

# 恒瑞医药 (600276)

证券研究报告

2020年06月22日

## PD-1 两大核心适应症获批，考虑集采影响业绩有望三年翻倍增长

### 恒瑞 PD-1 两大核心适应症获批，首个获批肺癌及食管癌的国产 PD-1

恒瑞医药 PD-1 抑制剂卡瑞利珠单抗两大新适应症申请正式获得国家药监局批准上市，分别为：联合培美曲塞和卡铂适用于表皮生长因子受体 (EGFR) 基因突变阴性和间变性淋巴瘤激酶 (ALK) 阴性的、不可手术切除的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 的一线治疗；用于既往接受过一线化疗后疾病进展或不可耐受的局部晚期或转移性食管鳞癌患者的治疗。这是中国首个获批肺癌及食管癌适应症的国产 PD-1 抑制剂。

### 两大核心适应症临床数据优异，二线食管癌相比 K 药覆盖患者群更广

一线非小细胞肺癌领域，研究显示，卡瑞利珠单抗联合培美曲塞/卡铂的方案疗效优异。ORR：卡瑞利珠单抗组 60.0%，显著高于化疗组的 39.1% (P<0.0001)；PFS：卡瑞利珠单抗组的 mPFS 为 11.3 个月，同样显著高于化疗组的 8.3 个月。我们基于现有价格测算，公司 PD-1 一线 NSCLC 适应症市场空间有望达到 57.7 亿元。

二线食管癌领域，研究显示，与化疗相比，卡瑞利珠单抗可显著延长患者的中位生存期 (mOS, 8.3 个月对 6.2 个月, HR=0.71, P=0.001)，同时卡瑞利珠单抗组患者的客观缓解率更高 (ORR, 20.2%对 6.4%)。与同时获批二线食管癌的 K 药不同的是，卡瑞利珠单抗的覆盖患者群更广。我们基于现有价格测算，公司 PD-1 二线食管癌适应症市场空间有望达到 19.6 亿元。

### 考虑潜在注射剂集采影响下业绩，未来三年业绩有望翻倍增长

根据 5 月 14 日国家药监局正式发布的《国家药监局关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》，审评工作应当在受理后 120 日内完成。随着今年下半年开始部分注射剂有望通过一致性评价，我们认为部分品种明年有望开始纳入集采。公司仿制药注射剂同时满足“绝对规模大+市占率高+至少 2 家通过一致性评价”三个条件的品种主要为多西他赛、碘克沙醇、伊利替康等，考虑注射剂潜在集采影响，叠加创新药潜在获批预期，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 304.00 亿元 (+30.54%)、375.68 亿元 (+23.58%)、480.89 亿元 (+28.01%)，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 68.82 亿元 (+29.16%)、86.55 亿元 (+25.77%)、111.16 亿元 (+28.43%)。

### 创新药有望迎来高增长长期，看好三年业绩翻倍和长期发展维持“买入”评级

公司作为行业龙头，2020-2022 年业绩有望迎来翻倍增长。2018-2019 年多款创新药集中收获，以 PD-1 为代表的重磅创新药尚处于放量初期阶段，创新药业绩有望迎来高增长长期。今年三方面催化：1、业绩层面，创新药步入高增长长期，部分品种销售有望超预期；2、研发层面，PD-1 两大核心适应症刚刚获批，下半年 Parp 抑制剂有望获批；3、政策层面，年底医保谈判有望纳入 PD-1 三大核心适应症。仿制药方面，注射剂集采主要影响明年，业绩测算已考虑，风险可控。长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长。我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 68.82 亿元 (+29.16%)、86.55 亿元 (+25.77%)、111.16 亿元 (+28.43%)，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品销售低于预期；同类产品竞争的风险；创新药研发具有不确定性

| 财务数据和估值     | 2018      | 2019      | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 17,417.90 | 23,288.58 | 30,400.45 | 37,568.05 | 48,089.34 |
| 增长率(%)      | 25.89     | 33.70     | 30.54     | 23.58     | 28.01     |
| EBITDA(百万元) | 7,357.75  | 10,363.94 | 8,489.72  | 10,606.37 | 13,355.44 |
| 净利润(百万元)    | 4,065.61  | 5,328.03  | 6,881.89  | 8,655.35  | 11,116.19 |
| 增长率(%)      | 26.39     | 31.05     | 29.16     | 25.77     | 28.43     |
| EPS(元/股)    | 0.77      | 1.00      | 1.30      | 1.63      | 2.09      |
| 市盈率(P/E)    | 121.36    | 92.61     | 71.70     | 57.01     | 44.39     |
| 市净率(P/B)    | 25.01     | 19.92     | 15.73     | 12.90     | 10.49     |
| 市销率(P/S)    | 28.33     | 21.19     | 16.23     | 13.13     | 10.26     |
| EV/EBITDA   | 25.86     | 35.98     | 56.37     | 44.48     | 34.87     |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 医药生物/化学制药 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格   | 92.98 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股)   | 5,306.75     |
| 流通 A 股股本(百万股) | 5,295.74     |
| A 股总市值(百万元)   | 493,421.65   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 492,397.71   |
| 每股净资产(元)      | 5.90         |
| 资产负债率(%)      | 9.94         |
| 一年内最高/最低(元)   | 101.00/61.85 |

### 作者

郑薇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《恒瑞医药-季报点评：一季度业绩受疫情影响，后续有望恢复较快增长》2020-04-28
- 《恒瑞医药-年报点评报告：年报业绩表现靓丽，创新研发持续兑现》2020-03-23
- 《恒瑞医药-公司深度研究：恒瑞医药 150 场路演后观点反馈、定量分析与估值探讨》2020-03-16

## 内容目录

|   |   |
|---|---|
| 1. 恒瑞 PD-1 两大核心适应症获批，首个获批肺癌及食管癌的国产 PD-1 ..... | 3 |
| 2. 两大核心适应症临床数据优异，二线食管癌相比 K 药覆盖患者群更广 .....     | 3 |
| 2.1. 一线非小细胞肺癌 PFS 显著延长 .....                  | 3 |
| 2.2. 二线食管癌 OS 显著延长 .....                      | 4 |
| 3. 考虑集采影响的盈利预测 .....                          | 5 |
| 4. 推荐逻辑 .....                                 | 6 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1: PD-1/PD-L1 药物国内申报上市和批准情况及审评审批时长 ..... | 3 |
| 图 2: NSCLC 治疗 ORR 数据 .....                 | 4 |
| 图 3: NSCLC 治疗 PFS 数据 .....                 | 4 |
| 图 4: 食管癌 OS 数据 .....                       | 5 |
| 图 5: 食管癌 PFS 数据 .....                      | 5 |
| 表 1: NSCLC 市场空间测算 .....                    | 4 |
| 表 2: 食管癌市场空间测算 .....                       | 5 |

## 1. 恒瑞 PD-1 两大核心适应症获批，首个获批肺癌及食管癌的国产 PD-1

恒瑞医药 PD-1 抑制剂卡瑞利珠单抗两大新适应症申请正式获得国家药监局批准上市，分别为：联合培美曲塞和卡铂适用于表皮生长因子受体（EGFR）基因突变阴性和间变性淋巴瘤激酶（ALK）阴性的、不可手术切除的局部晚期或转移性**非鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）的一线治疗**；用于既往接受过一线化疗后疾病进展或不可耐受的**局部晚期或转移性食管鳞癌**患者的治疗。这是中国首个获批肺癌及食管癌适应症的国产 PD-1 抑制剂。

图 1：PD-1/PD-L1 药物国内申报上市和批准情况及审评审批时长

| PD-1/PD-L1 药物国内申报上市和批准情况及审评审批时长 |           |           |            |  |            |            |
|---------------------------------|-----------|-----------|------------|--|------------|------------|
| 药品                              | 商品名       | 企业        | 承办日期       | 适应症  | 批准时间       | 审评审批时长 (天) |
| 纳武利尤单抗                          | Opdivo    | 百时美施贵宝    | 2017-11-01 | 用于治疗EGFR-/ALK-的既往接受过含铂方案化疗后疾病进展或不可耐受的 <b>局部晚期或转移性NSCLC</b>                           | 2018-06-15 | 226        |
|                                 |           |           | 2019-02-11 | 用于治疗接受含铂类方案治疗期间或之后出现疾病进展且肿瘤PD-L1表达阳性（表达PD-L1的肿瘤细胞≥1%）的复发性或转移性 <b>头颈部鳞状细胞癌(SCCHN)</b> | 2019-09-30 | 231        |
|                                 |           |           | 2019-07-03 | 用于接受过两种或两种以上全身治疗方案后的晚期或复发性 <b>胃腺癌和胃食道连接部腺癌</b>                                       | 2020-03-13 | 254        |
|                                 |           |           | 2019-12-26 |  | 在审评审批      | 178        |
| 帕博利珠单抗                          | Keytruda  | 默沙东       | 2018-02-11 | 经一线治疗失败的不可切除或转移性 <b>黑色素瘤</b>   | 2018-07-26 | 165        |
|                                 |           |           | 2018-09-18 | 联合培美曲塞、顺铂一线治疗EGFR和ALK阴性的转移性 <b>非鳞状NSCLC</b>  | 2019-04-02 | 196        |
|                                 |           |           | 2018-10-22 | 联合卡铂、紫杉醇或白蛋白紫杉醇一线治疗 <b>鳞状NSCLC</b>   | 2019-11-26 | 400        |
|                                 |           |           | 2018-11-12 | 单药一线治疗PD-L1表达阳性（TPS≥1%）的EGFR-、ALK- <b>局部晚期或转移性NSCLC</b>                              | 2019-09-30 | 322        |
|                                 |           |           | 2019-07-30 | 治疗PD-L1阳性（综合阳性评分CPS≥10）、既往一线全身治疗失败的局部晚期或转移性 <b>食管鳞状细胞癌</b>                           | 2020-06-17 | 327        |
|                                 |           |           | 2020-05-01 |  | 在审评审批      | 51         |
| 特瑞普利单抗                          | 拓益        | 君实生物      | 2018-03-20 | 既往接受过全身系统治疗失败的不可切除或转移性 <b>黑色素瘤</b>   | 2018-12-21 | 276        |
|                                 |           |           | 2020-05-07 | 既往接受过二线及以上系统治疗失败的复发/转移性 <b>鼻咽癌(NPC)</b>  | 在审评审批      | 45         |
|                                 |           |           | 2020-05-21 | 既往接受过系统治疗的局部进展或转移性 <b>尿路上皮癌</b>  | 在审评审批      | 31         |
| 信达利单抗                           | 达伯舒       | 信达生物      | 2018-04-19 | 复发/难治性经典型 <b>霍奇金淋巴瘤</b>  | 2019-01-03 | 259        |
|                                 |           |           | 2020-04-26 | 联合培美曲塞二钠和铂类一线治疗 <b>非鳞状NSCLC</b>  | 在审评审批      | 56         |
|                                 |           |           | 2018-04-23 | 复发/难治性经典型 <b>霍奇金淋巴瘤</b>  | 2019-06-03 | 406        |
| 卡瑞利珠单抗                          | 艾瑞卡       | 恒瑞医药      | 2019-05-16 | 二线治疗 <b>肝细胞癌</b>   | 2020-03-04 | 293        |
|                                 |           |           | 2019-09-12 | 与培美曲塞和卡铂联合，用于既往未接受过系统治疗的EGFR/ALK野生型的晚期或者转移性 <b>非鳞状NSCLC</b>                          | 2020-06-17 | 283        |
|                                 |           |           | 2019-09-12 | 既往接受过一线标准化疗后疾病进展或不可耐受的局部晚期或转移性 <b>食管鳞癌</b>   | 2020-06-17 | 283        |
|                                 |           |           | 2018-09-06 | 复发/难治性经典型 <b>霍奇金淋巴瘤</b>  | 2019-12-27 | 477        |
| 替雷利珠单抗                          | 百泽安       | 百济神州      | 2019-06-03 | 既往接受过治疗的局部晚期或转移性 <b>尿路上皮癌</b>  | 2020-04-10 | 312        |
|                                 |           |           | 2020-04-23 | 联合两项化疗一线治疗晚期 <b>鳞状NSCLC</b>  | 在审评审批      | 59         |
|                                 |           |           | 2020-06-19 | 联合化疗一线治疗晚期 <b>非鳞状NSCLC</b>   | 在审评审批      | 2          |
| 度伐利尤单抗                          | Imfinzi   | 阿斯利康      | 2018-12-26 | 治疗同步放化疗后 <b>未进展的不可切除III期非小细胞肺癌</b>   | 2019-12-09 | 348        |
| 阿替利珠单抗                          | Tecentriq | 罗氏        | 2019-02-25 | 联合化疗一线治疗广泛期 <b>小细胞肺癌</b>   | 2020-02-12 | 352        |
|                                 |           |           | 2020-02-15 | 联合贝伐珠单抗一线治疗 <b>肝癌</b>  | 在审评审批      | 127        |
| 赛帕利单抗                           |           | 誉衡药业      | 2020-02-21 | 复发或难治性经典 <b>霍奇金淋巴瘤</b>   | 在审评审批      | 121        |
| 派安普利单抗                          |           | 康方生物/正大天晴 | 2020-05-28 | 复发或难治性经典 <b>霍奇金淋巴瘤</b>   | 在审评审批      | 24         |

资料来源：CDE，医药魔方，insight，天风证券研究所 注：截止到 2020.6.21

自此，卡瑞利珠单抗已获批 4 个适应症，其中 3 个为较大的核心适应症，成为覆盖适应症种类最多的国产 PD-1 抑制剂，我们持续看好公司有望成为 PD-1 领域的头部公司。逻辑详见 2019.6.3 深度报告《恒瑞 PD-1 获批加入群雄逐鹿，竞争要素剖析缘何脱颖而出？》。

## 2. 两大核心适应症临床数据优异，二线食管癌相比 K 药覆盖患者群更广

### 2.1. 一线非小细胞肺癌 PFS 显著延长

卡瑞利珠单抗肺癌适应症的获批基于 Camel 研究——卡瑞利珠单抗联合卡铂+培美曲塞用

于晚期/转移性 EGFR-/ALK-非鳞状 NSCLC 一线治疗的随机、开放、多中心 III 期临床关键研究，是全球首个针对中国人群的 NSCLC 一线免疫联合化疗的 III 期研究。

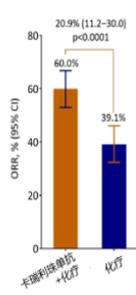
该研究入组 412 例 EGFR 或 ALK 突变阴性的晚期非鳞状 NSCLC 患者,按照 1:1 随机分组,卡瑞利珠单抗组给予卡瑞利珠单抗 (200 mg) 联合化疗 (卡铂 AUC=5、培美曲塞 500 mg/m<sup>2</sup>), 每 3 周为一个给药周期, 治疗 4~6 个周期后使用卡瑞利珠单抗联合培美曲塞维持治疗, 直到疾病进展或出现不可耐受的毒性反应; 单纯化疗组给予化疗 (卡铂 AUC=5、培美曲塞 500 mg/m<sup>2</sup>), 每 3 周为一个给药周期, 治疗 4~6 个周期后使用培美曲塞维持治疗, 发生疾病进展的患者允许接受卡瑞利珠单抗单药交叉治疗。205 例受试者接受了卡瑞利珠单抗联合化疗方案, 207 例接受了单纯化疗方案。

研究显示,卡瑞利珠单抗联合培美曲塞/卡铂的方案疗效优异。ORR:卡瑞利珠单抗组 60.0%, 显著高于化疗组的 39.1% (P<0.0001); PFS:卡瑞利珠单抗组的 mPFS 为 11.3 个月, 同样显著高于化疗组的 8.3 个月 [HR 0.61(0.46~0.80), P=0.0002]。

图 2: NSCLC 治疗 ORR 数据

ORR

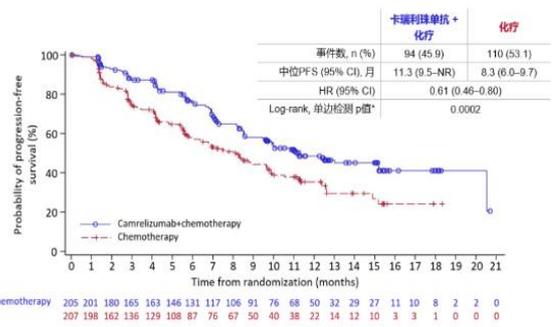
|                    | 卡瑞利珠单抗+<br>化疗<br>(n=205) | 化疗<br>(n=207)          | 单侧检测 p 值 |
|--------------------|--------------------------|------------------------|----------|
| ORR, n (%; 95% CI) | 123 (60.0%; 53.0-66.8)   | 81 (39.1%; 32.4-46.1)  | <0.0001  |
| DCR, n (%; 95% CI) | 179 (87.3%; 82.0-91.6)   | 154 (74.4%; 67.9-80.2) | 0.0005   |
| 最佳应答, n (%)        |                          |                        |          |
| CR                 | 2 (1.0)                  | 2 (1.0)                | ..       |
| PR                 | 121 (59.0)               | 79 (38.2)              | ..       |
| SD                 | 56 (27.3)                | 73 (35.3)*             | ..       |
| PD                 | 17 (8.3)                 | 35 (16.9)              | ..       |
| 无法评估未知             | 9 (4.4)                  | 18 (8.7)               | ..       |
| 中位DoR (95% CI), 月  | 17.6 (11.6-NR)           | 9.9 (8.5-13.8)         | 0.0356   |



资料来源: 2019 WCLC, 天风证券研究所

图 3: NSCLC 治疗 PFS 数据

PFS



资料来源: 2019 WCLC, 天风证券研究所

在《2020CSCO 非小细胞肺癌诊疗指南》中,卡瑞利珠单抗以 1A 类证据,成为唯一纳入指南推荐的自主研发免疫检查点抑制剂。随着本次适应症的正式获批,卡瑞利珠单抗联合培美曲塞/卡铂方案有望成为该类患者新的一线标准治疗方案。我们基于现有价格测算,公司 PD-1 一线 NSCLC 适应症市场空间有望达到 57.7 亿元。

表 1: NSCLC 市场空间测算

| 项目                      | 数值    |
|-------------------------|-------|
| 中国 NSCLC 年发病人数 (万人)     | 68.8  |
| 非鳞 NSCLC 比例             | 75%   |
| 非鳞 NSCLC 发病人数 (万人)      | 51.6  |
| 患者渗透率                   | 10%   |
| 年新增用药患者 (万人)            | 5.16  |
| 考虑赠药下年用药费用 (万元)         | 11.88 |
| mPFS (month)            | 11.3  |
| 非鳞 NSCLC 适应症市场空间估计 (亿元) | 57.7  |

资料来源:《Cancer statistics in China,2015》,天风证券研究所

我国是食管癌大国,每年新发食管癌病例数和死亡病例数占全球一半以上,而中国的食管癌患者与欧美地区差异较大,90%以上为食管鳞癌,卡瑞利珠单抗用于食管鳞癌的获批为中国患者填补了较大的临床需求空白。

2.2. 二线食管癌 OS 显著延长

卡瑞利珠单抗食管癌适应症的获批基于 ESCORT 研究——卡瑞利珠单抗在既往接受一线化

疗失败的晚期/转移性食管鳞癌患者中的随机、开放、化疗阳性对照、多中心 III 期临床研究。该研究共纳入 457 例既往接受一线化疗失败的晚期/转移性食管鳞癌患者，按 1:1 随机分配为卡瑞利珠单抗组 (228 例) 和化疗组 (220 例)，分别接受卡瑞利珠单抗单药治疗 (200 mg, 每 2 周给药一次) 或研究者选择的化疗方案治疗: 多西他赛 (75 mg/m<sup>2</sup>, 每 3 周给药一次) 或伊立替康 (180 mg/m<sup>2</sup>, 每 2 周给药一次), 研究的主要终点为总生存期 (OS)。

研究显示, 与化疗相比, 卡瑞利珠单抗可显著延长患者的中位生存期 (mOS, 8.3 个月对 6.2 个月, HR=0.71, P=0.001), 同时卡瑞利珠单抗组患者的客观缓解率更高 (ORR, 20.2% 对 6.4%), 持续缓解时间更长 (DoR, 7.4 个月对 3.4 个月, HR=0.34, 95%CI 为 0.14~0.92)。

图 4: 食管癌 OS 数据

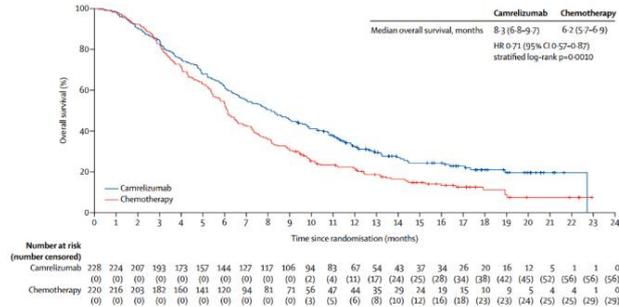
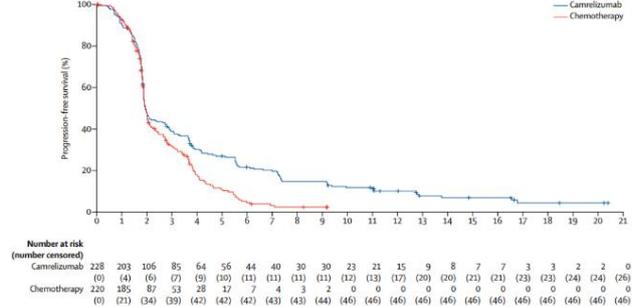


图 5: 食管癌 PFS 数据



资料来源: The Lancet oncology, 天风证券研究所

资料来源: The Lancet oncology, 天风证券研究所

与同时获批二线食管癌的 K 药不同的是, 卡瑞利珠单抗的覆盖患者群更广。K 药 6 月 17 日获批适应症为治疗 PD-L1 阳性 (综合阳性评分 CPS ≥ 10)、既往一线全身治疗失败的局部晚期或转移性食管鳞状细胞癌。卡瑞利珠单抗在全部人群中均可获益, 较同类进口产品适应症拥有更为广泛的适用人群。

在日前公布的《2020 版中国临床肿瘤学会 (CSCO) 指南》中, 卡瑞利珠单抗以 1A 类证据, 作为 I 级推荐用于晚期食管鳞癌的二线治疗。随着本次适应症的正式获批, 我们基于现有价格测算, 公司 PD-1 二线食管鳞癌适应症市场空间有望达到 19.6 亿元。

表 2: 食管癌市场空间测算

| 项目                  | 数值    |
|---------------------|-------|
| 中国食管癌年发病人数 (万人)     | 47.79 |
| 食管鳞癌比例              | 90%   |
| 食管鳞癌发病人数 (万人)       | 43.01 |
| 患者渗透率               | 5%    |
| 年新增用药患者 (万人)        | 2.39  |
| 考虑赠药下年用药费用 (万元)     | 11.88 |
| mOS (month)         | 8.3   |
| 二线食管癌适应症市场空间估计 (亿元) | 19.6  |

资料来源: 《Cancer statistics in China,2015》, 天风证券研究所

### 3. 考虑集采影响的盈利预测

根据 5 月 14 日国家药监局正式发布的《国家药监局关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》, 审评工作应当在受理后 120 日内完成。随着今年下半年开始部分注射剂有望通过一致性评价, 我们认为部分品种明年有望开始纳入集采。公司仿制药注射剂同时满足“绝对规模大+市占率高+至少 2 家通过一致性评价”三个条件的品种主要为多西他赛、碘克沙醇、伊立替康等, 考虑注射剂潜在集采影响, 叠加创新药潜在

获批预期,我们预计:2020-2022 年公司肿瘤板块收入增速分别为 45.64%、33.62%、31.21%;麻醉板块收入增速分别为 11.66%、15.33%、14.91%;造影剂板块收入增速分别为 26.86%、-8.23%、32.01%。综合考虑预计公司 2020-2022 年收入分别为 304.00 亿元(+30.54%)、375.68 亿元(+23.58%)、480.89 亿元(+28.01%),预计 2020-2022 年归母净利润分别为 68.82 亿元(+29.16%)、86.55 亿元(+25.77%)、111.16 亿元(+28.43%),2020-2022 年业绩有望迎来翻倍增长。

#### 4. 推荐逻辑

公司作为行业龙头,2020-2022 年业绩有望迎来翻倍增长。2018-2019 年多款创新药集中收获,以 PD-1 为代表的重磅创新药尚处于放量初期阶段,创新药业绩有望迎来高增长期。今年三方面催化:1、业绩层面,创新药步入高增长期,部分品种销售有望超预期;2、研发层面,PD-1 两大核心适应症刚刚获批,下半年 Parp 抑制剂有望获批;3、政策层面,年底医保谈判有望纳入 PD-1 三大核心适应症。仿制药方面,注射剂集采主要影响明年,业绩测算已考虑,风险可控。长期来看,公司研发管线储备众多潜力品种,靶点布局全面,研发进度国内领先,长期业绩有望持续稳定增长。我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 68.82 亿元(+29.16%)、86.55 亿元(+25.77%)、111.16 亿元(+28.43%),维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2018             | 2019             | 2020E            | 2021E            | 2022E            |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金            | 3,889.71         | 5,043.65         | 6,046.63         | 12,781.15        | 18,725.21        |
| 应收票据及应收账款       | 4,431.56         | 5,434.80         | 8,517.71         | 8,061.34         | 13,585.23        |
| 预付账款            | 568.90           | 591.16           | 835.28           | 1,010.32         | 1,339.43         |
| 存货              | 1,030.57         | 1,606.81         | 1,598.23         | 2,573.35         | 2,722.05         |
| 其他              | 8,148.64         | 9,634.89         | 13,982.62        | 13,837.73        | 13,437.38        |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>18,069.39</b> | <b>22,311.30</b> | <b>30,980.48</b> | <b>38,263.89</b> | <b>49,809.30</b> |
| 长期股权投资          | 1.00             | 60.00            | 90.00            | 134.50           | 171.75           |
| 固定资产            | 2,328.77         | 2,541.97         | 2,707.39         | 2,470.60         | 1,930.17         |
| 在建工程            | 1,357.25         | 1,532.83         | 1,066.85         | 779.56           | 598.39           |
| 无形资产            | 272.68           | 349.76           | 362.41           | 383.36           | 415.70           |
| 其他              | 332.14           | 760.61           | 393.42           | 407.92           | 427.36           |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>4,291.84</b>  | <b>5,245.17</b>  | <b>4,620.08</b>  | <b>4,175.95</b>  | <b>3,543.37</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>22,361.23</b> | <b>27,556.48</b> | <b>35,600.56</b> | <b>42,439.84</b> | <b>53,352.67</b> |
| 短期借款            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付票据及应付账款       | 1,402.07         | 1,289.25         | 2,059.22         | 2,247.65         | 3,251.88         |
| 其他              | 1,091.56         | 1,183.39         | 1,961.04         | 1,754.32         | 2,895.29         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>2,493.63</b>  | <b>2,472.63</b>  | <b>4,020.26</b>  | <b>4,001.96</b>  | <b>6,147.17</b>  |
| 长期借款            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他              | 69.86            | 146.31           | 87.31            | 101.16           | 111.60           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>69.86</b>     | <b>146.31</b>    | <b>87.31</b>     | <b>101.16</b>    | <b>111.60</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>2,563.49</b>  | <b>2,618.95</b>  | <b>4,107.58</b>  | <b>4,103.12</b>  | <b>6,258.77</b>  |
| 少数股东权益          | 69.56            | 162.20           | 115.03           | 90.55            | 52.83            |
| 股本              | 3,685.86         | 4,422.81         | 5,306.75         | 5,306.75         | 5,306.75         |
| 资本公积            | 1,478.75         | 1,662.97         | 1,662.97         | 1,662.97         | 1,662.97         |
| 留存收益            | 16,685.98        | 20,765.82        | 26,071.20        | 32,939.41        | 41,734.32        |
| 其他              | (2,122.42)       | (2,076.29)       | (1,662.97)       | (1,662.97)       | (1,662.97)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>19,797.74</b> | <b>24,937.53</b> | <b>31,492.98</b> | <b>38,336.72</b> | <b>47,093.90</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>22,361.23</b> | <b>27,556.48</b> | <b>35,600.56</b> | <b>42,439.84</b> | <b>53,352.67</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2018              | 2019              | 2020E           | 2021E             | 2022E             |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 4,061.18          | 5,326.45          | 6,881.89        | 8,655.35          | 11,116.19         |
| 折旧摊销           | 380.84            | 645.84            | 843.21          | 1,043.75          | 1,209.86          |
| 财务费用           | 0.00              | 0.00              | (164.52)        | (274.64)          | (455.09)          |
| 投资损失           | (247.94)          | (309.27)          | (326.68)        | (317.98)          | (322.33)          |
| 营运资金变动         | (4,598.91)        | 4,533.90          | (5,840.38)      | (612.35)          | (3,502.39)        |
| 其它             | 3,179.04          | (6,380.09)        | (49.65)         | (24.89)           | (38.58)           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,774.21</b>   | <b>3,816.83</b>   | <b>1,343.87</b> | <b>8,469.24</b>   | <b>8,007.66</b>   |
| 资本支出           | 957.01            | 1,066.93          | 614.30          | 526.77            | 510.16            |
| 长期投资           | 1.00              | 59.00             | 30.00           | 44.50             | 37.25             |
| 其他             | (3,813.52)        | (3,071.37)        | (872.92)        | (793.91)          | (745.67)          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(2,855.51)</b> | <b>(1,945.44)</b> | <b>(228.62)</b> | <b>(222.64)</b>   | <b>(198.26)</b>   |
| 债权融资           | 0.00              | 0.00              | 0.00            | 0.00              | 0.00              |
| 股权融资           | 1,353.16          | 1,285.35          | 1,461.77        | 274.64            | 455.09            |
| 其他             | (1,721.56)        | (2,003.86)        | (1,574.03)      | (1,786.72)        | (2,320.43)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(368.39)</b>   | <b>(718.51)</b>   | <b>(112.26)</b> | <b>(1,512.08)</b> | <b>(1,865.34)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00            | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(449.69)</b>   | <b>1,152.88</b>   | <b>1,002.98</b> | <b>6,734.52</b>   | <b>5,944.06</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2018             | 2019             | 2020E            | 2021E            | 2022E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>17,417.90</b> | <b>23,288.58</b> | <b>30,400.45</b> | <b>37,568.05</b> | <b>48,089.34</b> |
| 营业成本             | 2,334.57         | 2,912.94         | 3,642.09         | 4,673.00         | 5,974.40         |
| 营业税金及附加          | 236.78           | 216.34           | 347.84           | 389.42           | 524.35           |
| 营业费用             | 6,464.49         | 8,524.97         | 11,004.96        | 13,223.95        | 16,831.27        |
| 管理费用             | 1,626.32         | 2,241.18         | 2,888.04         | 3,531.40         | 4,472.31         |
| 研发费用             | 2,670.48         | 3,896.34         | 5,198.48         | 6,499.27         | 8,463.72         |
| 财务费用             | (123.64)         | (133.82)         | (164.52)         | (274.64)         | (455.09)         |
| 资产减值损失           | 25.34            | (5.47)           | (0.80)           | 6.36             | 0.03             |
| 公允价值变动收益         | 0.00             | 37.53            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | 247.94           | 309.27           | 326.68           | 317.98           | 322.33           |
| 其他               | (661.03)         | (860.38)         | (653.36)         | (635.95)         | (644.66)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>4,596.65</b>  | <b>6,149.68</b>  | <b>7,811.04</b>  | <b>9,837.27</b>  | <b>12,600.67</b> |
| 营业外收入            | 0.42             | 0.81             | 0.44             | 0.62             | 0.53             |
| 营业外支出            | 98.00            | 94.73            | 100.76           | 97.75            | 99.26            |
| <b>利润总额</b>      | <b>4,499.08</b>  | <b>6,055.76</b>  | <b>7,710.71</b>  | <b>9,740.15</b>  | <b>12,501.95</b> |
| 所得税              | 437.90           | 729.31           | 878.48           | 1,109.69         | 1,424.34         |
| <b>净利润</b>       | <b>4,061.18</b>  | <b>5,326.45</b>  | <b>6,832.24</b>  | <b>8,630.46</b>  | <b>11,077.61</b> |
| 少数股东损益           | (4.43)           | (1.58)           | (49.65)          | (24.89)          | (38.58)          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>4,065.61</b>  | <b>5,328.03</b>  | <b>6,881.89</b>  | <b>8,655.35</b>  | <b>11,116.19</b> |
| 每股收益(元)          | 0.77             | 1.00             | 1.30             | 1.63             | 2.09             |

| 主要财务比率         | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 25.89%  | 33.70%  | 30.54%  | 23.58%  | 28.01%  |
| 营业利润           | 20.72%  | 33.79%  | 27.02%  | 25.94%  | 28.09%  |
| 归属于母公司净利润      | 26.39%  | 31.05%  | 29.16%  | 25.77%  | 28.43%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 86.60%  | 87.49%  | 88.02%  | 87.56%  | 87.58%  |
| 净利率            | 23.34%  | 22.88%  | 22.64%  | 23.04%  | 23.12%  |
| ROE            | 20.61%  | 21.51%  | 21.93%  | 22.63%  | 23.63%  |
| ROIC           | 35.22%  | 33.97%  | 63.84%  | 51.34%  | 65.01%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 11.46%  | 9.50%   | 11.54%  | 9.67%   | 11.73%  |
| 净负债率           | -19.65% | -20.23% | -19.20% | -33.34% | -39.76% |
| 流动比率           | 7.25    | 9.02    | 7.71    | 9.56    | 8.10    |
| 速动比率           | 6.83    | 8.37    | 7.31    | 8.92    | 7.66    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 4.05    | 4.72    | 4.36    | 4.53    | 4.44    |
| 存货周转率          | 19.14   | 17.66   | 18.97   | 18.01   | 18.16   |
| 总资产周转率         | 0.86    | 0.93    | 0.96    | 0.96    | 1.00    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.77    | 1.00    | 1.30    | 1.63    | 2.09    |
| 每股经营现金流        | 0.52    | 0.72    | 0.25    | 1.60    | 1.51    |
| 每股净资产          | 3.72    | 4.67    | 5.91    | 7.21    | 8.86    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 121.36  | 92.61   | 71.70   | 57.01   | 44.39   |
| 市净率            | 25.01   | 19.92   | 15.73   | 12.90   | 10.49   |
| EV/EBITDA      | 25.86   | 35.98   | 56.37   | 44.48   | 34.87   |
| EV/EBIT        | 27.27   | 38.27   | 62.58   | 49.33   | 38.34   |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                   | 上海                   | 深圳                   |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99       | 上海市浦东新区兰花路 333       | 深圳市福田区益田路 5033 号     |
| 邮编：100031            | 号保利广场 A 座 37 楼       | 号 333 世纪大厦 20 楼      | 平安金融中心 71 楼          |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071            | 邮编：201204            | 邮编：518000            |
|                      | 电话：(8627)-87618889   | 电话：(8621)-68815388   | 电话：(86755)-23915663  |
|                      | 传真：(8627)-87618863   | 传真：(8621)-68812910   | 传真：(86755)-82571995  |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |