

## 恒瑞医药 (600276.SH) 买入 (维持评级)

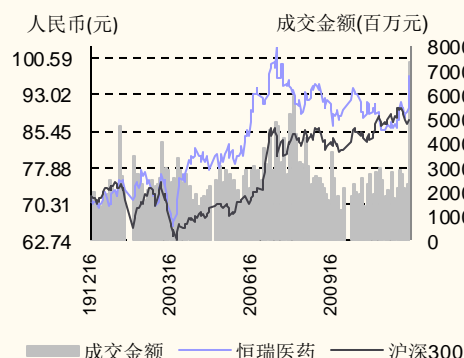
公司点评

市场价格 (人民币): 97.02 元

## 氟唑帕利获批, 各项研发进展顺利

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	53.32
已上市流通 A 股(亿股)	52.96
总市值(亿元)	5,172.83
年内股价最高最低(元)	102.99/65.68
沪深 300 指数	4945
上证指数	3367



## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.104	1.205	1.211	1.536	1.947
每股净资产(元)	5.35	5.60	6.83	8.46	10.57
每股经营性现金流(元)	0.75	0.86	1.44	1.67	2.12
市盈率(倍)	87.87	80.54	80.14	63.14	49.83
净利润增长率(%)	26.39%	31.05%	20.58%	26.91%	26.71%
净资产收益率(%)	20.61%	21.51%	21.25%	21.80%	22.09%
总股本(百万股)	3,682.08	4,422.81	5,306.75	5,306.75	5,306.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 12月14日, 根据国家药监局公布信息, 通过优先审评审批程序附条件批准恒瑞医药自主研发的1类新药氟唑帕利胶囊(商品名: 艾瑞颐)上市, 用于既往经过二线及以上化疗的伴有胚系BRCA突变的铂敏感复发性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌患者的治疗。

## 点评

- 氟唑帕利为首款获批上市的国产 PARP 抑制剂:** 氟唑帕利为小分子 PARP 抑制剂, 可抑制 BRCA1/2 功能异常细胞中的 DNA 修复过程, 诱导细胞周期阻滞, 进而抑制肿瘤细胞增殖。目前全球获批的 PARP 抑制剂有三款, 分别为奥拉帕利、尼拉帕利、卢卡帕利, 其中奥拉帕利、尼拉帕里分别于 2018 年 8 月、2019 年 12 月在中国获批上市。恒瑞医药自主研发的氟唑帕利为首款获批上市的国产 PARP 抑制剂。该品种上市为患者提供了新的治疗选择。
- PARP 抑制剂为卵巢癌治疗领域的重大变革:** 卵巢癌是病死率最高的妇科恶性肿瘤, 3 年内复发率约 70%, 5 年生存率不足 50%。一系列医学证据表明 PARP 抑制剂可显著延长卵巢癌患者的 PFS。氟唑帕利此次获批基于一项在既往经过二线及以上化疗中伴有 BRCA1/2 突变的复发性卵巢癌患者中开展的 2 期临床研究 (NCT03509636)。结果显示, 受试者 ORR、DCR 分别为 64.1%、95.1%, 达到主要临床终点。
- 氟唑帕利多项适应症在研, 未来有望向其他适应症拓展:** 根据中国药物临床试验登记与信息公示平台, 目前氟唑帕利共 24 项临床研究正在开展, 其中 10 项已完成, 涉及适应症包括乳腺癌、前列腺癌、卵巢癌、胃癌等。该产品未来有望向其他适应症拓展。
- 各项研发及海外合作进展顺利: 研发进展:** PD-1 单抗鼻咽癌一线适应症申报 NDA, 联合阿帕替尼用于肝细胞癌辅助治疗获批临床; PD-1 单抗加法米替尼联合疗法用于宫颈癌治疗拟纳入突破性疗法。SHR1314 (IL-17A)、SHR6390 (CDK4/6)、诺利糖肽等多款产品获批临床。**海外合作:** 将 SHR-1701 (PD-L1/TGF  $\beta$  II 抗体) 韩国权益有偿授权给韩国 DONG-A ST 公司。

## 盈利预测与投资建议

- 考虑到公司创新药将集中上市销售贡献业绩, 国内外优质仿制药陆续获批, 业绩稳定增长, 我们维持公司“买入”评级。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.21/1.54/1.95 元, 对应 PE 分别为 80/63/50 倍。

## 风险提示

- 创新药研发进展存在不确定性。海外仿制药及创新药品种存在不确定性。存货、投资收益等项目的变动存在不确定性。PD-1 医保谈判存在不确定性。

## 相关报告

- 《增速稳健业绩符合预期, 各项研发顺利进行-恒瑞医药 2020Q3...》, 2020.10.19
- 《疫情背景下增速稳健, 研发持续投入未来可期-恒瑞医药 2020H...》, 2020.8.2
- 《公司业绩符合预期, 疫情背景下稳健增长-恒瑞医药 2020Q1 业...》, 2020.4.28
- 《公司业绩符合预期, 创新药持续放量增长-恒瑞医药 2019 年报点...》, 2020.3.23
- 《SHR1210 肝癌二线获批, 国内肝癌首个 PD(L)1-恒瑞医...》, 2020.3.5

郭琳

联系人  
guolin@gjzq.com.cn

(8621)60230233  
wang\_lin@gjzq.com.cn

图表 1: 恒瑞医药公司财务模型 (单位: 百万人民币)

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	13,836	17,418	23,289	28,143	36,335	45,336	货币资金	4,267	3,890	5,044	10,159	15,849	23,412
增长率		25.9%	33.7%	20.8%	29.1%	24.8%	应收款项	4,410	5,402	6,329	7,672	8,993	10,886
主营业务成本	-1,850	-2,335	-2,913	-3,210	-4,344	-5,150	存货	790	1,031	1,607	1,935	2,380	2,328
% 销售收入	13.4%	13.4%	12.5%	11.4%	12.0%	11.4%	其他流动资产	5,002	7,747	9,332	9,383	9,435	9,513
毛利	11,986	15,083	20,376	24,933	31,991	40,187	流动资产	14,469	18,069	22,311	29,148	36,657	46,139
% 销售收入	86.6%	86.6%	87.5%	88.6%	88.0%	88.6%	% 总资产	80.2%	80.8%	81.0%	85.4%	87.8%	90.0%
营业税金及附加	-254	-237	-216	-261	-338	-421	长期投资	118	156	60	60	60	60
% 销售收入	1.8%	1.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定投资	3,079	3,686	4,075	4,336	4,428	4,420
营业费用	-5,189	-6,464	-8,525	-10,272	-12,935	-16,094	% 总资产	17.1%	16.5%	14.8%	12.7%	10.6%	8.6%
% 销售收入	37.5%	37.1%	36.6%	36.5%	35.6%	35.5%	无形资产	285	338	505	509	528	582
管理费用	-2,953	-4,297	-6,138	-7,345	-9,701	-12,241	非流动资产	3,571	4,292	5,245	4,971	5,083	5,128
% 销售收入	21.3%	24.7%	26.4%	26.1%	26.7%	27.0%	% 总资产	19.8%	19.2%	19.0%	14.6%	12.2%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	3,591	4,085	5,497	7,054	9,017	11,430	<b>资产总计</b>	<b>18,039</b>	<b>22,361</b>	<b>27,556</b>	<b>34,120</b>	<b>41,739</b>	<b>51,267</b>
% 销售收入	26.0%	23.5%	23.6%	25.1%	24.8%	25.2%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	37	124	134	157	269	406	应付款项	1,542	2,362	2,247	3,025	3,443	3,491
% 销售收入	-0.3%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	-0.9%	其他流动负债	508	132	226	707	731	854
资产减值损失	-15	-25	-19	0	0	0	流动负债	2,050	2,494	2,473	3,732	4,174	4,345
公允价值变动收益	0	0	38	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	39	248	309	185	75	0	其他长期负债	46	70	146	0	0	0
% 税前利润	1.0%	5.5%	5.1%	2.5%	0.8%	0.0%	<b>负债</b>	<b>2,096</b>	<b>2,563</b>	<b>2,619</b>	<b>3,732</b>	<b>4,174</b>	<b>4,346</b>
营业利润	3,808	4,597	6,150	7,396	9,361	11,837	<b>普通股股东权益</b>	<b>15,368</b>	<b>19,728</b>	<b>24,775</b>	<b>30,227</b>	<b>37,408</b>	<b>46,766</b>
营业利润率	27.5%	26.4%	26.4%	26.3%	25.8%	26.1%	少数股东权益	575	70	162	160	158	155
营业外收支	-49	-98	-94	-94	-94	-94	<b>负债股东权益合计</b>	<b>18,039</b>	<b>22,361</b>	<b>27,556</b>	<b>34,120</b>	<b>41,739</b>	<b>51,267</b>
税前利润	3,759	4,499	6,056	7,302	9,267	11,743							
利润率	27.2%	25.8%	26.0%	25.9%	25.5%	25.9%							
所得税	-466	-438	-729	-879	-1,116	-1,414							
所得税率	12.4%	9.7%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%							
净利润	3,293	4,061	5,326	6,423	8,151	10,328							
少数股东损益	76	-4	-2	-2	-2	-3							
归属于母公司的净利	3,217	4,066	5,328	6,425	8,154	10,331							
净利率	23.2%	23.3%	22.9%	22.8%	22.4%	22.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,293	4,061	5,326	6,423	8,151	10,328	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	76	-4	-2	-2	-2	-3	每股收益	1.142	1.104	1.205	1.211	1.536	1.947
非现金支出	335	406	665	543	614	715	每股净资产	5.425	5.352	5.602	6.834	8.458	10.574
非经营收益	-36	-271	-300	-115	19	94	每股经营现金净流	0.899	0.753	0.863	1.445	1.675	2.123
营运资金变动	-1,044	-1,422	-1,874	-462	-1,377	-1,748	每股股利	0.140	0.130	0.220	0.220	0.220	0.220
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,547</b>	<b>2,774</b>	<b>3,817</b>	<b>6,389</b>	<b>7,407</b>	<b>9,389</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-379	-526	-560	-363	-819	-854	净资产收益率	20.93%	20.61%	21.51%	21.25%	21.80%	22.09%
投资	-3,047	-2,578	-1,693	0	0	0	总资产收益率	17.83%	18.18%	19.33%	18.83%	19.53%	20.15%
其他	50	248	307	185	75	0	投入资本收益率	19.73%	18.63%	19.37%	20.42%	21.11%	21.43%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,376</b>	<b>-2,856</b>	<b>-1,945</b>	<b>-178</b>	<b>-744</b>	<b>-854</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	537	134	97	0	0	0	主营业务收入增长率	24.72%	25.89%	33.70%	20.84%	29.11%	24.77%
债权募资	0	0	0	-122	0	1	EBIT增长率	26.49%	13.78%	34.55%	28.33%	27.83%	26.76%
其他	-359	-449	-803	-973	-973	-973	净利润增长率	24.25%	26.39%	31.05%	20.58%	26.91%	26.71%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>178</b>	<b>-315</b>	<b>-706</b>	<b>-1,095</b>	<b>-973</b>	<b>-972</b>	总资产增长率	25.88%	23.96%	23.23%	23.82%	22.33%	22.83%
<b>现金净流量</b>	<b>-651</b>	<b>-396</b>	<b>1,165</b>	<b>5,115</b>	<b>5,690</b>	<b>7,563</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	72.7	72.9	68.0	80.0	75.0	75.0
							存货周转天数	140.7	142.3	165.2	220.0	200.0	165.0
							应付账款周转天数	146.9	165.3	167.3	170.0	150.0	130.0
							固定资产周转天数	52.7	48.8	39.8	29.9	21.0	16.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-26.76%	-19.65%	-54.39%	-61.47%	-64.87%	-68.05%
							EBIT利息保障倍数	-98.0	-33.0	-41.1	-44.8	-33.5	-28.1
							资产负债率	11.62%	11.46%	9.50%	10.94%	10.00%	8.48%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

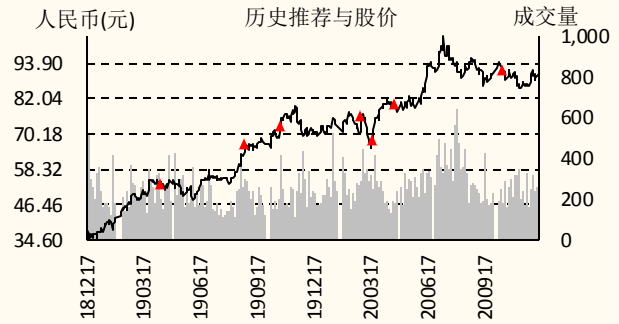
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-17	买入	64.86	N/A
2	2019-08-30	买入	76.94	N/A
3	2019-10-25	买入	82.71	N/A
4	2020-03-05	买入	87.80	N/A
5	2020-03-23	买入	80.16	N/A
6	2020-04-28	买入	96.35	N/A
7	2020-08-02	买入	94.38	N/A
8	2020-10-19	买入	93.10	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402