

2020年06月22日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

105

恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买入

PD-1 单抗肺癌及食管癌两大适应症获批，将助力单抗销售放量

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2020/6/19)	92.98		
上证指数(2020/6/19)	2967.63		
股价 12 个月高/低	93.32/51.42		
总发行股数(百万)	5306.75		
A 股数(百万)	5295.74		
A 市值(亿元)	4923.98		
主要股东	江苏恒瑞医药集团有限公司 (24.15%)		
每股净值(元)	4.73		
股价/账面净值	19.66		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	16.6	23.9	69.7

近期评等

日期	收盘价	评级
2020/03/23	80.16	买入

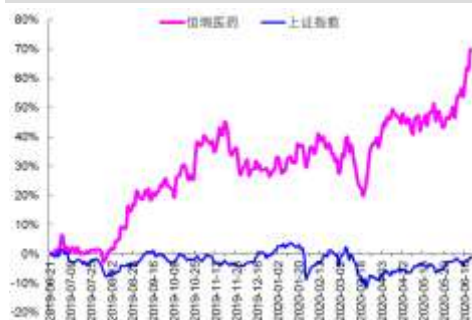
产品组合

针剂药	78.7%
片剂药	19.9%
原料药	1.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.9%
一般法人	70.8%

股价相对大盘走势



事件:

公司 6 月 19 日晚发布公告，其 PD-1 单抗药物注射用卡瑞利珠单抗获批增加两大适应症：（1）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；（2）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。

点评:

- **大适应症获批，将助力销售放量：**（1）肺癌及食管癌均是中国高发的恶性肿瘤（表 1），每年新发病人数量预计分别在 70 万人以上和 40 万人以上，两大适应症的获批叠加之前获批的肝癌及霍奇金淋巴瘤适应症的开拓将会为公司 PD-1 产品卡瑞利珠单抗的销售打开空间。（2）从目前的竞争格局来看，公司卡瑞利珠单抗是目前首个获批肺癌和食管癌大适应症的国产 PD-1 产品（表 2），相较其他三个国产产品具有明显的先发优势，将能够优先抢占市场。并且，公司大适应症优先获批将有利于公司在未来的医保目录谈判中占据优势，有望借助进入医保目录高速放量。
- **产品梯队接力完善，国际化战略持续推进：**公司 PARP 抑制剂处于上市申请评审审批中，预计下半年即可上市；目前还有 8 个产品处于临床 III 期，并有部分产品同时在做澳洲、欧洲、美国的多中心临床，此外还有多个产品处于临床 I 期及临床 II 期，公司产品梯队接力完善，业绩推动力持续不断，国际多中心临床也将为公司国际化发展的推进打良好的基础。
- **盈利预计：**我们预计公司 2020、2021 年净利润 69 亿元、88 亿元，YOY+29.7%、+27.1%，EPS 分别为 1.3 元/1.66 元，对应 PE 分别为 72 倍/56 倍。公司研发管线丰富，多个创新药产品及适应症陆续获批，将继续推动公司由仿制药向创新药的战略转型，我们看好公司的长期发展，维持“买入”的投资评级。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020F	2021F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3217	4066	5328	6910	8783
同比增减	%	24.25	26.39	31.05	29.70	27.10
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.14	1.10	1.20	1.30	1.66
同比增减	%	3.26	-3.51	9.09	8.52	27.10
市盈率 (P/E)	X	81.78	84.75	77.69	71.59	56.33
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.22	0.23	0.26	0.33
股息率 (Yield)	%	0.14	0.24	0.25	0.28	0.36

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

表 1: 恶性肿瘤发病率前十

排名	癌症种类	2015 占比
1	肺癌	20.03%
2	胃癌	10.26%
3	结直肠癌	9.88%
4	肝癌	9.42%
5	乳腺癌	7.74%
6	食管癌	6.26%
7	甲状腺癌	5.12%
8	子宫内膜癌	2.83%
9	脑癌	2.70%
10	胰腺癌	2.42%
	其他	23.36%

资料来源: 2019 年全国癌症报告、群益金鼎证券

表 2: 目前已获批的单抗及适应症

药品名	企业	获批适应症	获批时间
纳武尤利单抗	BMS	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局部晚期或转移性 NSCLC	20180615
		用于治疗接受过含铂方案化疗期间或之后出现疾病进展且肿瘤 PD-L1 表达阳性的复发性或转移性头颈部鳞癌(SCCHN)	20190930
		用于执教既往接受过两种或两种以上全身性治疗方案的晚期或复发性胃或胃食管链接部腺癌	20200311
帕博利珠单抗	默沙东	经一线治疗失败的不可切除或转移性黑色素瘤	20180726
		联合培美曲塞、顺铂一线治疗 EGFR 和 ALK 阴性的转移性非鳞状 NSCLC	20190402
		联科卡铂、紫杉醇或白蛋白紫杉醇一线治疗 NSCLC	20191126
		单药一线治疗 PD-L1 表达阳性的 EGFR-/ALK-局部晚期或转移性 NSCLC	20190930
		二线治疗食管癌	20200619
特瑞	君实生物	既往接受全身系统治疗失败后的不可切除或转移性黑色素	20181221

普利单抗		瘤	
信迪利单抗	信达生物	复发/难治性经典型霍奇金淋巴瘤	20190103
卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	复发/难治性经典型霍奇金淋巴瘤	20190603
		二线治疗肝细胞癌	20200304
		与培美曲塞+卡铂联合治疗既往接受过系统治疗的EGFR/ALK 野生型的晚期或者转移性 NSCLC 一线治疗	20200619
		既往接受过一线标准化疗后疾病警长或不可耐受的局部晚期或转移性食管鳞癌	20200619
替雷利珠单抗	百济神州	复发/难治性经典型霍奇金淋巴瘤	20191227
		治疗既往接受过治疗的局部进展或转移性尿路上皮癌 (UC) 患者	20200409
度伐利尤单抗	阿斯利康	治疗同步放化疗后未进展的不可切除III期 NSCLC	20191209
阿替利珠单抗	罗氏	联合化疗一线治疗广泛期小细胞肺癌	20200212

资料来源：医药魔方、群益金鼎证券

附一：合并损益表

人民币百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
营业收入	13836	17418	23289	30716	39510
经营成本	1850	2335	2913	3944	5188
营业税金及附加	254	237	216	584	751
销售费用	5189	6464	8525	11058	14145
管理费用	2953	1626	2241	2949	3951
财务费用	-37	-124	-134	-154	-198
资产减值损失	15	25		15	15
投资收益	39	248	309	300	340
营业利润	3808	4597	6150	7675	9756
营业外收入	2	0	1	35	35
营业外支出	50	98	95	32	32
利润总额	3759	4499	6056	7678	9759
所得税	466	438	729	768	976
少数股东损益	76	-4	-2	0	0
归母净利润	3217	4066	5328	6910	8783

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
货币资金	4267	3890	5044	5800	6670
存货净额	3189	3773	4906	6133	7666
应收帐款净额	790	1031	1607	2089	2716
流动资产合计	14469	18069	22311	27889	34861
长期投资净额	0	1	60	69	77
固定资产合计	1998	2329	2542	2796	3076
无形资产及其他资产合计	1081	1357	1533	1839	2207
资产总计	3571	4292	5245	6032	6937
流动负债合计	18039	22361	27556	33921	41798
长期负债合计	2050	2494	2473	2967	3561
负债合计	46	70	146	161	177
少数股东权益	2096	2563	2619	3128	3738
股东权益合计	575	70	162	211	274
负债和股东权益总计	15368	19728	24775	30582	37786

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020F	2021F
经营活动所得现金净额	2547	2774	3817	4,199	4,618
投资活动所用现金净额	-3376	-2856	-1945	-1400	-1250
融资活动所得现金净额	220	-368	-719	-920	-1130
现金及现金等价物净增加额	-651	-396	1165	1879	2238

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证②。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。