

2021年03月30日

恒瑞医药 (600276.SH)

鳞状 NSCLC 一线治疗数据优秀，全方位布局保证肺癌领域优势地位

■事件：公司在 2021 年欧洲肺癌大会(ELCC)上公布 CameL-sq 研究：卡瑞利珠单抗或安慰剂联合卡铂和紫杉醇一线治疗晚期鳞状 NSCLC 的临床试验数据。

■CameL-sq 研究表明卡瑞利珠单抗联合化疗一线治疗晚期鳞状 NSCLC 临床表现优秀。CameL-sq 研究是一项随机、双盲、多中心的 III 期临床试验，主要研究终点为 BIRC 评估的 PFS。研究纳入未经治疗的 IIIB-IV 期鳞状 NSCLC，患者接受卡瑞利珠单抗或安慰剂联合卡铂和紫杉醇治疗。截至 2020 年 11 月 6 日，卡瑞利珠单抗联合化疗组的 mPFS 显著优于化疗组 (8.5 个月 VS 4.9 个月, HR=0.37, $p < 0.0001$)，mOS 同样优于化疗组 (NR VS 14.5 个月, HR=0.55, $p < 0.0001$)。此外，卡瑞利珠单抗联合化疗组的 ORR 同样优于化疗组 (64.8% VS 36.7%, $p < 0.0001$)。无论患者 PD-L1 表达水平如何，患者均可以从卡瑞利珠单抗联合化疗中获益。

■鳞状 NSCLC 一线治疗市场空间广阔，卡瑞利珠单抗联合化疗方案预计 2022 年初获批上市。我国肺癌发病率位居恶性肿瘤发病首位，根据国家癌症中心发布的数据，2015 年我国新发肺癌病例约为 78.7 万例。其中，非小细胞肺癌 (NSCLC) 约占肺癌病例的 85%，而鳞状 NSCLC 又占有 NSCLC 病例的 30% 左右，预计中国每年鳞状 NSCLC 新发病例为 20 万。若 PD-1/PD-L1 单抗单抗渗透率为 30%-50%，则整个 PD-1/PD-L1 单抗的鳞状 NSCLC 市场规模达 30-50 亿元。目前国内针对鳞状 NSCLC 一线治疗的免疫疗法仅有有默沙东的帕博利珠单抗联合化疗 (2019 年 11 月获批) 与百济神州的替雷利珠单抗联合化疗 (2021 年 1 月获批) 获批上市。2021 年 3 月 26 日，CDE 受理公司卡瑞利珠单抗两项新适应症上市申请 (sNDA)，预计其中一项为鳞状 NSCLC 一线治疗，该适应症有望于 2022 年初获批上市。

■公司全方位布局肺癌领域，卡瑞利珠单抗+SHR-1316 (PD-L1 单抗) 保证一线治疗优势地位。

非小细胞肺癌 (NSCLC):

(1) 驱动基因阴性非鳞 NSCLC 一线治疗：公司卡瑞利珠单抗联合化疗一线治疗 EGFR/ALK 阴性非鳞 NSCLC 于 2020 年 6 月获批上市，该适应症于当年独家纳入医保。公司还布局卡瑞利珠单抗联合法米替尼

公司快报

证券研究报告

化学制剂

投资评级 买入-A

维持评级

股价 (2021-03-29) 90.53 元

交易数据

总市值 (百万元)	482,680.34
流通市值 (百万元)	480,376.14
总股本 (百万股)	5,331.72
流通股本 (百万股)	5,306.26
12 个月价格区间	78.50/115.01 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.97	-18.06	-4.11
绝对收益	-11.07	-16.39	19.81

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

相关报告

恒瑞医药: 20H1 业绩维持稳健增长, 创新研发兑现值得期待/马帅	2020-08-02
恒瑞医药: 20Q1 业绩稳健增长, 创新兑现值得期待/马帅	2020-04-27
恒瑞医药: 创新研发兑现+产品结构优化, 四季度及全年利润增速略超预期/马帅	2020-03-22
恒瑞医药: 卡瑞利珠单抗适应症获批, 未来业绩弹性值得期待/马帅	2020-03-04

和化疗一线治疗非鳞 NSCLC 以保持其一线治疗领先地位。

(2) 鳞状 NSCLC 一线治疗：卡瑞利珠单抗联合化疗一线治疗鳞状 NSCLC 预计已于 2021 年 3 月递交 sNDA，有望于 2022 年初获批上市。

(3) PD-L1 阳性 NSCLC 一线治疗：公司已开展了卡瑞利珠单抗单药或联合阿帕替尼一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 的 III 期临床试验，目前正在患者招募阶段。目前该领域除了卡瑞利珠单抗外，仅有进口 PD-1/PD-L1 单抗涉足。

小细胞肺癌 (SCLC)：

(1) 广泛期小细胞肺癌一线治疗：公司 PD-L1 单抗 SHR-1316 联合化疗一线治疗广泛期小细胞肺癌的 III 期临床试验已完成患者招募。在该领域公司还布局了卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼方案，有望实现公司在该领域治疗手段的多样化进而保持公司在广泛期小细胞肺癌一线治疗的优势地位。

(2) 局限期小细胞肺癌维持治疗：公司已开展 SHR-1316 联合同步放疗维持治疗局限期小细胞肺癌的 III 期临床试验，正在患者招募阶段。

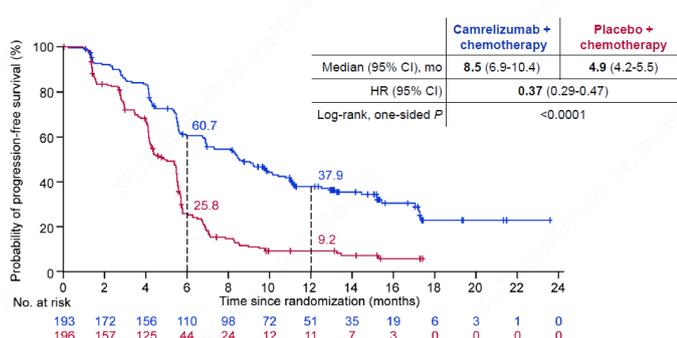
■ **投资建议：**我们预计公司 2020 年-2022 年的收入增速分别为 20.7%、25.0%、23.6%，净利润增速分别为 20.9%、22.6%、21.3%，对应 EPS 分别为 1.21 元、1.48 元、1.80 元，对应 PE 分别为 75.5 倍、61.6 倍、50.8 倍；成长性突出，维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**临床试验失败的风险；市场竞争加剧的风险。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	17,417.9	23,288.6	28,105.3	35,140.0	43,419.0
净利润	4,065.6	5,328.0	6,440.8	7,893.2	9,572.1
每股收益(元)	0.76	1.00	1.21	1.48	1.80
每股净资产(元)	3.70	4.65	5.87	7.07	8.52
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	119.6	91.3	75.5	61.6	50.8
市净率(倍)	24.7	19.6	15.5	12.9	10.7
净利润率	23.3%	22.9%	22.9%	22.5%	22.0%
净资产收益率	20.6%	21.5%	20.6%	20.9%	21.1%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
ROIC	35.2%	34.0%	61.4%	70.4%	77.8%

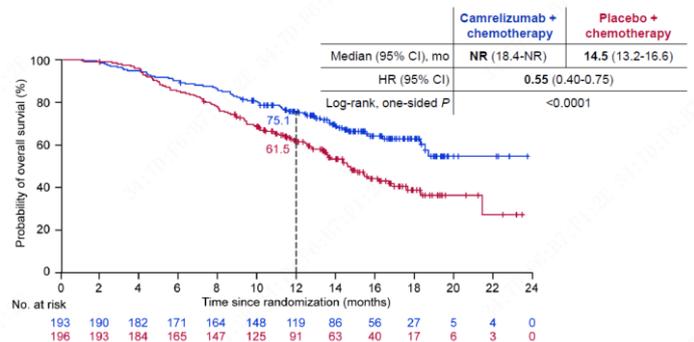
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

图 1: CameL-sq 研究 PFS 数据



资料来源: ELCC 2021, 安信证券研究中心

图 2: CameL-sq 研究 OS 数据



资料来源: ELCC 2021, 安信证券研究中心

表 1: PD-1/PD-L1 单抗一线治疗鳞状 NSCLC 进展

登记号	药物名称	厂商	联合用药	临床阶段	首次公示日期	开发阶段
CTR20170044	帕博利珠单抗	默沙东	化疗	III 期	2017-3-6	2019 年 11 月获批
CTR20180292	替雷利珠单抗	百济神州	化疗	III 期	2018-7-26	2021 年 1 月获批
CTR20181437	信迪利单抗	信达生物	化疗	III 期	2018-9-11	2020 年 8 月 sNDA 承办
CTR20181611	卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	化疗	III 期	2018-9-13	预计 2021 年 3 月 sNDA 承办
CTR20182025	派安普利单抗	康方生物/中国生物制药	化疗	III 期	2018-11-14	2021 年 2 月公告达到主要研究终点
CTR20190907	HLX10	复宏汉霖	化疗	III 期	2019-5-31	进行中 (招募中)

资料来源: CDE, 安信证券研究中心

表 2: PD-1/PD-L1 单抗鳞状 NSCLC 市场规模

肺癌患者人数 (万人)	78.7	78.7	78.7
NSCLC 占比	85%	85%	85%
NSCLC 患者人数 (万人)	66.9	66.9	66.9
鳞状 NSCLC 占比	30%	30%	30%
鳞状 NSCLC 患者人数 (万人)	20.1	20.1	20.1
PD-1/PD-L1 单抗单抗渗透率	30%	40%	50%
PD-1/PD-L1 单抗用药人数 (万人)	6.0	8.0	10.0
PD-1/PD-L1 单抗单价 (元/支)	2928	2928	2928
月使用数量 (支)	2	2	2
年使用时间 (月)	8.5	8.5	8.5
平均年费 (万元)	5	5	5
PD-1/PD-L1 单抗鳞状 NSCLC 市场规模 (亿元)	30	40	50

资料来源: 国家癌症中心, 世界卫生组织国际癌症研究机构 (IARC), 安信证券研究中心, 注: 单价参考卡瑞利珠单抗医保价格, 年使用时间参考 CameL-sq 研究 mPFS

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,417.9	23,288.6	28,105.3	35,140.0	43,419.0	成长性					
减:营业成本	2,334.6	2,912.9	3,519.7	4,444.7	5,499.1	营业收入增长率	25.9%	33.7%	20.7%	25.0%	23.6%
营业税费	236.8	216.3	289.5	388.7	443.6	营业利润增长率	20.7%	33.8%	20.4%	22.4%	21.1%
销售费用	6,464.5	8,525.0	9,808.7	12,369.3	15,370.3	净利润增长率	26.4%	31.1%	20.9%	22.5%	21.3%
管理费用	1,626.3	2,241.2	2,706.5	3,278.6	4,051.0	EBITDA 增长率	19.2%	38.0%	23.6%	20.8%	19.8%
研发费用	2,670.5	3,896.3	4,747.0	5,921.1	7,316.1	EBIT 增长率	19.2%	35.8%	26.6%	22.4%	21.1%
财务费用	-123.6	-133.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	22.2%	31.1%	23.1%	22.4%	21.0%
资产减值损失	25.3	-5.5	11.7	10.5	5.6	投资资本增长率	35.9%	-31.9%	6.7%	9.5%	15.8%
加:公允价值变动收益	-	37.5	80.2	50.0	-60.1	净资产增长率	24.2%	26.0%	26.2%	20.3%	20.5%
投资和汇兑收益	247.9	309.3	300.0	285.7	298.3						
营业利润	4,596.7	6,149.7	7,402.4	9,062.9	10,971.6	利润率					
加:营业外净收支	-97.6	-93.9	-80.0	-90.5	-88.2	毛利率	86.6%	87.5%	87.5%	87.4%	87.3%
利润总额	4,499.1	6,055.8	7,322.3	8,972.4	10,883.4	营业利润率	26.4%	26.4%	26.3%	25.8%	25.3%
减:所得税	437.9	729.3	880.9	1,078.5	1,310.4	净利润率	23.3%	22.9%	22.9%	22.5%	22.0%
净利润	4,065.6	5,328.0	6,440.8	7,893.2	9,572.1	EBITDA/营业收入	26.9%	27.8%	28.4%	27.5%	26.6%
						EBIT/营业收入	24.7%	25.1%	26.3%	25.8%	25.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	45	38	29	17	9
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	流动营业资本周转天数	205	139	88	86	87
货币资金	3,889.7	5,043.6	14,052.6	17,570.0	21,709.5	流动资产周转天数	336	312	362	378	361
交易性金融资产	-	8,519.8	8,600.0	8,650.0	8,589.9	应收帐款周转天数	84	81	81	82	82
应收帐款	4,743.1	5,800.6	6,849.1	9,216.5	10,467.0	存货周转天数	19	20	18	19	19
应收票据	658.9	528.6	2,265.1	604.5	2,753.9	总资产周转天数	418	386	435	439	404
预付帐款	568.9	591.2	825.9	931.1	1,261.5	投资资本周转天数	279	202	141	122	111
存货	1,030.6	1,606.8	1,274.8	2,434.7	2,255.5						
其他流动资产	7,178.2	220.7	280.0	280.0	280.0	投资回报率					
可供出售金融资产	154.6	-	-	-	-	ROE	20.6%	21.5%	20.6%	20.9%	21.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	18.2%	19.3%	16.0%	17.4%	18.3%
长期股权投资	1.0	60.0	60.0	60.0	60.0	ROIC	35.2%	34.0%	61.4%	70.4%	77.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,328.8	2,542.0	1,957.8	1,373.6	789.3	销售费用率	37.1%	36.6%	34.9%	35.2%	35.4%
在建工程	1,357.3	1,532.8	1,532.8	1,532.8	1,532.8	管理费用率	9.3%	9.6%	9.6%	9.3%	9.3%
无形资产	272.7	349.8	341.3	332.8	324.3	研发费用率	15.3%	16.7%	16.9%	16.9%	16.9%
其他非流动资产	177.5	760.6	2,316.7	2,278.3	2,239.8	财务费用率	-0.7%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	22,361.2	27,556.5	40,356.1	45,264.3	52,263.6	四费/营业收入	61.1%	62.4%	61.4%	61.4%	61.6%
短期债务	-	-	2,368.8	3,053.6	1,312.7	偿债能力					
应付帐款	2,117.3	2,024.3	2,796.2	3,527.9	4,196.9	资产负债率	11.5%	9.5%	22.0%	16.4%	12.8%
应付票据	20.9	-	18.9	12.9	23.2	负债权益比	12.9%	10.5%	28.2%	19.6%	14.6%
其他流动负债	355.5	448.4	1,155.7	714.2	1,021.9	流动比率	7.25	9.02	5.39	5.43	7.22
长期借款	-	-	2,459.5	-	-	速动比率	6.83	8.37	5.19	5.10	6.87
其他非流动负债	69.9	146.3	87.3	101.2	111.6	利息保障倍数	-34.84	-43.71			
负债总额	2,563.5	2,618.9	8,886.4	7,409.8	6,666.3	分红指标					
少数股东权益	69.6	162.2	162.8	163.6	164.6	DPS(元)	0.15	0.19	0.23	0.28	0.34
股本	3,685.9	4,422.8	5,331.7	5,331.7	5,331.7	分红比率	19.9%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%
留存收益	16,686.0	20,765.8	25,975.1	32,359.1	40,101.0	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
股东权益	19,797.7	24,937.5	31,469.7	37,854.5	45,597.3						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,061.2	5,326.5	6,440.8	7,893.2	9,572.1	EPS(元)	0.76	1.00	1.21	1.48	1.80
加:折旧和摊销	380.8	645.8	592.7	592.7	592.7	BVPS(元)	3.70	4.65	5.87	7.07	8.52
资产减值准备	25.3	18.7	-	-	-	PE(X)	119.6	91.3	75.5	61.6	50.8
公允价值变动损失	-	-37.5	80.2	50.0	-60.1	PB(X)	24.7	19.6	15.5	12.9	10.7
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	-10,351.	47.3	46.1	96.6	82.9
投资损失	-247.9	-309.3	-300.0	-285.7	-298.3	P/S	27.9	20.9	17.3	13.8	11.2
少数股东损益	-4.4	-1.6	0.6	0.8	1.0	EV/EBITDA	40.6	57.7	58.3	47.8	39.4
营运资金的变动	-4,615.2	4,577.4	-2,864.0	-1,635.4	-2,515.3	CAGR(%)	24.8%	21.6%	25.1%	24.8%	21.6%
经营活动产生现金流量	2,774.2	3,816.8	3,950.4	6,615.5	7,292.1	PEG	4.8	4.2	3.0	2.5	2.4
投资活动产生现金流量	-2,855.5	-1,945.4	139.6	185.7	418.5	ROIC/WACC	3.9	3.8	6.8	7.9	8.7
融资活动产生现金流量	-368.4	-718.5	4,919.0	-3,283.8	-3,571.0	REP	3.1	9.3	6.0	4.7	3.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

马帅声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034