



崛起到跨越，与全球 First-in-class 差距越来越小

恒瑞医药 (600276)

与 First-in-class 差距越来越小，创新药全球申报

公司多年来一直是国内研发投入最多、研发实力最强的制药企业，是国内最早从“仿创结合”过渡到“创新驱动”的制药企业。目前公司的在研管线大部分还处于 Fast-follow 的模仿创新阶段，着眼于国内市场的 me-too/me-better，但是随着 TIM3、TLR-7、IL-15 等项目的快速推进，公司已经在向着全球 First-in-class、全球一线大型制药企业跨越，预计在 2025 年之前实现原始创新。相比于欧美市场，国内的药品市场规模有限，要想成为国际化的制药企业就必须走向国际化的市场。并且国内的创新药专利保护、创新药医保覆盖等制度仍待改善，想要在创新的道路上继续向前，欧美市场也是必然的选择。随着 BTK、JAK 等越来越多产品对外授权，创新药海外收入将成为恒瑞收入的重要来源。

行业集中度向创新药企业集中，谈天花板还尚早

作为中国创新药绝对龙头企业，现在谈恒瑞医药的天花板太过为时尚早，抛开国际化市场的巨大空间，单国内的市场空间足够公司以年均 20% 以上增速至少维持 10 年（届时国内药品市场规模 1.85 万亿元，恒瑞以 7% 的市场份额营收达到 1300 亿元。2018 年中美 TOP20 企业份额分别为 32.88%、67.62%，对标美国，中国药品市场行业集中度向创新药企业集中还有 1 倍空间）。

创新药绝对龙头，给予“买入”评级

预计公司 2019-2021 年收入 236/312/408 亿元，分别同比增长 35%/32%/31%，归母净利润 54/70/91 亿元，分别同比增长 32%/30%/30%，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 73/56/43 倍。恒瑞医药作为国内创新药龙头、A 股稀缺标的，给予其 30% 的估值溢价，合理估值在 75-90 倍 PE 之间，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 118.72 元。

风险提示

仿制药集采丢标降价；研发进度不及预期；新药研发风险。

盈利预测与估值

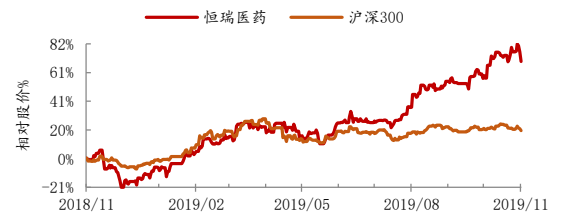
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13835.63	17417.90	23599.00	31217.55	40803.70
YoY (%)	24.72%	25.89%	35.49%	32.28%	30.71%
归母净利润(百万元)	3216.65	4065.61	5377.74	7001.62	9124.15
YoY (%)	24.25%	26.39%	32.27%	30.20%	30.31%
毛利率 (%)	86.63%	86.60%	87.79%	88.18%	89.59%
每股收益 (元)	0.73	0.92	1.22	1.58	2.06
ROE	20.93%	20.61%	21.41%	21.80%	22.12%
市盈率	122.35	96.80	73.18	56.21	43.13

资料来源：wind·华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：118.72
最新收盘价：88.98

股票代码：600276
52 周最高价/最低价：95.63/50.09
总市值(亿)：3,935.42
自由流通市值(亿)：3,918.60
自由流通股数(百万)：4,403.92



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：010-59775339

研究助理：王帅

邮箱：wangshuai@hx168.com.cn

正文目录

1. 崛起到跨越，恒瑞与全球 First-in-Class 差距越来越小.....	3
2. 行业集中度向创新药企业集中，谈天花板还尚早.....	5
3. 全治疗领域拓展，License in 优惠条款初显平台优势.....	7
4. 抗肿瘤创新药多个项目同时快速推进.....	8
4.1. 卡瑞利珠大适应症国内领先，最快有望年内获批.....	8
4.2. 阿帕替尼有望强制进院，与 PD-1 联用将迎来二次放量.....	10
4.3. 氟唑帕利年内开始 3 期已经 NDA，首个国产 PARP 抑制剂.....	12
4.4. 恒瑞医药研发管线更新.....	15
5. 盈利预测及投资建议.....	16
5.1. 主营业务营收预测.....	16
5.2. 投资建议.....	18
6. 风险提示.....	19

图表目录

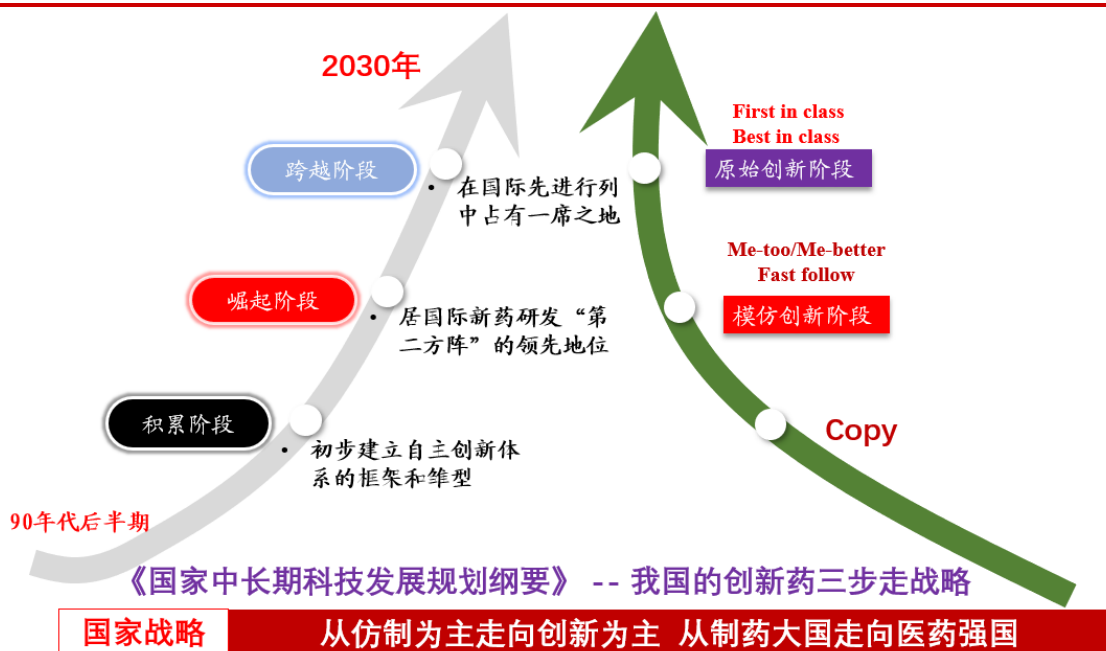
图 1 创新药三步走，迈向全球先进行列.....	3
图 2 恒瑞与全球 First-in-Class 的差距越来越小.....	4
图 3 全球药品市场各国占比.....	5
图 4 中美创新药定价差.....	5
图 5 鼓励创新顶层设计初成.....	5
图 6 中国城市公立医院化药市场规模.....	6
图 7 中国化药市场仿制药份额（2017 年）.....	6
图 8 中国城市公立医院化药销售额 TOP20 药企市场集中度.....	7
图 9 美国药品市场销售额 TOP20 企业集中度.....	7
图 10 阿帕替尼进院情况.....	10
图 11 安罗替尼进院情况.....	10
图 12 国内 PARP 抑制剂销售额情况预测.....	14
表 1 恒瑞医药产品对外授权情况.....	4
表 2 恒瑞医药产品引进情况.....	8
表 3 国内已获批/NDA 状态的 PD-1 各适应症情况.....	8
表 4 国内已上市 PD-1 赠药方案与治疗费用.....	9
表 5 阿帕替尼注册性临床试验.....	11
表 6 氟唑帕利研发进展.....	12
表 7 全球已上市 PARP 抑制剂.....	13
表 8 国内 PARP 抑制剂在研情况.....	14
表 9 恒瑞医药创新药管线.....	15
表 10 恒瑞主营业务收入拆分及预测.....	17
表 11 化学药制剂企业估值情况.....	19

1. 崛起到跨越，恒瑞与全球 First-in-Class 差距越来越小

公司多年来一直是国内研发投入最多、研发实力最强的制药企业，是国内最早从“仿创结合”过渡到“创新驱动”的制药企业。目前公司的在研管线大部分还处于 Fast-follow 的模仿创新阶段，着眼于国内市场的 me-too/me-better，但是随着 TIM3、TLR-7、IL-15 等项目的快速推进，公司已经在向着全球 First-in-class 跨越。

在《国家中长期科技发展规划纲要》中我国创新药的三步走战略将在 2030 年实现。作为引领中国制药创新发展的“带头大哥”，公司在 2000 年上市开始进入创新积累，到 2014 年阿帕替尼上市则进入崛起阶段，随着吡咯替尼、卡瑞利珠等重磅新药获批，公司开始向全球一线大型制药企业跨越，预计在 2025 年之前实现原始创新。

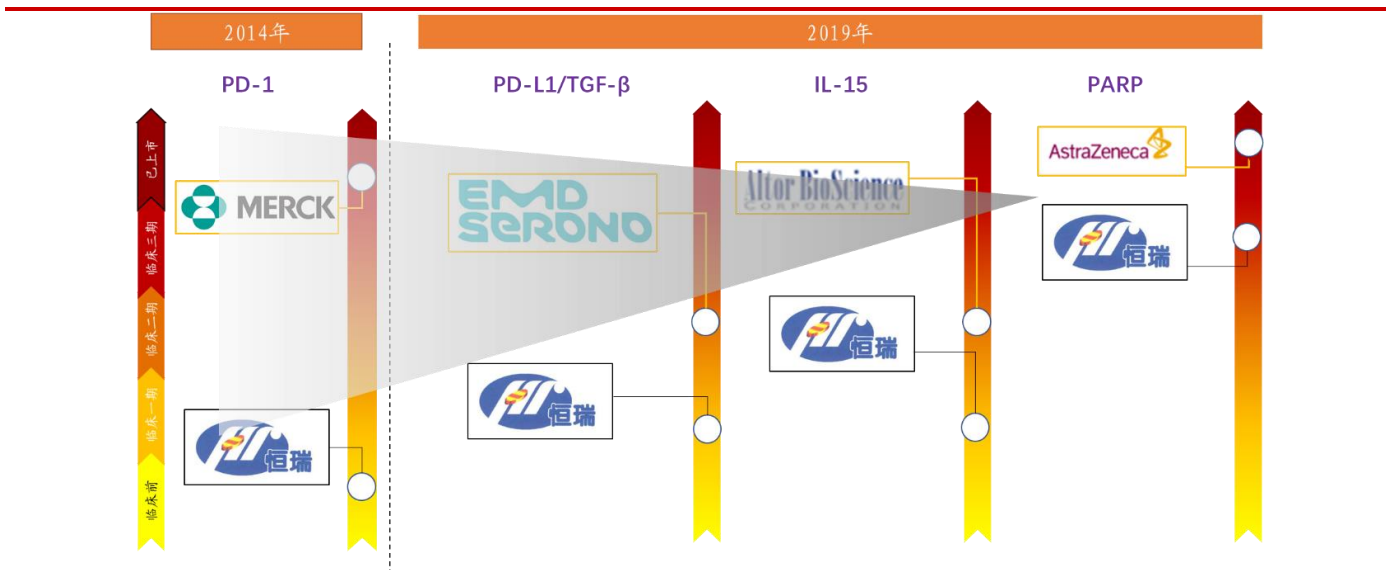
图 1 创新药三步走，迈向全球先进行列



资料来源：公开信息整理，华西证券研究所

与全球 First-in-Class 越来越小的差距也使得公司的创新药产品在欧美规范市场越来越具备竞争力，公司越来越多的品种在中美甚至全球同时开展临床及申报。相比于欧美市场，国内的药品市场规模有限，要想成为国际化的制药企业就必须走向国际化的市场。并且国内的创新药专利保护、创新药医保覆盖等制度仍待改善，想要在创新的道路上继续向前，欧美市场也是必然的选择。随着 BTK、JAK 等越来越多产品对外授权，创新药海外收入将成为恒瑞收入的重要来源。

图2 恒瑞与全球 First-in-Class 的差距越来越小



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

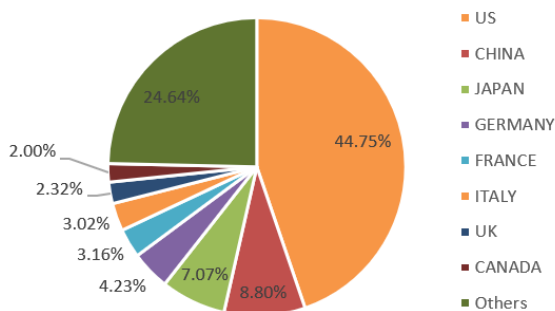
表1 恒瑞医药产品对外授权情况

	合作产品	合作方	交易内容	交易进展
对外授权	卡瑞利珠单抗	Incyte	除中国大陆、中国香港、中国澳门和中国台湾地区以外的全球海外地区独家临床开发和市场销售的权利，首付款2500万美元，累计不超过9000万美元的上市里程碑款+1.5亿美元临床优效里程碑，按照约定比例从其年销售额中提成，累计不超过5.3亿美元	2018年2月终止，获得2500万美元
	SHR0302 (JAK1)	Arcutis	美国、欧盟和日本独家临床开发和市场销售的权利，首付款10万美元+40万美元+150万美元，累计不超过1750万美元里程碑付款，按照约定比例从其销售额中获取提成，提成比例范围为6%-12%，销售额达到2.5-10亿美元以上的区间，累计不超过2亿美元，每个目标金额范围为2000万-1亿美元。	协议评估期延长至2020年1月，已获得40万美元
	SHR1459 SHR126 (BTK)	TG Therapeutics	亚洲以外区域（但包括日本）独家临床开发和市场销售的权利，首付款100万美元或同等价值的TG公司股权，累计不超过710万美元或同等价值的TG公司股权+约3800万美元或同等价值的TG公司股权+累计不超过4800万美元里程碑，按照约定比例从其销售额中获取提成，提成比例为10%-12%，销售额达到2.5亿至10亿美元以上，累计不超过8000万美元，每个目标的金额范围为1000万美元至5000万美元。	2018年1月达成协议

资料来源：Pharmadigger，华西证券研究所

2018 年全球药品市场 10767 亿美元，美国占比 44.54%，中国作为全球第二大药品消费市场占比 8.43%。从市场空间来看，美国是中国的 5.5 倍，从创新药价格来看，美国创新药定价普遍是中国的 7 倍左右。公司的创新药在美国成功商业化预计在 2025 年之前，公司的长期成长空间无可限量。

图 3 全球药品市场各国占比



资料来源：Pharmadigger，华西证券研究所

图 4 中美创新药定价差

产品	规格	美国 (元)	中国医保谈判价格 (元)	倍数 (美/中)
赞可达 (塞瑞替尼)	150mg	749	198	3.78
泰瑞沙 (奥希替尼)	80mg	3382	510	6.63
英立达 (阿昔替尼)	5mg	1645	207	7.95
赛可瑞 (克唑替尼)	250mg	1816	260	6.98
达希纳 (尼洛替尼)	150mg	1929	76	25.38

资料来源：Pharmadigger，华西证券研究所

2. 行业集中度向创新药企业集中，谈天花板还尚早

2015 年以来国内药品监管政策发生重大变化，药审改革、MAH、国家医保谈判常态化等政策为创新药行业创造了空前的发展机遇，国内药品研发迎来历史上最好的黄金时代。与此同时，国家在大刀阔斧的加速我国药品市场的供给侧改革，医保基金“腾笼换鸟”由仿制药向创新药倾斜。4+7 集采、17 个抗癌药谈判的执行结果已经得到了很好的开头，上万亿元的专科用药市场规模才腾挪了 100 亿元的医保费用，创新药企业才刚开始受益。

图 5 鼓励创新顶层设计初成

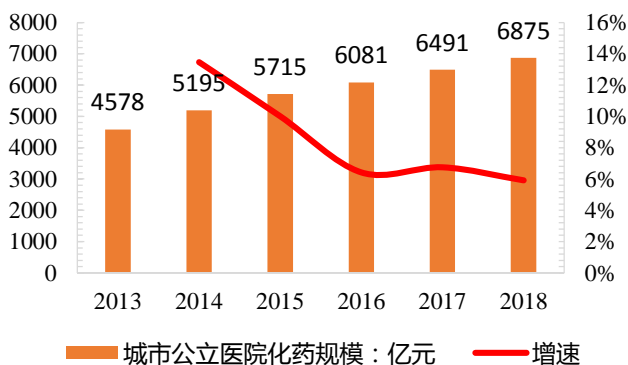
2016年3月	CFDA化药注册分类改革，将化药新分为创新药和改良型新药，将原来定义的“中国新药”变成“全球新药”，有利于促进医药产业转型升级，鼓励新药研发。	MAH制度试点，药品上市许可和生产许可相分离，有利于促进药品创新、优化产业资源配置。	2016年5月
2017年6月	CFDA 和国际人用药品注册技术协调会 (ICH) 同时宣布，ICH 正式批准CFDA 成为其成员，中国接轨国际最高标准，将加快创新药进中国，也会加快中国药品走向世界。	人社部承诺，通过国家医保谈判的药品按乙类药品纳入管理和医保报销，谈判机制将常态化，惠及患者的同时也促使创新药上市后更快的放量。	2017年9月
2017年10月	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》：改革临床试验管理；加快临床急需药品审评速度；鼓励创新全面实施上市许可持有人制度；提升技术支持能力，全力为创新服务。	港交所新规允许尚未盈利和未有收入的生物科技公司主板上市。	2017年9月
2017年12月	《细胞治疗产品研究与评价技术指导原则（试行）》，为免疫细胞治疗和干细胞治疗按照药品途径申报打开通路。	国务院机构改革方案公布，原 CFDA 整合进入市场监督管理总局（由市场总局管理），单独组建国家医疗保障局。统一了药品采购、定价和支付权利。	2018年3月
2018年7月	NMPA发布接受药品境外临床试验数据的技术指导原则，对接受境外临床试验数据的适用范围、基本原则完整性要求、数据提交的技术要以及接受程度均给予明确。进口药品进入中国将会大提速，进口药物国内外上市时间差越来越短，中国药企直面跨国药企冲击。	4+7带量采购政策公布，极大的压缩仿制药利润空间，实现医保基金“腾笼换鸟”向创新药倾斜，倒逼企业转型创新。	2018年11月
2018年12月	临床试验默示许可制度，加快创新药研发进度。	新版《药品管理法》公布，支持创新写进法律。	2019年8月
2019年11月	突破性治疗药物工作程序征求意见，终止突破性治疗药物程序激励企业Fast-Follow，向me-better/first-in-class努力。		

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

根据米内数据，我国 2018 年城市公立医院终端化药总规模 6875 亿元，而城市公立、县级、社区终端化药市场规模 10326 亿元。根据 IMS 的统计，国内化药有 88.2% 的份额为非专利药，而对比美国仿制药 85.5% 的处方量仅 11.8% 的金额占比，中国化药市场有很大的腾挪空间。假使中国的化药市场规模以目前年均 6% 的增速保持增长，到 2025 年中国化药市场约 15000 亿元规模，届时创新药占据 70% 市场，国内创新药市场规模将从目前的 1200 亿元增长到 2025 年的 10500 亿元，年均复合增速 36.32%。

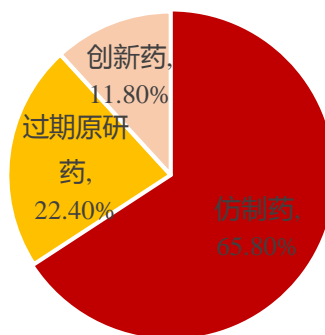
在国家医保局官网公布的数据，17 种国家医保谈判抗癌药累计报销 31.82 万人次，报销金额 19.63 亿元人民币。而 4+7 集采的 11 城市 25 个品种共计仿制药采购金额从 77 亿元减少到 19 亿元，11 个城市占全国 20% 左右的市场，则推算全国扩面 25 个品种共计节省约 290 亿元。即使按照 30% 的自负比例，医保资金在 25 个品种集采中可以节省 200 亿元，相对比 17 种抗癌药半年不到 20 亿元的报销金额，医保资金对于创新药还有很大的接纳空间。

图 6 中国城市公立医院化药市场规模



资料来源：米内，华西证券研究所

图 7 中国化药市场仿制药份额 (2017 年)



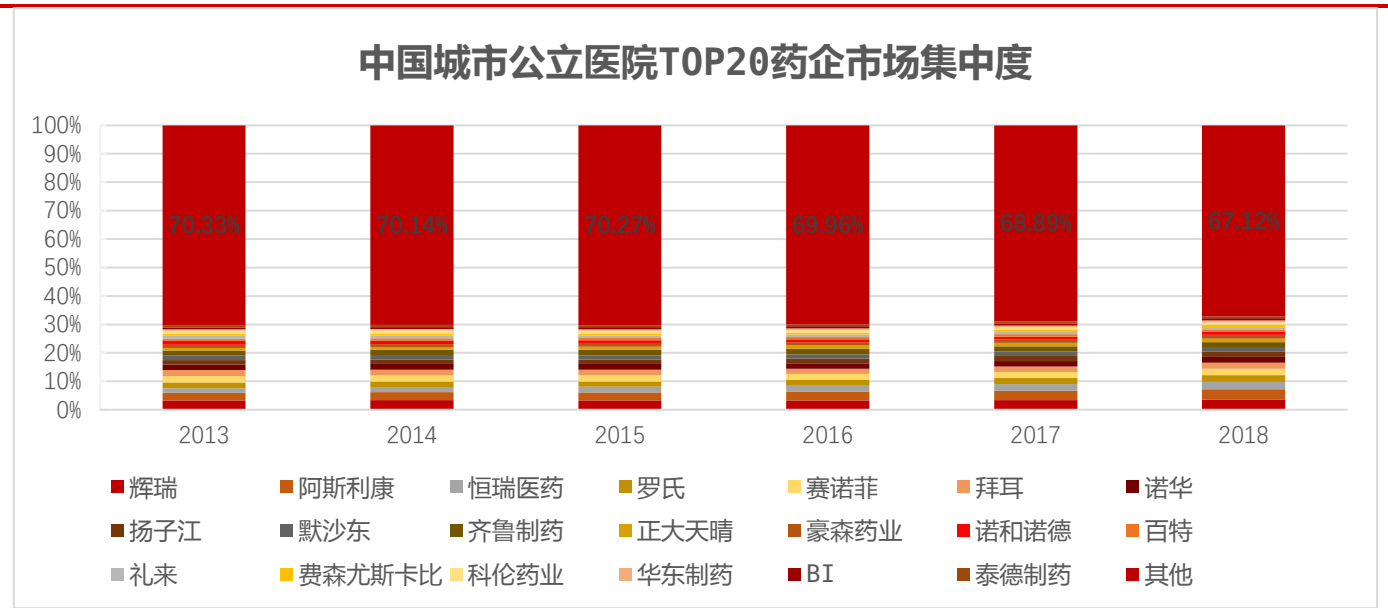
资料来源：IMS，华西证券研究所

作为中国创新药绝对龙头企业，现在谈恒瑞医药的天花板太过为时尚早，抛开国际化市场的巨大空间，单国内的市场空间足够公司以年均 20% 以上增速至少维持 10 年（届时国内药品市场规模 1.85 万亿元，恒瑞以 7% 的市场份额营收达到 1300 亿元）。

目前国内的医药行业供给侧改革的结果可以通过中美两国销售额 TOP20 的制药企业在整体药品市场的占比集中度预测。2018 年中国城市公立医院化药销售额 TOP20 药企市场占有率 32.88%，而对比 2019Q2 美国 TOP20 药企市场占有率则达到了 67.62%，当然从纵向的时间轴看，无论是目前行业集中度较低的中国还是集中度较高的美国市场，制药企业的行业集中度还是呈现不断集中的趋势。

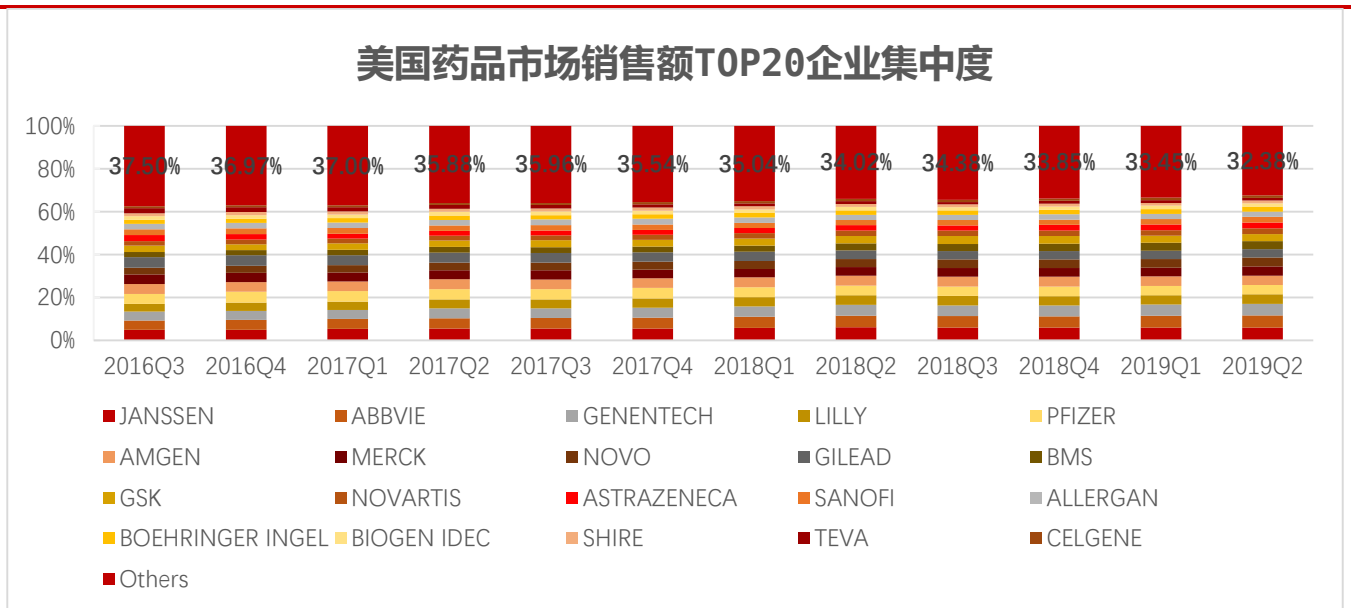
中国药品市场 TOP20 是跨国药企占据了绝大多数，恒瑞医药以 2.60% 的市场份额排在第三位。以前跨国药企靠着高价创新药、高价的过期专利药占据了过多的份额，而随着一致性评价、药品带量采购去除外企过期专利药的品牌溢价，并且中国的国家医药谈判要求创新药大幅降价导致部分跨国药企水土不服，跨国药企的市场份额预计将会被崛起的中国创新药企业抢夺。

图 8 中国城市公立医院化药销售额 TOP20 药企市场集中度



资料来源：米内，华西证券研究所

图 9 美国药品市场销售额 TOP20 企业集中度



资料来源：Pharmadigger，华西证券研究所

3. 全治疗领域拓展，License in 优惠条款初显平台优势

抗肿瘤、麻醉、造影一直是公司三大主营业务板块，抗肿瘤领域公司已然是国内龙头，麻醉领域的优势也在巩固加强，造影本身是小专科空间有限，所以相比于其他领域在研布局不多。公司目前也在逐渐向全治疗领域、全科室进行拓展，在糖尿病、

痛风、心脑血管等领域布局了许多重磅新药，2019年11月则与 Novaliq 达成协议引进两款眼科用药，大型制药企业更加规模化、全面化布局。

从恒瑞的 License in 条款来看，首付款普遍较低，加上研发里程碑付款，多数1个产品在1000万美元，对于国内动辄1000万美元以上的首付款，恒瑞的产品引进条款可谓十分优惠，大型制药企业的平台优势十分明显，在 deal 中更掌握主动权。

表 2 恒瑞医药产品引进情况

	合作产品	合作方	交易内容	交易进展
产 品 引 进	Rolapitant 肿瘤止吐	Tesaro	中国临床开发和市场销售的权利	2018年8月协议终止付162万美元
	OBP-301 溶 瘤病毒	Oncolys BioPharma	中国大陆、中国香港、中国澳门临床开发和市场销售权，首付款50万美元+现金付100万美元采购细胞株病毒，不超过1450万美元开发里程碑，销售提成区间8%至14%，不超过8700万美元	2016年12月达成协议
	VT-1161 (真菌)	Mycovia	中国大陆、中国香港、中国澳门和中国台湾临床开发和市场销售的权利，首付款两年内分八次付清750万美元的研发付款，累计不超过900万美元研发里程碑，年净销售额的提成比例7%-11%，累计不超过9200万美元	2019年6月达成协议
	CyclASol& NOV03	Novaliq	中国临床、生产和市场销售的独家权利，600万美元首付款，总计不超过500+700万美元研发里程碑，总计不超过5200+9200万美元销售里程碑，7%-10%销售里程碑	2019年11月达成协议

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 抗肿瘤创新药多个项目同时快速推进

4.1. 卡瑞利珠大适应症国内领先，最快有望年内获批

抢大适应症临床进度、联合用药是 PD-1 企业目前的主要策略。卡瑞利珠单抗是目前国内 PD-1 药物开展临床数量最多的企业，其覆盖的肿瘤适应症最多；由于公司自身的小分子产品管线丰富，卡瑞利珠的联用方案也最多。

从注册批件、临床开展进度看，恒瑞在肺癌、肝癌领域布局全面而且领先，联用方案丰富。目前卡瑞利珠单抗在肝癌、肺癌、食管癌适应症均已申报上市，最快有可能年内获批上市冲击明年医保。

表 3 国内已获批/NDA 状态的 PD-1 各适应症情况

企业	用药方案	适应症	状态
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	三线及以上复发/难治经典型霍奇金淋巴瘤	2019年5月获批
	卡瑞利珠单抗	二线治疗晚期肝细胞癌	2019年5月上市申请

	卡瑞利珠单抗+培美曲塞+卡铂	一线治疗晚期或转移性非鳞癌 NSCLC	2019 年 9 月上市申请
	卡瑞利珠单抗	二线治疗晚期食管鳞癌	2019 年 9 月上市申请
信达生物	信迪利单抗	三线及以上复发/难治经典型霍奇金淋巴瘤	2019 年 12 月获批
君实生物	特瑞普利单抗	二线治疗不可切除或转移性黑色素瘤	2019 年 12 月获批
百济神州	替雷利珠单抗	三线及以上复发/难治经典型霍奇金淋巴瘤	2019 年 11 月获批 E
	替雷利珠单抗	二线尿路上皮癌	2019 年 6 月上市申请
MSD	帕博利珠单抗	二线治疗局部晚期或转移性黑色素瘤	2018 年 7 月获批
	帕博利珠单抗+培美曲塞+铂类	一线治疗非鳞 NSCLC	2019 年 4 月获批
	帕博利珠单抗	一线治疗 PD-L1+且无 EGFR 或 ALK 突变的局部晚期或转移性 NSCLC	2019 年 11 月获批
	帕博利珠单抗+紫杉醇	一线治疗鳞状 NSCLC	2019 年 11 月获批 E
BMS	纳武利尤单抗	二线治疗局部晚期或转移性 NSCLC	2018 年 6 月获批
	纳武利尤单抗	PD-L1+复发或转移性头颈部鳞癌	2019 年 10 月获批

资料来源：Pharmadigger，华西证券研究所

目前国内 5 个 PD-1 产品均未纳入国家医保，虽然国内的 PD-1 价格已经定价较低，但年治疗费用 20-60 万的价格对患者来说亦是价格不菲，所以赠药政策对患者选择非常重要。卡瑞利珠单抗分两步赠药，第一阶段 2+2 赠药，是所有已上市 PD-1 中门槛最低的。根据 O 药、K 药的临床数据，PD-1/L1 起效时间一般 2-4 个月，8-12 周进行影像学评估有效性最适合。所以公司卡瑞利珠单抗的 2+2 的赠药政策将能更大范围的寻找到最佳最适合患者，在 2 个月后及时发现未有应答的患者而使其不花冤枉钱也不至于耽误继续治疗。

2019 年近期的国家医保谈判结果尚未公布，信迪利、特瑞普利由于获批均是小适应症医保结果对卡瑞利珠影响不是很大，O 药、K 药一方面顾及全球价格体系维护，同时考虑到医保支付与承受能力，预计进入医保概率不大。

表 4 国内已上市 PD-1 赠药方案与治疗费用

药品通用名	价格	给药剂量	年周期	赠药方案	前两月费用	年费
卡瑞利珠单抗	200mg/19800 元（瓶）	200mg 每 2 周 1 次	26	首次 2+2，二次 4+18	3.96 万	11.88 万

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

特瑞普利单抗	240mg/7200 元 (支)	3mg/kg 每 2 周 1 次	26	4+4	2.88 万	10.08 万
信迪利单抗	100mg/7838 元 (支)	200mg 每 3 周 1 次	18	3+2	4.70 万	18.81 万
纳武利尤单抗	100mg/9260 元 (支); 40mg/4591 元 (支)	3mg/kg 每 2 周 1 次	26	6+7	7.41 万	22.13 万
帕博利珠单抗	100mg/17918 元 (支)	2mg/kg 每 3 周 1 次	18	3+3	10.75 万	32.25 万

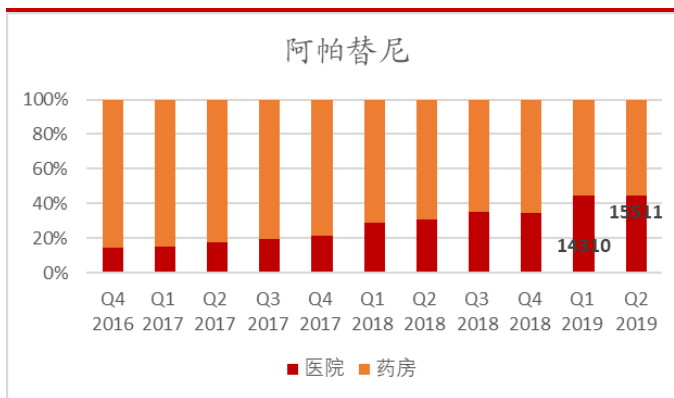
资料来源：医药魔方，华西证券研究所

注：治疗费用以 60KG 患者用药剂量计算

4.2.阿帕替尼有望强制进院，与 PD-1 联用将迎来二次放量

创新药谈判进入医保后，以价换量渗透率提升销售额大幅增长是符合预期的。除此之外，2018 年 17 个谈判品种还享受了强制进院的利好。2016 年国家发文要求各地医院对第一批谈判药品（2015 年 3 个品种）实行“单独核算”，但是由于药占比、医保控费的因素，后续 2017 年的 36 个品种在很多地方还是未能进入医院。舆论对于产品进入医保而医院开不出药的情况给了医保局压力，所以在 2018 年的 17 个品种谈判后国家要求各地医院“及时配备，不纳入药占比、不纳入医保总额控制”（《关于做好 17 种国家医保谈判抗癌药配备使用工作的通知》），因此包括安罗替尼、奥希替尼等品种虽然刚上市，就能快速进院，实现产品高速放量。阿帕替尼 2019Q2 的进院率约 44%，有望通过本次谈判享受强制进院的政策进一步提高渗透率。

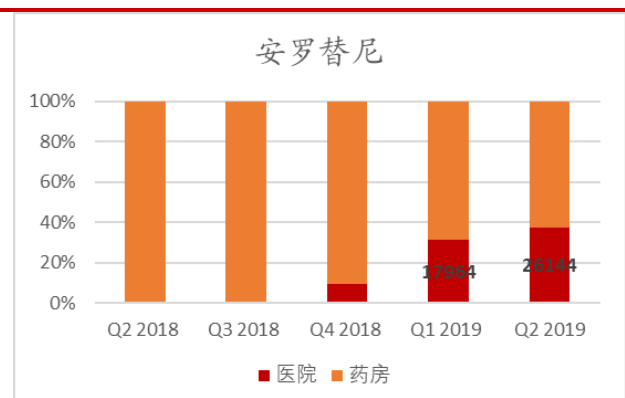
图 10 阿帕替尼进院情况



资料来源：Pharmadigger，华西证券研究所

注：标注数字为实际销售额：万元

图 11 安罗替尼进院情况



资料来源：Pharmadigger，华西证券研究所

注：标注数字为实际销售额：万元

阿帕替尼在 2014 年 11 月获批胃癌适应症上市后，开展了一二线肝癌、肺癌、卵巢癌等适应症多项临床试验，其中联用最多、进展最快的是卡瑞利珠单抗。PD-1+抗血管生成的联用方案在全球已经有了成功的经验，阿帕替尼有望与卡瑞利珠的联用获批后迎来二次放量。

表 5 阿帕替尼注册性临床试验

登记号	适应症	试验内容	首次公示	目标入组人数
CTR20191305	复发上皮性卵巢癌、输卵管癌及原发性腹膜癌	III 期平行试验：阿帕替尼+依托泊苷 VS 紫杉醇	2019/7/5	国内试验 280 人
CTR20190839	复发转移三阴乳腺癌	IIb 期单臂试验：卡瑞利珠单抗+阿帕替尼+氟唑帕利	2019/5/16	国内试验 52 人
CTR20170154	卵巢癌或三阴性乳腺癌	I 期单臂试验：氟唑帕利+阿帕替尼	2017/3/10	国内试验 76 人
CTR20190113	IV 期 KRAS 突变非鳞非小细胞肺癌	II 期交叉实验：卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	2019/2/13	国内试验 230 人
CTR20180077	一线标准治疗失败的广泛期小细胞肺癌	II 期平行试验：卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	2018/1/31	国内试验 135 人
CTR20170090	晚期非小细胞肺癌	II 期析因实验：卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	2017/1/24	国内试验 118 人
CTR20150124	二线治疗失败的晚期 EGFR 野生型、非鳞、非小细胞肺癌	III 期平行试验：阿帕替尼 VS 安慰剂	2015/3/4	国内试验 417 人
CTR20182528	一线治疗晚期肝癌	III 期平行试验：卡瑞利珠单抗+阿帕替尼 VS 索拉非尼	2019/1/3	国际多中心试验共 510 人，中国约 350
CTR20180270	晚期肝癌	II 期平行试验：卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	2018/3/15	国内试验 136 人
CTR20170196	晚期肝癌	II 期析因实验：卡瑞利珠单抗+阿帕替尼或 FOLF0X4 方案	2017/3/21	国内试验 36-48 人
CTR20132427	二线治疗晚期肝癌	III 期平行：阿帕替尼片 VS 安慰剂	2014/4/1	国内试验 360 人
CTR20190072	晚期或转移性胃癌或胃食管交界处癌	III 期平行试验：卡瑞利珠单抗+阿帕替尼+卡培他滨+奥沙利铂 VS 卡培他滨+奥沙利铂	2019/1/24	国内试验 568 人
CTR20180318	一线治疗晚期或转移性胃癌或胃食管交界处癌	II 期平行试验：卡瑞利珠+阿帕替尼 VS 卡瑞利珠+卡培他滨+奥沙利铂	2018/3/29	国内试验 98 人
CTR20161033	复发或转移性胃癌	I 期单臂试验：氟唑帕利+阿帕替尼+紫杉醇治疗	2017/1/25	国内试验 24 人
CTR20160019	二线化疗失败晚期胃癌或胃食管结合部腺癌	IV 期单臂试验：阿帕替尼片	2016/1/22	国内试验 2000 人
CTR20181785	软组织肉瘤	II 期平行试验：卡瑞利珠单抗+阿帕替尼 VS 阿霉素+异环磷酰胺	2018/10/26	国内试验 289 人

资料来源：Pharmadigger，华西证券研究所

4.3. 氟唑帕利年内开始 3 期已经 NDA，首个国产 PARP 抑制剂

氟唑帕利是恒瑞医药和豪森医药研发的 PARP1/2 抑制剂，拟用于治疗复发性卵巢癌、三阴性乳腺癌、晚期胃癌及其他晚期实体瘤。该药针对复发性卵巢癌的 3 期临床于 2019 年 2 月开始，凭借公司强大的 fast-follow 能力，氟唑帕利于 2019 年 10 月申报 NDA。

表 6 氟唑帕利研发进展

时间	研发进展
2019 年 10 月	上市申请
2019 年 4 月	SHR3680 联合氟唑帕利治疗去势抵抗性前列腺癌的 II 期临床研究 (CTR20190608; CTR20190607) 在中国开始招募患者，由恒瑞医药申办。
2019 年 2 月	氟唑帕利胶囊对比安慰剂用于复发性卵巢癌维持治疗的随机、双盲、对照、多中心 III 期临床研究 (CTR20190294) 已在中国开始，由恒瑞医药申办。
2019 年 1 月	由恒瑞提交的中国 1 类临床申请获 CDE 受理，并于 2019 年 3 月获得临床默示许可。
2018 年 7 月	由恒瑞医药提交的临床补充申请获 CDE 受理，后于 2018 年 9 月获得临床试验批件。
2018 年 4 月	在 BRCA1/2 突变的复发性卵巢癌患者中进行的单臂、多中心 I b 期临床研究 (CTR20180156、HR-FZPL-I b-0C) 在中国开始，后同一方案对卵巢癌临床 II 期试验 (NCT03509636、HR-FZPL-I b-0C) 显示已在中国开始，由豪森医药申办。
2017 年 3 月	氟唑帕利联合阿帕替尼治疗卵巢癌或三阴性乳腺癌的 I 期临床研究 (CTR20170154) 在中国开始，由豪森医药申办。
2017 年 2 月	氟唑帕利联合阿帕替尼和紫杉醇治疗胃癌的 I 期临床研究 (CTR20161033) 在中国开始，由豪森医药申办。
2015 年 4 月	氟唑帕利在晚期实体瘤患者中的耐受性及药代动力学 I 期临床研究 (CTR20131369) 在中国开始，并于 2018 年 3 月完成。
2012 年 12 月	由豪森医药提交 IND 申请 (化药 1.1 类) 获 CDE 受理，并于 2013 年 9 月获得临床批件。

资料来源：Pharmadigger，华西证券研究所

PARP 即 poly(ADP-ribose) polymerase 聚腺苷二磷酸核糖聚合酶，是应激条件下 DNA 修复密切相关的一种酶。如果肿瘤细胞存在同源重组修复缺陷 (包括 BRCA1/2 突变)，会导致 PARP 抑制剂和同源重组修复缺陷对肿瘤细胞合成致死的作用 (合成致死指的是，当两种不同的基因或蛋白同时发生变化时会导致细胞死亡，而这两种基因或蛋白中如果只有一种异常则不会导致细胞死亡)。PARP 抑制剂单药对于 BRCA1 和 BRCA2 突变的乳腺癌及卵巢癌细胞有明显抑制作用，并能够抑制肿瘤细胞的 DNA 损伤修复功能，大大提高放化疗的疗效，避免产生耐药。

目前全球已有 4 个 PARP 抑制剂获批上市，适应症范围主要是卵巢癌、乳腺癌这两个领域，并且都是从三四线用药逐渐向一二线拓展。阿斯利康的奥拉帕利于 2018 年 8 月在国内获批上市，是国内第一个 PARP 抑制剂，也是国内第一个卵巢癌靶向药

物，获批适应症为“用于铂敏感的复发性上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌成人患者在含铂化疗达到完全缓解或部分缓解后的维持治疗”。

表 7 全球已上市 PARP 抑制剂

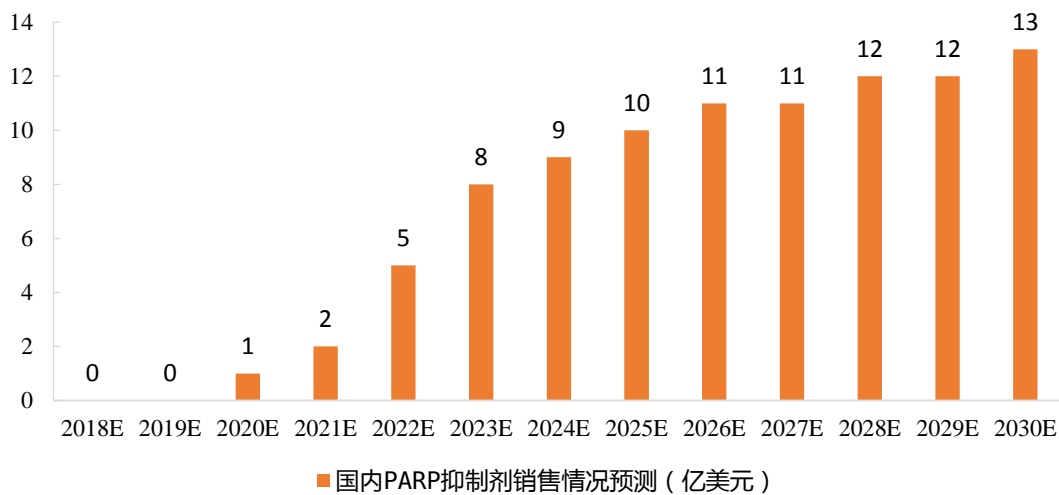
药品	公司	全球首批	中国进展	适应症
奥拉帕利	阿斯利康	2014 年 12 月	2018 年 8 月获批	2014 年 12 月：获 FDA、EMA 批准用于治疗既往接受过三线以上化疗的 BRCA 突变晚期卵巢癌； 2017 年 9 月和 2018 年 5 月：获 FDA、EMA 批准批准用于铂类药物产生应答后疾病复发的成人卵巢上皮癌、输卵管癌和原发性腹膜癌患者的二线维持治疗； 2018 年 1 月：获 FDA 批准用于携带 BRCA 突变的 HER-2 阴性转移性乳腺癌； 2018 年 12 月：获 FDA 授予治疗胰腺癌的孤儿药
芦卡帕利	辉瑞	2016 年 12 月	NA	2016 年 12 月：获 FDA 批准用于 BRCA 突变的卵巢癌三线治疗； 2018 年 4 月：获 FDA 批准用于对铂基化疗有完全或部分反应成人复发性上皮卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌维持治疗；
Talazoparib	辉瑞	2018 年 10 月	NA	2018 年 10 月：获 FDA 批准用于治疗有害或疑似有害胚细胞 BRCA 基因突变但 HER-2 阴性的局部晚期或转移性乳腺癌
尼拉帕利	Tesaro/再鼎	2017 年 3 月	2018 年 12 月 NDA	2017 年 3 月：获 FDA 批准用于复发性上皮卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌女性患者的维持治疗（FDA 批准的第一个无需 BRCA 突变或其他生物标志物检测就可用于治疗的 PARP 抑制剂，适用人群更为广泛，全球第一个用于卵巢癌二线治疗的 PARP 抑制剂）

资料来源：医药魔方，华西证券研究所

奥拉帕利在含铂化疗结束后的 8 周内开始使用，直至无进展生存期。SOLO-2 研究中，对于 BRCA1/2 基因突变患者，奥拉帕利与安慰剂的治疗中位持续时间分别为 19.4 个月、5.6 个月。Study19 实验中，相对安慰剂组，使用奥拉帕利做辅助治疗的患者无进展生存期延长了近 2 倍（8.4 个月 vs 4.8 个月）。自从 2014 年 12 月获批上市后，奥拉帕利全球销售额增长迅速，2018 年已经达到了 6.47 亿美金。奥拉帕利日服用剂量 150mg*4 片，在国内目前的招标价为 443 元每片，日治疗费用 1771 元，预计奥拉帕利纳入医保后降价 50%，估算出每人每年治疗费用约 30 万。

根据国家癌症统计，2015 年我国新增乳腺癌患者 27.2 万，每年新增患者以 3.5% 的速度增长。根据知网多篇文献，我国乳腺癌 HER2+ 患者约 25%，而 HR+、HER2- 患者最大占比约 60%，三阴性乳腺癌患者占比约 15%。对于 HER2+、HR+ 患者，在化疗、内分泌治疗之外，HER2 大小分子、CD4/6 抑制剂等新辅助治疗也都写入指南，三阴性乳腺癌目前还缺少效果好靶向药物治疗。2015 年我国卵巢癌新发患者 5.2 万人，根据相关研究其中超过四分之一存在 BRCA 突变。根据弗若斯特沙利文的预测，2020 年国内 PARP 抑制剂的销售总额将达到 1 亿美元。

图 12 国内 PARP 抑制剂销售额情况预测



资料来源：弗若斯特沙利文预测，华西证券研究所

国内 PARP 抑制剂最快的是百济神州和恒瑞/豪森的两个产品目前均已进入 3 期临床，英派药业的 IMP-4297 处于 2 期临床，另外还有 5 个临床 1 期的产品。预计豪森氟唑帕利将于 2020 年获批上市，根据其产品疗效及强大的销售能力，氟唑帕利具备从其他 PARP 抑制剂中脱颖而出的潜力。

表 8 国内 PARP 抑制剂在研情况

药品	公司	研发进展
氟唑帕利	恒瑞/豪森	2019 年 2 月开始 3 期临床
Pamiparib	百济、默克	2018 年 2 月开始 3 期临床
IMP-4297	英派药业	2019 年 4 月开始 2 期临床
TSL-1502	天士力帝益	2018 年 6 月获批临床
Simmiparib	中科院上海药物所	2016 年 3 月获批临床
HWH-340	人福医药	2016 年 12 月获批临床
SC-10914	青峰医药、迪诺医药	2016 年 9 月开始 1 期临床
Mefuparib	中科院上海药物所、辰欣药业	2019 年 5 月开始 1 期临床

资料来源：Pharmadigger，华西证券研究所

4.4.恒瑞医药研发管线更新

表 9 恒瑞医药创新药管线

	药品	靶点说明	研发进展	适应症	临床批件获
抗肿瘤	SHR3162 羧唑帕利	PARP1/2 抑制剂	2019 年 10 月上市申请	乳腺癌、卵巢癌	2013 年 9 月
	贝伐珠单抗 (BP102)	VEGF	2018 年 3 月临床 3 期	结直肠癌和非小细胞肺癌	2014 年 6 月
	SHR3680	AR 拮抗剂	2018 年 5 月临床 3 期	前列腺癌	2015 年 10 月
	SHR1316	PD-L1	2018 年 10 月临床 3 期	实体瘤	2017 年 9 月
	SHR6390	CDK4/6	2019 年 4 月临床 3 期	乳腺癌	2015 年 10 月
	法米替尼	多靶点 TKI	2015 年 4 月临床 3 期	晚期泌尿、妇科系统肿瘤	2009 年 5 月
	SHR2554	EZH2 抑制剂	2018 年 11 月临床 1/2 期	去势抵抗性前列腺癌、复发/难治成熟淋巴瘤	2018 年 5 月
	SHR9549	SERD 抑制剂	2018 年 7 月临床 1 期	ER+ 与 HER2 - 乳腺癌	2018 年 1 月
	SHR1701	PD-L1/TGF-β R2	2018 年 10 月临床 1 期	去势抵抗性前列腺癌	2018 年 7 月
	SHR9146	IDO/TDO	2018 年 10 月临床 1 期	恶性肿瘤	2017 年 11 月
	SHR1603	CD47 单抗	2018 年 11 月临床 1 期	实体瘤/淋巴瘤	2018 年 6 月
	SHR7390	MEK1/2 抑制剂	2017 年 7 月临床 1 期	实体瘤	2016 年 1 月
	SHRA1403	HGFR/c-Met 偶联微管抑制剂	2019 年 1 月临床 1 期	实体瘤	2018 年 5 月
	SHR1459	BTK 抑制剂	2018 年 2 月临床 1 期	B 细胞淋巴瘤	2017 年 7 月
	SHR1702	TIM3 抗体	2019 年 4 月临床 1 期	实体瘤	2018 年 9 月
	SHR7280	口服小分子 GnRH 拮抗剂	2018 年 8 月临床 1 期	子宫内膜异位症	2018 年 4 月
	SHR1501	IL-15 单抗	2019 年 7 月临床 1 期	实体瘤	2018 年 5 月
	SHR-1704	CD40 单抗	2019 年 9 月获批临床	实体瘤	2019 年 9 月
	SHR2150	TLR-7 抑制剂	NA	实体瘤	2018 年 11 月
	SHR1309	HER2 单抗	NA	乳腺癌	2017 年 2 月
SHRA1201	抗 HER2 单抗与微管抑制剂 DM1-ADC	NA	HER2 阳性晚期转移性乳腺癌	2016 年 12 月	

	HA0472	AML1-ETO	NA	急性骨髓性白血病	2013年10月
	SHR1539 环咪德吉	SMO 抑制剂	NA	实体瘤	2014年5月
糖尿病	磷酸瑞格列汀	DPP-4	2016年12月3期临床	二型糖尿病	2009年12月
	脯氨酸恒格列净	SGLT-2	2017年4月3期临床	二型糖尿病	2013年4月
	诺利糖肽注射液	GLP-1	2019年2月2期临床	二型糖尿病	2012年8月
	SHR-2042	口服 GLP-1	2018年5月获批临床	二型糖尿病、肥胖	2018年5月
	INS068 注射液	长效胰岛素	2018年8月获批临床	二型糖尿病	2018年8月
	伏格列泛	GPR40	2015年4月1期临床	二型糖尿病	2014年5月
手术麻醉	甲苯磺酸瑞马唑仑	GABAa	2019年6月报产	手术镇静	2013年3月
	SHR8554	MOR1	2018年5月临床1期	疼痛	2017年10月
	SHR0410	KOR 激动剂	2019年2月临床1期	急性、慢性疼痛和瘙痒	2018年5月
其他	SHR2285	FXI	2018年12月1期临床	血栓	2018年9月
	SHR-1209	PCSK9 单抗	2018年8月临床1期	高胆固醇血症	2018年6月
	SHR0532	ROMK 抑制剂	2018年6月临床1期	高血压和慢性心力衰竭	2017年11月
	海曲泊帕	TPOR	2017年7月临床3期	促血小板生成素受体激动剂	2012年3月
	SHR4640	URAT1	2017年5月临床2期	高尿酸血症和痛风	2015年7月
	SHR0302	JAK1	2017年9月类风湿关节炎中国2期; 2018年10月溃疡性结肠炎美国2期; 2018年12月克罗恩病美国2期	自身免疫疾病	2015年2月
	SHR-1314 (Vunakizumab)	IL-17A 单抗	美国 I/II 期预计 2019 年 10 月完成	斑块状银屑病	2016年6月

资料来源: Pharmadigger, 华西证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 主营业务营收预测

- 2018年获批上市的吡咯替尼、硫培非格司亭预计进入2019年国家医保谈判后大幅放量, 预计将会翻倍式增长。多西他赛、替吉奥、伊立替康等传统化疗药物预计保持5%-10%的自然增长。卡瑞利珠单抗、紫杉醇白蛋白预计首

年实现 10 亿元、20 亿元的收入。预计 2019-2021 年抗肿瘤板块收入增速分别为 49%、46%、35%。

- 预计 2019-2021 年手术麻醉领域收入增速为 16%、15%、22%。作为第一批 4+7 带量采购品种的右美托咪定，公司没有中标但是也在各个省市调整中标价积极应对，预计 2019 年该品种-17%增速。布托啡诺由于原料药涨价且之前定价本身就低所以在 2018 年开始提价，预计其保持 85%左右的增速。随着创新药瑞马唑仑，仿制药地氟烷等产品获批上市，手术麻醉领域整体增速将逐步提升。
- 国内造影剂行业还处于快速增长阶段，2017/2018 年国内行业增长率分别为 19%、18%。公司作为国内造影剂龙头进口替代还在加速，2018 年下半年公司碘造影受到产能影响导致基数较低，2019 年中公司产能问题解决，预计 2019-2021 年公司该板块增速 59%、34%、33%。钆特酸葡胺、罂粟乙碘油两个新品种作为独家品种基数低仍将翻倍式增长。
- 其他营收包括了慢病、感抗、非甾体抗炎、原料药等业务板块。公司在慢病领域储备了 JAK1 抑制剂、URAT1 选择性抑制剂、瑞格列汀、口服 GLP-1 等重磅品种，布局痛风、糖尿病、风湿、心血管等慢病用药。2019 年 4 月公司正式宣布以慢病用药作为突破口进军药品零售市场，并制定了未来 3 年销售队伍 3000 人销售额 20 亿元的规划。预计 2019-2021 年其他营收增速为 14%、16%、23%。

表 10 恒瑞主营业务收入拆分及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
总计				
营业收入	174.02	235.56	312.18	408.04
增速		35.36%	32.52%	30.71%
毛利率	86.60%	87.77%	88.18%	89.59%
抗肿瘤				
营业收入	73.95	110.09	160.37	217.03
yoy		48.88%	45.66%	35.33%
毛利率	93.34%	94.64%	93.88%	95.57%
手术麻醉				
营业收入	46.53	53.80	61.93	75.30
yoy		15.61%	15.12%	21.59%

毛利率	90.93%	91.47%	91.92%	92.37%
造影剂				
营业收入	23.24	37.03	49.70	66.11
yoy		59.33%	34.21%	33.01%
毛利率	70.08%	70.14%	70.43%	70.82%
其他				
营业收入	30.30	34.63	40.17	49.59
yoy		14.31%	15.99%	23.44%
毛利率	76.16%	79.05%	81.64%	84.19%

资料来源：华西证券研究所

5.2. 投资建议

作为国内创新药龙头企业，公司是国内最早从“仿创结合”过渡到“创新驱动”的制药企业，多年来一直是国内制药行业研发投入最多、研发实力最强的企业。公司最核心抗肿瘤板块已经实现了创新驱动发展，其抗肿瘤领域的在研管线已经基本都是 1 类新药，新的抗肿瘤仿制药项目已基本没有。在麻醉、糖尿病、心血管等大的专科领域，公司 FAST-FOLLOW 了全球最热门靶点，多个重磅品种处于商业化前期阶段。

2018 年港交所允许未盈利生物科技企业上市，歌礼制药、百济神州、信达生物等国内一批知名 Biotech 公司成功登陆港股。而 A 股市场真正做到研发驱动的创新药企业仅恒瑞医药、贝达药业两家，大多数的制药企业还处于转型当中。贝达药业在核心品种纳入医保二次放量保持 30% 增速后股价迅速上涨，目前贝达药业 PE 在 130 倍左右。恒瑞医药 2019 年预计 30% 营收由创新药贡献，70% 由高壁垒仿制药贡献，综合行业平均水平恒瑞估值在 60-70 倍 PE 区间（ $30\% \times 130 + 70\% \times 35 = 63.5$ ，创新药部分 130 倍 PE，仿制药部分 35 倍 PE）。

表 11 化学药制剂企业估值情况

	公司名称	股票代码	市值	2019PE (TTM)
创新药	贝达药业	300558	269 亿元	124
	微芯生物	688321	239 亿元	647
仿制药	普利制药	300630	167 亿元	63
	海辰药业	300584	34 亿元	35
	双鹭药业	002038	130 亿元	24
	丽珠集团	000513	290 亿元	25

资料来源：wind，华西证券研究所

预计公司 2019-2021 年收入 236/312/408 亿元，分别同比增长 35%/32%/31%，归母净利润 54/70/91 亿元，分别同比增长 32%/30%/30%，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 73/56/43 倍。恒瑞医药作为国内创新药龙头、A 股稀缺标的，给予其 30% 的估值溢价，合理估值在 75-90 倍 PE 之间，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 118.72 元。

6. 风险提示

- 创新药研发具有高风险高收益的特征，虽然公司目前的创新模式以 me-too/me-better 为主，“站在巨人的肩膀上研发”成功的概率为高很多，但新药研发失败的风险不容忽视。
- 新药研发进度不及预期。随着 CDE 加入 ICH 后接受境外临床数据，国内创新药竞争愈发激烈。公司 FAST-FOLLOW 的创新模式对新药研发的进度要求高，同类药物率先上市、先进医保能够在市场份额中占据极大的优势。公司拥有众多的 FAST-FOLLOW 项目，研发进度受到受试者招募、CDE 审评进度等因素影响，难以准确预知新药研发进度。
- 药品带量采购造成仿制药竞争加剧，仿制药价格下降、市场占有率下降，仿制药的业绩不达预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	17417.90	23599.00	31217.55	40803.70	净利润	4061.18	5383.12	7008.63	9133.28
YoY (%)	25.89%	35.49%	32.28%	30.71%	折旧和摊销	380.84	0.00	0.00	0.00
营业成本	2334.57	2880.62	3688.61	4249.12	营运资金变动	-1421.78	-362.54	-2346.63	-2049.80
营业税金及附加	236.78	235.99	312.18	408.04	经营活动现金流	2774.21	4848.23	4489.64	6911.13
销售费用	6464.49	8613.64	11394.41	15056.57	资本开支	-525.56	-443.30	-399.91	-406.73
管理费用	1626.32	2076.71	2787.73	3737.62	投资	-2577.89	0.00	0.00	0.00
财务费用	-123.64	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-2855.51	-193.30	-149.91	-156.73
资产减值损失	25.34	0.00	0.00	0.00	股权募资	133.93	0.00	0.00	0.00
投资收益	247.94	250.00	250.00	250.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4596.65	6073.57	7909.87	10306.64	筹资活动现金流	-368.39	9.65	0.00	0.00
营业外收支	-97.57	-79.00	-79.00	-79.00	现金净流量	-449.69	4664.58	4339.73	6754.40
利润总额	4499.08	5994.57	7830.87	10227.64	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	437.90	611.45	822.24	1094.36	成长能力 (%)				
净利润	4061.18	5383.12	7008.63	9133.28	营业收入增长率	25.89%	35.49%	32.28%	30.71%
归属于母公司净利润	4065.61	5377.74	7001.62	9124.15	净利润增长率	26.39%	32.27%	30.20%	30.31%
YoY (%)	26.39%	32.27%	30.20%	30.31%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.92	1.22	1.58	2.06	毛利率	86.60%	87.79%	88.18%	89.59%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	23.32%	22.81%	22.45%	22.38%
货币资金	3889.71	8554.29	12894.02	19648.42	总资产收益率 ROA	18.18%	19.17%	19.47%	19.95%
预付款项	568.90	674.66	841.26	988.84	净资产收益率 ROE	20.61%	21.41%	21.80%	22.12%
存货	1030.57	1038.20	1381.05	1582.02	偿债能力 (%)				
其他流动资产	12580.21	13134.44	15860.81	18208.26	流动比率	7.25	8.36	8.40	9.33
流动资产合计	18069.39	23401.59	30977.14	40427.54	速动比率	6.60	7.75	7.80	8.73
长期股权投资	1.00	1.00	1.00	1.00	现金比率	1.56	3.06	3.50	4.53
固定资产	2328.77	2328.77	2328.77	2328.77	资产负债率	11.46%	10.22%	10.45%	9.63%
无形资产	272.68	272.68	272.68	272.68	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4291.84	4657.48	4979.74	5308.83	总资产周转率	0.86	0.94	0.98	1.00
资产合计	22361.23	28059.07	35956.89	45736.37	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.92	1.22	1.58	2.06
应付账款及票据	1402.07	1171.54	1559.87	1798.43	每股净资产	4.46	5.68	7.26	9.32
其他流动负债	1091.56	1627.17	2128.03	2535.68	每股经营现金流	0.63	1.10	1.02	1.56
流动负债合计	2493.63	2798.71	3687.89	4334.10	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	69.86	69.86	69.86	69.86	PE	96.80	73.18	56.21	43.13
非流动负债合计	69.86	69.86	69.86	69.86	PB	11.83	15.67	12.25	9.54
负债合计	2563.49	2868.57	3757.75	4403.96					
股本	3685.86	3685.86	3685.86	3685.86					
少数股东权益	69.56	74.94	81.95	91.09					
股东权益合计	19797.74	25190.51	32199.13	41332.41					
负债和股东权益合计	22361.23	28059.07	35956.89	45736.37					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

王帅：中国药科大学本硕，药学与药事法规专业复合背景，有过药品研发、生产、销售经历。曾就职于财通证券、新时代证券，2019年10月加入华西证券，主要负责A+H股创新药标的。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。