

生物医药行业

行业报告

专题研究系列报告之一

抗肿瘤靶向药物市场分析

浙江贝达调研报告和恒瑞靶向药物市场预测

重点推荐公司

评级

恒瑞医药

增持

观点概览:

恒瑞医药相对表现



生物医药研究小组

李项峰

证书编号 S0120511030002

联系人

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

傅涛

8621-68761616-8682

futao@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼

<http://www.tebon.com.cn>

- **抗肿瘤靶向类药物的兴起是肿瘤治疗的发展趋势：**从美国抗肿瘤药物市场已有数据来看，在美国，虽然近几年来总药物销售额增长缓慢，约在2%~5%左右，但抗肿瘤药物市场的年增长率却仍超过10%。尤其是抗肿瘤靶向药物是肿瘤药物增长的主要动力。2009年美国的抗肿瘤药物的总销售额（不包括激素和抗激素类药物及抗肿瘤相关疫苗）高达185亿美元，其中抗肿瘤靶向药物销售额达到104亿美元，较2005年发了一番多。相应地，抗肿瘤靶向药物在总抗肿瘤药物市场中所占份额也从2005年的46%上升到2009年的56%。
- **美国的今天可能是中国的明天，我国抗肿瘤靶向药物还有很大的发展潜力：**目前我国抗肿瘤用药市场的主流还是细胞毒类药物。但是根据我们掌握的数据，和抗肿瘤药物市场年复合增长率21%相比，抗肿瘤靶向药物市场的（2007-2010）年复合增长率达到39%，十分具有增长潜力。
- **浙江贝达埃克替尼上市取得了骄人的市场成绩：**浙江贝达的埃克替尼是我国第一个由中国药企生产的抗肿瘤小分子靶向药物，也属于酪氨酸激酶抑制剂类。公司产品自去年8月上市销售以来，截至去年年末，销售金额已达7200多万。到今年2月份，已经突破1个亿，在全国338家医院、2000多例病人中临床使用。从目前的销售状况来看，公司保守估计今年该药的销售收入至少能达到2.5亿元，公司高管希望能达4亿元。
- **恒瑞阿帕替尼只差临门一脚，如若上市，对于销售我们保持乐观，销售上市即放量可期：**对比罗氏贝伐珠单抗和浙江贝达的销售情况，我们对于恒瑞替尼类产品的销售充满信心。阿帕替尼是一种小分子血管内皮生长因子酪氨酸激酶抑制剂，类似于罗氏的贝伐珠单抗，贝伐珠单抗目前是全球销售量最大的抗肿瘤靶向药物之一，2011年罗氏该产品全球销售金额达52.92亿瑞士法郎。结合恒瑞在肿瘤用药市场的多年积累和强大的营销能力，我们预估阿帕替尼如果明年年初能准时上市，销售收入过亿应该是大概率事件，上市即销售放量可期。我们对阿帕替尼上市后对恒瑞医药的业绩影响分情景进行了简单的预测。预测结果显示如果阿帕替尼上市一年，销售收入能达2亿，将增加公司每股收益0.06元。

- **风险提示：**1、即将出台的抗肿瘤药品降价政策对产品的影响；2、医药板块估值下行的风险；3、行业政策不确定的风险

正文目录

1. 抗肿瘤药物简介.....	3
1.1 抗肿瘤药物分类.....	4
1.1.1 细胞毒类药物.....	4
1.1.2 分子靶向类药物	5
2. 抗肿瘤药物市场简介和发展趋势	8
2.1 美国抗肿瘤靶向药物市场概况.....	8
2.2 中国抗肿瘤靶向药物市场概况与预测.....	12
3. 浙江贝达案例分析	17
4. 总结和对于恒瑞替尼类药的启示	18

图表目录

图表 1: 历年恶性肿瘤发病死亡率及构成.....	3
图表 2 : 细胞毒类药物分类.....	4
图表 3: 酪氨酸激酶抑制剂作用机制.....	6
图表 4: 贝伐珠单抗作用机制.....	7
图表 5: 抗肿瘤分子靶向药物一览表.....	7
图表 6 : 美国抗肿瘤药物市场、构成及其变化.....	8
图表 7: 美国市场上销售额领先的抗肿瘤靶向药物.....	9
图表 8: 制药巨头抗肿瘤药物全球市场销售情况.....	9
图表 9: 我国抗肿瘤用药市场主流用药分类.....	12
图表 10: 2010 年我国抗肿瘤用药市场用药金额居前的主流用药	12
图表 11: 2008-2010 抗肿瘤主流用药增长情况.....	13
图表 12 : 2007-2011 抗肿瘤靶向药物市场销售情况.....	14
图表 13: 2004-2010 抗肿瘤药物市场销售情况.....	15
图表 14: NCCN 非小细胞肺癌治疗指南节选图.....	16
图表 15: 癌症死亡率统计表.....	18
图表 16: 2013-2015 阿帕替尼上市销售预测（简算）	20

1. 抗肿瘤药物简介

恶性肿瘤的发病死亡率在我国逐年上升已是不争的事实，并成为造成我国居民疾病死亡的首要病因。

图表 1： 历年恶性肿瘤发病死亡率及构成

2000年城市居民主要疾病死亡率及构成												
疾病名称	合计				男				女			
	粗死亡率 1/10万	标化死亡率 1/10万	构成 (%)	位次	粗死亡率 1/10万	标化死亡率 1/10万	构成 (%)	位次	粗死亡率 1/10万	标化死亡率 1/10万	构成 (%)	位次
传染病(不含肺结核)	4.03	2.74	0.67	11	5.09	3.60	0.78	11	2.93	1.90	0.53	13
肺结核	2.87	1.74	0.48	15	4.28	2.75	0.66	12	1.39	0.81	0.25	16
寄生虫病	0.63	0.36	0.10	17	0.67	0.42	0.10	17	0.59	0.30	0.11	17
恶性肿瘤	146.61	90.24	24.38	1	176.85	115.73	27.23	1	115.06	66.88	20.88	2
内分泌、营养和代谢及免疫疾病	17.99	10.61	2.99	7	14.70	9.47	2.26	7	21.42	11.70	3.89	6
血液和造血器官疾病	1.41	1.01	0.23	16	1.28	1.03	0.20	16	1.54	0.99	0.28	15
精神病	6.70	3.74	1.11	9	6.24	4.03	0.96	10	7.19	3.36	1.30	9
神经系统病	5.53	3.76	0.92	10	6.26	4.66	0.96	9	4.76	2.93	0.86	10
心脏病	106.65	58.01	17.74	3	107.06	66.55	16.49	3	106.22	50.21	19.27	3
脑血管病	127.96	70.74	21.28	2	135.14	84.36	20.81	2	120.47	58.55	21.86	1
呼吸系统病	79.92	41.86	13.29	4	82.92	51.00	12.77	4	76.80	34.37	13.93	4
消化系统病	18.38	10.93	3.06	6	21.85	14.24	3.37	6	14.76	7.69	2.68	7
泌尿、生殖系病	9.01	5.46	1.50	8	9.64	6.27	1.48	8	8.36	4.81	1.52	8
妊娠、分娩产褥期并发症	0.13	0.11	0.02	18					0.27	0.23	0.05	18
先天异常	3.15	6.66	0.52	13	3.33	6.98	0.51	14	2.95	6.31	0.54	12
新生儿病	3.14	8.87	0.52	14	3.43	9.53	0.53	13	2.84	8.15	0.51	14
其他疾病	3.83	1.80	0.64	12	2.93	1.78	0.45	15	4.76	1.77	0.86	11
损伤和中毒	35.57	27.02	5.91	5	43.44	34.63	6.69	5	27.35	18.98	4.96	5

2009年城市居民主要疾病死亡率及构成												
疾病名称	合计				男				女			
	粗死亡率 1/10万	标化死亡率 1/10万	构成 (%)	位次	粗死亡率 1/10万	标化死亡率 1/10万	构成 (%)	位次	粗死亡率 1/10万	标化死亡率 1/10万	构成 (%)	位次
传染病(不含呼吸道结核)	4.42	4.24	0.71	11	5.84	5.83	0.84	11	2.95	2.72	0.54	12
呼吸道结核	1.88	1.75	0.30	15	2.86	2.87	0.41	14	0.87	0.77	0.16	18
寄生虫病	0.49	0.48	0.08	19	0.46	0.49	0.07	19	0.53	0.46	0.10	19
恶性肿瘤	167.57	158.67	27.01	1	204.92	207.79	29.60	1	129.36	114.99	23.66	1
血液、造血器官及免疫疾病	1.57	1.57	0.25	17	1.52	1.68	0.22	17	1.62	1.50	0.30	16
内分泌、营养和代谢疾病	20.33	19.56	3.28	6	18.24	19.20	2.64	7	22.47	19.76	4.11	6
精神障碍	3.60	3.58	0.58	13	3.35	3.56	0.48	13	3.85	3.47	0.70	11
神经系统疾病	6.89	7.04	1.11	10	7.57	8.44	1.09	10	6.20	5.79	1.13	10
心脏病	128.82	128.19	20.77	2	133.18	146.63	19.24	3	124.37	111.14	22.75	2
脑血管病	126.27	123.04	20.36	3	135.41	145.56	19.56	2	116.93	102.92	21.39	3
呼吸系统疾病	65.40	66.48	10.54	4	74.72	87.21	10.79	4	55.86	50.33	10.22	4
消化系统疾病	16.58	16.14	2.67	7	19.31	19.98	2.79	6	13.78	12.45	2.52	7
肌肉骨骼和结缔组织疾病	1.84	1.77	0.30	16	1.28	1.39	0.19	18	2.40	2.15	0.44	14
泌尿生殖系统疾病	7.34	7.11	1.18	9	7.86	8.42	1.14	8	6.80	6.08	1.24	9
妊娠、分娩产褥期并发症	0.10	0.09	0.02	20					0.20	0.18	0.04	20
围生期疾病	1.54	3.07	0.25	18	1.84	3.57	0.27	16	1.23	2.52	0.22	17
先天畸形、变形和染色体异常	2.33	3.87	0.38	14	2.67	4.37	0.39	15	1.99	3.33	0.36	15
诊断不明	4.06	4.01	0.65	12	5.17	5.41	0.75	12	2.92	2.68	0.53	13
其他疾病	10.73	12.82	1.73	8	7.78	11.23	1.12	9	13.75	13.74	2.51	8
损伤和中毒外部原因	34.66	33.68	5.59	5	43.61	43.20	6.30	5	25.50	23.87	4.66	5

资料来源：卫生部，德邦证券

1.1 抗肿瘤药物分类

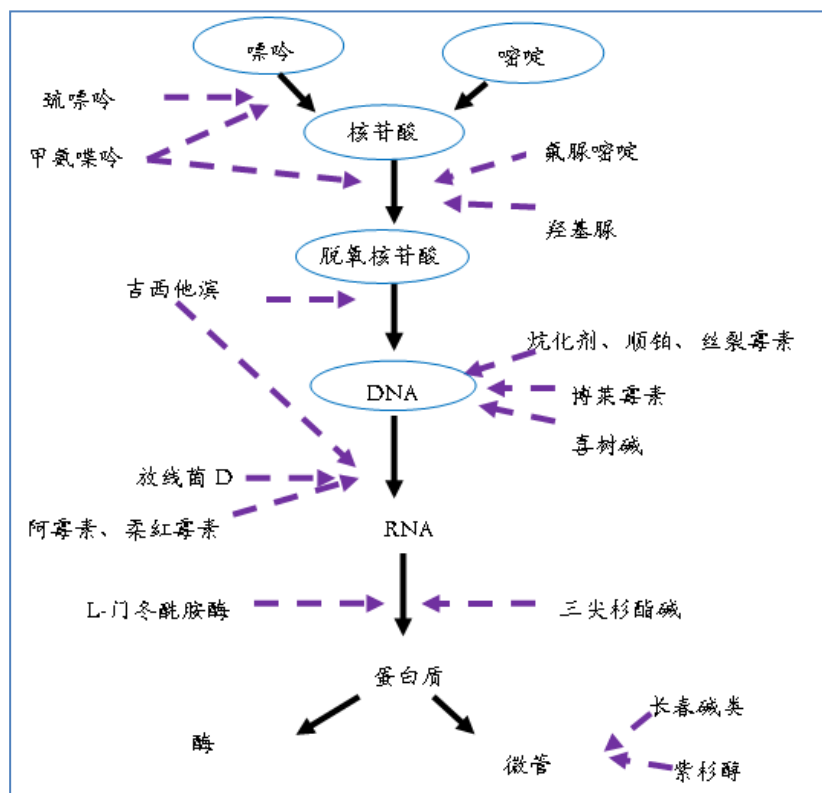
临床肿瘤用药可以粗略分为两种。第一种是目前使用最为广泛的细胞毒类药物，如铂类化合物；第二种是靶向药物，如替尼类和单抗类药物等。

1.1.1 细胞毒类药物

细胞毒类药物是目前使用最为广泛的抗肿瘤临床用药。这类药物主要是通过抑制肿瘤细胞的繁殖来达到对疾病的控制，通常它们的作用位点是 DNA、RNA 和微管蛋白等与细胞生长关系密切的生命物质，具有选择性低，毒性大，容易产生耐药性等特点。

同样按照细胞毒类药物作用机制的不同可以分为直接作用于 DNA 的药物，如各类烷化剂、博来霉素、丝裂霉素等；干扰 DNA 和核酸合成的药物，如吉西他滨、甲氨蝶呤等；抗有丝分裂的药物，如多西他赛、长春新碱等。

图表 2：细胞毒类药物分类



资料来源：文献资料，德邦证券

1.1.2 分子靶向类药物

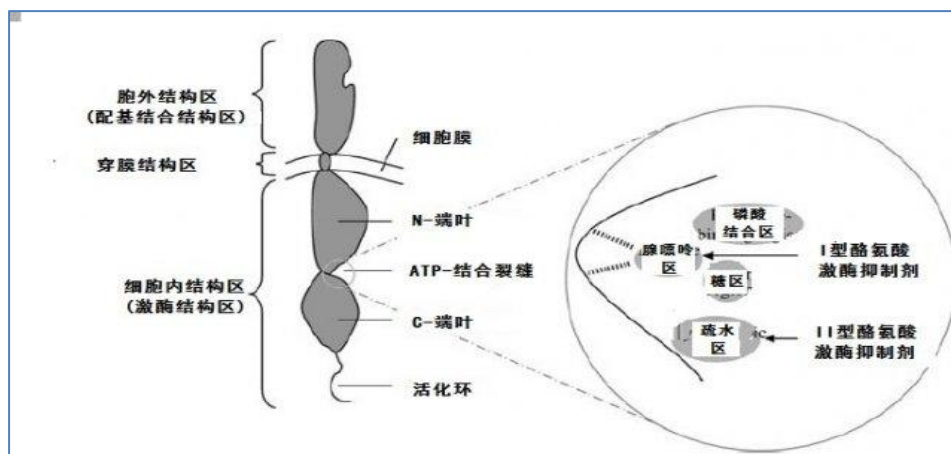
● 替尼类药物

和细胞毒性药物缺乏对肿瘤的特异性不同（在杀伤肿瘤细胞的同时，也杀伤了大量骨髓及其他增殖旺盛细胞，有较大不良反应），靶向类药物具有选择性好，低毒性等特点（当然靶向药物也会产生耐药性）。抗肿瘤的靶向药物是通过特异性地调控一种或更多种肿瘤相关蛋白的新型药物，如血管内皮生长抑制剂和表皮生长因子受体阻滞剂等。

目前我们了解比较多的小分子靶向替尼类药物就是通过调节蛋白激酶来抑制肿瘤生长。蛋白激酶是目前已知的最大的蛋白超家族。蛋白激酶由于突变或重排，可引起信号转导过程障碍或出现异常，导致细胞生长、分化、代谢和生物学行为异常，引发肿瘤。蛋白激酶主要包括丝氨酸或苏氨酸激酶和酪氨酸激酶，其中酪氨酸激酶主要与信号通路的传导有关，是细胞信号转导机制的中心。蛋白酪氨酸激酶能够催化 ATP 上的磷酸基，使其转移到许多重要的蛋白质的酪氨酸残基，将残基磷酸化，从而激活各种底物酶，再通过一系列反应影响细胞的生长、增殖和分化。研究表明，近 80% 的致癌基因都含有酪氨酸激酶编码。酪氨酸激酶受体分为表皮生长因子受体（EGFR）、血管内皮细胞生长因子受体（VEGFR）、血小板衍生生长因子受体（PDGFR）等。基于多靶点的酪氨酸激酶抑制剂目前已成为研究重点。

几个上市新药均获得了良好的临床疗效。如吉非替尼（通用名 Gefitinib，商品名 Iressa，易瑞沙）是 2002 年首个获准上市的（选择性）EGFR2TK 抑制剂。埃罗替尼（依诺替尼/厄洛替尼，通用名 Erlotinib，商品名 Tarceva，特罗凯）2004 年 11 月在美国首次上市，用于治疗非小细胞肺癌（NSCLC）。索拉非尼（通用名 Sorafenib，商品名 Nexavar，多吉美）是近 10 年内美国 FDA 批准上市的首个用于治疗晚期肾细胞癌（RCC）的药物，它的上市（适应症为晚期肾癌）在美国获得了 FDA 授予的“快速通道”审批地位。

图表 3: 酪氨酸激酶抑制剂作用机制

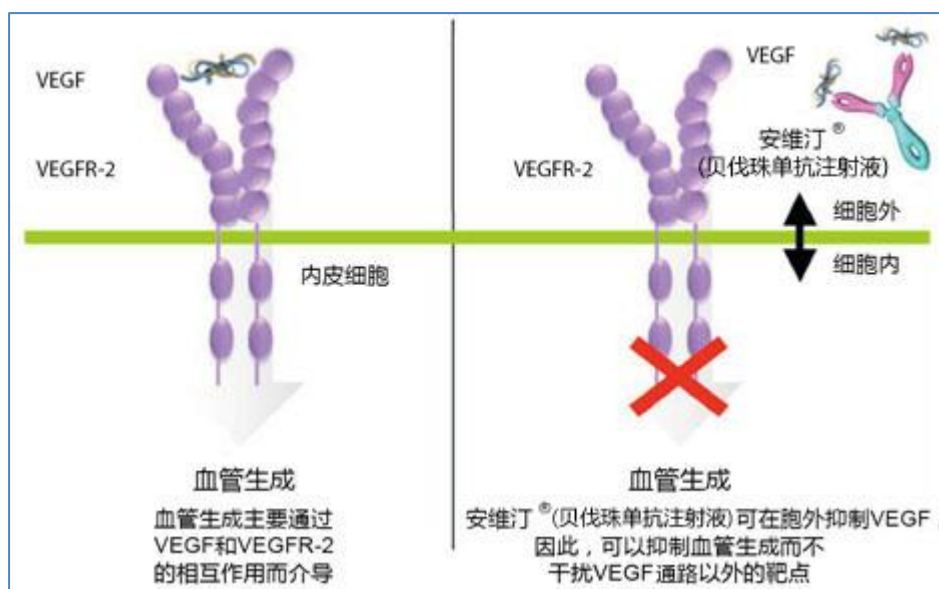


资料来源：网站资料，德邦证券

● 单抗类药物

上述举例的都是小分子靶向药物，目前临床运用的还有大分子靶向药物，即单抗类药物。美国 FDA 迄今共批准了 22 种抗肿瘤靶向药物，其中 9 种属单克隆抗体类药物，12 种为小分子药物，1 种是融合类蛋白类药物。批准的 9 种单克隆抗体药物是大分子靶向药物，其中市场上常见的是四种单克隆抗体药物，分别为罗氏公司的贝伐珠单抗(通用名 Bevacizumab, 商品名 Avastin, 安维汀)、罗氏公司的利妥昔单抗(通用名 Rituximab/Rituxan, 商品名 Mabthera, 美罗华)、罗氏公司的曲妥珠单抗(通用名 Trastuzumab, 商品名 Herceptin, 赫赛汀)和默克的西妥昔单抗(通用名 Cetuximab, 商品名 Erbitux, 爱必妥)。单抗的作用机理是利用抗原抗体特异性结合的特点设计的一种治疗方法。肿瘤细胞表面有一些特异的肿瘤抗原可作为单抗攻击的靶点，单抗在体内选择性地对表达某种基因蛋白的癌细胞起着“对号入座”的杀灭作用可减少正常组织与细胞的毒副作用。

图表 4： 贝伐珠单抗作用机制



说明：血管生成对于肿瘤的生长和扩散至关重要，该过程的关键介导者为持续表达的 VEGF。精确抑制 VEGF 有助于抑制肿瘤诱导的血管生成，从而控制肿瘤生长和转移。

资料来源：罗氏网站，德邦证券

图表 5： 抗肿瘤分子靶向药物一览表

药物名称	作用靶点	治疗领域	备注	原研公司
利妥昔单抗 (商品名: 美罗华)	B 淋巴细胞表面 CD20 抗原	B 细胞非霍奇金淋巴瘤	人-鼠嵌合性 IgG1	罗氏
曲妥珠单抗 (商品名: 赫赛汀)	表皮生长因子受体-2	转移性乳腺癌	人源化 IgG1	罗氏
吉妥珠单抗 (商品名: 麦罗塔)	淋巴 CD33 抗原	急性髓样白血病	人源化 IgG4 (已退市)	辉瑞
阿仑珠单抗 (商品名: 坎帕斯)	淋巴 CD52 抗原	慢性 B-细胞淋巴白血病	人源化 IgG4	拜尔
替伊莫单抗 (商品名: 泽娃灵)	B 淋巴细胞表面 CD20 抗原	非霍奇金淋巴瘤	鼠嵌合性 IgG1, 做为放射性 111 铟和 90 钪的载体 (利妥昔的替代)	Biogen Idec
泊特佐米单抗 (商品名: 硼替佐米)	蛋白酶、B 淋巴细胞表面 CD20 抗原	多发性骨髓瘤	N/A	拜尔
托西莫单抗 (商品名: 百克沙)	B 淋巴细胞表面 CD20 抗原	阳性滤泡非霍奇金氏淋巴瘤	鼠嵌合性 Ig2a, 做为 131 碘的载体	葛兰素史克
西妥昔单抗 (商品名: 爱必妥)	表皮生长因子受体	晚期转移性结肠癌	人-鼠嵌合性 IgG1	百时美施贵宝
贝伐珠单抗 (商品名: 安维汀)	血管内皮生长因子	直、结肠癌或胰腺癌	人源化 IgG1	罗氏
帕尼单抗 (商品名: 维可替比)	表皮生长因子受体	结肠癌	人源化 IgG2	安进
伊匹单抗 (商品名: Yervoy)	阻断 CTLA-4 活性	黑色素瘤	N/A	百时美施贵宝
尼妥珠单抗 (商品名: 泰欣生)	表皮生长因子受体	鼻咽癌	人源化 IgG1	百泰生物
伊马替尼 (商品名: 格列卫)	表皮生长因子酪氨酸激酶抑制剂	慢性骨髓性白血病		诺华
吉非替尼 (商品名: 易瑞沙)	表皮生长因子酪氨酸激酶抑制剂	非小细胞肺癌		阿斯利康
埃罗替尼 (商品名: 特罗凯)	表皮生长因子酪氨酸激酶抑制剂	非小细胞肺癌		罗氏
尼洛替尼 (商品名: 达希纳)	表皮生长因子酪氨酸激酶抑制剂	慢性骨髓性白血病	针对格列卫的耐药性	诺华
达沙替尼 (商品名: 施达赛)	表皮生长因子酪氨酸激酶抑制剂	慢性骨髓性白血病	针对格列卫的耐药性	百时美施贵宝
舒尼替尼 (商品名: 索坦)	表皮生长因子酪氨酸激酶抑制剂	肾癌、胃肠间质瘤、肺癌等		辉瑞
索拉非尼 (商品名: 多吉美)	表皮生长因子酪氨酸激酶抑制剂	肾癌、肝癌		拜尔
埃克替尼 (商品名: 凯美纳)	表皮生长因子酪氨酸激酶抑制剂	非小细胞肺癌		浙江贝达
拉帕替尼 (商品名: 泰克泊)	表皮生长因子酪氨酸激酶抑制剂	乳腺癌		葛兰素史克

资料来源：德邦证券

2. 抗肿瘤药物市场简介和发展趋势

2.1 美国抗肿瘤靶向药物市场概况

抗肿瘤药物的研究一直方兴未艾。有文献统计，在美国国立卫生研究所开设的“临床试验”网站上列处的近4万项临床试验中，与肿瘤治疗有关的I、II和III期试验数就达到1.6万项左右，占总试验数的40%。

美国是全球最大的药物市场。在美国，虽然近近年来总药物销售额增长缓慢，约在2%~5%左右，但抗肿瘤药物市场的年增长率却仍超过10%。**尤其是抗肿瘤靶向药物是肿瘤药物增长的主要动力。**2009年美国的抗肿瘤药物的总销售额（不包括激素和抗激素类药物及抗肿瘤相关疫苗）高达185亿美元，其中抗肿瘤靶向药物销售额达到104亿美元，较2005年发了一番多。相应地，抗肿瘤靶向药物在总的抗肿瘤药物市场中所占份额也从2005年的46%上升到2009年的56%。（由于缺乏最新数据，此处仅说明趋势）。

图表6：美国抗肿瘤药物市场、构成及其变化

分类	销售额（亿美元）					CAGR
	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	
传统细胞毒化疗药物	57	64	70	74	81	
增长率		12.28%	9.38%	5.71%	9.46%	9.18%
抗肿瘤靶向药物	48	70	83	93	104	
增长率		45.83%	18.57%	12.05%	11.83%	21.32%
合计	105	134	153	167	185	

资料来源：文献资料，德邦证券

在美国市场目前用药金额比较大的抗肿瘤靶向产品是贝伐珠单抗等，其中的明星产品是诺华的伊马替尼（格列卫）。2009年，小分子药物的合计销售额占美国当年总抗肿瘤靶向药物市场的23%（约24亿美元），其中近半数销售额来自甲磺酸伊马替尼。

图表 7： 美国市场上销售额领先的抗肿瘤靶向药物

药物	2009 年销售额 (亿美元)	占当年市场份额 (%)
贝伐珠单抗	30	28
利妥昔单抗	27	26
曲妥珠单抗	14	14
甲磺酸伊马替尼	11	11
西妥昔单抗	7.3	7
盐酸额洛替尼	5	5
苹果酸舒尼替尼	2.7	3
达沙替尼	1.3	1

资料来源：文献资料，德邦证券

为了更为直观的表现整个抗肿瘤药物市场的概况，我们选取总结了几大制药巨头抗肿瘤药物全球销售情况，让我们更为直观地观察抗肿瘤药物的市场。

图表 8： 制药巨头抗肿瘤药物全球市场销售情况

			2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率 (2007-2011)	复合增长率 (2007-2011)	备注	2012Q1
罗氏 (百万瑞士法郎)	单抗类	贝伐珠单抗			690	1665	2962	4106	5923	6222	6461	5292				1385
		增长率				141.30%	77.90%	38.62%	44.25%	5.05%	3.84%	-18.09%	14.73%	6.55%		
		利妥昔单抗	2332	2775	3378	4154	4839	5516	5207	6087	6356	6005				1605
		增长率				22.97%	16.49%	13.99%	-5.60%	16.90%	4.42%	-5.52%	4.84%	2.15%		
		曲妥珠单抗	1007	1177	1435	2146	3927	4852	5092	5266	5429	5235				1428
		增长率				49.55%	82.99%	23.55%	4.95%	3.42%	3.10%	-3.57%	6.29%	1.92%		
	替尼类	厄洛替尼			17	387	813	1062	1215	1304	1325	1251				337
		增长率				2176.47%	110.08%	30.63%	14.41%	7.33%	1.61%	-5.58%	9.68%	4.18%		
	细胞毒类	卡培他滨		515	535	796	971	1151	1211	1260	1426	1354				382
		增长率				48.79%	21.98%	18.54%	5.21%	4.05%	13.17%	-5.05%	7.18%	4.14%		

			2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率 (2007-2011)	复合增长率 (2007-2011)	备注	2012Q1
诺华 (百万美元)	替尼类	伊马替尼	614	1128	1634	2170	2554	3050	3670	3944	4265	4659				1130
		增长率				32.80%	17.70%	19.42%	20.33%	7.47%	8.14%	9.24%	12.92%	11.17%		
		厄洛替尼							89	212	399	716				209
		增长率								138.20%	88.21%	79.45%	101.95%			
	细胞毒类	来曲唑			386	536	719	937	1129	1266	1376	911				107
		增长率				38.86%	34.14%	30.32%	20.49%	12.13%	8.69%	-33.79%	7.57%	-0.70%		

拜耳 (百万欧元)			2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率 (2007-2011)	复合增长率 (2007-2011)	备注	2012Q1
替尼类	索拉非尼						130	270	462	604	705	725				186
	增长率							107.69%	71.11%	30.74%	16.72%	2.84%	45.82%	28.01%		

默克 (百万欧元)			2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率 (2007-2011)	复合增长率 (2007-2011)	备注	2012Q1
单抗类	西妥昔单抗						337	470.2	564.7	697	820	855				
	增长率							39.53%	20.10%	23.43%	17.65%	4.27%	20.99%	16.12%		

辉瑞 (百万美元)			2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率 (2007-2011)	复合增长率 (2007-2011)	备注	2012Q1
替尼类	舒尼替尼						219	581	847	964	1066	1187				300
	增长率							165.30%	45.78%	13.81%	10.58%	11.35%	49.37%	19.56%		
细胞毒类	伊立替康			299	554	910	903	969	563							
	增长率				85.28%	64.26%	-0.77%	7.31%	-41.90%				-17.29%			

阿斯利康 (百万美元)			2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率 (2007-2011)	复合增长率 (2007-2011)	备注	2012Q1
替尼类	吉非替尼		67	228	389	273	237	238	265	297	393	554				143
	增长率			240.30%	70.61%	-29.82%	-13.19%	0.42%	11.34%	12.08%	32.32%	40.97%	19.43%	23.52%		
细胞毒类	阿那曲唑		331	519	811	1181	1508	1730	1857	1921	1512	756				144
	增长率			56.80%	56.26%	45.62%	27.69%	14.72%	7.34%	3.45%	-21.29%	-50.00%	-9.16%	-18.69%		

葛兰素史克 (百万英镑)			2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率 (2007-2011)	复合增长率 (2007-2011)	备注	2012Q1
替尼类	拉帕替尼							51	102	169	227	231				60
	增长率								100.00%	65.69%	34.32%	1.76%	50.44%	45.88%		

安进 (百万美元)			2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率 (2007-2011)	复合增长率 (2007-2011)	备注	2012Q1
单抗类	帕尼单抗						39	170	153	233	288	322				
	增长率							335.90%	-10.00%	52.29%	23.61%	11.81%	82.72%	17.31%		

百时美施贵宝 (百万美元)			2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率 (2007-2011)	复合增长率 (2007-2011)	备注	2012Q1
单抗类	西妥昔单抗				261	413	652	692	749	683	662	691				179
	增长率					58.24%	57.87%	6.13%	8.24%	-8.81%	-3.07%	4.38%	1.37%	-0.04%		
	伊匹单抗											360			2011新上市	154
替尼类	达沙替尼						25	158	310	421	576	803				231
	增长率							532.00%	96.20%	35.81%	36.82%	39.41%	148.05%	50.15%		
细胞毒类	紫杉醇		857	934	991	747	563	422	385							
	增长率							-25.04%	-8.77%				-16.91%			

			2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率 (2007-2011)	复合增长率 (2007-2011)	备注	2012Q1
礼来 (百万美元)	细胞毒类	培美曲塞二钠				463.2	611.8	854	1154.7	1706	2208.6	2461.1				
		增长率					32.08%	39.59%	35.21%	47.74%	29.46%	11.43%	32.69%	30.29%		606.8
		吉西他滨	974.6	1021.7	1214.4	1334.5	1408.1	1592.4	1719.8	1363.2	1149.5	542.1				
		增长率		4.83%	18.86%	9.89%	5.52%	13.09%	8.00%	-20.73%	-15.68%	-52.84%	-13.63%	-23.62%		

			2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率	复合增长率	备注	2012Q1
赛诺菲安万特 (百万欧元)	细胞毒类	多西他赛			1436	1609	1752	1874	2033	2177	2122	922				
		增长率				12.05%	8.89%	6.96%	8.48%	7.08%	-2.53%	-56.55%	-7.31%	-16.25%		
		奥沙利铂							1348	957	427	1071				
		增长率								-29.01%	-55.38%	150.82%	22.14%			
		新型紫杉烷化类									82	188				
		增长率										129.27%				

注：有些公司未披露一季报，所以数据缺失，有些产品销售额退出公司明星产品，故数据缺失。西妥昔单抗由德国默克和百时美施贵宝共同销售。

资料来源：公司年报，德邦证券

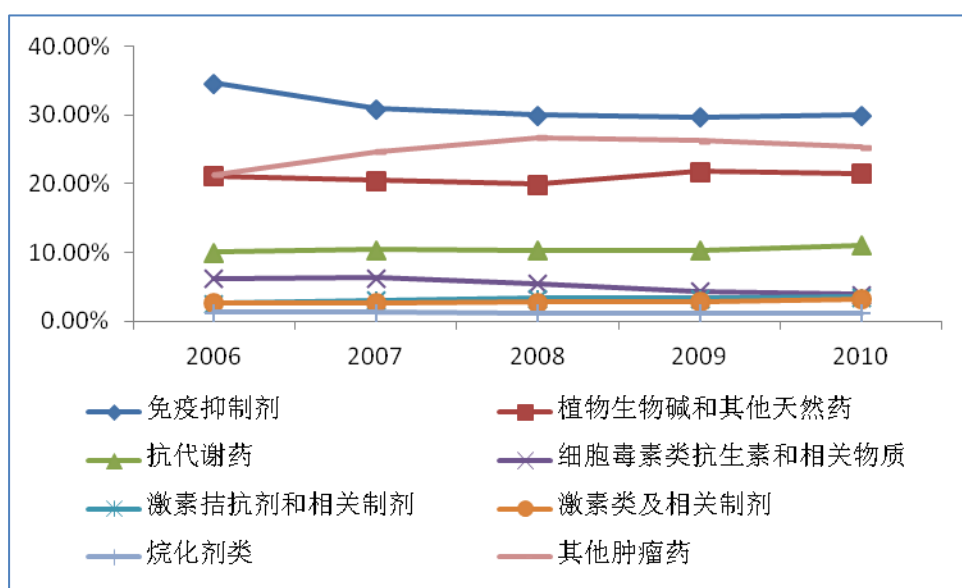
从上面的列表，我们可以得到以下几个结论：

1. 国外制药巨头如果有靶向类药物销售的，其销售金额大于细胞毒类药物。这一方面和细胞毒类药物持续降价，价格较低相关，另一方面也说明靶向类药物是制药巨头的重点销售对象。
2. 国外制药巨头生产的细胞毒类药物的增长率大多持续走低，除了礼来的培美曲塞二钠和赛诺菲安万特的新型紫杉烷化类药物，这可以从一个侧面说明传统的细胞毒类由于耐药性等原因在临床上的使用遇到了瓶颈，新药物的替代成为必然。
3. 从各个制药巨头靶向类药物的销售来看，替尼类药物的增长快于单抗类药物，这一方面和部分单抗药物面世时间长，增速放缓有关，另一方面也表现了替尼类药物强劲的增长力，十分具有发展潜力。

2.2 中国抗肿瘤靶向药物市场概况与预测

如果说美国抗肿瘤用药市场的今天就是中国抗肿瘤用药市场的明天，那么我们可以大胆预测靶向类药物也将会成为抗肿瘤用药市场的主流，虽然目前在我国占主要地位的还是细胞毒类药物，尤其是免疫制剂类药物还是主流。

图表 9： 我国抗肿瘤用药市场主流用药分类



资料来源：南方所样本医院，德邦证券

图表 10： 2010 年我国抗肿瘤用药市场用药金额居前的主流用药

类别	排名				
	1	2	3	4	5
免疫刺激剂	胸腺肽a1	胸腺五肽	重组人粒细胞集落刺激因子	香菇多糖	干扰素a-2a
植物生物碱和其他天然药	多西他赛	紫杉醇	康艾	伊立替康	复方苦森
抗代谢药	卡培他滨	吉西他滨	培美曲塞二钠	替吉奥	氟脲嘧啶
细胞毒类抗生素和相关物质	表柔比星	吡柔比星	伊达比星	多柔比星	博来霉素
激素拮抗剂和相关制剂	来曲唑	阿那曲唑	依西美坦	托瑞米芬	氟他胺
激素类及相关制剂	曲普瑞林	戈舍瑞林	亮丙瑞林		
烷化剂类	替莫唑胺	异环磷酰胺	环磷酰胺	白消安	尼莫司汀
其他抗肿瘤药	奥沙利铂	利妥昔单抗	斑蝥酸钠维生素B6	曲妥珠单抗	吉非替尼

资料来源：南方所样本医院，德邦证券

虽然靶向药物在我国临床还属于二线用药，但是靶向药物的增长速度远高于其他类药物。从南方所监测到的数据来看，2010 年市场份额排名前 30 的品种中，培美曲赛二钠、伊马替尼和曲妥珠单抗分列增长率排名的前三位，增长率分别为 64.34%，56.91%，47.51%。2007-2010 年的复合增长率排名中，培美曲赛二钠以 80.03% 的复合增长率独占鳌头，西妥昔单抗和曲妥珠单抗紧随其后，复合增长率约为 60%。

图表 11： 2008-2010 抗肿瘤主流用药增长情况

药名	2008	2009	2010	复合增长率
康艾	N/A	N/A	31.76%	N/A
复方苦参	N/A	N/A	42.66%	N/A
培美曲赛二钠	114.61%	65.43%	64.34%	80.03%
西妥昔单抗	138.55%	58.01%	9.93%	60.62%
曲妥珠单抗	85.43%	49.73%	47.51%	60%
匹多莫德	104.60%	34.50%	42.91%	57.84%
阿那曲唑	66.18%	45.00%	29.58%	46.16%
戈舍瑞林	45.91%	46.37%	38.89%	43.68%
伊马替尼	32.33%	36.25%	56.91%	41.43%
来曲唑	44.37%	32.37%	36.27%	37.58%
厄洛替尼	112.45%	10.77%	5.68%	35.48%
曲普瑞林	40.99%	21.84%	35.60%	32.56%
斑蝥酸钠维生素B6	55.83%	22.00%	22.14%	32.42%
胸腺五肽	34.94%	30.25%	30.37%	31.84%
胸腺肽a1	50.88%	29.90%	15.01%	31.12%
利妥昔单抗	39.15%	30.30%	24.16%	31.06%
干扰素a-2a	20.83%	34.20%	29.93%	28.20%
多西他赛	31.07%	29.18%	20.54%	26.85%
卡培他滨	15.10%	31.62%	22.32%	22.83%
重组人白介素-2	21.21%	19.13%	23.58%	21.29%
伊立替康	36.13%	23.77%	5.89%	21.29%
紫杉醇	26.10%	15.80%	21.83%	21.17%
吉非替尼	47.67%	-6.15%	24.90%	20.07%
参芪扶正	28.34%	9.36%	20.78%	19.24%
重组人粒细胞集落刺激因子	17.70%	18.24%	18.85%	18.26%
吉西他滨	23.62%	15.70%	14.78%	17.97%
香菇多糖	25.52%	10.11%	8.99%	14.63%
干扰素a-2b	27.66%	7.69%	6.40%	13.52%
奥沙利铂	12.30%	21.31%	7.09%	13.42%
表柔比星	9.78%	4.62%	10.08%	8.13%
总计	29.91%	26.78%	22.95%	26.51%

资料来源：南方所样本医院，德邦证券

对比 IMS 的样本医院数据, 虽然数据和南方所略有差异, 但是趋势一致。

目前监测到临床使用金额过亿的品种有吉非替尼、厄洛替尼、伊马替尼、索拉非尼、利妥昔单抗、曲妥珠单抗、西妥昔单抗、尼妥珠单抗等。

图表 12 : 2007-2011 抗肿瘤靶向药物市场销售情况

	销售金额 (亿元)						
品种	2007	2008	2009	2010	2011	平均增长率	复合增长率
吉非替尼	2.134	2.881	2.982	3.682	4.379		
增长率		35.00%	3.51%	23.47%	18.93%	20.23%	19.69%
厄洛替尼	1.051	1.964	2.465	2.534	3.364		
增长率		86.87%	25.51%	2.80%	32.75%	36.98%	33.76%
伊马替尼	0.764	1.018	1.534	2.034	2.978		
增长率		33.25%	50.69%	32.59%	46.41%	40.73%	40.51%
索拉非尼	0.677	1.473	2.267	2.434	2.219		
增长率		117.58%	53.90%	7.37%	-8.83%	42.50%	34.55%
舒尼替尼	0.000	0.118	0.406	0.540	0.740		
增长率			244.07%	33.00%	37.04%	104.70%	84.41%
埃克替尼	0.000	0.000	0.000	0.000	0.061		
尼洛替尼	0.000	0.000	0.000	0.004	0.028		
替尼类总计	4.626	7.454	9.654	11.228	13.769		
增长率		61.13%	29.51%	16.30%	22.63%	32.40%	31.35%
利妥昔单抗	1.986	2.677	3.510	4.544	5.906		
增长率		34.79%	31.12%	29.46%	29.97%	31.34%	31.32%
曲妥珠单抗	0.878	1.634	2.367	3.673	5.343		
增长率		86.10%	44.86%	55.18%	45.47%	57.90%	57.06%
西妥昔单抗	1.064	1.560	2.065	2.243	2.210		
增长率		46.62%	32.37%	8.62%	-1.47%	21.53%	20.05%
尼妥珠单抗	0.000	0.108	0.760	1.263	1.697		
增长率			603.70%	66.18%	34.36%	234.75%	150.47%
美妥昔单抗I-131	0.000	0.049	0.155	0.167	0.101		
增长率			216.33%	7.74%	-39.52%	61.52%	27.26%
贝伐珠单抗	0.000	0.000	0.002	0.129	1.350		
唯美生 (人鼠嵌合单克隆抗体注射液-I131)	0.000	63047 (万元)	0.000	0.004	0.003		
单抗类药物总计	3.928	6.029	8.859	12.023	16.610		
增长率		53.49%	46.94%	35.72%	38.15%	43.57%	43.40%
抗肿瘤靶向药物总计	8.554	13.483	18.513	23.251	30.379		
增长率		57.62%	37.31%	25.59%	30.66%	37.79%	37.30%

资料来源: IMS, 德邦证券

综合 IMS 数据, 2007-2011 年抗肿瘤靶向药物的临床年复合增长率保持在 37% 左右 (单抗类药物增速快于替尼类药物), 远高于抗肿瘤市场的复合增长幅度 21%。

图表 13: 2004-2010 抗肿瘤药物市场销售情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均增长率	复合增长率
市场金额 (亿元)	152.97	187.4	208.2	254.5	315	405	501.5		
增长率		22.51%	11.10%	22.24%	23.77%	28.57%	23.83%	22.00%	21.88%

资料来源: 米内网, 德邦证券

根据以上分析我们认为抗肿瘤靶向药物的增长将会在很长一段时间保持高于抗肿瘤药物市场的增长, 主要是基于以下几点依据:

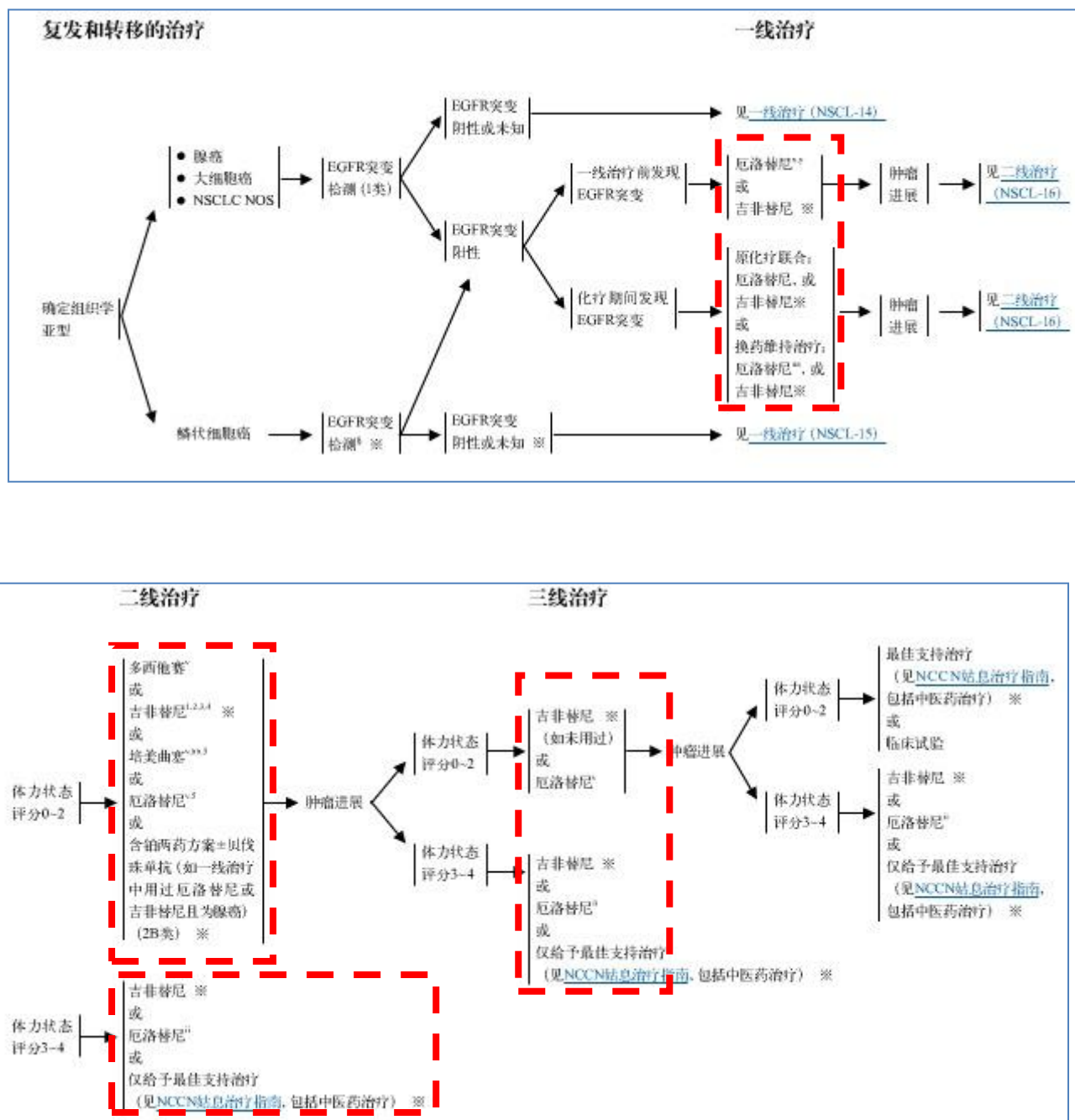
1. 大多数靶向药物在我国还是抗肿瘤的二线用药, 随着细胞毒类药物的耐药性增加和肿瘤病人生存期的延长 (英国麦美伦癌症援助中心绘制出了在 40 多年的时间里, 20 种不同类型的癌症患者平均生存时间变化。数据显示, 在 1970 年, 所有类型的癌症患者生存时间仅 1 年, 而现在预期时间将近 6 年。乳腺癌患者的平均生存时间增长了 1 倍, 从 20 世纪 90 年代开始, 已超过 10 年。最明显的是结肠癌患者, 其生存时间从 7 个月增长到 10 年, 增加了 17 倍。肺癌和脑癌患者的生存时间几乎没上升, 分别从 11 周上升到 20 周, 从 13 周上升到 28 周。改善最少的是胰腺癌患者, 从 9 周上升到 12 周。), 靶向药物的需求会逐步增大, 这是市场自然需求的增长。

从 NCCN (National Comprehensive Cancer Network, 美国国立综合癌症网络) 发布的 2011 年非小细胞肺癌 (NSCLC) 治疗指南来看, 厄洛替尼和吉非替尼都被推荐为复发和转移治疗的一线治疗用药。这也是这两种替尼类药物成为临床用药金额最大抗肿瘤靶向药物的原因之一。

2. 目前抗肿瘤靶向药物由于价格昂贵, 还未能进入医保, 只在部分省市定点医院进入了医保范围 (如广州)。随着我国国产靶向药物的逐渐进入市场, 我们可以预见靶向药物肯定会有一个价格回落的过程, 更多的患者能享受到靶向类药物的治疗, 随着价格的走低, 进入医保也将会逐步成为可能。这是市场增长的刺激因素。

3. 我国整个抗肿瘤靶向药物目前市场容量我们预计 40~60 亿左右（由于靶向药物未进医保，药店是重要的销售渠道，医院销售有限，故我们放大了 IMS 监测数据 1.5-2 倍），未来保守估计将以 30% 的增速增长。

图表 14：NCCN 非小细胞肺癌治疗指南节选图



资料来源：网站资料，德邦证券

3. 浙江贝达案例分析

浙江贝达创立于 2003 年，公司于 2011 年 8 月在人民大会堂发布了具有自主创新知识产权的一类新药埃克替尼（凯美纳）。埃克替尼也是一类以表皮生长因子受体激酶为靶标的新一代靶向抗癌药，适用于治疗既往接受过至少一个化疗方案失败后的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC），既往化疗主要是指以铂类为基础的联合化疗。

公司自去年 8 月上市销售以来（6 月份组建销售队伍），根据 IMS 监测到的临床销售数据只有 680 多万（贝达产品走医院和药店两条线，从监测数据来看，药店的销售可能会超过医院）。根据调研，我们得知截至去年年末，公司的销售金额已达 7200 多万。到今年 2 月份，已经突破 1 个亿，已经在全国 338 家医院、2000 多例病人中临床使用。从目前的销售状况来看，公司今年该药的销售收入至少能达到 2.5 亿元。（贝达总裁王印祥博士预测今年埃克替尼至少可以达到 4 个亿）。有报导，按贝达药业现在的产能，如果满负荷运转，一年的产能可达到 5 亿元左右。

浙江贝达目前的销售方式主要是采用学术营销的方式，有销售人员 80 多人。公司产品的竞争对手是吉非替尼（易瑞沙）和厄洛替尼（特罗凯）。从公司网站公布的临床数据来看，公司埃克替尼的疗效和吉非替尼一致，副反应有的指标还好于吉非替尼。公司产品目前价格为吉非替尼和厄洛替尼的 2/3 左右（吉非替尼约 550 元/天，厄洛替尼约 650 元/天，埃克替尼约 400 多/天，埃克替尼每月花费约为 1.1 万元，和前两者相比，可以节约 5000-9000 元）。

公司目前还开展了免费赠药活动，即患者服用凯美纳（盐酸埃克替尼片）满半年后，可获得厂家提供的免费赠药。在厂家的指定销售点，会有专人不断对赠药的情况进行跟踪，先确诊其疾病，服用凯美纳（盐酸埃克替尼片）的患者需每个月到指定医院进行 CT 复查，向医生汇报用药情况，患者必须连续使用凯美纳（盐酸埃克替尼片）（125mg/片/3 次/天）治疗六个月且无疾病进展，经临床评估凯美纳（盐酸埃克替尼片）继续治疗受益，由项目执行医院提供该患者评估报告，确认无疾病进展，服药半年后获得赠药。（根据公司赠药活动，我们推算公司产品毛利率至少 75% 以上。恒瑞抗肿瘤药品的

毛利率约为 80%以上，我们预计埃克替尼的毛利率可能达到 90%)。

4. 总结和对于恒瑞替尼类药的启示

从上文对于抗肿瘤靶向药物市场的分析和浙江贝达埃克替尼的案例分析，我们可以得到如下几个结论：

1. 抗肿瘤靶向药物的市场增长速度远高于抗肿瘤药物市场的增长速度，我们预计在未来的三年里，抗肿瘤靶向药物的复合市场增长率将至少保持在 30%以上。不排除有爆发性增长的可能。
2. 市场上出现的靶向药物和疾病谱相关，即主要集中在肺癌、胃癌等高发高死亡率的病种里。

图表 15： 癌症死亡率统计表

顺位	2004-2005		1990-1992		1973-1975	
	疾病名称	死亡率 (1/10万)	疾病名称	死亡率 (1/10万)	疾病名称	死亡率 (1/10万)
1	肺癌	30.83	胃癌	25.16	胃癌	19.54
2	肝癌	26.26	肝癌	20.37	食管癌	18.83
3	胃癌	24.71	肺癌	17.54	肝癌	12.54
4	食管癌	15.21	食管癌	17.38	肺癌	7.09
5	结直肠癌	7.25	结直肠癌	5.3	子宫颈癌	5.23
6	白血病	3.84	白血病	3.64	结直肠癌	4.6
7	脑瘤	3.13	子宫颈癌	1.89	白血病	2.72
8	女性乳腺癌	2.9	鼻咽癌	1.74	鼻咽癌	2.32
9	胰腺癌	2.62	女性乳腺癌	1.72	女性乳腺癌	1.65
10	骨癌	1.7				
	恶性肿瘤总计	134.8	恶性肿瘤总计	108.26	恶性肿瘤总计	83.65

资料来源：卫生部，德邦证券

3. 新的靶点药物可能近期不会出现，因此，整个市场竞争格局还将保持着国产药物利用价格优势替代进口药物的局面，但这种竞争由于市场份额的增大（前面提到的自然因素和刺激因素）不会很激烈。

按照浙江贝达的销售情况（公司埃克替尼上市四个月，销售额达 7200 万元，上市半年，销售过亿）来看，恒瑞的阿帕替尼销售也让人乐观。阿帕替尼是一种小分子血管内皮生长因子酪氨酸激酶抑制剂，类似于

罗氏的贝伐珠单抗。罗氏该产品 2011 年的全球销售金额达到 52.92 亿瑞士法郎，贝伐珠单抗目前是全球销售量最大的抗肿瘤靶向药物之一。（从贝伐珠单抗上市纪录来看，上市后的第二年/第三年，销售收入增长速度为 141%/77%）

4. 如果正如市场预期的恒瑞阿帕替尼明年年初能顺利上市，并且肺癌的适应症能走快速通道，公司阿帕替尼当年我们估计应该能为公司贡献 2-3 亿的销售收入（恒瑞的营销能力和多年在肿瘤市场的运营基础均强于浙江贝达）。因此恒瑞替尼类产品的陆续上市将是恒瑞业绩贡献的又一催化剂。
5. 下表为阿帕替尼上市后的盈利预测，由于不确定因素较多，数据仅供参考。从下面的分析可以看出，对于替尼类产品上市后销售收入决定了公司的业绩。从浙江贝达埃克替尼的销售记录来看，我们认为恒瑞替尼类产品上市销售收入的增长将不会有一个很长的市场培育期，销售收入应该会有爆发式的增长。

假设 1：阿帕替尼 2012 年底或 2013 年年初可以正常上市

假设 2：2013-2015 年公司的销售费用率维持为 42%

假设 3：2013-2015 年公司的管理费用率维持为 15%

假设 4：2013-2015 年公司的财务费用为 0（公司近两年财务费用都为负值）

假设 5：2013-2015 年公司的税率维持为 11%

假设 6：2013-2015 年公司的股本维持不变

图表 16： 2013-2015 阿帕替尼上市销售预测（简算）

情景 1：公司第一年销售收入达 1 亿元

公司产品毛利率为 85%/上市一年增长率 100%

	2013	2014	2015
销售收入 (亿元)	1	2	3.5
增长率 (%)		100%	75%
毛利率 (%)	85%	85%	85%
营业毛利润 (亿元)	0.85	1.70	2.98
销售费用率 (%)	42.00%	42.00%	42.00%
管理费用率 (%)	15.00%	15.00%	15.00%
营业利润 (亿)	0.37	0.73	1.28
税率 (%)	11.00%	11.00%	11.00%
净利润 (%)	0.33	0.65	1.14
股本 (亿)	11.24	11.24	11.24
EPS (元)	0.03	0.06	0.10

公司产品毛利率为 85%/上市一年增长率 150%

	2013	2014	2015
销售收入 (亿元)	1	2.5	4.375
增长率 (%)		150%	75%
毛利率 (%)	85%	85%	85%
营业毛利润 (亿元)	0.85	2.13	3.72
销售费用率 (%)	42.00%	42.00%	42.00%
管理费用率 (%)	15.00%	15.00%	15.00%
营业利润 (亿)	0.37	0.91	1.60
税率 (%)	11.00%	11.00%	11.00%
净利润 (亿元)	0.33	0.81	1.42
股本 (亿)	11.24	11.24	11.24
EPS (元)	0.03	0.07	0.13

公司产品毛利率为 90%/上市一年增长率 100%

	2013	2014	2015
销售收入 (亿元)	1	2	3.5
增长率 (%)		100%	75%
毛利率 (%)	90%	90%	90%
营业毛利润 (亿元)	0.90	1.80	3.15
销售费用率 (%)	42.00%	42.00%	42.00%
管理费用率 (%)	15.00%	15.00%	15.00%
营业利润 (亿)	0.39	0.77	1.35
税率 (%)	11.00%	11.00%	11.00%
净利润 (%)	0.34	0.69	1.21
股本 (亿)	11.24	11.24	11.24
EPS (元)	0.03	0.06	0.11

公司产品毛利率为 90%/上市一年增长率 150%

	2013	2014	2015
销售收入 (亿元)	1	2.5	4.375
增长率 (%)		150%	75%
毛利率 (%)	90%	90%	90%
营业毛利润 (亿元)	0.90	2.25	3.94
销售费用率 (%)	42.00%	42.00%	42.00%
管理费用率 (%)	15.00%	15.00%	15.00%
营业利润 (亿)	0.39	0.97	1.69
税率 (%)	11.00%	11.00%	11.00%
净利润 (亿元)	0.34	0.86	1.51
股本 (亿)	11.24	11.24	11.24
EPS (元)	0.03	0.08	0.13

情景 2：公司第一年销售收入达 2 亿元

公司产品毛利率为 85%/上市一年增长率 100%

	2013	2014	2015
销售收入 (亿元)	2	4	7
增长率 (%)		100%	75%
毛利率 (%)	85%	85%	85%
营业毛利润 (亿元)	1.70	3.40	5.95
销售费用率 (%)	42.00%	42.00%	42.00%
管理费用率 (%)	15.00%	15.00%	15.00%
营业利润 (亿)	0.73	1.46	2.56
税率 (%)	11.00%	11.00%	11.00%
净利润 (%)	0.65	1.30	2.28
股本 (亿)	11.24	11.24	11.24
EPS (元)	0.06	0.12	0.20

公司产品毛利率为 85%/上市一年增长率 150%

	2013	2014	2015
销售收入 (亿元)	2	5	8.75
增长率 (%)		150%	75%
毛利率 (%)	85%	85%	85%
营业毛利润 (亿元)	1.70	4.25	7.44
销售费用率 (%)	42.00%	42.00%	42.00%
管理费用率 (%)	15.00%	15.00%	15.00%
营业利润 (亿)	0.73	1.83	3.20
税率 (%)	11.00%	11.00%	11.00%
净利润 (亿元)	0.65	1.63	2.85
股本 (亿)	11.24	11.24	11.24
EPS (元)	0.06	0.14	0.25

公司产品毛利率为 90%/上市一年增长率 100%

	2013	2014	2015
销售收入 (亿元)	2	4	7
增长率 (%)		100%	75%
毛利率 (%)	90%	90%	90%
营业毛利润 (亿元)	1.80	3.60	6.30
销售费用率 (%)	42.00%	42.00%	42.00%
管理费用率 (%)	15.00%	15.00%	15.00%
营业利润 (亿)	0.77	1.55	2.71
税率 (%)	11.00%	11.00%	11.00%
净利润 (%)	0.69	1.38	2.41
股本 (亿)	11.24	11.24	11.24
EPS (元)	0.06	0.12	0.21

公司产品毛利率为 90%/上市一年增长率 150%

	2013	2014	2015
销售收入 (亿元)	2	5	8.75
增长率 (%)		150%	75%
毛利率 (%)	90%	90%	90%
营业毛利润 (亿元)	1.80	4.50	7.88
销售费用率 (%)	42.00%	42.00%	42.00%
管理费用率 (%)	15.00%	15.00%	15.00%
营业利润 (亿)	0.77	1.94	3.39
税率 (%)	11.00%	11.00%	11.00%
净利润 (亿元)	0.69	1.72	3.01
股本 (亿)	11.24	11.24	11.24
EPS (元)	0.06	0.15	0.27

资料来源：德邦证券

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“德邦证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。