

恒瑞医药 (600276) 首次覆盖报告

创新舵手，医药标杆

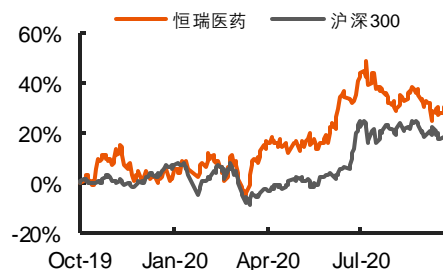
推荐 (首次)

现价: 91.95 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.hrs.com.cn
大股东/持股	江苏恒瑞医药集团有限公司 /24.15%
实际控制人	孙飘扬
总股本(百万股)	5,307
流通 A 股(百万股)	5,296
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	4,879.56
流通 A 股市值(亿元)	4,869.43
每股净资产(元)	5
资产负债率(%)	10

行情走势图



证券分析师

韩盟盟 投资咨询资格编号
S1060519060002
021-20600641
HANMENG MING005@PINGAN.CO
M.CN

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **职业经理人接棒，打造百年恒瑞。**恒瑞医药 2000 年在上交所挂牌，上市以来业绩持续稳健增长，收入 CAGR 为 22.61%，归母净利润 CAGR 为 26.07%。随着产品结构不断优化，目前已经形成以抗肿瘤、麻醉、造影剂三大领域为主的业务格局，2019 年收入占比分别为 45%、24%和 14%。公司实际控制人是孙飘扬先生，通过恒瑞集团间接持有恒瑞医药 21.55% 的股份。2020 年 1 月，公司完成换帅，周云曙先生接任董事长。随着职业经理人走向台前，恒瑞医药迈入新的发展阶段。
- **创新是公司核心战略，Pipeline 奠定“一哥”位置。**恒瑞医药是我国创新药企业标杆，研发支出连续多年位列国内首位。2019 年公司研发支出 38.96 亿元，同比增长 45.92%，占收入比例 16.73%，达到全球制药巨头的水平。公司早在 2003 年就提交了首个创新药艾瑞昔布的上市申请，截至 2019 年底，累计申报创新药 IND 约 54 项，远高于国内其他企业。2018 年以来已有吡咯替尼、19K、PD-1、瑞马唑仑 4 大品种获批，逐步迎来收获季。除已上市的 6 个创新药品种外，瑞格列汀、海曲泊帕、法米替尼、恒格列净、SHR3680、SHR4640、SHR6390、SHR1316 等多个重磅品种处在 III 期临床阶段，有望接连上市。
- **国内首屈一指的营销团队，提升产品变现能力。**2018 年公司销售团队进行分线销售、事业部制的组织架构调整，组建肿瘤、影像、麻醉、综合四个事业部，显著提升销售人员的专注度。截至 2019 年底，公司共有销售人员 14686 人，同比增长 20.62%。公司销售能力在国内企业中首屈一指。从样本医院来看，2019 年恒瑞医药销售额 Top20 品种市占率均在前两位，其中 Top11 品种中除白紫外市占率均为第一。此外，纳入集采的仿制药销售环节淡化。但对新药来说，销售团队的专业性和市场覆盖程度仍然是其能否快速放量的关键因素。重磅品种 PD-1 单抗 2019 年才获批上市，但从样本医院来看，2020Q2 销售额已经高达 7718 万元。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,418	23,289	29,149	37,846	47,748
YoY (%)	25.9	33.7	25.2	29.8	26.2
净利润(百万元)	4,066	5,328	6,613	8,493	10,833
YoY (%)	26.4	31.1	24.1	28.4	27.5
毛利率(%)	86.6	87.5	88.0	88.1	88.2
净利率(%)	23.3	22.9	22.7	22.4	22.7
ROE(%)	20.5	21.4	21.8	22.4	22.6
EPS(摊薄/元)	0.77	1.00	1.25	1.60	2.04
P/E(倍)	120.0	91.6	73.8	57.5	45.0
P/B(倍)	24.7	19.7	16.1	12.9	10.2

- **制剂出口是 Big Pharma 必经之路，恒瑞处于国内第一梯队。** 制剂出口的主要逻辑是扩大市场范围，提升品种天花板。创新药因其专利保护特点，在全球上市的增量贡献更为明显。从海外制药巨头的发展历程来看，海外扩张是必经之路。2011 年 12 月，公司伊立替康注射液获得 FDA 批准，成为中国企业在美国上市的首个注射剂品种。目前恒瑞医药共获得 FDA 批准的 ANDA 品种 14 个，2017 年以来获批数量提升明显。从 ANDA 获批数量来看，恒瑞医药在国内属于第一梯队，且以壁垒更高的注射剂型为主。同时出口品种有望由仿制药向创新药升级，卡瑞利珠单抗+阿帕替尼治疗晚期肝癌，吡咯替尼治疗 HER2+晚期 NSCLC, SHR3680 治疗前列腺癌等均在海外进入到 III 期临床阶段，有望在短期内上市。恒瑞医药常态化的 License-out 说明公司的创新实力逐步取得国际认可。
- **首次覆盖，给予“推荐”评级。** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 66.13 亿、84.93 亿和 108.33 亿元，EPS 分别为 1.25 元、1.60 元和 2.04 元。当前股价对应 2021 年 PE 为 57.5 倍。2020 年公司推出新一轮大规模股权激励计划，其中解锁条件为以 2019 年归母净利润为基数，2020-2022 年增速分别不低于 20%、42%和 67%，公司业绩具有较高安全边际。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示。** 1) 研发风险：新药研发具有高投入、高风险特点，若重点品种研发进度不及预期或失败，可能会对公司估值造成负面影响；2) 竞争格局恶化风险：竞品增加将对品种的定价和市场推广造成一定冲击；3) 制剂出口不确定性风险：中美关系的不确定以及海外疫情的二次抬头可能会对制剂出口放量产生一定影响。

正文目录

一、	换帅迎来新时代，职业经理人接棒打造百年恒瑞.....	5
二、	创新是公司核心战略，Pipeline 奠定“一哥”地位	7
三、	强大的营销团队，提升产品变现能力	10
四、	国内制剂出口龙头，出口品种由仿制药到创新药.....	12
五、	盈利预测与投资评级.....	14
六、	风险提示	15

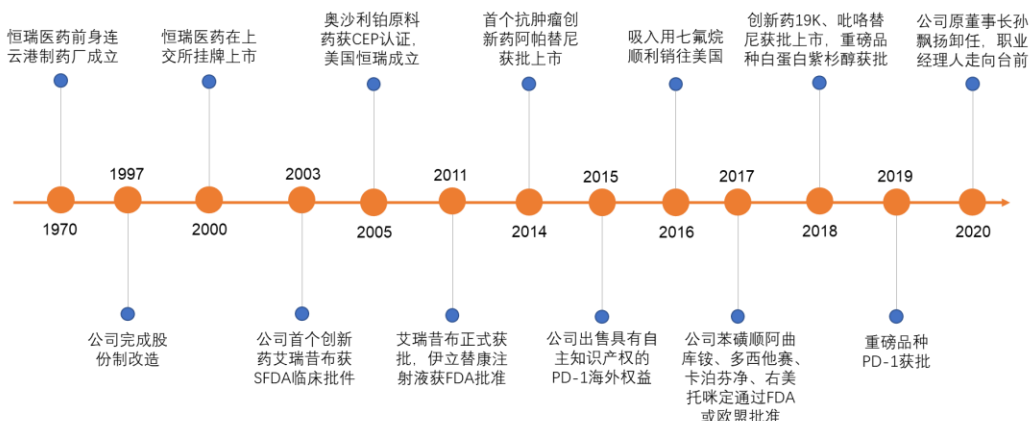
图表目录

图表 1	恒瑞医药发展大事记	5
图表 2	恒瑞医药股东结构及主要子公司	5
图表 3	恒瑞医药收入、归母净利润及增速	6
图表 4	恒瑞医药收入构成及占比变化情况	6
图表 5	中美药品市场环境对比	7
图表 6	恒瑞医药研发投入情况	7
图表 7	2018 年全球研发投入金额 Top10 药企	7
图表 8	恒瑞医药创新药 IND 申报及获批情况（截至 2019 年底）	8
图表 9	恒瑞医药临床阶段主要创新药物汇总（最新进展以首个适应症为准）	8
图表 10	恒瑞医药 PD-1 适应症拓展情况（仅列举国内三期临床）	9
图表 11	国内主要医药企业 1 类新药 IND 申报数量（截至 2020 年 2 月 18 日）	10
图表 12	恒瑞医药营销团队架构	10
图表 13	恒瑞医药销售人员及增速	10
图表 14	2019 年恒瑞医药样本医院销售额 Top20 品种详情	11
图表 15	艾瑞昔布样本医院销售额及增速	11
图表 16	阿帕替尼样本医院销售额及增速	11
图表 17	恒瑞医药卡瑞利珠单抗样本医院销售额	12
图表 18	恒瑞医药获 FDA 批准的 ANDA 品种	12
图表 19	国内主要制剂出口企业美国 ANDA 获批情况	12
图表 20	恒瑞医药海外收入及增速	13
图表 21	恒瑞医药主要海外临床试验进展	13
图表 22	2019 年全球 Top10 药企及恒瑞医药收入、净利润	14
图表 23	恒瑞医药创新药品种主要海外许可情况	14
图表 24	恒瑞医药收入拆分预测	15

一、换帅迎来新时代，职业经理人接棒打造百年恒瑞

恒瑞医药前身是成立于1970年的连云港制药厂，在1997年完成股份制改造，并于2000年在上交所上市。公司上市之初就开始布局创新药，首个创新药艾瑞昔布2011年获批上市。2017年以来，公司在新药研发、国际化方面逐步迎来收获，创新药品种19K、吡咯替尼、PD-1单抗等陆续获批。2020年1月，公司原董事长孙飘扬先生卸任，周云曙先生接任，随着职业经理人走向台前，恒瑞医药迈入新的发展阶段。

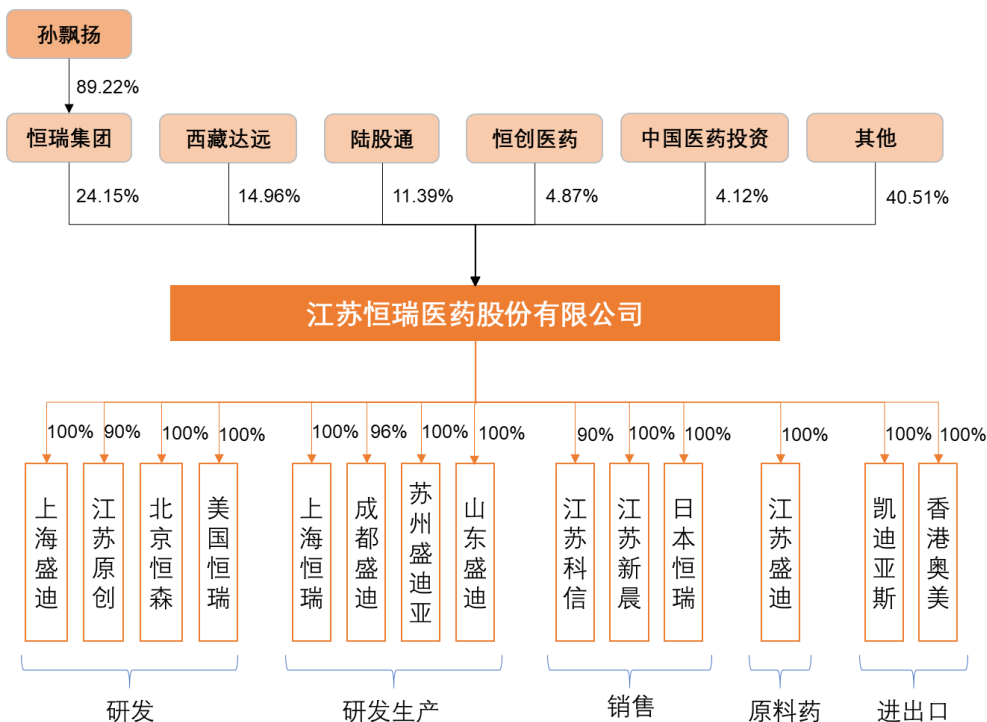
图表1 恒瑞医药发展大事记



资料来源：公司官网、公司公告、平安证券研究所

公司实际控制人是孙飘扬先生，通过恒瑞集团间接持有恒瑞医药21.55%的股份。公司旗下子公司众多，涵盖研发、生产、销售、原料药、进出口等医药全产业链。

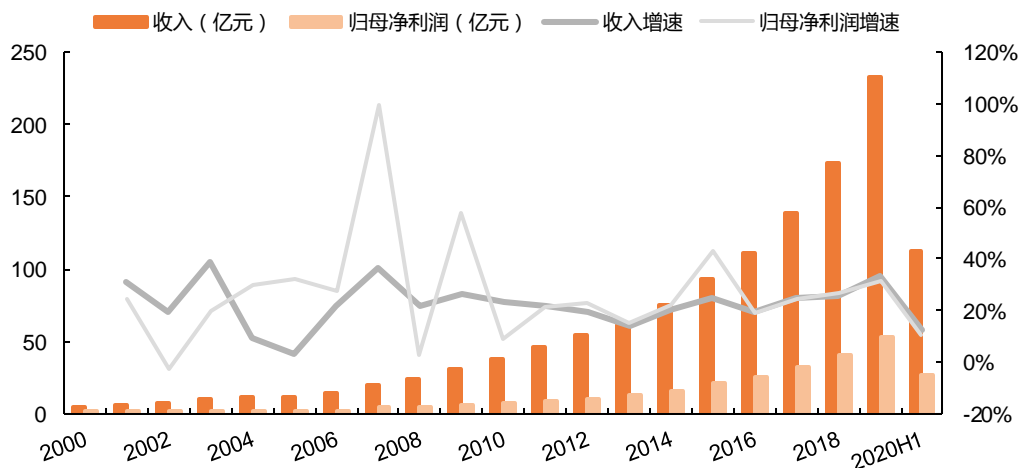
图表2 恒瑞医药股东结构及主要子公司



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2000年上市以来公司业绩持续稳健增长。2019年公司收入232.89亿元，同比增长33.70%；归母净利润53.28亿元，同比增长31.05%。2000-2019年收入CAGR为22.61%，累计增长47倍；归母净利润CAGR为26.07%，累计增长81倍。

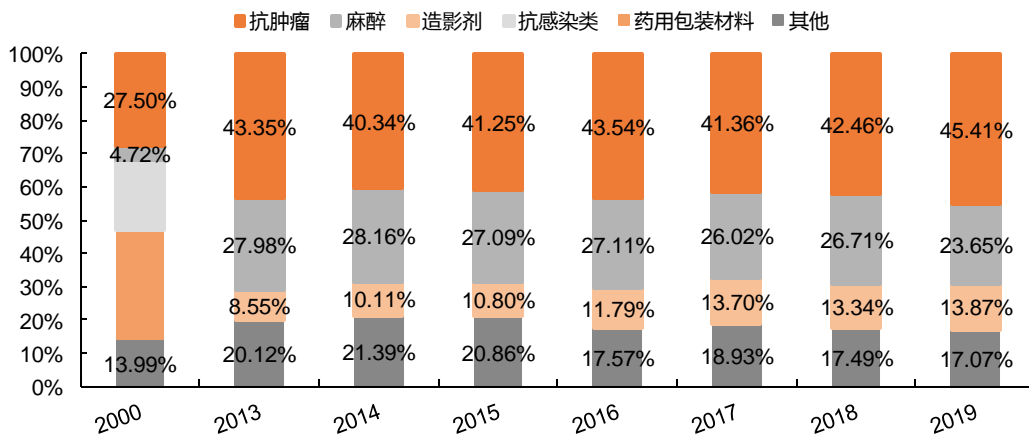
图表3 恒瑞医药收入、归母净利润及增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

产品结构不断优化, 抗肿瘤、麻醉、造影剂是目前三大业务板块。2000年上市之初, 公司主要以药用包材、抗肿瘤药、抗感染类药物为主, 随着产品结构不断优化, 目前已经形成以抗肿瘤、麻醉、造影剂三大领域为主的业务格局。2019年抗肿瘤、麻醉、造影剂收入占比分别为45%、24%和14%。

图表4 恒瑞医药收入构成及占比变化情况

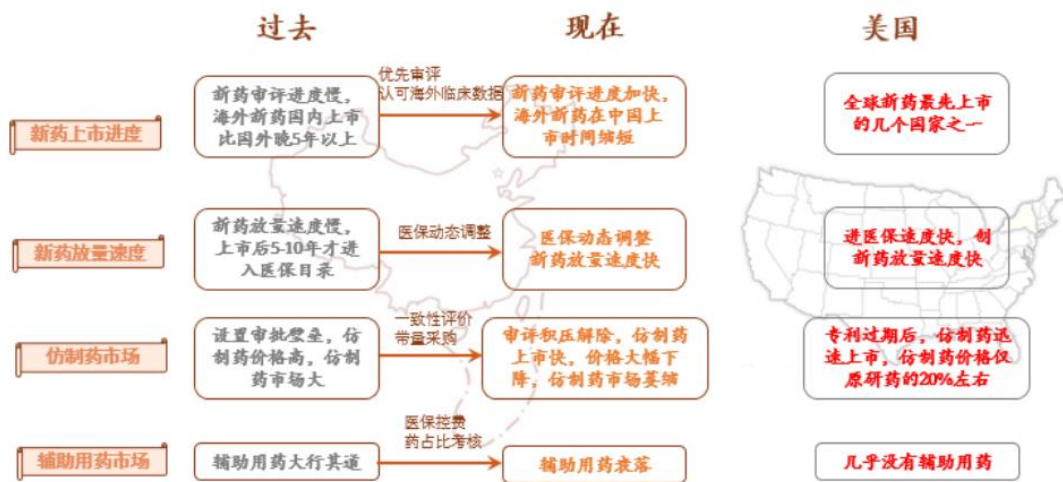


资料来源: 公司公告、平安证券研究所

二、 创新是公司核心战略， Pipeline 奠定 “一哥” 地位

创新是当前国内医药行业大趋势。国内药品市场依靠传统仿制药“一招鲜吃遍天”的时代已经过去。随着医改的持续深入，新的医改和药品政策不断推出，使得我国的药政环境逐步和美国等成熟市场接轨。制药行业的致胜逻辑发生重大变化，创新成了国内药品市场的核心驱动力。企业必须顺应行业变化趋势，加大研发投入，通过建设完善的在研产品梯队来保持高质量的持续成长。

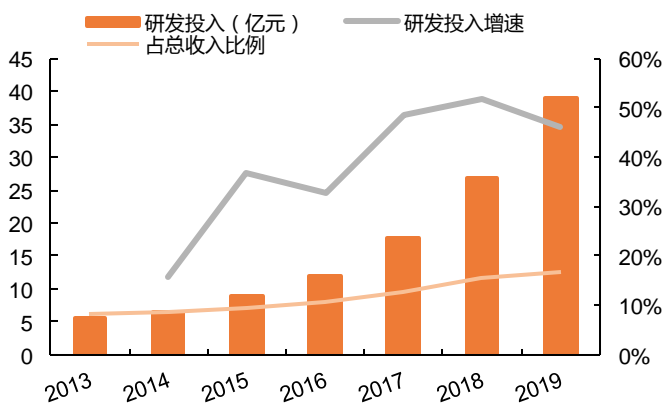
图表5 中美药品市场环境对比



资料来源：平安证券研究所

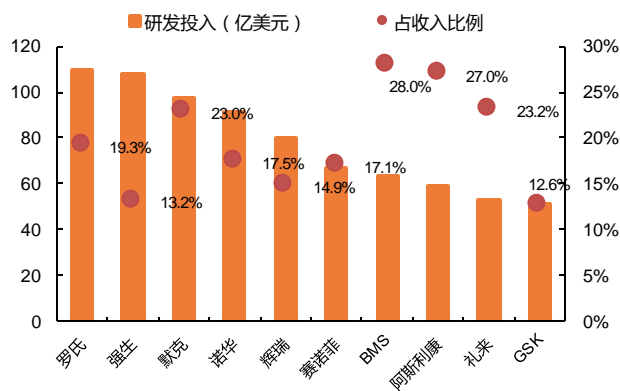
恒瑞医药研发持续高增长，研发支出比例达到全球制药巨头水平。创新是公司的核心战略，公司在上市之初就重视医药研发，研发支出持续快速增长，连续多年位列国内首位。2019年公司研发支出38.96亿元，同比增长45.92%，占收入比例16.73%，无论是投入金额还是占营收比例都在国内主流医药企业中遥遥领先。2018年全球研发投入Top10企业平均研发支出77.94亿美元，平均营收占比为19.58%。目前恒瑞医药研发支出营收占比已经达到全球制药巨头的水平。

图表6 恒瑞医药研发投入情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 2018年全球研发投入金额Top10药企

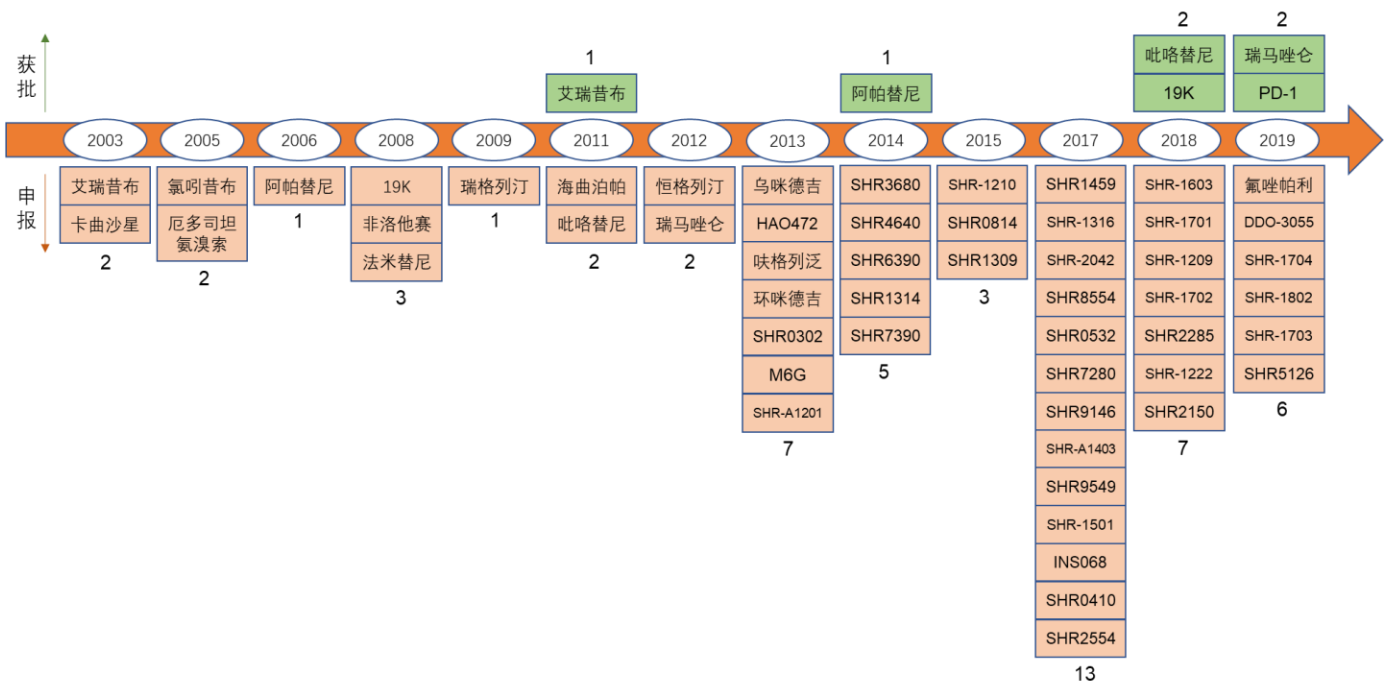


资料来源：各公司年报、平安证券研究所

公司创新药布局早，Pipeline 厚积薄发。公司早在2003年就提交了艾瑞昔布的上市申请。彼时正值医保扩容，仿制药“躺着挣钱”。勇于走出舒适圈，从仿创结合到自主创新，创新药的持续布局体现了公司领导层的超前战略眼光和强大魄力。截至2019年底，公司累计申报创新药IND约54项，

其中 2017 年以来申报数量大幅提升。同时，公司也逐步迎来收获季，2018 年以来已有吡咯替尼、19K、PD-1、瑞马唑仑 4 大品种获批，预计未来每年都有创新药品种上市。

图表8 恒瑞医药创新药 IND 申报及获批情况 (截至 2019 年底)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

多款创新药产品即将上市。除已上市的 6 个创新药品种外，瑞格列汀 (DPP-4 抑制剂)、海曲泊帕 (TPOR 激动剂)、法米替尼 (多靶点 TKI)、恒格列净 (SGLT2 抑制剂)、SHR3680 (AR 受体拮抗剂)、SHR4640 (URAT1 抑制剂)、SHR6390 (CDK4/6 抑制剂)、SHR1316 (PD-L1) 等多个重磅品种处在 III 期临床阶段，有望接连上市。

图表9 恒瑞医药临床阶段主要创新药物汇总 (最新进展以首个适应症为准)

序号	品名	靶点/作用机理	适应症	最新进展
1	艾瑞昔布	COX-2 抑制剂	骨关节炎	2011 年获批
2	阿帕替尼	VEGFR-2 抑制剂	晚期胃癌	2014 年获批
3	硫培非格司亭	长效 G-CSF	粒细胞减少症	2018 年获批
4	吡咯替尼	HER2 抑制剂	乳腺癌	2018 年获批
5	卡瑞利珠单抗	PD-1	经典霍奇金淋巴瘤	2019 年获批
6	瑞马唑仑	短效 GABA _A 受体激动剂	择期手术中的全身麻醉	2019 年获批
7	氟唑帕利	PARP 抑制剂	肿瘤	审评审批中
8	瑞格列汀	DPP-4 抑制剂	2 型糖尿病	III 期临床
9	海曲泊帕	TPO-R 激动剂	再生障碍性贫血	III 期临床
10	法米替尼	多靶点 TKI	恶性肿瘤/特发肺纤维化	III 期临床
11	恒格列净	SGLT2 抑制剂	2 型糖尿病	III 期临床
12	SHR3680	AR 受体拮抗剂	前列腺癌	III 期临床 (澳洲 I 期, 欧洲 III 期)
13	SHR4640	URAT1 抑制剂	痛风和高尿酸血症	III 期临床 (澳洲 1 期)
14	SHR6390	CDK4/6 抑制剂	恶性肿瘤	III 期临床

15	SHR0302	JAK1 抑制剂	溃疡性结肠炎及克罗恩病、特应性皮炎、斑秃	II 期临床 (美国 II 期、欧洲 II 期)
16	SHR1316	PD-L1	肿瘤	III 期临床
17	SHR1314	IL-17	银屑病	II 期临床
18	DDO-3055	PHD 抑制剂	慢性肾病所致贫血	I 期临床
19	SHR8554	MOR 偏向型激动剂	疼痛	I 期临床 (美国 I 期)
20	SHR0532	ROMK 抑制剂	水钠潴留和高血压	I 期临床
21	SHR7390	MEK1/2 抑制剂	结肠癌、肺癌等实体瘤	I 期临床
22	SHR0410	KAPPA 阿片受体激动剂	急慢性疼痛和瘙痒	I 期临床 (澳洲 I 期)
23	SHR2554	EZH2 抑制剂	恶性肿瘤	I 期临床
24	INS068	长效胰岛素	糖尿病	I 期临床 (美国 II 期)
25	SHR7280	GNRH 受体拮抗剂	雌激素依赖性疾病	I 期临床
26	SHR2285	FXIA 抑制剂	预防或治疗动静脉血栓	I 期临床
27	SHR1209	PCSK9 单抗	高胆固醇血症	I 期临床
28	SHR1701	PD-L1/TGF-B 双抗	肿瘤	II 期临床
29	SHR1702	Tim-3 单抗	肿瘤	I 期临床
30	SHR1501	IL-15 融合蛋白	肿瘤	I 期临床
31	SHR2150	TLR7 受体激动剂	晚期恶性肿瘤	获批临床

资料来源：公司官网、公司公告、平安证券研究所

同时公司围绕现有创新药物持续扩展适应症范围。如卡瑞利珠单抗，目前已获批的适应症包括经典型霍奇金淋巴瘤、晚期肝细胞癌、晚期或转移性非鳞状 NSLCL、晚期或转移性食管鳞癌，已处于 III 期临床阶段的新适应症包括晚期胃癌、鳞状 NSCLC、三阴性乳腺癌、鼻咽癌等。围绕重磅品种的适应症持续拓展将充分释放创新药专利价值，保证收益最大化。

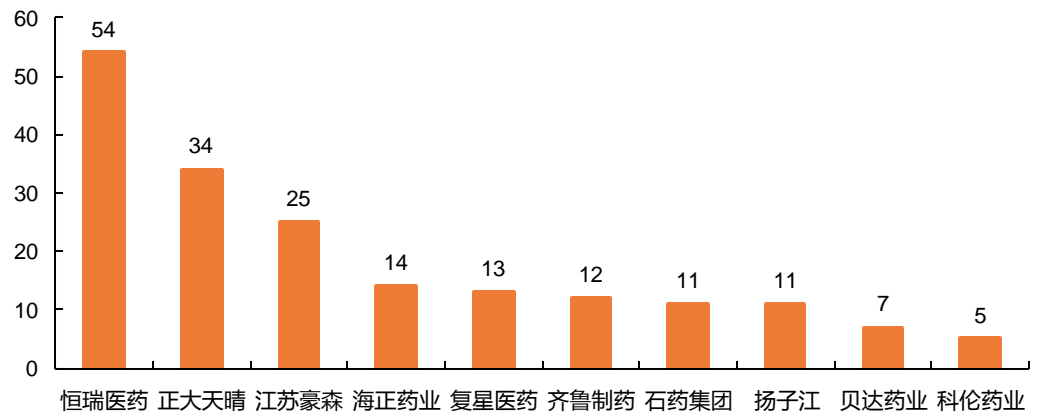
图表 10 恒瑞医药 PD-1 适应症拓展情况 (仅列举国内三期临床)

序号	适应症	最新进展
1	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤	2019 年 5 月获批
2	晚期肝细胞癌	2020 年 3 月获批
3	EGFR 阴性和 ALK 阴性的晚期或转移性非鳞状 NSCLC	2020 年 6 月获批
4	晚期或转移性食管鳞癌	2020 年 6 月获批
5	联合卡培他滨和奥沙利铂序贯治疗晚期或转移性胃癌或胃食管交界处癌	III 期临床
6	联合阿帕替尼治疗晚期胃癌	III 期临床
7	联合卡铂+紫杉醇一线治疗 IV 期鳞状 NSCLC	III 期临床
8	联合白紫、阿帕替尼治疗晚期三阴性乳腺癌	III 期临床
9	联合或不联合阿帕替尼治疗晚期 NSCLC	III 期临床
10	对照研究者选择化疗治疗经典霍奇金淋巴瘤	III 期临床
11	对比安慰剂联合化疗用于局部晚期食管鳞癌	III 期临床
12	联合化疗对比安慰剂联合化疗治疗三阴性乳腺癌	III 期临床
13	联合化疗治疗晚期鼻咽癌	III 期临床

资料来源：公司官网、公司公告、平安证券研究所

恒瑞医药 1 类新药申报数量遥遥领先。根据我们的统计，截至 2020 年 2 月 18 日，恒瑞医药累计申报 1 类新药 IND 达 54 项，远高于国内其它企业。正大天晴和江苏豪森分别以约 34 和 25 项位列二、三位。公司是国内名副其实的研發“一哥”。

图表11 国内主要医药企业1类新药IND申报数量(截至2020年2月18日)

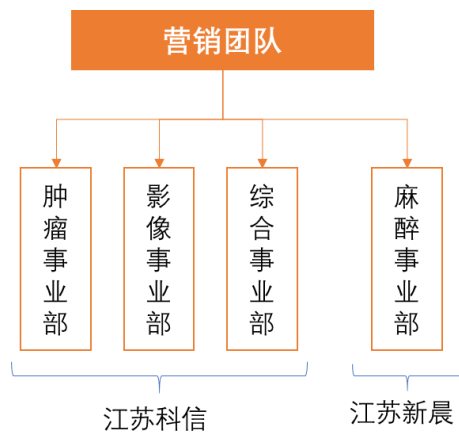


资料来源:药智网、Wind、平安证券研究所

三、强大的营销团队，提升产品变现能力

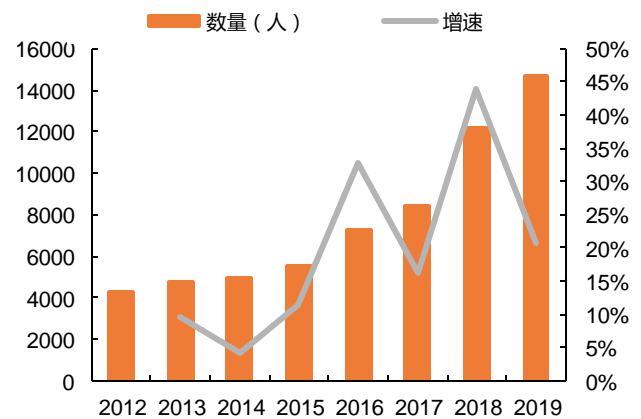
事业部划分提升专注度，1.5万人销售团队提升产品变现能力。2018年公司对销售团队进行分线销售、事业部制的组织架构调整，新成立肿瘤、影像、综合三个事业部，加上之前由江苏新晨负责批发销售的麻醉线，一共四大事业部。事业部制架构能够显著提升销售人员的专注度，进而带动销售能力的提升。截至2019年底，公司共有销售人员14686人，同比增长20.62%。公司销售人员数量在国内企业中首屈一指。

图表12 恒瑞医药营销团队架构



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表13 恒瑞医药销售人员及增速



资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司主要品种市占率领先，是强大销售能力的体现。从样本医院来看，2019年恒瑞医药销售额前20品种市占率均在前两位，其中Top11品种中除紫杉醇(白蛋白结合型)外市占率均为第一。且Top20品种合计占公司样本医院总收入的92%，体现了公司销售能力的强大。

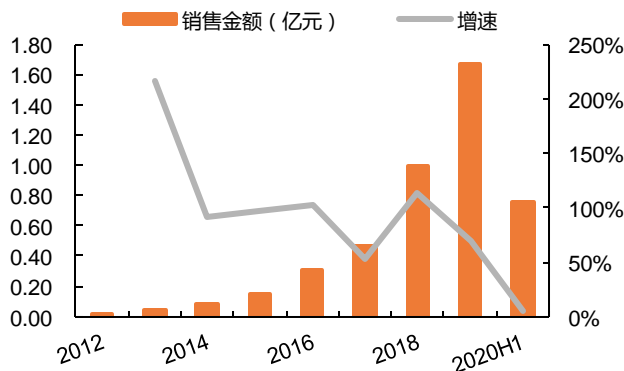
图表14 2019年恒瑞医药样本医院销售额Top20品种详情

药品名称	销售额(亿元)	增速	市占率	市占率排名	企业数量
碘克沙醇	8.53	37%	58%	1	5
苯磺顺阿曲库铵	6.62	24%	76%	1	4
多西他赛	6.19	-7%	46%	1	15
右美托咪定	5.24	-25%	51%	1	7
布托啡诺	4.96	84%	独家	1	1
七氟烷	4.80	14%	66%	1	5
碘佛醇	4.72	8%	91%	1	2
伊立替康	4.35	13%	66%	1	5
紫杉醇(白蛋白结合型)	3.63	-	30%	2	5
阿帕替尼	3.40	27%	独家	1	1
钠镁钾钙葡萄糖	2.44	4%	独家	1	1
替吉奥	2.02	-6%	16%	2	5
奥沙利铂	1.93	-14%	16%	2	18
来曲唑	1.71	7%	30%	2	3
卡泊芬净	1.70	158%	21%	2	3
艾瑞昔布	1.67	68%	独家	1	1
非布司他	1.60	43%	35%	2	4
卡培他滨	1.02	-10%	10%	2	4
头孢噻利	1.01	-34%	独家	1	1
钆特酸葡胺	0.99	100%	82%	1	2

资料来源: PDB、Wind 医药库、平安证券研究所

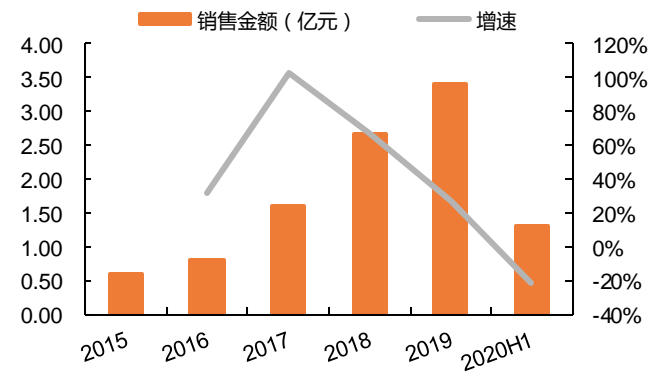
销售能力是新药放量的保障。以艾瑞昔布和阿帕替尼为例，两个新药上市后都迎来了快速放量，到2019年的CAGR分别达到101%和54%。重磅品种PD-1单抗2019年才获批上市，但从样本医院来看，2020Q2销售额已经高达7718万元。目前在带量采购等政策影响下，仿制药销售环节淡化。但对新药来说，销售团队的专业性和市场覆盖程度仍然是其能否快速放量的关键因素。

图表15 艾瑞昔布样本医院销售额及增速



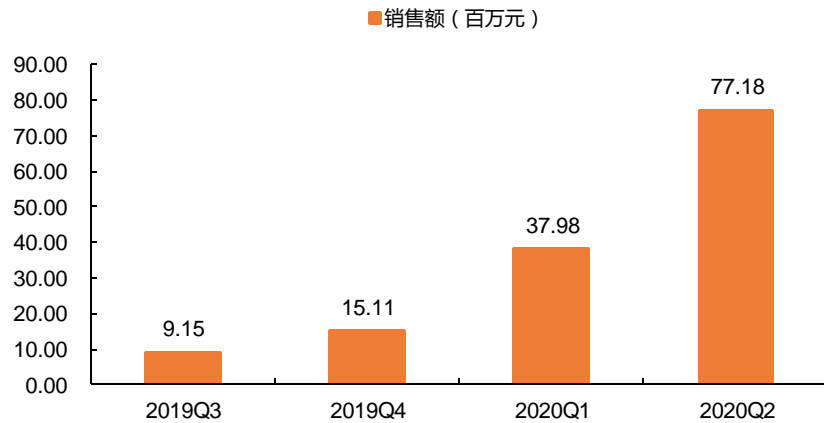
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表16 阿帕替尼样本医院销售额及增速



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表 17 恒瑞医药卡瑞利珠单抗样本医院销售额

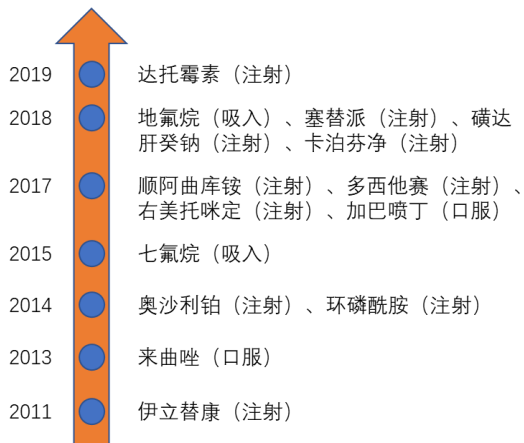


资料来源: Wind 医药库、平安证券研究所

四、国内制剂出口龙头，出口品种由仿制药到创新药

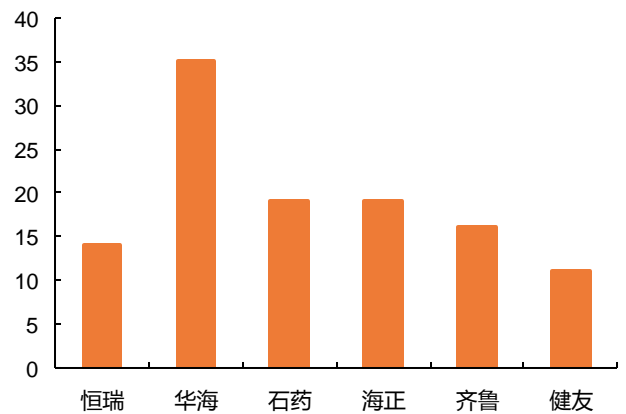
公司是国内制剂出口第一梯队，以高端注射剂型为主。2011 年 12 月，公司伊立替康注射液获得 FDA 批准，成为中国企业在美国上市的首个注射剂品种。2010-2019 年恒瑞医药共获得 FDA 批准的 ANDA 品种 14 个，其中 2017 年以来获批数量大幅提升。从国内主要制剂出口企业的 ANDA 数量来看，恒瑞医药在国内属于第一梯队。且恒瑞医药以壁垒更高的注射剂型为主。

图表 18 恒瑞医药获 FDA 批准的 ANDA 品种



资料来源: FDA、平安证券研究所

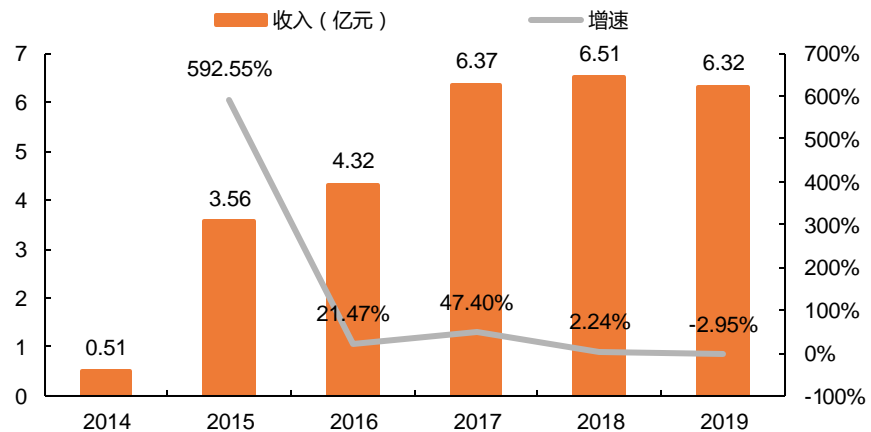
图表 19 国内主要制剂出口企业美国 ANDA 获批情况



资料来源: FDA、平安证券研究所

2019 年恒瑞医药海外收入 6.32 亿元，同比略有下降。我们认为增速下滑的原因主要是公司海外收入仍以早期获批品种为主，2017 年以来获批的新品种仍有待放量。

图表20 恒瑞医药海外收入及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司研发管线储备丰富，出口品种有望由仿制药向创新药升级。创新药方面，卡瑞利珠单抗+阿帕替尼治疗晚期肝细胞癌，吡咯替尼治疗 HER2+晚期 NSCLC，SHR3680 治疗前列腺癌等均在海外进入到 III 期临床阶段，有望在短期内上市。

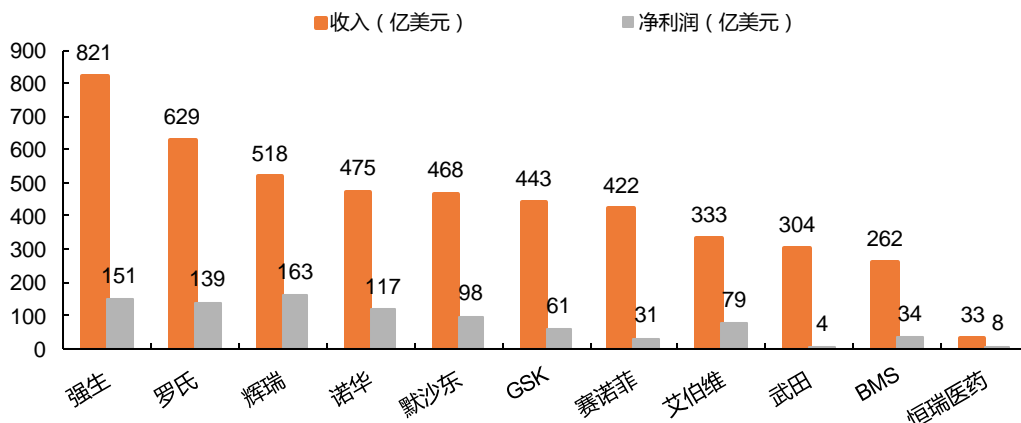
图表21 恒瑞医药主要海外临床试验进展

序号	品名	靶点/作用机理	适应症	最新进展
1	卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	PD-1+VEGFR	晚期肝细胞癌	全球多中心 III 期
2	吡咯替尼	HER2	HER2+晚期 NSCLC	全球多中心 III 期
3	SHR3680	AR 受体拮抗剂	前列腺癌	澳洲 I 期、欧洲 III 期
4	INS068	长效胰岛素	糖尿病	美国 II 期
5	SHR1314	IL-17	银屑病	美国 II 期、澳洲 I 期
6	SHR0302	JAK1 抑制剂	溃疡性结肠炎及克罗恩病、特应性皮炎、斑秃	美国 II 期、欧洲 II 期
7	SHR8554	MOR 偏向型激动剂	疼痛	美国 I 期
8	SHR0410	KAPPA 阿片受体激动剂	急慢性疼痛和瘙痒	澳洲 I 期
9	SHR4640	URAT1 抑制剂	痛风和高尿酸血症	澳洲 I 期

资料来源：公司官网、公司公告、平安证券研究所

制剂出口是成为国际制药巨头的必经之路，恒瑞有望向 Big Pharma 看齐。制剂出口的主要逻辑是扩大市场范围，提升品种天花板。创新药因其专利保护特点，在全球上市的增量贡献更为明显。从海外制药巨头的发展历程来看，海外扩张是必经之路。2019 年全球 Top10 药企中除 BMS 外，营业收入均在 300 亿美元以上。而恒瑞医药作为我国医药制造行业领头羊，2019 年营收仅为 33 亿美元，与国际巨头相比还有至少 10 倍的成长空间。

图表22 2019年全球Top10药企及恒瑞医药收入、净利润



资料来源: Wind、各公司年报、平安证券研究所

License-out 体现创新实力。公司早在 2015 年就将 PD-1 单抗海外权益许可给美国 Incyte 公司 (后公司认为自主开发更有利于该品种利益最大化, 许可于 2018 年终止), 2018 年以来公司已相继对外许可了 JAK1 抑制剂、BTK 抑制剂、PD-1 单抗和吡咯替尼在特定市场开发和销售权益。在国内诸多药企热衷于 License-in 的情况下, 恒瑞医药常态化的 License-out 说明公司的创新实力逐步取得国际认可。

图表23 恒瑞医药创新药品种主要海外许可情况

序号	品名	靶点/作用机理	许可对象	时间
1	SHR1210	PD-1	美国 Incyte 公司	2015-9-1 (终止)
2	SHR0302	JAK1	美国 Arcutis	2018-1-4
3	SHR1459\1266	BTK	美国 TG Therapeutics	2018-1-8
4	卡瑞利珠单抗	PD-1	韩国 CrystalGenomics	2020-4-21
5	吡咯替尼	EGFR/HER2/HER4	韩国 HLB Life Science	2020-9-29

资料来源: 公司官网、公司公告、平安证券研究所

五、 盈利预测与投资评级

我们认为公司是国内创新药龙头, 在研品种的陆续上市和国际化布局将持续打开市值空间。

- 1) 抗肿瘤板块是公司未来主要增长潜力来源。2019 年阿帕替尼和培门冬酶医保续约, 19K 和吡咯替尼首次通过医保谈判, 有望迎来快速放量; PD-1 单抗已有经典霍奇金淋巴瘤、晚期肝癌细胞癌、非鳞状 NSCLC 和食管鳞癌四大适应症获批, 后来居上, 销售持续爆发式增长。我们假设抗肿瘤板块 2020-2022 年有望保持 40.12%、35.63%和 29.98%左右的增速。
- 2) 麻醉板块 2020H1 暂受疫情影响, 右美托咪定集采未中标承受一定压力。但随着重磅创新药品种瑞马唑仑的上市, 麻醉板块具备较大增长潜力。我们假设麻醉板块 2020-2022 年增速分别为 10.55%、15.28%和 15.91%。
- 3) 造影剂板块受益于国内影像诊断行业的快速发展, 公司龙头地位明显。2020H1 同样受到疫情影响, 但伴随着外部合作和自研品种的持续丰富, 未来仍将保持快速增长势头。假设 2020-2022 年造影剂板块增速分别为 15.25%、24.66%和 20.35%。

图表24 恒瑞医药收入拆分预测

板块		2019	2020E	2021E	2022E
抗肿瘤	收入(亿元)	105.76	148.19	200.98	261.24
	YoY	43.02%	40.12%	35.63%	29.98%
麻醉	收入(亿元)	55.07	60.88	70.18	81.34
	YoY	18.35%	10.55%	15.28%	15.91%
造影剂	收入(亿元)	32.30	37.22	46.40	55.84
	YoY	38.97%	15.25%	24.66%	20.35%
其他	收入(亿元)	39.77	45.69	61.55	79.90
	YoY	30.53%	14.89%	34.71%	29.81%
合计	收入(亿元)	232.89	291.49	378.46	477.48
	YoY	33.70%	25.16%	29.84%	26.16%

资料来源：公司官网、公司公告、平安证券研究所

综上所述，我们预计公司2020-2022年营业收入分别为291.49亿、378.46亿和477.48亿元，对应归母净利润分别为66.13亿、84.93亿和108.33亿元，EPS分别为1.25元、1.60元和2.04元。当前股价对应2021年PE为57.5倍。2020年公司推出新一轮大规模股权激励计划，其中解锁条件为以2019年归母净利润为基数，2020-2022年增速分别不低于20%、42%和67%，公司业绩具有较高安全边际。首次覆盖给予“推荐”评级。

六、风险提示

6.1 研发风险

公司是国内创新药龙头，目前在研品种较多，丰富的研发管线支撑了目前的估值水平。但新药研发具有高投入、高风险特点，若重点品种研发进度不及预期或失败，可能会对公司估值造成负面影响。

6.2 竞争格局恶化风险

目前公司收入仍以仿制药为主，虽然公司主要品种市占率均位居前列，但一旦相应品种仿制药数量增加，将对该品种的定价和市场推广造成一定冲击。如果一致性评价过评企业达到3家（含原研），则对应品种可能会被纳入集采，面临大幅度降价。新药方面，如同靶点药品集中上市，也会对其销售产生不利影响。

6.3 制剂出口不确定性风险

目前公司制剂出口主要针对美国和欧洲等规范市场，但现在中美关系的不确定以及海外疫情的二次抬头可能会对制剂出口放量产生一定影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	22311	28145	35015	44854
现金	5044	8575	12009	18764
应收票据及应收账款	5435	6914	9119	11109
其他应收款	894	1494	1607	2306
预付账款	591	861	1024	1354
存货	1607	1560	2515	2581
其他流动资产	8741	8741	8741	8741
非流动资产	5245	6112	7401	8669
长期投资	60	119	178	237
固定资产	2542	3307	4296	5240
无形资产	350	371	399	415
其他非流动资产	2293	2314	2528	2776
资产总计	27556	34257	42416	53523
流动负债	2473	3512	4059	5296
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1289	1942	2216	2984
其他流动负债	1183	1570	1843	2312
非流动负债	146	146	146	146
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	146	146	146	146
负债合计	2619	3658	4206	5442
少数股东权益	162	227	295	339
股本	4423	5307	5307	5307
资本公积	1663	1663	1663	1663
留存收益	19103	24734	31879	40818
归属母公司股东权益	24775	30371	37916	47742
负债和股东权益	27556	34257	42416	53523

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3817	5530	5886	9355
净利润	5326	6678	8561	10877
折旧摊销	646	451	647	883
财务费用	-134	-175	-233	-318
投资损失	-309	-153	-187	-224
营运资金变动	-2057	-1263	-2889	-1847
其他经营现金流	344	-9	-12	-15
投资活动现金流	-1945	-1156	-1737	-1912
资本支出	561	808	1230	1209
长期投资	-1693	-59	-59	-59
其他投资现金流	-3077	-407	-566	-762
筹资活动现金流	-719	-842	-716	-688
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	737	0	0	0
资本公积增加	184	0	0	0
其他筹资现金流	-1640	-842	-716	-688
现金净增加额	1165	3532	3434	6755

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23289	29149	37846	47748
营业成本	2913	3497	4500	5628
营业税金及附加	216	291	378	477
营业费用	8525	10494	13814	17454
管理费用	2241	2769	3595	4531
研发费用	3896	4810	6245	7878
财务费用	-134	-175	-233	-318
资产减值损失	-5	0	0	0
其他收益	190	0	0	0
公允价值变动收益	38	9	12	15
投资净收益	309	153	187	224
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	6150	7625	9746	12336
营业外收入	1	9	3	3
营业外支出	95	71	79	86
利润总额	6056	7562	9670	12253
所得税	729	884	1109	1376
净利润	5326	6678	8561	10877
少数股东损益	-2	65	67	44
归属母公司净利润	5328	6613	8493	10833
EBITDA	6550	7809	10008	12675
EPS(元)	1.00	1.25	1.60	2.04

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	33.7	25.2	29.8	26.2
营业利润(%)	33.8	24.0	27.8	26.6
归属于母公司净利润(%)	31.1	24.1	28.4	27.5
获利能力				
毛利率(%)	87.5	88.0	88.1	88.2
净利率(%)	22.9	22.7	22.4	22.7
ROE(%)	21.4	21.8	22.4	22.6
ROIC(%)	20.9	21.3	21.8	21.9
偿债能力				
资产负债率(%)	9.5	10.7	9.9	10.2
净负债比率(%)	-19.7	-27.6	-31.1	-38.8
流动比率	9.0	8.0	8.6	8.5
速动比率	8.0	7.3	7.7	7.7
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.25	1.60	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	1.04	1.11	1.76
每股净资产(最新摊薄)	4.67	5.72	7.14	9.00
估值比率				
P/E	91.6	73.8	57.5	45.0
P/B	19.7	16.1	12.9	10.2
EV/EBITDA	72.5	60.3	46.7	36.4

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033