFS 对比 (月)



资料来源: 医药魔方, 华创证券

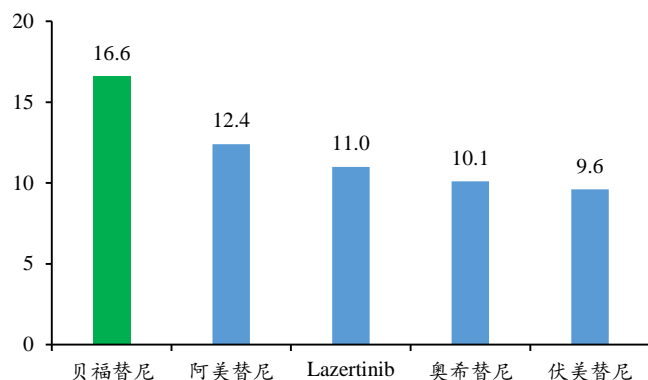
贝福替尼二线单臂 IBIO-102 研究显示, 贝福替尼治疗一代 EGFR 耐药患者的 ORR 为 67.6%, DCR 达 94.8%, mPFS 为 16.6 个月。

图表 8 贝福替尼二线 mPFS 数据 (月)



资料来源: 贝达药业官网, 华创证券

图表 9 EGFR-TKI 二线 mPFS 对比 (月)



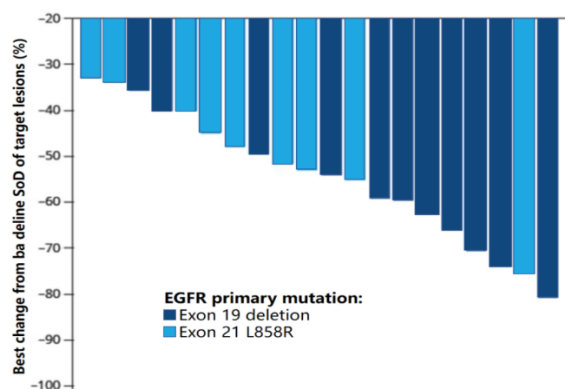
资料来源: 医药魔方, 华创证券

(三) EGFR/C-Met 双抗 MCLA-129: 兜底耐药, 一线有望优于奥希替尼

EGFR/C-Met 双抗和 EGFR-TKI 联合用药后, 可以同时抑制肿瘤细胞内部和外部 EGFR 信号通路, 并且抑制 c-Met 突变, 有望成为 EGFR 突变的耐药甚至一线首选产品。从临床数据来看, EGFR/c-Met 双抗可以给各线 EGFR-TKI 无效或者耐药的患者兜底, 甚至可以通过与三代 EGFR 联用拓展一线治疗的市场, 有望成为 50 亿美元级别产品。

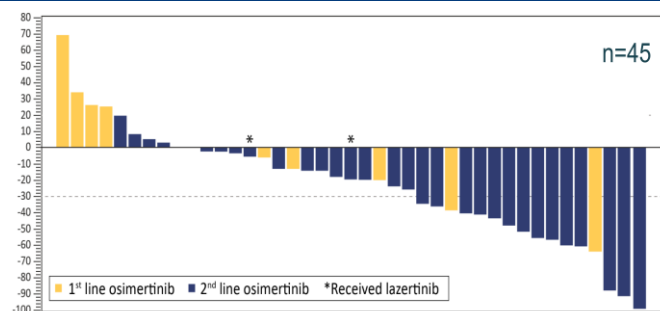
EGFR/C-Met 双抗进度最快的是强生的 amivantamab (JNJ-6372), 临床 I/II 期数据显示, amivantamab 对各类 EGFR 敏感突变和罕见突变亚型均有效, 包括 20 外显子插入突变、C797S 突变、MET 扩增。WCLC 2022 年会上, 强生公布 amivantamab 联合 lazertinib (强生的三代 EGFR-TKI) 针对 EGFR 一线患者的 ORR 达到 100%, 中位随访 28 个月时, mDoR 及 mPFS 仍未达到。Amivantamab 联合 lazertinib 针对 3 代 EGFR-TKI 耐药且不区分耐药突变患者的 ORR 达到 36%, 联合 lazertinib 及含铂化疗的 ORR 达到 50%。

图表 10 amivantamab 一线治疗 EGFR 肺癌数据



资料来源: WCLC 2022

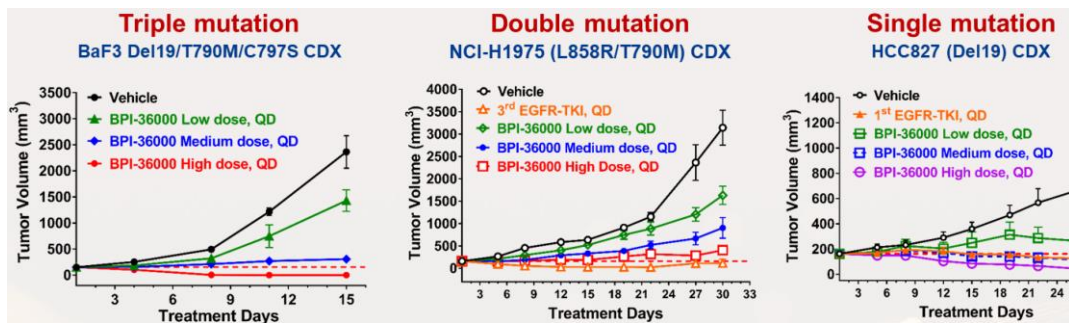
图表 11 amivantamab 二/三线治疗 EGFR 肺癌数据



资料来源: ESMO 2020, JNJ 官网

2020 年 7 月 27 日, 强生在 ClinicalTrials 上登记了 amivantamab+lazertinib 一线治疗 EGFR 突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌的 III 期临床研究 (NCT04487080)。该临床研究的目的是评估 amivantamab+lazertinib 联合疗法较奥希替尼或单药一线治疗 EGFR 突变非小细胞肺癌的疗效和安全性, 计划入组 1000 例患者, 随机分为 3 组, 分别接受 amivantamab+lazertinib 联合疗法、奥希替尼+安慰剂或 lazertinib+安慰剂的治疗。预计该 III 期临床有望于 2023 年下半年揭盲, 一旦成功, 意味着 EGFR+肺癌一线治疗方案将会

图表 15 BPI-361175 临床前数据



资料来源：贝达药业官网

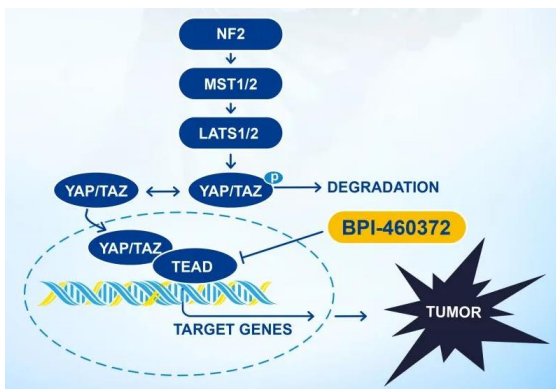
(五) BPI-460372: 首个国产 TEAD 抑制剂

Hippo 信号通路是一种进化保守的通路，参与调节多种生物学过程，包括细胞生长、器官大小、组织再生和自我更新等。作为一条抑癌信号通路，Hippo 信号通路的异常与 10% 的肿瘤相关，并参与驱动多种肿瘤耐药。靶向 Hippo 信号通路下游的细胞核内转录因子 TEAD (Transcriptional enhanced associate domain) 可以有效的针对 Hippo 信号通路异常的肿瘤，并在增强化疗、肿瘤免疫和小分子靶向疗效以及克服耐药方面具有广阔的应用前景。

2022 年，Ikena Oncology 与阿斯利康达成了一项临床试验合作协议，对奥希替尼与 IK-930 联用治疗 EGFR 突变非小细胞肺癌患者的效果进行评估。临床前结果表明，IK-930 与奥希替尼联合使用可以增加多种 EGFRm 肿瘤模型中的细胞凋亡并改善抗肿瘤活性。

BPI-460372 是贝达药业自主研发的 TEAD 小分子抑制剂，临床前数据显示，BPI-460372 展现出优秀的体外及体内活性、优秀的药代动力学性质及良好的安全性。

图表 16 BPI-460372 作用机理图



资料来源：贝达药业官网

图表 17 Ikena Oncology 和阿斯利康合作

Ikena Oncology Provides Research & Development Update on IK-930 Program Targeting the Hippo Pathway

Oct 18, 2022

PDF Version

Clinical collaboration with AstraZeneca announced for the evaluation of osimertinib in combination with IK-930 for patients with EGFR-mutant lung cancers

Company shares further detail on the differentiators of IK-930, a TEAD-paring selective inhibitor

BOSTON, Oct. 18, 2022 (GLOBE NEWSWIRE) -- Ikena Oncology, Inc. (Nasdaq: IKNA, "Ikena"), a targeted oncology company forging new territory in patient-directed cancer treatment, today provided a research & development update on the Company's lead targeted oncology program in TEAD inhibition. Ikena also announced a clinical trial collaboration agreement with AstraZeneca (LSE/STO/Nasdaq: AZN) for the evaluation of TAGRISSO® (osimertinib), a third-generation epidermal growth factor receptor (EGFR) tyrosine kinase inhibitor, in combination with Ikena's IK-930 as treatment for patients with EGFR-mutated (EGFRm) non-small cell lung cancer (NSCLC).

资料来源：Ikena Oncology

三、多产品开启商业化阶段

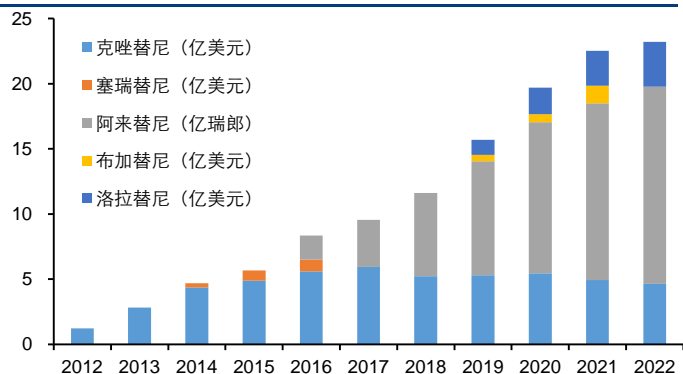
(一) 恩沙替尼: 快速增长, 峰值 20-30 亿可期

ALK 突变是 NSCLC 中仅次于 EGFR 的突变类型。欧美 ALK 突变率约为 5% 左右，中国

ALK 突变率为 3%-11% (中国晚期原发性肺癌诊治专家共识)。

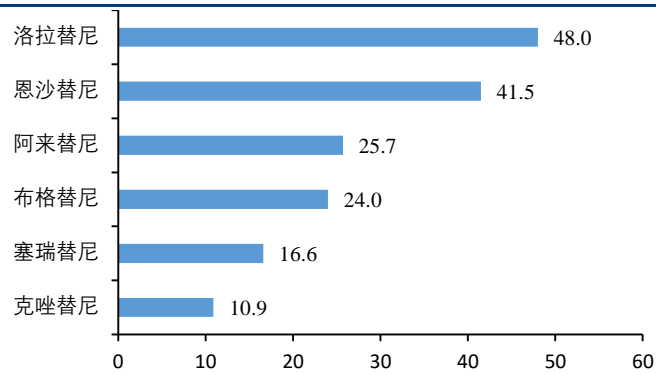
全球已经有多款 ALK 抑制剂获批上市, 销售额约为 25 亿美元。恩沙替尼一线亚裔人群 PFS 长达 41.5 个月, 在基线无脑转移的患者中长达 47.1 月, 在二代 ALK 中竞争优势明显。

图表 18 ALK 抑制剂销售额



资料来源: 各公司年报, 华创证券

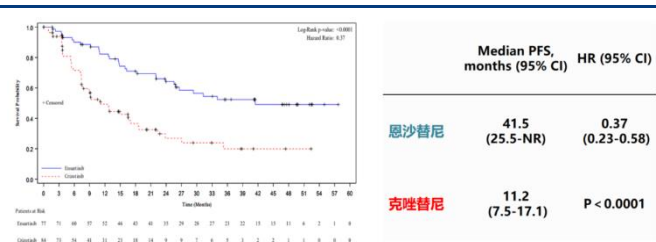
图表 19 ALK 抑制剂一线治疗 PFS 对比 (月, IRC)



资料来源: FDA, 贝达药业官网, 华创证券

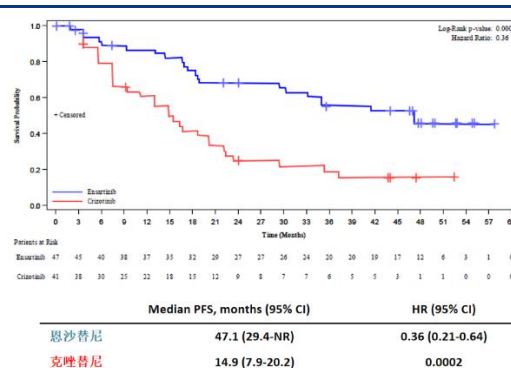
恩沙替尼的一线平均用药周期预计在 3 年左右, 患者年费用在 12 万元左右水平, 如果国内市占率达到 20%, 销售峰值就有望达到 30 亿级别。

图表 20 恩沙替尼亚裔一线 PFS



资料来源: 贝达药业官网, 华创证券

图表 21 恩沙替尼无脑转移一线 PFS



资料来源: 贝达药业官网, 华创证券

(二) 贝伐珠单抗: 与靶向药互补, 增强肺癌科室粘性

贝伐珠单抗为 VEGF 单抗, 具有广谱抗肿瘤的特点, 先后获批了结直肠癌、乳腺癌、肺癌、肾癌、宫颈癌、卵巢癌和脑胶质瘤等多个实体瘤适应症, 近几年贝伐珠单抗联合厄洛替尼在肺癌、联合 PD-L1 单抗在肝癌的领域也实现了突破。目前, 国内已经有多家贝伐珠单抗获批上市, 竞争较为激烈。

对于贝达药业而言, 贝伐珠单抗一方面可以和化疗联用治疗无驱动基因突变的肺癌, 也可以和埃克替尼、贝福替尼等产品联合用药, 有望成为公司在肺癌科室走量的品种, 增强科室粘性, 销售峰值有望达到 5-10 亿元。

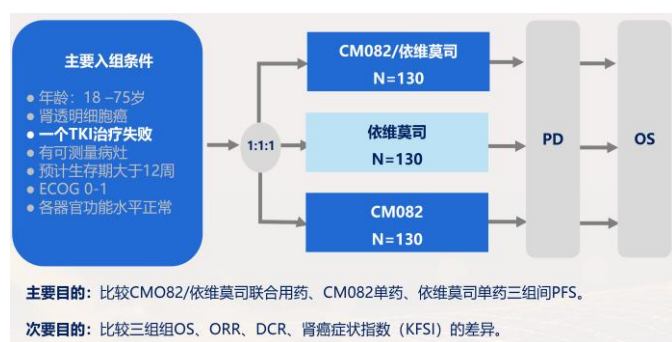
(三) 伏罗尼布: 首个国产肾癌新药, 联合用药+off-label 潜力

伏罗尼布（vorolanib、X-82、CM082）为新一代抗血管生成抑制剂（VEGFR/PDGFR），临床上表现出较同类产品更好的安全性，有望成为 Me-better 药物，有望于 2023 年内获批上市。

伏罗尼布针对晚期肾癌二线 III 期 CONCEPT 研究结果显示，伏罗尼布联合依维莫司治疗组临床结果显著优于伏罗尼布单药及依维莫司对照组，这也是中国首个针对晚期肾癌靶向治疗的大型 III 期注册研究。

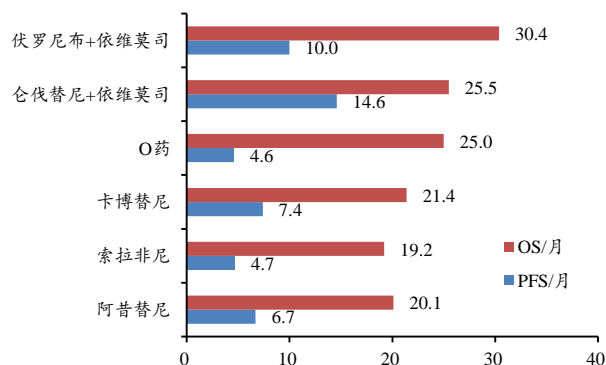
国内肾癌患者年新发近 7 万人，存活患者超过 10 万人，预计伏罗尼布获批上市后，作为肾癌领域唯一的国产创新药，肾癌适应症就有望实现 10 亿元级别销售额。同时由于抗血管生成药物具有广谱抗肿瘤潜力，同类产品例如阿帕替尼、安罗替尼往往可以进行超标签销售，伏罗尼布未来销售潜力可期。

图表 22 伏罗尼布肾癌临床设计



资料来源：贝达药业官网

图表 23 肾癌二线数据对比（月）

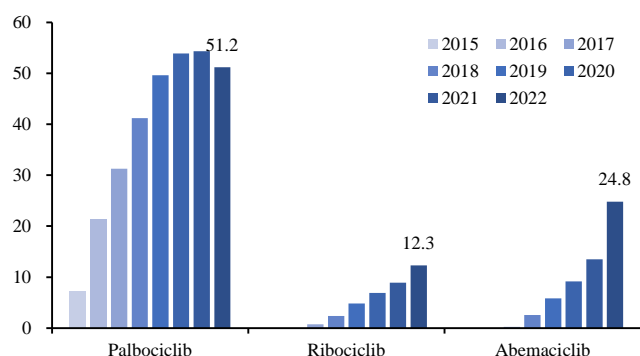


资料来源：贝达药业官网，医药魔方，华创证券

（四）BPI-16350：潜在 me-better 品种，市场空间巨大

世卫组织数据显示，2020 年全球乳腺癌新发病例高达 226 万例，超过了肺癌的 220 万例，乳腺癌已经取代肺癌，成为全球第一大癌症。而在我国，每年新发乳腺癌患者约为 40 万人，其中约 65~75% 乳腺癌患者表现为 HR+/HER2-。

CDK4/6 抑制剂（细胞周期蛋白依赖性激酶 4/6）是新一代针对 HR+/HER2- 的绝经后晚期或转移乳腺癌的首选疗法。目前 FDA 批准了三个 CDK4/6 抑制剂药物，包括辉瑞的 Palbociclib、诺华的 Ribociclib 以及礼来的 Abemaciclib。Palbociclib 为 first-in-class 品种，但 Palbociclib 先后在晚期一线和术后辅助两项关键 III 期试验中和安慰剂相比未能取得生存期 OS 的延长。礼来的 Abemaciclib 的两项相同适应症双双成功，并且拥有更好的安全性，成为 best-in-class 品种，市场份额不断提高。

图表 24 CDK4/6 抑制剂销售额 (亿美元)


资料来源: 各公司财报, 华创证券

图表 25 CDK4/6 抑制剂对比

产品	Palbociclib	Ribociclib	Abemaciclib
持续给药	X	X	✓
单药获批	X	X	✓
一线 OS 获益	X	✓	✓
术后辅助	X	无	✓

资料来源: FDA, 华创证券

国内有多家公司布局了 CDK4/6 靶点的产品, 进度最快的是恒瑞医药的达尔西利 (以辉瑞的 Palbociclib 为模板) 已经获批上市。

贝达的 BPI-16350 是在 abemaciclib 结构基础上改造的产品, 设计上提高了化合物对 CDK9 的选择性, 有望取得更好的安全性, 降低 abemaciclib 的肠道副作用, 正在进行 III 期临床试验, 具备成为同类最佳产品的潜力。

图表 26 国内 CDK4/6 抑制剂布局

公司	药物	模板	进度
恒瑞	SHR-6390	Palbociclib	已获批
轩竹	吡罗西尼	Abemaciclib	III 期
贝达	BPI-16350	Abemaciclib	III 期
正大天晴	TQB3616	Ribociclib	III 期
复星	FCN-437c	Abemaciclib	III 期
必贝特	BEBT-209	Palbociclib	III 期
豪森	HS-10342	Abemaciclib	II 期

资料来源: CDE, 华创证券

图表 27 BPI-16350 和 Abemaciclib IC50 对比

公司	贝达	礼来
IC50 (nM)	BPI-16350	abemaciclib
CDK4	2.2	1
CDK6	0.4	0.2
CDK1	1600	447
CDK2	1190	347
CDK3	2200	454
CDK5	344	227
CDK7	715	1930
CDK9	91.9	6.7

资料来源: 贝达药业官网, 华创证券

BPI-16350 的 I 期初步爬坡数据显示: 从第 2 个剂量 100mg 开始就已经基本实现疾病控制; 200/300mg 剂量组肿瘤全部缩小, 均在接受继续治疗, DCR 达 100%; 200/300mg 剂量组的 5 例患者中 3 例已经接近 PR, 随着治疗时间延长, 有望获得较高水平的 ORR (目前仅礼来的 abemaciclib 凭借 MONARCH 1 研究获批了单药适应症, 其 ORR 为 17.4%)。

基于海外同类产品的临床数据, 以及国内产品的研发来源, 我们更加看好以礼来的 abemaciclib 为模板的产品, 有望以更好的疗效和安全性占据市场的主要份额。

2022 年, 贝达药业启动了 BPI-16350 联合氟维司群对比安慰剂联合氟维司群治疗既往接受内分泌治疗后进展的 HR+/HER2- 的局部晚期、复发或转移性乳腺癌受试者的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 III 期临床研究。该项研究的主要研究者为复旦大学附属肿瘤医院胡夕春教授、中山大学附属肿瘤医院王树森教授。

四、自主研发管线丰富

公司自主研发了超过 15 个早期产品，均处于临床 I 期阶段，靶点布局丰富，差异化明显，多个产品具备联合用药潜力。

图表 28 贝达药业早期研发管线

产品	靶点	适应症	进度
BPI-361175	EGFR/C797S	EGFR+肺癌	I/II 期
BPI-371153	PD-L1	实体瘤	I 期
BPI-452080	HIF-2 α	肾癌	I 期
BPI-460372	TEAD	肺癌等实体瘤	I 期
BPI-472372	CD73	实体瘤	I 期
BPB-101 双抗	GARP/TGF- β	实体瘤	I 期
BPI-21668	PI3Ka	乳腺癌/肺癌	I 期
BPI-27336	ERK1/2	实体瘤	I 期
BPI-42000	KRAS-G12C	肺癌/结直肠癌	I 期
BPI-442096	SHP2	实体瘤	I 期
MRX-2843	MER/FLT3	实体瘤	I 期
BPI-23314	BET	血液瘤	I 期
BPI-43487	FGFR4	肝癌等实体瘤	I 期
BPI-28592	2nd TRK	实体瘤	I 期
BPI-17509	FGFR1/2/3	实体瘤	I 期

资料来源：贝达药业公告，CDE，华创证券

（一）BPI-371153：口服小分子 PD-L1 抑制剂

PD-1/PD-L1 抗体已进入癌症治疗的主流，但也存在一些局限性，如肿瘤组织穿透性弱、免疫原性问题、客观缓解率偏低、洗脱半衰期长等免疫相关的不良反应，以及成本高，依从性低等，而 PD-L1 的小分子抑制剂有望克服这些缺陷。BPI-371153 是由贝达药业自主研发的新分子实体化合物，属于口服小分子 PD-L1 抑制剂，可有效诱导和稳定 PD-L1 二聚体的形成及内吞，从而强有力地阻断 PD-L1/PD-1 蛋白-蛋白的相互作用。

体外实验显示，BPI-371153 对人源 PD-L1 (hPD-L1) 具有强效活性，可有效诱导 hPD-L1 二聚和内吞，阻断 PD-1/PD-L1 的结合，从而解除 PD-1 的免疫抑制，激活 T 细胞下游信号通路，促进细胞因子 IFN- γ 的释放。体内实验显示，在免疫系统功能完全的 hPD-L1 转基因 C57BL/6 小鼠中，荷瘤细胞稳定转染过表达 hPD-L1 的小鼠结肠癌 MC38 细胞系模型上，BPI-371153 抑制肿瘤生长的程度与抗 PD-L1 抗体近似；另外，在免疫系统功能缺陷的 Balb/c 裸鼠模型上，BPI-371153 未表现抑制肿瘤生长的作用，表明 BPI-371153 的抑瘤药效是通过免疫系统实现的。此外，该化合物也具有良好的 ADME 性质，在临床前多种动物种属上具有较高的口服药物暴露量。

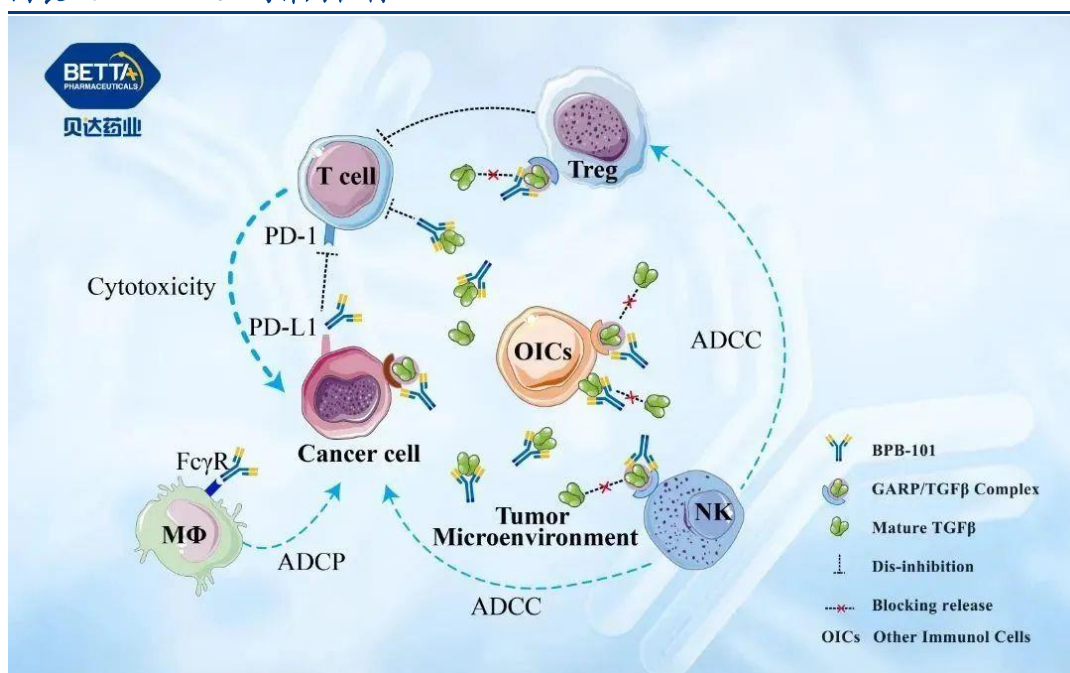
BPI-371153 作为一种新型口服小分子 PD-L1 抑制剂，已于 2022 年 1 月获得中国 NMPA 的 IND 批准，目前正在局部晚期或转移性实体瘤或复发/难治性淋巴瘤患者中开展 I 期临床试验。

（二）BPB-101: GARP/TGF-β 双抗

BPB-101 注射液是贝达药业自主研发的第一款全新的、拥有完全自主知识产权的 First-in-class (FIC) 大分子新药，是具有三功能的双特异性 IgG1 亚型人源化抗体。本品拟用于多种晚期实体瘤,包括但不限于非小细胞肺癌、卵巢癌、乳腺癌、食管癌、黑素瘤、子宫内 膜癌、膀胱癌、胆管癌、结直肠癌、肝癌等癌症患者的治疗。

临床前研究显示，BPB-101 可以特异性靶向 GARP-TGF-β 复合体、成熟的 TGF-β 以及 PD-L1，进而解除肿瘤微环境 TGF-β 信号轴和 PD-1/PD-L1 信号轴的双重免疫抑制，恢复并增强免疫细胞对肿瘤细胞的杀伤功效，从而抑制肿瘤的生长和存活。

图表 29 BPB-101 的作用机制



资料来源：贝达药业官网

（三）BPI-472372: 小分子 CD73 抑制剂

作为代谢免疫检查点，CD73-腺苷代谢通路的异常激活参与肿瘤免疫逃逸、促进肿瘤的生长和转移，并与患者预后不良相关。

BPI-472372 是由贝达药业自主研发的拥有完全自主知识产权的新分子实体化合物，属于高效、特异性 CD73 口服小分子抑制剂。临床前研究显示，BPI-472372 能够特异性抑制 CD73 核苷酶的活性，下调肿瘤微环境中腺苷的水平，通过解除肿瘤免疫抑制从而发挥抗肿瘤作用。BPI-472372 临床前研究展现出优秀的体外及体内活性、药代动力学性质及良好的安全性。

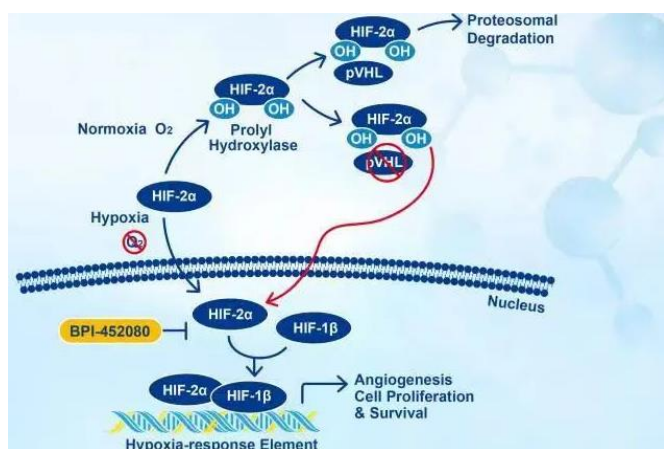
（四）BPI-452080: HIF-2α 抑制剂

作为诺贝尔奖靶点，HIF-2α 介导机体的慢性缺氧反应，低氧或 VHL 功能失活会导致 HIF-2α 无法被正常降解，累积的 HIF-2α 进入细胞核，与 HIF-1β 形成异二聚体转录因子复合物，诱导血管生成、细胞增殖等肿瘤生长相关基因的表达上调。靶向 HIF-2α 可以有效地针对氧感知通路异常和缺氧机制相关的实体瘤，具有广阔的应用前景。

全球仅有默沙东的 Belzutifan 一款 HIF-2 α 小分子抑制剂获批上市，用于治疗希佩尔-林道综合征（Von Hippel-Lindau disease, VHL 综合征）相关肾细胞癌（RCC）、中枢神经系统（CNS）血管母细胞瘤或胰腺神经内分泌瘤（pNET）。Belzutifan 治疗 VHL 相关肾细胞癌疗效优异，ORR 为 49%，DCR 为 98%，2 年 PFS rate 高达 96%。

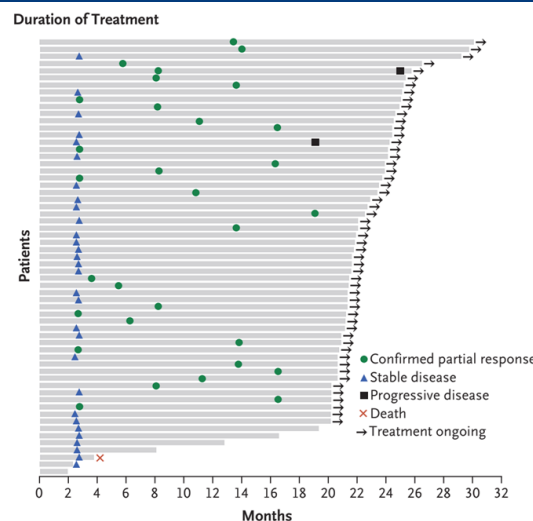
BPI-452080 是由贝达药业自主研发的拥有完全自主知识产权的新分子实体化合物，属于高效、特异性小分子 HIF-2 α （Hypoxia inducible factor-2 α ）抑制剂，拟用于晚期实体瘤患者的治疗。临床前研究显示，BPI-452080 能够特异性阻断 HIF-2 α 与 HIF-1 β 异二聚化，从而抑制下游基因的转录表达，在多种缺氧或氧感知通路异常的肿瘤细胞和动物模型上展现出优秀的体外活性和体内药效，并具有良好的药代动力学性质及安全性。

图表 30 HIF-2 α 抑制剂作用机制



资料来源：贝达药业官网，华创证券

图表 31 Belzutifan 治疗 VHL 肾癌 PFS 数据



资料来源：MSD 官网，华创证券

（五）BPI-442096: 强效高选择性的 SHP2 抑制剂

含 Src 同源 2 结构域蛋白酪氨酸磷酸酶（SHP2）作为肿瘤 RAS 信号通路的关键调控节点，变构抑制其活性是治疗多种肿瘤的潜在治疗策略；同时，SHP2 参与肿瘤免疫抑制性信号传导。临床前研究表明，靶向 SHP2 可发挥直接抑制肿瘤细胞增殖以及恢复或增强抗肿瘤免疫应答的双重功能。

贝达自主研发的 BPI-442096 是一种强效、高选择性、可口服的 SHP2 抑制剂，正在中国进行临床 I 期研究。BPI-442096 对多种 KRAS 突变肿瘤细胞，包括非小细胞肺癌、胰腺导管癌、结直肠癌等均表现出显著增殖抑制活性。BPI-442096 可浓度依赖性地抑制 SHP2 磷酸酶活性、肿瘤细胞下游 ERK 磷酸化水平、以及免疫细胞 PD-1/PD-L1 信号下游 NFAT 报告基因表达。在多种携带 KRASG12C、KRASG12D、KRASG12V 突变的小鼠异种移植瘤模型中，BPI-442096 均表现出显著的体内肿瘤生长抑制作用；在 MC38 小鼠同种移植瘤模型中，BPI-442096 单药或联用 PD-1/PD-L1 靶向药物同样发挥抗肿瘤生长的作用。此外，研究表明 BPI-442096 可发挥协同增强 KRASG12C 抑制剂对获得性耐药肿瘤的作用，克服 KRASG12C 抑制剂获得性耐药。临床前研究结果显示，BPI-442096 在多种属上有较高的口服生物利用度，及合适的 ADME 性质和安全性。

（六）MRX2843: MER/FLT3, FIC 品种

MRX2843 是新型强效、口服生物可利用小分子抑制剂，是贝达拥有的全新化学结构的 Mer 酪氨酸激酶（MerTK）和 FMS 样酪氨酸激酶 3（FLT3）双重抑制剂。

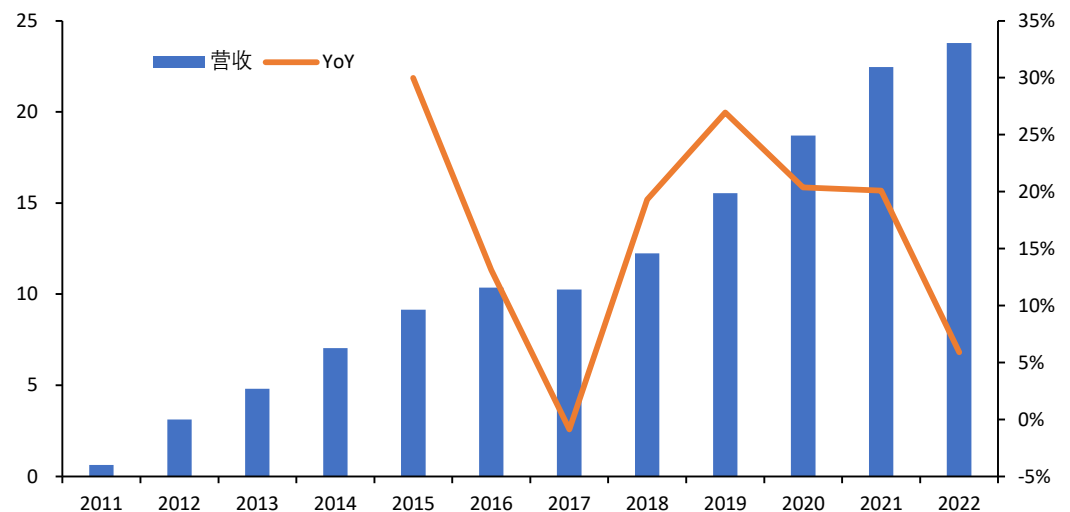
MerTK 和 FLT3 在多种肿瘤中存在过表达或者异变，是血液瘤或实体瘤治疗的重要靶点，这两种激酶参与了很多血液瘤相关的发生和发展的信号通路，在多种肿瘤中均有过表达或者异变，同时 MerTK 在免疫系统的调节中也发挥重要的作用。MRX2843 通过抑制肿瘤细胞以及肿瘤微环境中固有免疫细胞上的 MerTK 和 FLT3，从而影响其关键信号传导通路来影响肿瘤生长能力或通过免疫调节对肿瘤进行治疗。目前，全球暂无任何临床或上市药物同时针对 MerTK 和 FLT3 两个靶点起作用。

五、投资建议

自埃克替尼上市至今，公司营收保持了稳健增长，公司各条业务线的员工人数保持了持续增长，销售人均单产保持在 300 万左右水平。近年来业绩波动主要受研发投入增加影响。

2021 年埃克替尼术后辅助适应症医保谈判降价 38%，导致 2022 年公司营收增速仅为 5.87%，成为 2017 年以来的最低点。随着贝福替尼和伏罗尼布即将获批上市，预计 2023 年，公司营收有望迎来拐点，再次回到持续快速增长通道。

图表 32 贝达药业营收增速（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

从贝达研发管线报批的时间轴来看，我们认为公司即将迎来新的产品周期，产品线爆发有望推动公司营收利润持续快速增长。根据公司创新药产品研发进度、疗效和对应适应症人群规模，我们对贝达药业收入进行如下预测：

1. 产品上市进度。预计贝福替尼于 2023 年获批，伏罗尼布于 2023 年下半年获批，MCLA-129 于 2024 年获批。
2. 适应症人群。根据公司招股书、GLOBOCAN 以及 SEER 提供的癌症发病率数据预测相应的适应症人群。
3. 渗透率。根据相应产品当前渗透率及竞争格局预测未来渗透率水平。

图表 33 贝达药业收入预测（亿元）

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
埃克替尼	17.37	17.77	15.92	15.61	12.24	12.42	10.25	10.58	8.74	9.01
贝福替尼		1.30	3.37	6.40	12.56	17.92	24.55	27.78	30.39	31.03
恩沙替尼	4.39	7.20	13.99	19.20	24.05	25.99	27.95	27.75	28.06	26.52
贝伐珠单抗	1.00	2.00	3.00	3.60	3.96	4.16	4.37	4.58	4.81	5.05
伏罗尼布		0.48	1.38	3.55	5.21	6.97	8.19	9.28	9.53	9.82
MCLA-129			1.87	6.55	11.76	18.58	23.38	27.24	28.61	30.17
总销售额	22.8	28.7	39.5	54.9	69.8	86.0	98.7	107.2	110.1	111.6

资料来源：华创证券预测

我们根据产品研发进度调整盈利预期，预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 23.78、28.75 和 39.53 亿元，同比增长 5.9%、20.9%和 37.5%；归母净利润为 1.58、4.91 和 7.86 亿元（前值 2.43、4.76 和 6.49 亿元）。根据 DCF 模型测算，给予公司整体估值 342 亿元，对应目标价为 82.0 元，维持“强推”评级。

六、风险提示

1、商业化表现不达预期

产品销售情况对公司的盈利具有重大影响。

2、竞争格局变动

公司在研产品的适应症领域有其他公司候选产品处于研发后期，竞品的上市将改变竞争格局，可能对公司产品销售造成影响。

3、临床进度不达预期

目前公司的核心产品仍有多项适应症处于临床研发阶段，研发进度将影响新适应症的获批时间，最终对产品销售额产生影响。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	792	1,218	1,541	1,968
应收票据	4	1	2	3
应收账款	169	114	135	196
预付账款	31	20	28	39
存货	293	286	319	454
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	365	377	432	555
流动资产合计	1,654	2,016	2,457	3,215
其他长期投资	37	37	37	37
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	679	697	683	707
在建工程	640	218	181	176
无形资产	1,183	653	684	731
其他非流动资产	2,069	2,032	2,032	2,030
非流动资产合计	4,617	3,646	3,626	3,690
资产合计	6,271	5,662	6,083	6,905
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	431	316	331	489
预收款项	1	1	1	1
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	239	239	239	239
一年内到期的非流动负债	5	5	5	5
其他流动负债	212	236	287	411
流动负债合计	888	797	863	1,145
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	697	697	697	697
非流动负债合计	697	697	697	697
负债合计	1,585	1,494	1,560	1,842
归属母公司所有者权益	4,561	4,616	5,064	5,718
少数股东权益	125	-448	-541	-655
所有者权益合计	4,686	4,168	4,523	5,063
负债和股东权益	6,271	5,662	6,083	6,905

现金流量表

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	527	343	591	892
现金收益	550	386	661	957
存货影响	-105	7	-33	-135
经营性应收影响	-136	69	-29	-73
经营性应付影响	461	-115	15	159
其他影响	-243	-4	-22	-15
投资活动现金流	-982	192	-217	-322
资本支出	-1,292	726	-129	-216
股权投资	-9	0	0	0
其他长期资产变化	319	-534	-88	-106
融资活动现金流	-96	-109	-51	-143
借款增加	5	0	0	0
股利及利息支付	-138	-69	-163	-244
股东融资	77	77	77	77
其他影响	-40	-117	35	24

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,246	2,378	2,875	3,953
营业成本	174	178	216	296
税金及附加	15	19	21	26
销售费用	815	863	1,035	1,344
管理费用	327	476	460	632
研发费用	566	571	661	870
财务费用	1	21	25	27
信用减值损失	-1	-9	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	15	15	15	15
其他收益	33	33	33	33
营业利润	396	290	505	806
营业外收入	2	-120	3	3
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	390	162	500	801
所得税	10	5	13	22
净利润	380	157	487	779
少数股东损益	-4	-1	-4	-7
归属母公司净利润	384	158	491	786
NOPLAT	381	178	511	805
EPS(摊薄) (元)	0.92	0.38	1.18	1.88

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	20.1%	5.9%	20.9%	37.5%
EBIT 增长率	-44.9%	-53.3%	187.0%	57.7%
归母净利润增长率	-36.8%	-58.5%	209.2%	60.1%
获利能力				
毛利率	92.2%	92.5%	92.5%	92.5%
净利率	16.9%	6.6%	16.9%	19.7%
ROE	8.4%	3.4%	9.7%	13.8%
ROIC	12.9%	12.1%	18.2%	24.1%
偿债能力				
资产负债率	25.3%	26.4%	25.6%	26.7%
债务权益比	15.0%	16.8%	15.5%	13.9%
流动比率	1.9	2.5	2.8	2.8
速动比率	1.5	2.2	2.5	2.4
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转天数	18	21	16	15
应付账款周转天数	562	754	540	497
存货周转天数	497	585	506	469
每股指标(元)				
每股收益	0.92	0.38	1.18	1.88
每股经营现金流	1.26	0.82	1.42	2.14
每股净资产	10.93	11.06	12.13	13.70
估值比率				
P/E	60	144	47	29
P/B	5	5	5	4
EV/EBITDA	41	59	34	24

医药组团队介绍

组长、首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名。

联席首席研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名团队成员。

分析师：黄致君

北京大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023年加入华创证券研究所。

研究员：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021年加入华创证券研究所。

研究员：张艺君

清华大学生物科学学士，清华大学免疫学博士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：胡怡维

美国哥伦比亚大学硕士。2022年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522