

# PD-1 食管鳞癌 III 期临床结果优异，阿比特龙首仿上市，仿创结合持续推进 买入（维持）

2019 年 07 月 09 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002  
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001  
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 许汪洋

执业证号：S0600519060002  
021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	17,418	22,552	29,095	36,536
同比 (%)	25.9%	29.5%	29.0%	25.6%
归母净利润 (百万元)	4,066	5,208	6,749	8,674
同比 (%)	26.4%	28.1%	29.6%	28.5%
每股收益 (元/股)	0.92	1.18	1.53	1.96
P/E (倍)	72.34	56.47	43.58	33.91

## 投资要点

■ **事件**：2019 年 7 月 9 日，公司发布公告，卡瑞利珠单抗单药二线治疗晚期食管鳞癌的随机、开放、化疗药对照、多中心 III 期临床研究（以下简称“ESCORT 研究”）达到主要研究终点。ESCORT 研究结果表明，对于既往一线化疗失败的局部晚期或转移性食管鳞癌患者，接受卡瑞利珠单抗单药治疗对比研究者选择的化疗，可延长患者的总生存期。

同时，公司重磅药醋酸阿比特龙片近期获批上市，成为国内首个该品种仿制药上市。

■ **卡瑞利珠单抗二线治疗晚期食管鳞癌达到主要临床终点，适应症推广提升产品竞争力。**

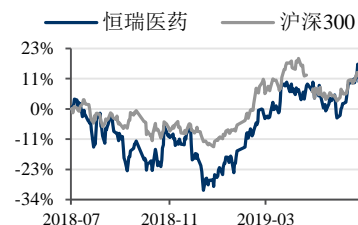
ESCORT 研究是一项随机、开放、化疗药对照、多中心 III 期临床研究，于 2017 年 5 月开始入组患者，截至 2019 年 5 月，共有 448 例患者随机入组并接受研究药物，其中 228 例患者接受了卡瑞利珠单抗治疗，220 例患者接受了研究者选择化疗。近日，本研究已达到了预设的主要研究终点，即总生存期。研究表明，对于既往一线化疗失败的局部晚期或转移性食管鳞癌患者，接受卡瑞利珠单抗单药治疗对比研究者选择的化疗，可延长患者的总生存期。

**中国食管鳞癌患者人群广。**GLOBOCAN 2018 研究显示，2018 年全球有 57.2 万人新诊断为食管癌，同时又有 50.9 万人死于食管癌，在所有肿瘤中分别排在第七位和第六位，东亚地区最为多见，欧美等发达国家相对较少，而中国是食管癌发病大国。根据 2018 年中国癌症报告，食管癌新发病例数为 25.8 万，发病率排在第六位，其中男性 18.5 万，女性 7.2 万，食管癌死亡患者为 19.3 万人，位居第四位，鳞癌在亚洲非洲国家更为多见，在我国，90% 左右的食管癌为鳞癌。

**卡瑞利珠单抗在食管鳞癌 PD-1 临床进度最快。**君实的特瑞普利 2019 年 1 月 31 日开始临床 3 期，信达信迪利单抗联合 TP 方案治疗一线食管鳞癌的研究于 2018 年 11 月 21 日首次公示，而百济神州 BGB-A317 与化疗作为食管癌患者一线治疗的临床 3 期包括国际多中心试验：总体 480 人，中国 240 人，预计整体进度方面恒瑞在国产 PD-1 厂家中进度最快。

**卡瑞利珠单抗在重大肿瘤种类中布局齐全且进度领先。**公司四大瘤种投入力度大，并且进度喜人，在食管鳞癌方面预计今年下半年申报上市，肝癌方面，公司上半年提交了二线治疗肝细胞癌的新药上市申请，胃癌方面，公司联合阿帕替尼的治疗方案顺利进入临床 3 期，而在非小细胞方面，公司多个联合用药方案均处于临床 3 期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	66.50
一年最低/最高价	41.36/70.47
市净率(倍)	14.40
流通 A 股市值(百万元)	292860.35

## 基础数据

每股净资产(元)	4.62
资产负债率(%)	11.59
总股本(百万股)	4422.81
流通 A 股(百万股)	4403.92

## 相关研究

- 1、《恒瑞医药 (600276)：卡瑞利珠单抗获批上市，加快公司创新产品线布局》2019-06-03
- 2、《恒瑞医药 (600276)：仿创结合+制剂出口奠基础，创新药龙头拔锚启航开新章》2019-05-29

### ■ 重磅药醋酸阿比特龙片获批上市，产品竞争格局好，市场空间大。

7月5日，药品注册进度查询结果显示，恒瑞医药的醋酸阿比特龙上市申请获得批准，成为国内首仿。阿比特龙（泽珂）的原研厂家是强生，最早于2011年4月在美国上市，适应症为前列腺癌，2018年全球销售额达35亿美元。泽珂于2015年在中国获批上市。中国前列腺癌是男性最常见的泌尿生殖系统癌症，发病率大约为9.8/10万人，结合国内人口基数，市场空间大。

原研快速孕育市场，公司首仿有望加快放量。2017年阿比特龙通过谈判进入医保，药价下降53%，医保纳入加快品种放量，2018年阿比特龙PDB销售额达3.25亿元，同比增长594%，销量方面为2017年的8.5倍。

目前国产厂家方面，除恒瑞获批上市以外，成都新越(2017.11)、齐鲁制药(2018.6)、正大天晴(2018.3)、江西山香(2018.2)以及印度瑞迪(2018.10)均申报上市(括号内为申报时间)。公司通过首仿优势有望迅速抢占原研药市场。

### ■ 盈利预测与投资建议

基于公司稳健的经营风格、多样化的产品线以及丰富的研发管线储备，我们预计公司2019-2021年营业收入为225.52、290.95、365.36亿元，归母净利润为52.08亿元、67.49亿元、86.74亿元，同比增长28.1%、29.6%、28.5%，对应PE为56X/44X/34X，PD-1、吡咯替尼、紫杉醇白蛋白等重磅产品上市带来销售增长，丰富的研发管线为公司未来发展提供持续推动力。公司作为行业龙头，受益于政策带来的创新药利好及行业集中度提升，因此我们维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

公司药品招标低于预期；药品审评审批进度低于预期；研发管线进度低于预期；制剂出口低于预期

恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>18,069</b>	<b>23,109</b>	<b>28,798</b>	<b>36,632</b>	<b>营业收入</b>	<b>17,418</b>	<b>22,552</b>	<b>29,095</b>	<b>36,536</b>
现金	3,890	6,191	10,425	14,949	减:营业成本	2,335	2,806	3,492	4,267
应收账款	3,773	5,241	6,387	8,215	营业税金及附加	237	377	487	597
存货	1,031	1,157	1,565	1,762	营业费用	6,464	8,457	10,911	13,701
其他流动资产	9,376	10,520	10,420	11,707	管理费用	1,626	5,052	6,713	8,430
<b>非流动资产</b>	<b>4,292</b>	<b>5,031</b>	<b>5,913</b>	<b>6,845</b>	财务费用	-124	-115	-210	-326
长期股权投资	1	2	3	4	资产减值损失	25	0	0	0
固定资产	2,329	3,078	3,866	4,634	加:投资净收益	248	75	94	114
在建工程	1,357	1,332	1,406	1,545	其他收益	0	0	0	0
无形资产	273	280	291	305	<b>营业利润</b>	<b>4,597</b>	<b>6,050</b>	<b>7,797</b>	<b>9,981</b>
其他非流动资产	332	339	347	356	加:营业外净收支	-98	-39	-49	-58
<b>资产总计</b>	<b>22,361</b>	<b>28,140</b>	<b>34,711</b>	<b>43,477</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,499</b>	<b>6,011</b>	<b>7,748</b>	<b>9,923</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,494</b>	<b>3,050</b>	<b>3,424</b>	<b>4,101</b>	减:所得税费用	438	720	904	1,136
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-4	83	94	113
应付账款	1,381	1,161	2,003	1,863	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,066</b>	<b>5,208</b>	<b>6,749</b>	<b>8,674</b>
其他流动负债	1,112	1,889	1,422	2,239	EBIT	4,382	5,860	7,499	9,542
<b>非流动负债</b>	<b>70</b>	<b>71</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	EBITDA	4,763	6,242	8,038	10,262
长期借款	0	1	1	1					
其他非流动负债	70	70	70	70	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,563</b>	<b>3,121</b>	<b>3,495</b>	<b>4,172</b>	每股收益(元)	0.92	1.18	1.53	1.96
少数股东权益	70	153	247	360	每股净资产(元)	4.46	5.62	7.00	8.81
归属母公司股东权益	19,728	24,867	30,969	38,945	发行在外股份(百万股)	3682	4423	4423	4423
<b>负债和股东权益</b>	<b>22,361</b>	<b>28,140</b>	<b>34,711</b>	<b>43,477</b>	ROIC(%)	20.0%	20.7%	21.3%	21.7%
					ROE(%)	20.5%	21.1%	21.9%	22.4%
					毛利率(%)	86.6%	87.6%	88.0%	88.3%
					销售净利率(%)	23.3%	23.1%	23.2%	23.7%
					资产负债率(%)	11.5%	11.1%	10.1%	9.6%
					收入增长率(%)	25.9%	29.5%	29.0%	25.6%
					净利润增长率(%)	26.4%	28.1%	29.6%	28.5%
					P/E	72.34	56.47	43.58	33.91
					P/B	14.91	11.83	9.50	7.55
					EV/EBITDA	60.96	46.16	35.33	27.25

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

