

# 引进干眼症新药，创新平台价值持续变现

## ——恒瑞医药 (600276.SH) 公告点评

公司简报

### 增持 (维持)

当前价：90.58 元

### 分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)  
021-52523871  
[linxiaowei@ebscn.com](mailto:linxiaowei@ebscn.com)

宋硕 (执业证书编号：S0930518060001)  
021-52523872  
[songshuo@ebscn.com](mailto:songshuo@ebscn.com)

### 联系人

王明瑞  
[wangmingrui@ebscn.com](mailto:wangmingrui@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：44.23  
总市值(亿元)：4006.18  
一年最低/最高(元)：41.36/93.00  
近3月换手率：25.08%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.62	30.14	43.59
绝对	12.27	39.91	66.68

资料来源：Wind

### 相关研报

首个国产 PARP 抑制剂氟唑帕利报产，有望成下一个多瘤种明星——恒瑞医药 (600276.SH) 事件点评  
..... 2019-10-30  
创新驱动业绩逐季加速，吡咯替尼疗效进一步验证——恒瑞医药 (600276.SH) 2019 年三季度报&临床试验进展点评  
..... 2019-10-25

### 事件：

公司与德国 Novaliq 达成协议，引进其干眼症药物 CyclASol™(0.1%环孢素 A 制剂) 和 NOV03 (全氟己基辛烷) 的中国临床开发、生产、销售独家权利。

CyclASol 是抗炎和免疫调节剂，用于治疗水液缺乏型干眼症，目前正在美国进行 III 期临床试验。在美国已经完成的临床试验中，CyclASol™展现出了良好的疗效、安全性和耐受性。

NOV03 是具有新颖作用机理的药物，用于治疗与睑板腺功能障碍 (MGD) 相关蒸发过强型干眼症。目前在美国已完成 II 期临床，计划 2019 年底启动 III 期临床。在美国已经完成的临床试验中，NOV03 展现出了良好的疗效、安全性和耐受性。

公司将支付财务付款包括：

- 1) 首付款：600 万美元+300 万美元 (如 NOV03 首个核心专利在中国获得授权则另支付)；
- 2) 研发及上市里程碑付款：累计不超过 500 万美元 (CyclASol) + 累计不超过 700 万美元 (NOV03)；
- 3) 销售里程碑付款：累计不超过 5200 万美元 (CyclASol) + 累计不超过 9200 万美元 (NOV03)；
- 4) 销售提成：年净销售额的提成比例区间为各自的 7%至 10%，随年净销售额的增加而梯度性增加。

公司将与 Novaliq 设立联合管理委员会，由双方各自 3 名代表组成。除非根据约定提前终止，该协议持续到销售提成期 (①公司首次商业销售产品起满 10 年，②许可区域内专利届满或被宣告无效，③许可区域内数据独占期届满，三者中较晚的时点) 为止。

### 点评：

#### ◆引进干眼症创新药，医药龙头进军眼科

根据《干眼临床诊疗专家共识 (2013 年)》，中国干眼症发病率约 21-30%，但就诊率较低，且治疗方案有限，国内最常用的是人工泪液和激素，大多数中重度患者未能获得满意的治疗效果。目前治疗干眼症的环孢素 A 滴眼液美国上市产品包括艾尔建的 Restasis、太阳制药的 Cequa，欧洲上市产品包括参天制药的 Ikervis，其中 Restasis 于 2018 实现全球销售额 11.97 亿美元。国内暂无治疗干眼症的环孢素 A 滴眼液上市。CyclASol 在 II 期临床中表现出了优秀的有效性、安全性，与其他环孢素 A 滴眼液非头对头间接相比拥有疗效好、起效快、耐受性良好的优势。NOV03 对患有 MGD 的 DED 患者显示出前所未有的体征和症状改善。这两个产品的引进将填补国内空白，公司有望借此进军眼科领域。

### ◆国际化再下一城，创新平台价值持续变现

截至目前，公司已从 Oncolys、Mycovia、Novaliq 三个海外合作伙伴引进 4 个创新产品的权益，为强大的国内研发团队（超过 3000 人）和销售团队（超过 1.2 万人）进一步赋能，使创新平台优势最大化。未来除内生型研发外，公司将逐步将“引进来”与“走出去”相结合，从国内创新逐步走向创新国际化。

### ◆盈利预测、投资评级和估值：

公司是中国创新药龙头企业，重磅品种正陆续获批上市、放量，同时创新药在研产品管线丰富，长期空间大。维持 19-21 年 EPS 预测为 1.20/1.53/2.02 元，同比增长 30%/28%/32%，现价对应 19-21 年 PE 为 76/59/45 倍，维持“增持”评级。

### ◆风险提示：

药品降价超预期的风险；新品审批进度不达预期；创新药研发失败的风险。

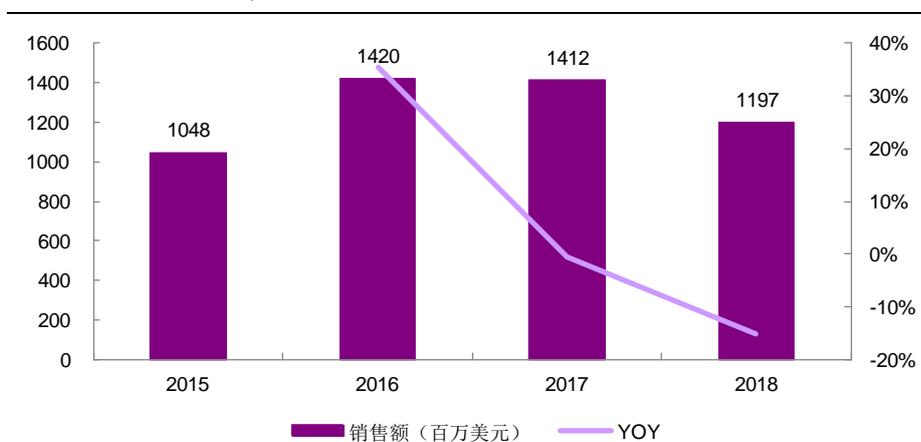
### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	13,836	17,418	24,081	30,855	38,555
营业收入增长率	24.72%	25.89%	38.26%	28.13%	24.95%
净利润（百万元）	3,217	4,066	5,290	6,775	8,916
净利润增长率	24.25%	26.39%	30.11%	28.07%	31.60%
EPS（元）	0.73	0.92	1.20	1.53	2.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.93%	20.61%	21.66%	22.10%	22.93%
P/E	125	99	76	59	45
P/B	26.1	20.3	16.4	13.1	10.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 7 日

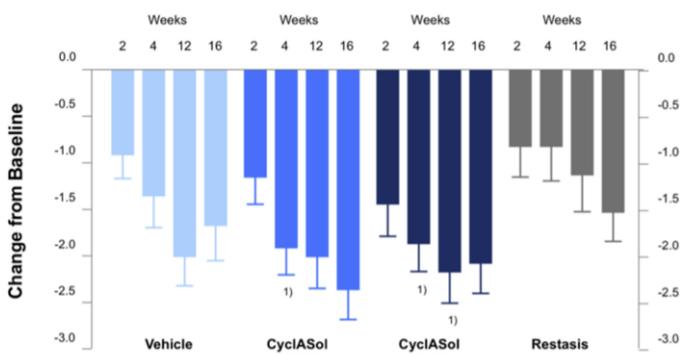
## 附录

图 1：Restasis 近年来全球销售情况



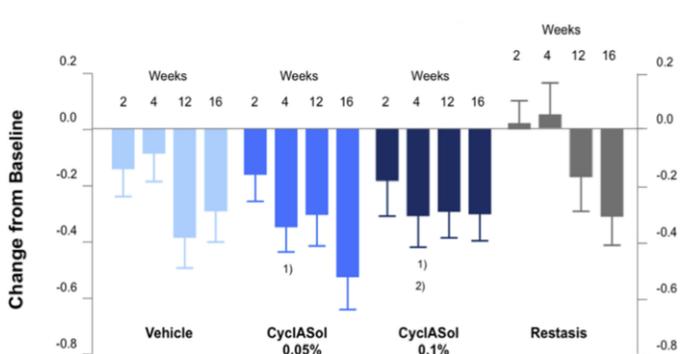
资料来源：Allergan 年报、光大证券研究所

图 2: CyclASol 在全角膜荧光素染色中表现优秀



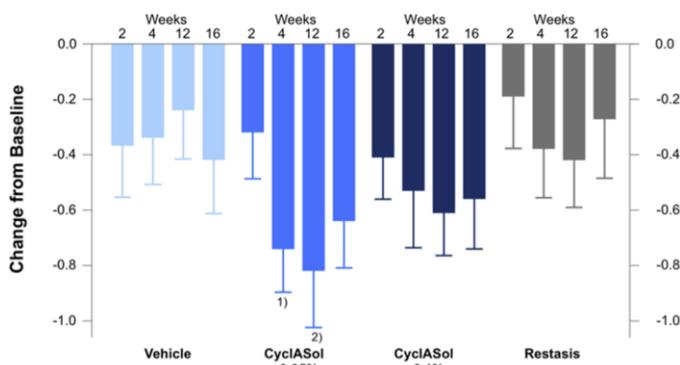
资料来源: David L. Wirta, MD 等《A Clinical Phase II Study to Assess Efficacy, Safety, and Tolerability of Waterfree Cyclosporine Formulation for Treatment of Dry Eye Disease》、光大证券研究所

图 3: CyclASol 在中央角膜荧光素染色中表现优秀



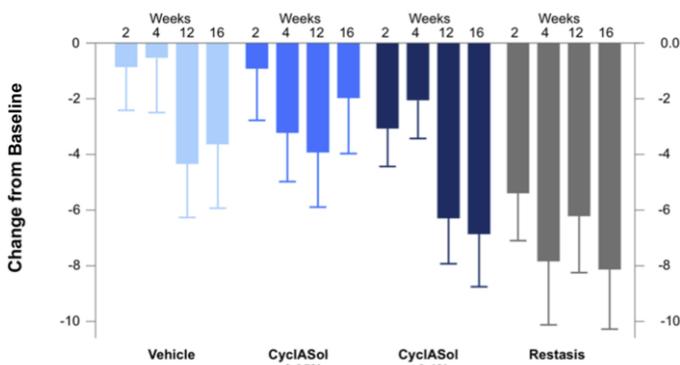
资料来源: David L. Wirta, MD 等《A Clinical Phase II Study to Assess Efficacy, Safety, and Tolerability of Waterfree Cyclosporine Formulation for Treatment of Dry Eye Disease》、光大证券研究所

图 4: CyclASol 在全结膜染色中表现优秀



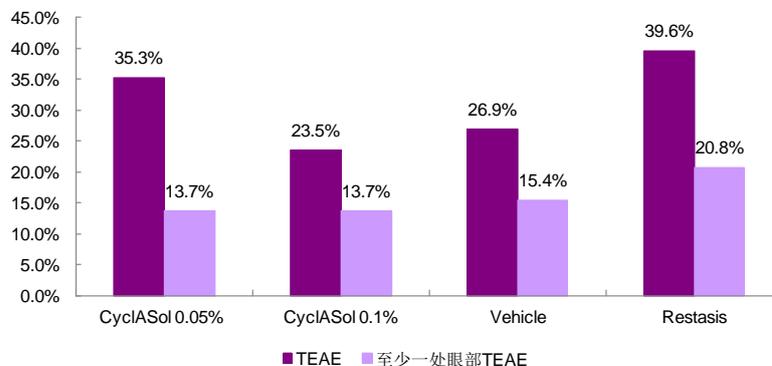
资料来源: David L. Wirta, MD 等《A Clinical Phase II Study to Assess Efficacy, Safety, and Tolerability of Waterfree Cyclosporine Formulation for Treatment of Dry Eye Disease》、光大证券研究所

图 5: CyclASol 的眼表疾病指数表现优秀



资料来源: David L. Wirta, MD 等《A Clinical Phase II Study to Assess Efficacy, Safety, and Tolerability of Waterfree Cyclosporine Formulation for Treatment of Dry Eye Disease》、光大证券研究所

图 6: CyclASol 安全性良好



资料来源: David L. Wirta, MD 等《A Clinical Phase II Study to Assess Efficacy, Safety, and Tolerability of Waterfree Cyclosporine Formulation for Treatment of Dry Eye Disease》、光大证券研究所 (注: TEAE= Treatment-Emergent Adverse Event, 治疗引发的不良反应)

表 1: 公司 License-in 产品 (截至 2019.11)

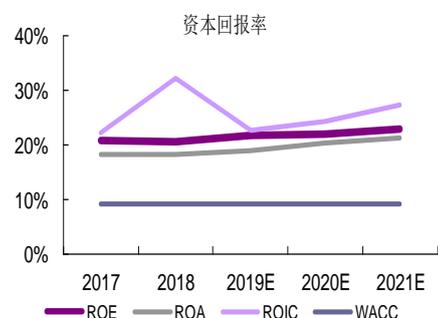
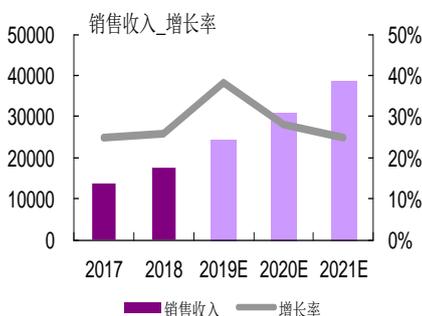
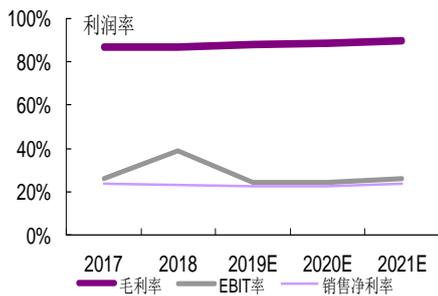
公告时间	交易对方	产品	权益地区	权益结束时间	首付款	研发和上市里程碑付款	销售里程碑付款	销售提成
2015/7/29	Tesaro	肿瘤辅助治疗的止吐专利药 Rolapitant	中国的临床开发、注册和市场销售	2018年8月10日终止协议	结束合作时已经支付 162 万美元	NA	NA	NA
2016/12/1	Oncolys BioPharma	溶瘤腺病毒产品 TelomelysinTM (OBP-301)	中国大陆、香港和澳门特别行政区的开发、生产及商业化的独家许可权。	NA	50 万美元	不超过 1450 万美元	不超过 8700 万美元	提成区间为 8~14%
2019/6/17	Mycovia	口服小分子选择性真菌 CYP51 抑制剂 VT-1161	①从恒瑞首次商业销售许可产品中国大陆、香港、澳门和台湾的临起满 20 年,和②在许可区域内出现竞品两者之中的独家权益较晚的那一个时间点		750 万美元的研发付款	不超过 900 万美元	不超过 9200 万美元	年净销售额的提成比例区间为 7~11%, 随年净销售额的增加而梯度性增加
2019/11/7	Novaliq	干眼症的药物 CyclASol™ (0.1%环孢素 A 制剂) 和 NOV03 (全氟己基辛	中华人民共和国 (包括中国大陆、香港、澳门和台湾) 的临床开发和生产和市场销售的独家权益	①公司首次商业销售产品起满 10600 万美元+300 万美元 (如 NOV03 首个核心专利在中国获得授权则另支付)		累计不超过 500 万美元 (CyclASol) + 累计不超过 700 万美元 (NOV03)	累计不超过 5200 万美元 (CyclASol) + 累计不超过 9200 万美元 (NOV03)	年净销售额的提成比例区间为各 7%至 10%, 随年净销售额的增加而梯度性增加

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

表 2: 公司 License-out 产品 (截至 2019.11)

公告时间	交易对方	产品	权益地区	权益结束时间	初始付款	研发和上市里程碑付款	销售里程碑付款	销售提成
2015/9/3	Incyte	卡瑞利珠单抗 (SHR1210)	得除中国大陆、香港、澳门和台湾地区以外的全球独家临床开发和市场营销的权利。	2018/2/14 终止协议	截至协议终止已经支付首付款 2500 万美元	NA	NA	NA
2018/1/4	Arcutis	JAK1 抑制剂(代号“SHR0302”	美国、欧盟、日本	NA	10 万+40 万+150 万美元	不超过 1750 万美元	不超过 2 亿美元	提成比例范围为 6~12%
2018/1/9	TG Therapeutics	BTK 抑制剂 SHR1459 和 SHR1266 (美国代号分别为“TG-1701”和“TG-1702”)	亚洲以外的区域 (但包括日本) 单用或联合药物治疗恶性血液肿瘤的独家临床开发和市场营销的权利	NA	100 万美元 (或同等价值 TG 股权)	不超过 710 万美元 (或同等价值的 TG 股权) + 不超过 3800 万美元 (或同等价值的 TG 股权) + 不超过 4800 万美元	不超过 8000 万美元	提成比例范围是 10~12%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>13,836</b>	<b>17,418</b>	<b>24,081</b>	<b>30,855</b>	<b>38,555</b>
营业成本	1,850	2,335	2,966	3,477	4,049
折旧和摊销	320	381	303	332	357
营业税费	254	237	403	516	645
销售费用	5,189	6,464	8,561	10,886	13,564
管理费用	2,953	1,626	6,318	8,403	10,341
财务费用	-37	-124	-12	-5	-65
公允价值变动损益	0	0	161	161	161
投资收益	39	248	100	100	100
<b>营业利润</b>	<b>3,808</b>	<b>4,597</b>	<b>6,114</b>	<b>7,815</b>	<b>10,258</b>
<b>利润总额</b>	<b>3,759</b>	<b>4,499</b>	<b>6,061</b>	<b>7,763</b>	<b>10,206</b>
少数股东损益	76	-4	70	90	109
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,217</b>	<b>4,066</b>	<b>5,290</b>	<b>6,775</b>	<b>8,916</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>18,039</b>	<b>22,361</b>	<b>28,147</b>	<b>33,803</b>	<b>42,594</b>
流动资产	14,469	18,069	23,903	29,561	38,369
货币资金	4,267	3,890	4,335	5,979	10,160
交易型金融资产	0	0	2,000	3,000	4,000
应收帐款	3,189	3,773	5,270	6,847	8,448
应收票据	989	659	1,690	1,846	2,157
其他应收款	233	970	726	1,068	1,564
存货	790	1,031	1,306	1,524	1,787
可供出售投资	118	155	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	1	12	22	32
固定资产	1,998	2,329	2,516	2,622	2,664
无形资产	279	273	308	341	373
<b>总负债</b>	<b>2,096</b>	<b>2,563</b>	<b>3,586</b>	<b>2,913</b>	<b>3,366</b>
无息负债	2,096	2,563	3,460	2,913	3,366
有息负债	0	0	126	0	0
<b>股东权益</b>	<b>15,943</b>	<b>19,798</b>	<b>24,561</b>	<b>30,890</b>	<b>39,228</b>
股本	2,833	3,686	4,423	4,423	4,423
公积金	2,518	3,571	3,690	3,690	3,690
未分配利润	10,545	13,115	16,738	22,977	31,206
少数股东权益	575	70	140	230	338

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,547</b>	<b>2,774</b>	<b>2,807</b>	<b>3,369</b>	<b>5,881</b>
净利润	3,217	4,066	5,290	6,775	8,916
折旧摊销	320	381	303	332	357
净营运资金增加	3,528	4,180	3,692	4,780	4,561
其他	-4,518	-5,852	-6,477	-8,517	-7,953
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-3,376</b>	<b>-2,856</b>	<b>-1,904</b>	<b>-1,068</b>	<b>-1,078</b>
净资本支出	-379	-526	-310	-320	-330
长期投资变化	0	1	-10	-10	-10
其他资产变化	-2,997	-2,331	-1,584	-738	-738
<b>融资活动现金流</b>	<b>220</b>	<b>-368</b>	<b>-459</b>	<b>-656</b>	<b>-621</b>
股本变化	485	853	737	0	0
债务净变化	0	0	126	-126	0
无息负债变化	641	467	896	-546	453
<b>净现金流</b>	<b>-651</b>	<b>-396</b>	<b>445</b>	<b>1,644</b>	<b>4,181</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	24.72%	25.89%	38.26%	28.13%	24.95%
净利润增长率	24.25%	26.39%	30.11%	28.07%	31.60%
EBITDA 增长率	25.73%	82.48%	-13.60%	28.28%	30.56%
EBIT 增长率	25.77%	88.16%	-13.22%	29.26%	31.56%
<b>估值指标</b>					
PE	125	99	76	59	45
PB	26	20	16	13	10
EV/EBITDA	66	47	65	50	38
EV/EBIT	72	49	68	53	40
EV/NOPLAT	82	55	77	60	45
EV/Sales	18	19	17	13	10
EV/IC	18	18	18	14	12
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	86.63%	86.60%	87.68%	88.73%	89.50%
EBITDA 率	28.16%	40.82%	25.51%	25.54%	26.69%
EBIT 率	25.85%	38.63%	24.25%	24.46%	25.76%
税前净利润率	27.17%	25.83%	25.17%	25.16%	26.47%
税后净利润率 (归属母公司)	23.25%	23.34%	21.97%	21.96%	23.12%
ROA	18.25%	18.16%	19.04%	20.31%	21.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.93%	20.61%	21.66%	22.10%	22.93%
经营性 ROIC	22.29%	32.17%	22.77%	24.32%	27.46%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	7.06	7.25	6.80	10.40	11.64
速动比率	6.67	6.83	6.43	9.86	11.10
归属母公司权益/有息债务	-	-	194.17	-	-
有形资产/有息债务	-	-	219.23	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.73	0.92	1.20	1.53	2.02
每股红利	0.08	0.18	0.12	0.16	0.20
每股经营现金流	0.58	0.63	0.63	0.76	1.33
每股自由现金流(FCFF)	-0.10	0.40	0.33	0.44	0.97
每股净资产	3.47	4.46	5.52	6.93	8.79
每股销售收入	3.13	3.94	5.44	6.98	8.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼