

化药盈利模式转变“迫在眉睫”，恒瑞先行

增持

——恒瑞医药（600276）调研报告——

内容摘要:

- **创新与仿制并行，创新成为行业标杆。**研发投入占公司工业收入比重约为行业平均值4倍，阿帕替尼有望年内获批。创新药研发能力+特色销售渠道建设+国际化进程加快+高效率管理团队=稳增长。
- **出色的研发能力，储备数个国家一类新药；国际化进程为公司添新篇章；特色化销售渠道保障稳增长。**无论是公司研发费用投入还是科技人员与公司总人数占比都是国内同行业的3-4倍，从而储备待批产品、临床III期、临床II期、临床I期及临床前多条丰富产品线；公司积极参与FDA、欧洲相关认证，开拓国家市场；由于公司长时间为医生提供高附加值服务（如公司提高国家课题研究及临床相关研究提高医生学术地位、同时打开医生晋升加薪瓶颈），使医生与公司利益绑定从而实现“共赢”。
- **估值与风险提示。**据我们对核心产品的预测：11年、12年、13年对应EPS分别为0.78元、0.93元、1.12元，对应PE分别为36.27X、30.42X、25.26X，与类似公司相比，现估值较为合理。我们认为，公司基本面优质，适合价值投资者长期跟踪，首次覆盖，给予“增持”评级。风险提示。1) 抗肿瘤阿帕替尼获批低于预期，如年内不能获批；2) 如果国外临床效果不理想，影响公司的国内品牌，以致使国内市场渗透及国外市场的开拓更为困难。3) 瑞格列汀III临床效果不理想，影响公司创新药发展进程。

	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入(百万)	3028	3744	4550	5369	6335
增长率(%)	27	24	22	18	18
净利润(百万)	666	724	877	1045	1254
增长率(%)	57	9	21	20	20
每股收益(元)	0.59	0.64	0.78	0.93	1.12
市盈率	---	44.21	36.27	27.45	25.26

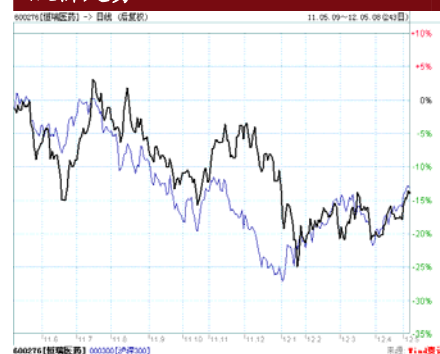
分析师

梁从勇
执业证号: S1250511110003
电话: 010-57631180
邮箱: lcyong@swsc.com.cn

联系人

朱国广
电话: 023-63812537
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(亿股)	11.24
流通A股(亿股)	11.18
52周内股价区间(元)	24.40-34.45
总市值(亿元)	317.98
总资产(亿元)	53.03
每股净资产(元)	4.03
当前价(元)	28.29
目标价	
6个月	30
12个月	35

正文目录

一、公司概况	1
1、公司概况	1
2、核心产品结构	1
二、股权结构与实际控制人	2
三、国内外医药市场稳步增长，仿制药占主导（尤其在国内）	3
1、全球医药市场稳步增长	3
2、人均收入水平提高，促使国内医药行业市场容量扩大	4
3、化药占据医药市场绝对数额	4
4、仿制药在医药市场容量中占据绝对的市场份额	5
5、癌症发病率升高致使抗肿瘤市场容量增长，化药占绝对优势	5
四、视研发能力为生命线，艾瑞昔布成功获批标志由仿制到仿创的转变	7
1、国外研发费用投入远远高于国内	7
2、公司对研发费用的投入与科技人员占比远超过国内行业平均水平	8
3、公司研发成果	8
五、公司建设独具特色的销售渠道，保障实现业绩蜕变	9
六、公司国际化进程加快，全方位武装研发能力及开拓新市场	10
1、人才战略的国际化	10
2、寻找美国仿制药机会，研发中心的国际化	10
3、开发产品新的市场，产品销售国际化	11
七、公司管理效率较高，期间费用较为稳定	11
1、营业收入增长率超过医药行业与化药子行业	11
2、净利润及其增长率较为理想	11
3、毛利率较高，且更为稳定	12
4、管理效率分析	12
八、12年核心看点：成熟产品制剂转型寻找新增长点，造影剂手术药快速增长	14
九、公司估值与风险提示	14
1、估值分析与投资策略	14
2、风险提示	14

图表目录

图 1: 公司股权结构.....	2
图 2: 2002-2009 年全球药品销售额及增长率.....	3
图 3: 入院人数与增长率统计情况.....	4
图 4: 总体诊疗人次与增长率统计情况.....	4
图 5: 我国医药市场规模药品种类分析.....	4
图 6: 全球肿瘤药物市场规模(亿美元).....	6
图 7: 2003-2009 年我国抗肿瘤药物市场增长情况(单位: 亿元).....	7
图 8: 单季度营业收入分布图.....	11
图 9: 公司与行业营业收入同比增长率分布图.....	11
图 10: 单季度净利润分布图.....	12
图 11: 单季度净利润同比增长率分布图.....	12
图 12: 单季度毛利率分布图.....	12
图 13: 公司与行业单季度毛利率分布图.....	12
图 14: 单季度销售费用分布图.....	13
图 15: 单季度销售费用占销售收入比分布图.....	13
图 16: 单季度管理费用分布图.....	13
图 17: 单季度管理费用同比增长率分布图.....	13
图 18: 单季度期间费用分布图.....	13
图 19: 单季度期间费用同比增长率分布图.....	13
图 20: 公司历史 PE-Pand.....	16
图 21: 公司历史 PB-Pand.....	16
表 1: 公司核心特点.....	1
表 2: 公司核心产品.....	1
表 3: 2010 年全球销售额前 20 强企业.....	3
表 4: 我国居民肿瘤死亡率及死亡原因构成.....	5
表 5: 中国近年来肿瘤患病情况(单位: 千分之一).....	6
表 6: 中国近年来肿瘤患病各年龄两周患病率(单位: 千分之一).....	6
表 7: 全球研发费用投入前十名药企 09 年分布情况统计.....	7
表 8: 公司研发中心分布与核心工作分布情况.....	8
表 9: 公司创新医物研究进度表.....	9
表 10: 核心产品预测表.....	15

一、公司概况

1、公司概况

恒瑞医药始建于1970年，起初与康缘药业是兄弟公司，是国内最大的抗肿瘤药和手术药的研究和生产基地，目前是国内最具创新能力的大型制药企业之一。公司核心特点如下表：

表 1: 公司核心特点

序号	核心特点	具体内容
1	抗肿瘤与手术用药具有较高市场占有率	致力于在抗肿瘤药、手术用药，其中抗肿瘤药销售已连续7年在国内排名第一，市场份额达12%以上，手术用药销售也名列行业前茅。
2	注重创新，实现由仿制到仿创转变	在美国、上海、连云港、成都建有四大研究中心和一个临床医学部，拥有各类高层次专业技术人员800多名，其中有近500名博士、硕士及海归人士，有2人被列入国家“千人计划”，艾瑞昔布成功获批，标志从仿制到仿创转变。
3	公司专利数量与含金量突出	共申请了近180项发明专利，其中60项全球专利（PCT专利），有1个创新药艾瑞昔布已获批上市，另有8个创新药处于不同的临床阶段，多个创新药正申请临床，恒瑞医药正努力实现在重点领域的创新和国际水平接轨。
4	国内销售渠道较为完善，积极开发国际渠道	在激烈的市场竞争中取得主动权，建立并完善了遍及全国的销售网络系统，拥有一支3000多人的销售队伍。拥有十几个年销售额过亿元以及5亿元以上的品牌产品。公司还积极拓展美国、欧洲、印度、南美等国家和地区的市场，扩大出口渠道。
5	公司承担多项科研专题项目	公司先后承担了4项国家863计划重大科技专项项目、9个项目列入国家“重大新药创制”专项，12项国家火炬计划项目，7项国家星火计划项目，23项国家级重点新产品项目及数十项省级科技攻关项目。

数据来源：公告，西南证券研究发展中心

2、核心产品结构

表 2: 公司核心产品

序号	药品名称	适应症	药品类型	用法与用量
1	多西他赛注射液(艾素)	适用于先期化疗失败的晚期或转移性乳腺癌的治疗。	抗肿瘤类	推荐剂量为75mg/m ² 滴注一小时，每三周一 次。
2	注射用奥沙利铂(艾恒)	适用于经过氟尿嘧啶治疗失败之后的结、直肠癌转移的患者，可单独或联合氟尿嘧啶使用。	抗肿瘤类	在单独或联合用药时，推荐剂量为130mg/m ² ，加入250~500ml 5%葡萄糖溶液中输注2~6个小时。
3	伊立替康注射液	用于成人转移性大肠癌的治疗，对于经含5-Fu化疗失败的患者，本品可作为二线治疗。	抗肿瘤类	推荐剂量为350mg/m ² ，用5%葡萄糖或0.9%氯化钠注射液稀释后，静脉滴注30~90分钟，每三周一 次。
4	来曲唑片	用于治疗抗雌激素治疗无效的晚期乳腺癌绝经后患者。	抗肿瘤类	口服，每次2.5mg（1片），每天一次。
5	手术用药（占公司收入的19%）	---	麻醉与精神类	---

6	抗感染类 (占公司收入的 10%)	---	抗感染类	---
7	内分泌类 (比重较小)	---	内分泌类	---

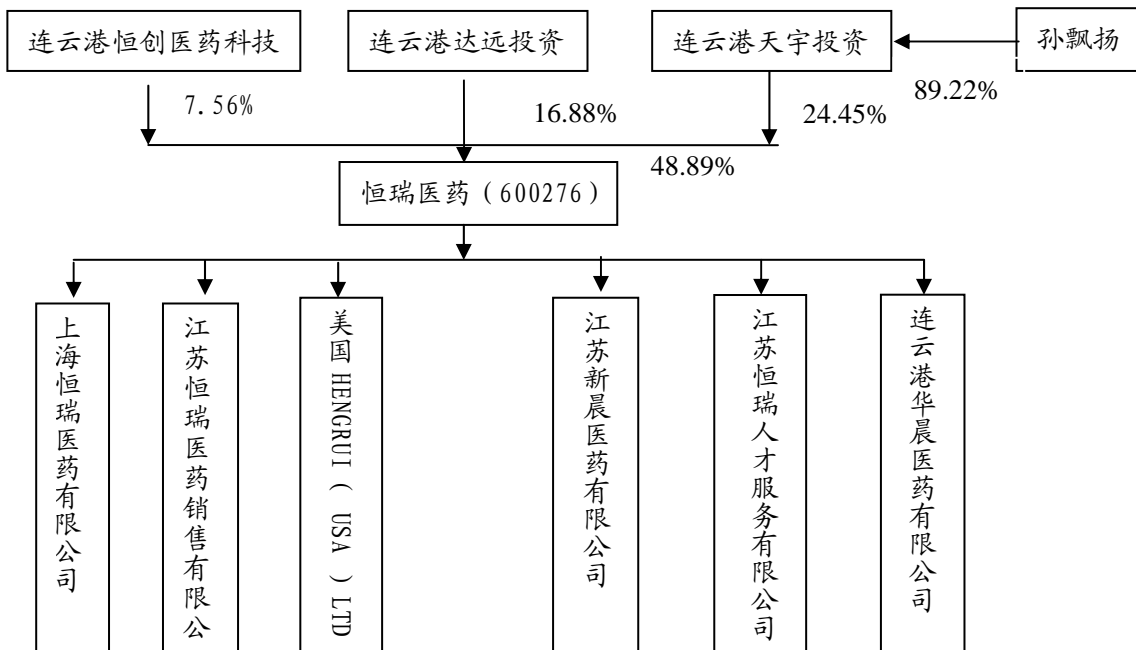
数据来源: 公告, 西南证券研究发展中心

从上表中可以发现: 公司致力于在抗肿瘤药、手术用药、内分泌治疗药、心血管药及抗感染药等领域的创新发展, 并逐步形成品牌优势, 其中抗肿瘤药销售已连续 8 年在国内排名第一, 市场份额达 12% 以上, 手术用药销售也名列行业前茅。

二、股权结构与实际控制人

公司是家民营企业, 在“2011 年在医药上市企业最具竞争力二十强评选中, 名列第六”的上市公司, 同年“医药上市公司最具有投资价值前 10 强中, 位于榜首”。公司实际控制人为孙飘扬, 股权结构如下图。

图 1: 公司股权结构



数据来源: 公告, 西南证券研究发展中心

实际控制人孙飘扬, 曾任连云港制药厂技术员、连云港市医药工业公司科技科副科长、连云港制药厂副厂长、厂长等职。2011 年福布斯中国富豪榜排名 93 名, 财富 76.7 亿。对他的个人品质与创业经历做如下分析:

- **孙飘扬先生敏锐战略眼光, 力争“标新立异”。**在 2000 年他就意识到中国医药行业同质化竞争严峻, 他认为: 公司要想很好的活下来, 必须走差异化路线。所以公司沿着创新战略布局, 方有今日国内创新标杆的称号。我们认为: 他前十年就意识到国内医药行业现在竞争格局; 现他已经看清楚后十年医药行业竞争格局。

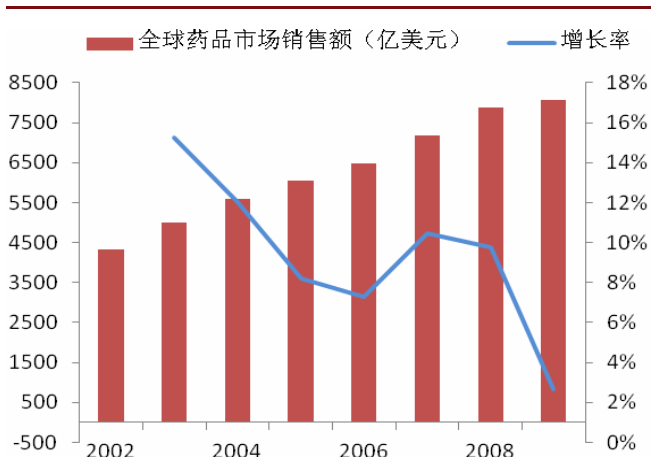
- **他视“创新”为的生命线，方有今日公司从仿制药到创新药的转变。**为了全面提高企业创新能力和对市场的控制能力，构建强有力的企业核心竞争力。孙飘扬大胆决策，分别于1997年和2000年投资近两亿元在连云港和上海建立了两大研究中心，并亲自任两大“中心”的主任，随后又成立美国、成都研究中心确定了研制抗肿瘤药、心血管药、麻醉镇痛药、手术用药以及防治常见病、多发病药物为重点研究方向的科研战略，每年将销售额的8%以上作为科研经费，全力打造企业自主创新的平台。1998年，孙飘扬带领科技人员用3年时间研制成功抗肿瘤药奥沙利铂，其市场价格不到进口产品的四分之一。
- **他善于借势成就自己的梦想。**像《虎之力》所说，“故天下之用力而不用智，与自用而不用人者，皆虎之类也”孙先生把这句话使用的淋漓尽致。在坚持自主创新的同时，孙飘扬重视向社会借脑借力，拓展企业技术创新空间。和中科院林国强院士合作开发新药，目前已开发生产盐酸左旋布比卡因，另外还有几个品种正在进行临床研究；和中科院谢毓元院士合作开发抗骨质疏松药物；此外公司还与中国药科大学共建大环内酯类抗生素创新实验室，和南京大学联合创建了铂类化合物创新实验室。通过这些联合创新实验室，联合培养了2名博士后、4名硕士研究生，并申请4项国家发明专利。
- **总结。**我们认为：对于个人（公司）的成长，两个最为核心因素：机会；敢于冒险。在90年孙先生有承包公司的机会这是他成功的第一步（90年公司8万元的收益应该是不小的数据，至少没有出现亏损，为什么他有别人没有？所以这种机会还是稀缺的。）；即使他有别人没有的机会，如果他不去冒险，仍无法有现在的恒瑞。所以，二者缺一不可。

三、国内外医药市场稳步增长，仿制药占主导（尤其在国内）

1、全球医药市场稳步增长

从下图可以发现：全球医药市场是稳步增长，从2002年到2009年8年时间医药市场规模增长将近一倍。即使在2008年的金融风暴中，仍然保持近10%的增长，因此医药行业的防御性体现淋漓尽致。我们认为：在全球经济低迷情况下，医药行业稳定持续增长仍是大概率事件。

图 2：2002-2009 年全球药品销售额及增长率



数据来源：南方医药经济研究所，西南证券研究发展中心

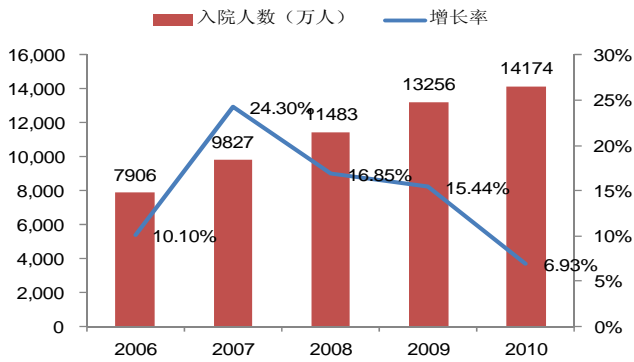
表 3：2010 年全球销售额前 20 强企业

排名	公司 (亿美元)	2010	2010 年增长率
1	辉瑞	556.02	-2.49%
2	诺华	468.06	21.70%
3	默沙东	384.68	-1.27%
4	赛诺菲-安万特	358.75	0.99%
5	阿斯利康	355.35	3.20%
6	GSK	336.64	-3.74%
7	罗氏	326.93	-0.21%
8	强生	267.73	-0.04%
9	雅培	238.33	29.25%
10	礼来	221.13	8.88%

数据来源：南方医药经济研究所，西南证券研究发展中心

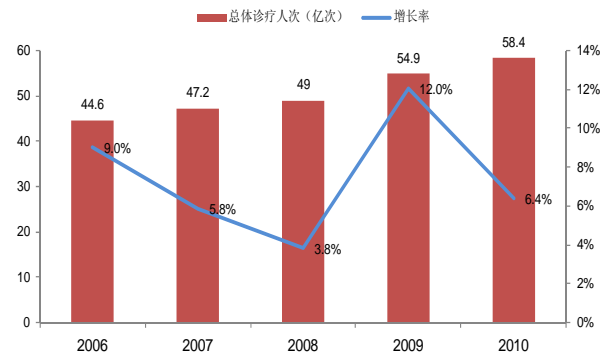
2、人均收入水平提高，促使国内医药行业市场容量扩大

图 3：入院人数与增长率统计情况



数据来源：南方医药经济研究所，西南证券研究发展中心

图 4：总体诊疗人次与增长率统计情况



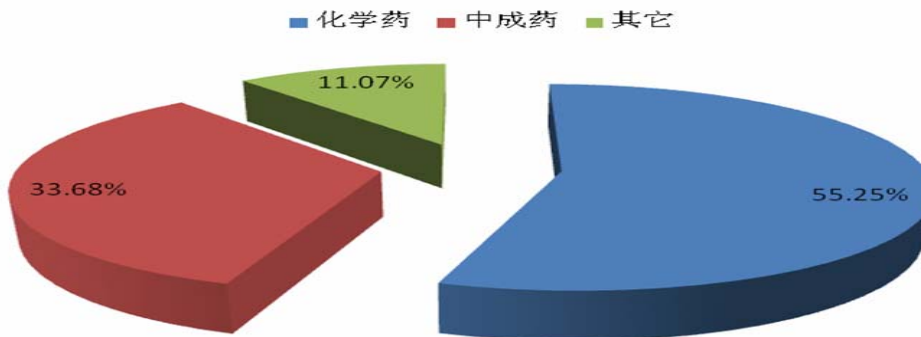
数据来源：南方医药经济研究所，西南证券研究发展中心

从上图可以发现：随着我国人均可支配收入的提高、健康意识不断以及医疗水平的提高，我国入院人数是逐年增长的，在 2010 年 1.4 亿人次相比 2006 年实现翻倍，占总人口的 10%；同时，总诊疗人次在 2010 年到达了 58.4 亿次，实现 6.4% 增长。从而说明，我国医药需求不断扩大，医药市场容量稳步增长。

3、化药占据医药市场绝对数额

化学药品，是指人类用来预防、治疗、诊断疾病，或为了调节人体功能、提高生活质量、保持身体健康的特殊化学品。化学药品是所有药品中数量、品种最多的一类（如下表），也是人们日常生活中使用最为广泛的一类。这主要是化药自身的特点决定的。化药相对于中药主要有以下优点：见效快。这也是公认的特点；化药理论比较明确，各个器官分的比较清晰，不存在像中医论理那么复杂；化药毒性研究较为详细，各种不良反应做的非常全面，相反中药对毒性研究较为模糊；对于抗病毒，化药更为有效，而中药往往束手无策，至少在个别病中效果不显著；化药在抗肿瘤方面占据绝对优势。

图 5：我国医药市场规模药品种类分析



数据来源：南方医药经济研究所，西南证券研究发展中心

4、仿制药在医药市场容量中占据绝对的市场份额

IMS 数据显示：目前，仿制药占据美国处方药的 2/3，在我国这个比例更高；国内化学仿制药市场的规模在 400 亿~500 亿美元，而国际仿制药市场规模则接近 1500 亿美元，市场容量远远大于国内市场，属于极为可观的增量市场。从政策层面讲，《关于加快医药行业结构调整的指导意见》明确提出要支持国内企业实现制剂出口，而且较高的出口退税率、在国内招标中的定价优势都吸引着国内企业走出去。另外，与欧美国家相比，我国人力成本和其他成本优势仍然很明显，与印度等竞争对手相比，基础建设占优势，因而在全球仿制药领域，国内迟早会出现具备国际竞争力的制药企业。

同时，我们也看到，尽管仿制药市场容量增长超过行业平均水平给仿制药带来投资机会，但仿制药的毛利率越来越低。我们认为，随着毛利率的降低，投资仿制药的机会在于首仿药。

5、癌症发病率升高致使抗肿瘤市场容量增长，化药占绝对优势

1) 国内恶性肿瘤发病率稳步上升

表 4：我国居民肿瘤死亡率及死亡原因构成

城市	粗死亡率	标化死亡率	构成	位次	农村	粗死亡率	标化死亡率	构成	位次
	(1/10 万)	(1/10 万)	(%)			(1/10 万)	(1/10 万)	(%)	
1990	128.03	96.69	1.88	1	1990	11.36	92.7	17.47	2
1995	128.58	88.5	21.85	1	1995	111.43	88.29	17.25	
2000	146.61	90.24	24.3	1	2000	2.57	87.33	18	3
2003	124.06	94.71	21.98	1	2003	1.88	104	20.98	1
2004	127.19	86.08	24.33	1	2004	129.25	96.85	22.68	2
2005	124.86	76.85	22.74	1	2005	105.99	80.05	20.08	3
2006	144.57	90.67	27.25	1	2006	130.23	92.2	25.14	1
2007	176.23	94.4	28.53	1	2007	144.15	101	24.8	1
2008	166.97	153.6	27.12	1	2008	156.73	189.8	25.39	1
2009	167.57	158.67	27.01	1	2009	159.15	187.1	24.26	1

数据来源：中国卫生部 2009 年统计年鉴，西南证券研究发展中心

根据卫生部统计信息中心资料，从 2000 年开始肿瘤成为城市居民第一死亡原因，而在农村这一进程稍慢，到 2006 年城乡居民前五位疾病死亡率及死亡原因构成中，恶性肿瘤成为头号杀手。2009 年我国城市居民中恶性肿瘤死亡率达到了每十万人 167.57 人，农村居民中恶性肿瘤死亡率达到每十万人 159.15 人，分别占全部死亡人数的 27.01% 和 24.26%。

中国卫生部的统计资料表明：目前中国每年新生肿瘤患者总数约 220 万人左右，其中，每年有 121 万左右的恶性肿瘤新生患者，占中国每年新生肿瘤患者总数的 55%；同时，全国约有 310 万左右的肿瘤现有患者，其中，恶性肿瘤现有患者约 182 万左右，占中国现有肿瘤患者总数的 58%。

表 5: 中国近年来肿瘤患病情况 (单位: 千分之一)

类型	全国合计	城市合计	农村合计	大城市	中城市	小城市	一类农村	二类农村	三类农村	四类农村
恶性肿瘤	1.34	2.27	0.77	3.32	2.37	0.99	1.13	0.8	0.13	0.34
良性肿瘤	0.94	1.92	0.59	2.31	2.5	0.99	0.77	0.48	0.76	0.17

数据来源: 中国卫生部 2006 年统计年鉴, 西南证券研究发展中心

从上表中可以发现: 恶性肿瘤和良性肿瘤的城市患病率要明显高于农村患病率。恶性肿瘤中, 各类型城市患病率依次为: 大城市 > 中城市 > 一类农村 > 小城市 > 二类农村 > 四类农村 > 三类农村; 良性肿瘤中, 各类型城市患病率依次为: 中城市 > 大城市 > 小城市 > 一类农村 > 三类农村 > 二类农村 > 四类农村。

中国城乡地区居民疾病别肿瘤两周患病率按年龄分析 (男女合计) 通过中国卫生部 2006 年较为系统的国家卫生服务调查分析报告结果表明: (全国范围调查 56994 户家庭共计 216101 人), 目前中国近年来肿瘤患病各年龄两周患病率大致如下。

表 6: 中国近年来肿瘤患病各年龄两周患病率 (单位: 千分之一)

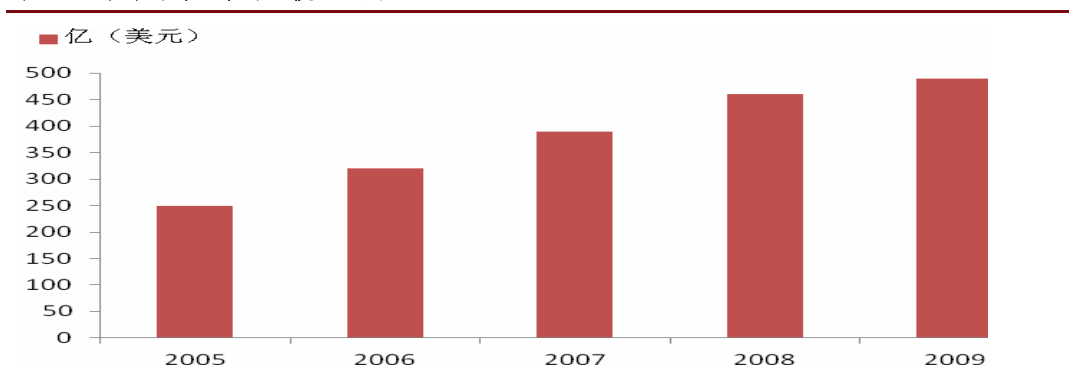
类型	0-4 岁	5-14 岁	15-24 岁	25-34 岁	35-44 岁	45-54 岁	55-64 岁	65 岁以上
恶性肿瘤	0	0.05	0.15	0.26	0.84	2.03	3.13	5.41
良性肿瘤	0.09	0.23	0.15	0.68	1.59	2.22	1.63	1.26

数据来源: 中国卫生部 2006 年统计年鉴, 西南证券研究发展中心

从上表可以看出, 随着年龄的增长, 恶性肿瘤的两周患病率呈逐渐上升趋势, 恶性肿瘤患者主要集中在中老年人群中, 尤其是 65 岁以上的老年人群当中; 良性肿瘤的两周患病率则呈下开的“抛物线”状, 45-54 岁左右的人群两周患病率最高, 这部份人随着年龄的增长会有相当部份的患者由良性肿瘤转变成恶性肿瘤。

2) 抗肿瘤药市场容量分析

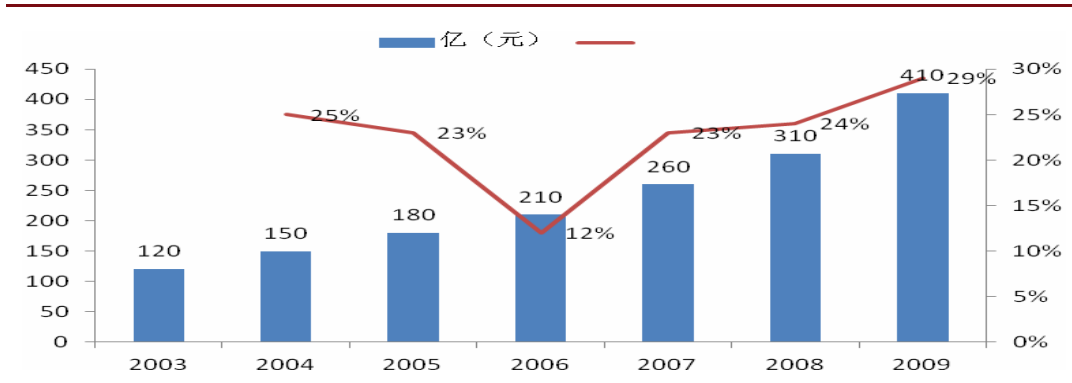
- 全球抗肿瘤市场分析。据 IMS 统计, 2008 年全球抗肿瘤药物销售额达到 482 亿美元, 同比大幅度增长 15.5%, 销售额在处方药所有类别中连续两年排名第一, 2009 年全球医药市场增速为 3.4%, 肿瘤治疗药物增速在 15-16% 左右, 几乎达到全球药物市场平均年增长率的 2 倍。预计到 2012 年, 全球抗肿瘤药物市场销售总额将达到 800 亿美元左右。预计 30 多种新抗癌药将在 2012 年之前投放市场。

图 6: 全球肿瘤药物市场规模 (亿美元)


数据来源: IMS, 西南证券研究发展中心

国内抗肿瘤市场容量分析。中国医药企业管理协会预测，中国医药业 2011 年至 2015 年的复合增长率将达到 24%，其中抗肿瘤药物将成为增长最多的品种之一。我国抗肿瘤药物行业的快速发展，一方面由于近年来肿瘤患者人数快速增长，另一方面得益于人均收入水平不断提高和医疗保障制度的不断完善，使得肿瘤就诊人数不断提高，高价抗肿瘤药物的使用频率也在不断提高。

图 7: 2003-2009 年我国抗肿瘤药物市场增长情况 (单位: 亿元)



数据来源: IMS, 西南证券研究发展中心

四、视研发能力为生命线，艾瑞昔布成功获批标志由仿制到仿创的转变

1、国外研发费用投入远远高于国内

从研发费用投入看，国外明显高于国内。按照国际平均水平，医药企业每年用于研发的投入占其销售收入的比重 8%，而欧美发达国家企业则达到 15-16%，甚至有的企业甚至达到了 20% 以上，而中国医药行业研发费用占比在 2% 左右。

表 7: 全球研发费用投入前十名药企 09 年分布情况统计

排名	公司名称	09 年研发费用 (百万美元)	占 09 年销售额百分比
1	罗氏	8570	26.16%
2	辉瑞	7845	13.76%
3	赛诺菲-安万特	6567	18.49%
4	诺华	6308	16.40%
5	GSK	6286	17.97%
6	武田制药	4657	32.46%
7	强生	4591	17.14%
8	阿斯利康	4409	12.80%
9	礼来	4300	21.17%
10	百时美施贵宝	3647	25.85%

数据来源: 南方医药经济研究所, 西南证券研究发展中心

- **国外科技人员占比远远超过国内比重。**中国医药制造业的科技人员占比为 4%，远低于国际先进水平基准 20%。
- **结果大相径庭。**据上海医药工业研究院的统计，2003 年至 2005 年，全球十几个主要国家产出的创新性药物的数量分别为 261、199、290 个，而我国至今还没有研发出真正的创新药物。全球比较靠前的医药企业中没有中国身影。

2、公司对研发费用的投入与科技人员占比远超过国内行业平均水平

- **最近公司成立成都新药物研发中心，加大研发布局。**在市场竞争的实践中，认识到竞争主要依赖于创新，特别是关键领域的技术创新。为此，恒瑞医药在美国、上海、连云港、成都建有四大研究中心和一个临床医学部，拥有各类高层次专业技术人员 800 多名，其中有近 500 名博士、硕士及海归人士，有 2 人被列入国家“千人计划”，2 人被列入“江苏省高层次创新创业人才引进计划”，并建立了国家级企业技术中心和博士后科研工作站。

表 8：公司研发中心分布与核心工作分布情况

序号	研发中心名称	
1	美国创新医药研发中心	设了二个实验室：一是建在新泽西州的 eVenus Pharmaceutical Laboratories Inc. 设有注册部、市场部、质量部，建有 5500 SF 的药化实验室；二是建在北卡罗利市的 Pamlico Pharmaceutical Inc, 从事创新药物 (IND) 研发，设有化学合成部、生物部，建有 6000SF 的药化与生物实验室。
2	上海创新药物研究中心	上海研发中心从事创新药物研究的发现工作，并确立了以抗肿瘤药、心血管药、内分泌药和手术用药为重点的创新方向。
3	连云港化学合成研发中心	主要从事创新药物的发展以及仿制药的研究工作，建立了省级抗肿瘤研究工程中心、国家级企业技术中心、国家级博士后科研工作站。
4	成都创新药物研发中心	主要从事临床前的研究工作。

数据来源：公告，西南证券研究发展中心

- **公司对研发费用的投入与科技人员占比远超过国内行业平均水平。**公司每年研发费用投入占公司工业收入的 8% 左右，至少是国内医药行业平均水平的 4 倍；公司拥有各类高层次专业技术人员 800 多名，占公司中人数的 11.43%（总人数为 7000 人，包括销售人员 3500 人），是国内行业平均水平的 3 倍。因此，公司在研发费用投入与科技人员的占比在国内占据绝对数额。

3、公司研发成果

公司研发费用大投入与对国内外人才的吸纳，交出优秀成绩单。公司以第一名身份入选中国医药工业信息中心发布的“国内最佳研发产品线”。几年来，公司先后承担了 4 项国家 863 计划重大科技专项项目、9 个项目列入国家“重大新药创制”专项，12 项国家火炬计划项目，7 项国家星火计划项目，23 项国家级重点新产品项目及数十项省级科技攻关项目，公司共申请了近 180 项发明专利，其中 60 项全球专利（PCT 专利），有 1 个创新药艾瑞昔布已获批上市，另有 8 个创新药处于不同的临床阶段，多个创新药正申请临床，恒瑞医药正努力实现在重点领域的创新和国际水平接轨。公司现具有丰富储备产品线，创新药物进度表如下。

表 9: 公司创新药物研究进度表

序号	药品名称	作用类别/适应症	研究阶段	上市及上市预计时间
1	艾瑞昔布	COX-2 选择性抑制剂/关节炎、镇痛	已获批准	2011
2	阿帕替尼	VEGFR 抑制剂/肿瘤	申请生产	2012
3	法米替尼	多靶点酪氨酸抑制剂/肿瘤	II 期临床	2013
4	瑞格列丁	DPP-IV 抑制剂/II 型糖尿病	II 期临床	2014
5	PEG 重组人粒刺激细胞因子	G-CSF/贫血或粒细胞减少	II 期临床	2014
6	非洛他赛	微管蛋白解聚抑制剂/肿瘤	I 期临床	2014
7	培化干扰素 α -b2	免疫调节剂/乙丙型肝炎	申请临床	2015
8	海曲泊帕乙醇胺	血小板受体生成抑制剂	申请临床	2015
9	吡咯替尼	肿瘤	申请临床	2015
10	SHR3824	SGLT2 抑制剂/非胰岛素依赖性糖尿病	临床前研究	2016
11	SHR1272	酪氨酸抑制剂/肿瘤	临床前研究	2016

数据来源: 公告, 西南证券研究发展中心

五、公司建设独具特色的销售渠道，保障实现业绩蜕变

销售能力是公司实现“关键一跳”的核心所在，公司在销售方面可以说独具特色，同时被医药市场、资本市场中充分认可。公司仿制药连续不断创造了销售奇迹，除了跟公司的产品适应市场需求之外，还与公司销售渠道的管理能力是密不可分的。现在我们重点分析公司销售能力出色的原因：

- **公司建立与临床医生密切关系，从而实现共赢。**公司产品都是处方药，公司与临床医生已经有了四十年的关系，现基本上实现互赢。公司之所以能够取得如此的成绩，公司不仅要求医生使用自己的产品，更多是为临床医生做很多他们期望做的事情。临床医生欲提高学术地位、晋升、加薪或获取职称都需要做很多课题或临床研究。公司给医生很多附加服务：发表学术文章，公司提供临床支持；公司每年申请国家、省级课题，提供给临床医生，这些“东西”是临床医生急需的。最后才是水到渠成的销售产品。
- **关心销售队伍的职业规划，更注重业务员对该区域（产品线）的控制能力。**由于公司对销售队伍的管理汲取了优秀外资企业经验，对员工职业规划比较清晰，博得了员工归属感。但随着销售人员对特定地区人脉关系等其它资源控制，话语权越来越强。公司为了控制销售人员“势力”，每隔2-3年销售人员区位轮动，不让“地方诸侯”出现，从而销售人员流失对公司影响最小化。也就是说，个别销售人员的变动对公司影响微乎其微。
- **公司管理层的战略眼光，从而实现经营模式转变。**公司在90年成立后，当时做仿制药毛利率是比较高的，公司大胆放弃中药行业，全力去做仿制药取得了不错成绩。但，2000年后随着仿制药越来越多毛利率也是明显下降。公司敏锐发现：公司转型的时机到了，必须做创新药。截止到现在，公司有11项处于研发阶段新药，尤其艾瑞昔布获批，是标志着公司从仿制药到创新药的转变。我们认为：以后应该是创新药的时代，公司创新模式是大势所趋，必将创造新辉煌篇章，让我们拭目以待。

- **销售渠道建立时间很长，现已形成体系。**公司是从 70 年开始做处方药，销售渠道建设已经有 40 个年头，公司与医院、医生关系可谓根深蒂固，从而对公司创新药的开发具有独特优势，同时利用公司品牌市场认可度会大幅提高。公司进一步推进商务系统的独立工作，积极探索新的销售模式；是进一步细化市场，不断健全销售网络，加大中西部销售市场建设，并根据实际逐步由中心城市向周边迈进，进一步挖掘市场潜力；是在稳定、优化现有客户的基础上，根据艾瑞昔布、替吉奥、碘克沙醇等新品种的特点，创新营销模式，加强学术推广，引导新需求，开拓新市场；是进一步加强销售干部队伍建设，完善绩效考核体系。
- **总结。**我们认为，公司销售渠道已经很完善，同时利用公司品牌，销售渠道不应该是其瓶颈；此外，像艾瑞昔布新药陆续获批后，市场推广通过老带新的方式，将很快被市场认可。公司明年阿帕替尼三四季度将会获批，对公司创新药产品的丰富将是极大利好，阿帕替尼是“重磅”抗肿瘤药，具有相当市场容量，值得期待。

六、公司国际化进程加快，全方位武装研发能力及开拓新市场

1、人才战略的国际化

公司意识到国内外医药水平的差距，全球人才战略思想逐步打开。国外研发人员对薪资要求较高，但随着公司发展壮大，有能力去支付这笔昂贵费用。公司不仅重视聘请国外优秀人才，同时也吸取了大量的海归人士。现公司的科研队伍人数约占总人数的 12%，此外科研人员背景结构的多元化使公司研发实力稳步提升。

2、寻找美国仿制药机会，研发中心的国际化

美国恒瑞股份有限公司（Hengrui USA LLC）于 2005 年 8 月经国家商务部批准在美国新泽西州普林斯顿市设立，主要从事创新药研发和 ANDA、API 美国市场准入及销售业务，总投资 290 万美元。

目前美国恒瑞投资建设了二个实验室：一是建在新泽西州的 eVenus Pharmaceutical Laboratories Inc. 设有注册部、市场部、质量部，建有 5500 SF 的药化实验室，共有 8 位博士和研究人员从事 ANDA 研究工作，预计 2010 年将有 2-3 个 ANDA 药物获得 FDA 的批准。二是建在北卡罗利市的 Pamlico Pharmaceutical Inc, 从事创新药物(IND)研发，设有化学合成部、生物部，建有 6000 SF 的药化与生物实验室，有 9 位博士从事研发工作。

公司设立该研发中心的用意：美国占据创新药物的绝大多数，创新药物基本上都是专利来保护的，该研究中心主要是寻找哪些药物的专利将要过期，公司有针对性做仿制药，从而先人一步；新泽西州是美国医药公司聚集地方，公司设在这里也是想搜集医药行业更好的、最前沿医药信息。

3、开发产品新的市场，产品销售国际化

4个原料药通过美国FDA认证，美国FDA官员已于2010年7月到公司进行了制剂的认证检查，其中注射剂的认证是我国首次接受FDA认证，为打造恒瑞医药国际性品牌凝聚辉煌。

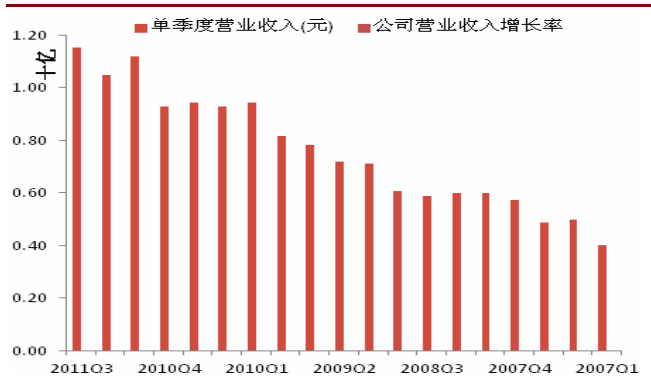
公司的伊立替康注射剂于2010年7月接受了美国FDA的现场检查，现在出于注册审批阶段；瑞格列汀在国内完成临床II期，在美国完成临床I期。公司主要想让进度国内先行，如遇问题国外及时推出，规避不必要的损失；除了上述产品外，公司去年还向FDA递交了2个制剂的ANDA和4个原料药的DMF，预计今年还将继续递交5个以上的ANDA。国际化是恒瑞未来重要的发展方向，公司在连云港建设新的医药产业园，也是为将来大规模制剂出口国际规范市场作准备，后续公司还将去欧盟做制剂认证。

七、公司管理效率较高，期间费用较为稳定

1、营业收入增长率超过医药行业与化药子行业

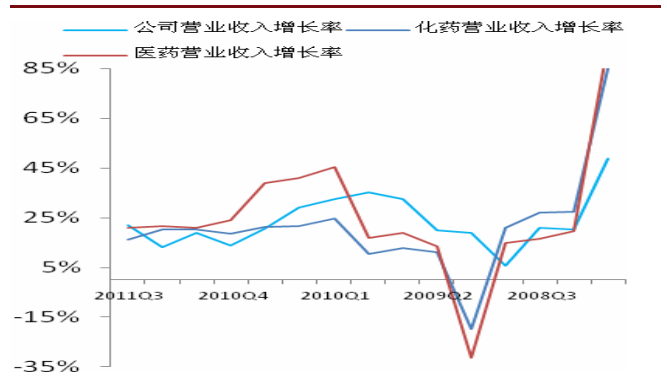
从下表中可以发现，公司营业收入是稳步增长的，尤其值得关注的是公司营业收入增长率在2009年底先于医药与化学子行业营业收入的增长率下滑，但在本年度第二季度开始触底反弹。截止到11年三季度，公司营业收入增长率超过医药（化药）营业收入增长率。

图8：单季度营业收入分布图



数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

图9：公司与行业营业收入同比增长率分布图



数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

2、净利润及其增长率较为理想

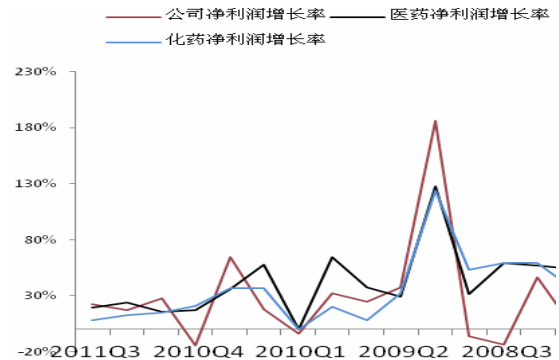
从下图发现：公司一季度是净利润业绩表现最好；公司净利润增长率在09年第二季度快速成才高达180%，然后增速伴随行业快速下落。本年度公司、医药与化药净利润增长率在低位盘旋，主要受国家医药降价的影响。公司在本年度第二季度出现拐点，净利润增长率高达22.93%超过医药净利润增长率，更重要的是化学净利润增长率的近3倍，公司净利润现在保持较好的增长势头。

图 10: 单季度净利润分布图



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 11: 单季度净利润同比增长率分布图



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

3、毛利率较高，且更为稳定

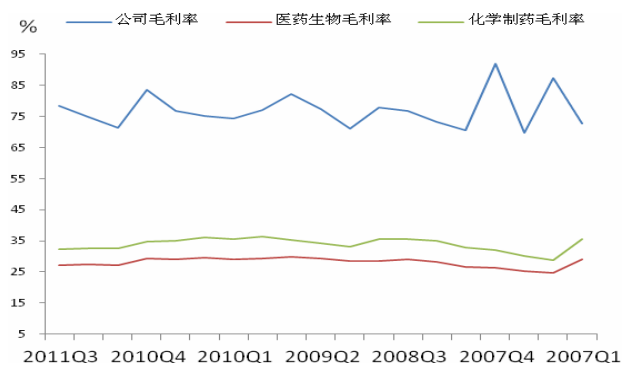
我们从下图发现: 公司毛利率显著高于医药行业与化药子行业的毛利率。公司三季度毛利率高达 78.38%，而医药行业毛利率仅为 27.27%、化药子行业毛利率为 32.37%。从毛利率可以发现，公司在行业具有相当的竞争力。

图 12: 单季度毛利润分布图



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 13: 公司与行业单季度毛利率分布图

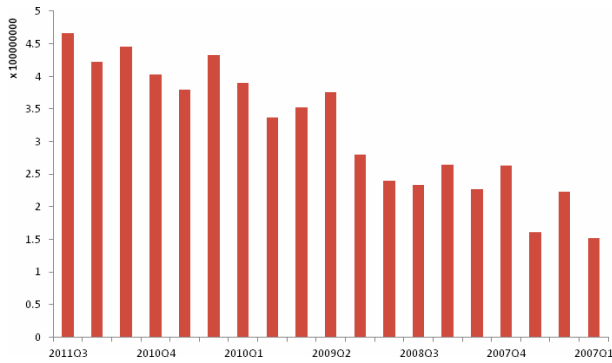


数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

4、管理效率分析

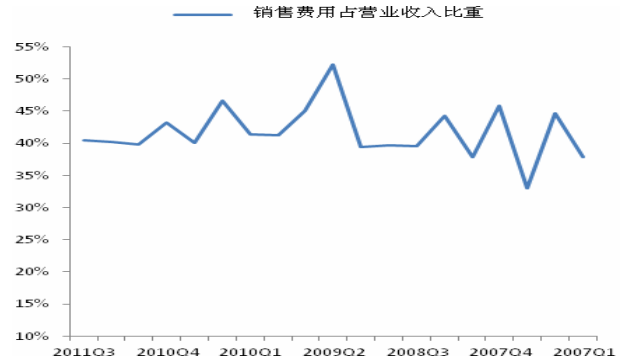
从下图中可以发现: 公司随着销售收入逐年增长, 但公司单季度销售费用占销售收入比相对于历史数据仍较低, 维持在低位盘旋。我们认为, 公司销售费用率控制较好; 管理处于盘旋震荡向上的状况, 但仍处于合理的平台。同时, 我们也发现: 公司管理远远高于行业内平均水平 (约是其 3 倍), 上面我们对公司研发能力分析时, 公司每年投入研究费用是行业平均 4 倍, 从而说明公司管理费用高是合理的; 最后, 公司期间费用维持多年平均水平左右。我们认为, 公司期间费用是非常平稳的, 管理效率较高出现管理风险的可能不大。

图 14: 单季度销售费用分布图



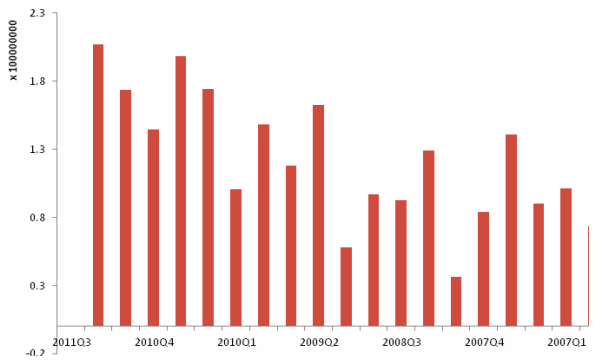
数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 15: 单季度销售费用占销售收入比分布图



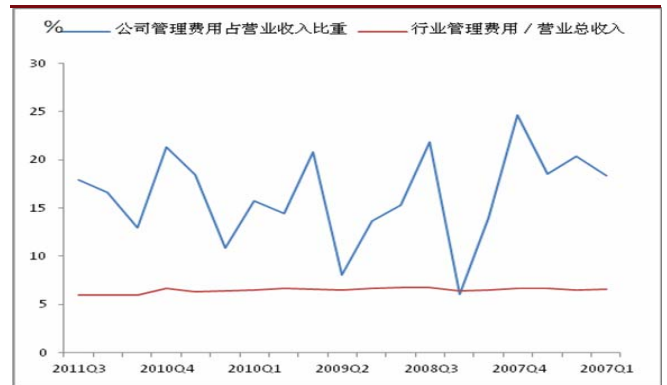
数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 16: 单季度管理费用分布图



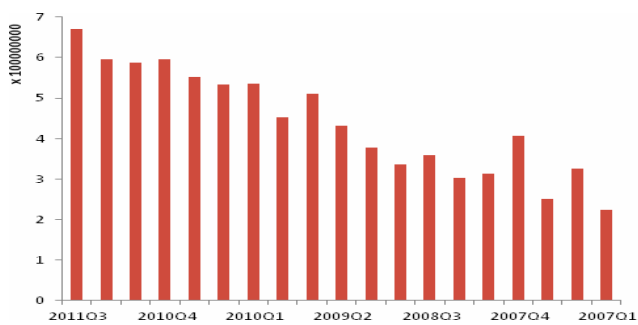
数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 17: 单季度管理费用同比增长率分布图



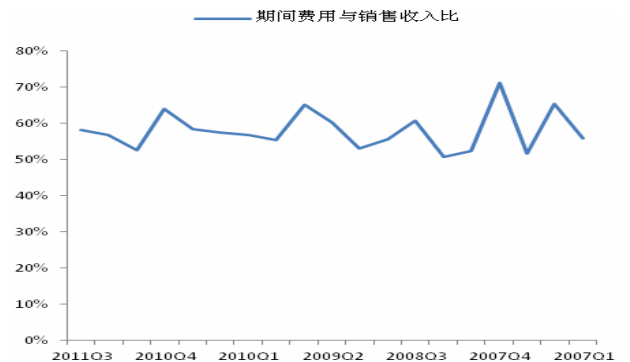
数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 18: 单季度期间费用分布图



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 19: 单季度期间费用同比增长率分布图



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

八、12 年核心看点：成熟产品制剂转型寻找新增长点，造影剂手术药快速增长

每个产品都有自己生长周期，药品也不例外。公司成熟产品（如多西他赛、奥沙利铂等）出现一定程度的滞涨，但公司尝试从不同角度寻找新的突破；同时造影剂、手术用药快速增长。具体分析如下：

- **老产品开发新市场。**以前抗肿瘤产品只局限在肿瘤科销售，现老产品由单一科室（肿瘤科室）销售走向多科室销售；非肿瘤科室肿瘤药也在逐步上量，比如妇科的乳腺癌；泌尿科膀胱癌；厄立沙坦常用药口服药也在社区大力推；老产品多西他赛约 10% 增长。
- **奥沙利铂剂型转变，协助增长。**11 年底推奥沙利铂大输液，该剂型为全国独家。定价预计较目前剂型翻一倍；如果奥沙利铂大输液推广好，每年增长率将超过 15%；公司也尝试在脂质体方面寻找新突破。
- **造影剂与手术用药增长有保障。**造影剂与手术用药是近两年增速较快产品线，11 年主推核磁造影和 CT 造影品种，共储备了 6-8 个品种，销售额约 2 亿，同比增长 80%。公司预计目标为：5 年销售额为达 15-20 亿；11 年手术麻醉药销售额约 3 亿，同比增长 50%。我们认为：随着公司相关销售队伍不断完善，近 3 年手术麻醉药每年以 50% 的速度增长；造影剂今年预计增速 60% 以上。
- **新药阿帕替尼有望获批。**重磅药物阿帕替尼完成肺癌三期临床，年内有望获批。
- **我们认为，公司抗肿瘤产品通过向其它科室推广及剂型转变，每年增速有望维持在 10% 以上；最近两年手术用药与造影剂销售额增速约 50%，这块仍是公司后期增长主要推动力。在未来五年公司复合增长率月 18-22%。**

九、公司估值与风险提示

1、估值分析与投资策略

据我们对核心产品的预测：11 年、12 年、13 年对应 EPS 分别为 0.78 元、0.93 元、1.12 元，对应 PE 分别为 36.27X、30.42X、25.26X，与类似公司相比，现估值较为合理。我们认为，公司基本面优质，适合价值投资者长期跟踪，首次覆盖，给予“增持”评级。

2、风险提示

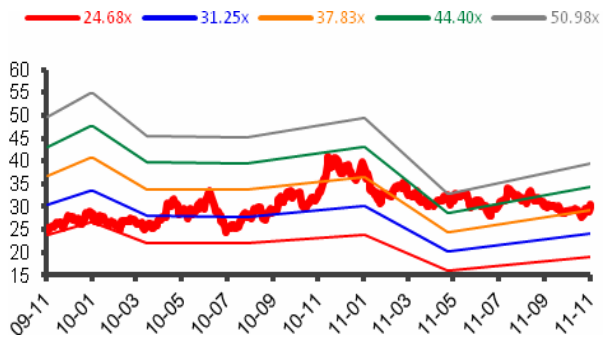
1) 抗肿瘤阿帕替尼获批低于预期，如年内不能获批；2) 如果国外临床效果不理想，影响公司的国内品牌，以致使国内市场渗透及国外市场的开拓更为困难；3) 瑞格列汀 III 临床效果不理想，影响公司创新药发展进程。

表 10: 核心产品预测表

药品名称	指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
抗肿瘤药	销售收入/百万	1770	2094.08	2456.85	2828.23	3208.15
	同比增长率%	20.41	18.31	17.32	15.12	13.43
多西他赛	销售收入/百万	680	829.6	1003.82	1164.43	1315.8
	同比增长率%	21.43	22	21	16	13
奥沙利铂	销售收入/百万	470	526.4	579.04	625.36	662.88
	同比增长率%	14.63	12	10	8	6
伊立替康	销售收入/百万	228	262.2	301.53	355.81	426.97
	同比增长率%	55.25	15	15	18	20
来曲唑	销售收入/百万	140	196	264.6	343.98	429.98
	同比增长率%	34.62	40	35	30	25
其他抗肿瘤药	销售收入/百万	118	129.8	142.78	157.06	172.76
	同比增长率%	-10.09	10	10	10	10
手术用药	销售收入/百万	410	1015.5	1339.4	1714.81	2127.95
	同比增长率%	51.85	74.51	45.27	36.12	29.2
七氟烷	销售收入/百万	122	219.6	329.4	477.63	668.68
	同比增长率%	74.29	80	50	45	40
阿曲库胺系列	销售收入/百万	137	219.2	306.88	398.94	478.73
	同比增长率%	27.88	60	40	30	20
碘氟醇	销售收入/百万	79	197.5	316	442.4	575.12
	同比增长率%	192.59	150	60	40	30
其他手术用药	销售收入/百万	72	79.2	87.12	95.83	105.42
抗感染药	销售收入/百万	346	642.5	874.27	1233.75	1523.18
	同比增长率%	7.12	201.3	12.23	15.36	13.87
克拉霉素缓释片	销售收入/百万	192	211.2	221.76	232.85	244.49
	同比增长率%	11.63	10	5	5	5
其他抗感染片	销售收入/百万	154	161.7	169.79	178.27	187.19
内分泌用药	销售收入/百万	0	25	60	120	192
	同比增长率%	0	0	140	100	60
艾瑞西布	销售收入/百万	0	0	60	120	192
	同比增长率%	0	0	140	100	60

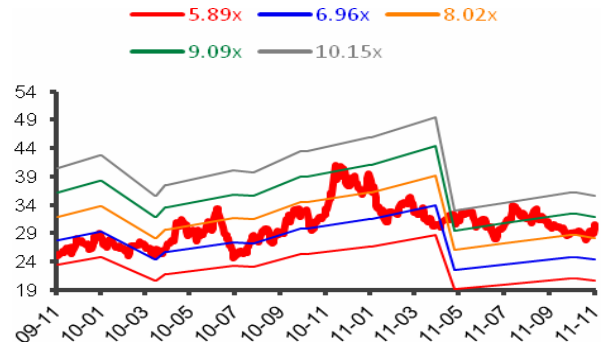
数据来源: 西南证券研究发展中心

图 20: 公司历史 PE-Pand



数据来源: 西南证券研究发展中心

图 21: 公司历史 PB-Pand



数据来源: 西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦

邮编: 400023

电话: (023) 63786246

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://www.swsc.com.cn/>