

# 恒瑞医药 (600276.SH)

## 2020 全年符合预期，下半年回暖明显，后续看龙头创新持续推进

恒瑞医药发布 2020 年度报告。2020 年全年公司实现营业收入 277.35 亿元，同比增长 19.09%；归属于上市公司股东的净利 63.28 亿元，同比增长 18.78%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 59.61 亿元，同比增长 19.73%。实现 EPS 为 1.19 元。

恒瑞医药发布 2021 年一季度报告。2021 年 Q1 公司实现营业收入 69.29 亿元，同比增长 25.37%；归属于上市公司股东的净利 14.97 亿元，同比增长 13.77%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 14.71 亿元，同比增长 15.27%。实现 EPS 为 0.28 元。

**观点。2020 全年符合预期，下半年回暖明显，肿瘤创新产品拉动增速**

**龙头疫情之下实现了稳健增长，整体符合预期。**2020 全年股权激励费用 3.3 亿元，剔除股权激励费用影响，归母净利润增长 20.45%，扣非净利润净利润增长 21.49%。考虑到研发投入力度和整体疫情影响，公司收入符合利润稳健符合预期：抗肿瘤线收入 152.68 亿 (+44.37%)，麻醉线收入 45.91 亿 (-16.63%) 造影剂收入 36.30 亿 (+12.40%)，其他收入 41.23 亿 (+4.78%)。麻醉线下滑主要是在疫情叠加右美承压，造影线稳健增长，我们预计下半年回暖明显。

**展望 2021，公司收入端增速仍有望维持 25%+ 快速增长：**

- **肿瘤线 (40% 以上增速)：**综合考虑 PD-1 大适应症进入医保后的快速放量、吡咯替尼、19K 等品种在 2020 的持续放量 (正向) 以及第五批集采品种的降价 (负向)。
- **麻醉线 (15-20% 增速)：**综合考虑新品瑞马唑仑及艾斯氯胺酮放量，麻醉恢复性增长 (正向)，以及顺阿曲库铵进入集采后的降价 (负向)。
- **造影剂 (15-20% 增速)：**综合考虑恢复性增长、碘佛醇大体量之下增速放缓以及碘克沙醇未来进入集采后的降价。
- **其他：**帕立骨化醇、磺达肝癸钠、地氟烷、帕瑞昔布、替莫唑胺等叠加放量。

**盈利预测与投资建议。**公司 PD-1、吡咯替尼、19K、瑞马唑仑等创新药放量将快速拉动收入增长，未来三年公司创新药收入占比有望提升至 50%。看 10 年维度，鼓励创新带来的国内用药结构发生变化，龙头集中度提升，恒瑞远未到天花板。基于新品放量和创新药获批预期，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 76.25 亿元、94.94 亿元、116.35 亿元，增长分别为 20.5%、24.5%、22.5%。EPS 分别为 1.43 元、1.78 元、2.18 元，对应 PE 分别为 57x、46x、38x。公司未来创新和国际化持续推进，我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

**风险提示：**海外业务增速低于预期、创新药研发失败风险、仿制药放量不达预期等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	23,289	27,735	34,939	42,238	50,808
增长率 yoy (%)	33.7	19.1	26.0	20.9	20.3
归母净利润 (百万元)	5,328	6,328	7,625	9,494	11,635
增长率 yoy (%)	31.1	18.8	20.5	24.5	22.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.00	1.19	1.43	1.78	2.18
净资产收益率 (%)	21.4	20.5	19.9	20.1	20.1
P/E (倍)	82.1	69.2	57.4	46.1	37.6
P/B (倍)	17.7	14.3	11.5	9.3	7.6

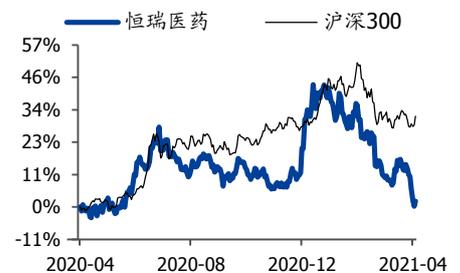
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 19 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
04 月 19 日收盘价	82.09
总市值(百万元)	437,680.65
总股本(百万股)	5,331.72
其中自由流通股 (%)	99.52
30 日日均成交量(百万股)	20.47

### 股价走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

### 相关研究

- 1、《恒瑞医药 (600276.SH)：整体业绩稳健符合预期预期，龙头 2020 年研发持续快速推进》2020-10-20
- 2、《恒瑞医药 (600276.SH)：疫情影响下业绩稳健符合预期，大范围激励奠定下半年高增长基础》2020-08-02
- 3、《恒瑞医药 (600276.SH)：Q1 业绩稳健，略超预期，龙头 2020 年研发持续快速推进》2020-04-27





## 内容目录

事件.....	4
观点.....	4
1. 2020 全年符合预期，下半年回暖明显，肿瘤创新产品拉动增速 .....	4
2. 2021 年一季度符合预期，研发投入力度继续加大 .....	6
2. 2020 大事梳理，创新及联合用药并驾齐驱 .....	6
3. 创新成果加速转化，医保助力产品放量 .....	11
4. 大范围激励彰显公司信心 .....	14
结论.....	15
风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品终端销售情况.....	5
图表 2: 恒瑞主要品种销售量及增速.....	5
图表 3: 2020 年恒瑞大事记 .....	7
图表 4: 恒瑞临床后期及 NDA 品种概览.....	11
图表 5: 公司重点推进创新药项目 .....	12

## 事件

**恒瑞医药发布 2020 年度报告。**2020 年全年公司实现营业收入 277.35 亿元，同比增长 19.09%；归属于上市公司股东的净利 63.28 亿元，同比增长 18.78%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 59.61 亿元，同比增长 19.73%。实现 EPS 为 1.19 元。

2020 年 Q4 单季度公司实现营业收入 83.21 亿元，同比增长 31.18%；归属于上市公司股东的净利 20.70 亿元，同比增长 29.92%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 18.20 亿元，同比增长 26.16%。实现 EPS 为 0.39 元。

**恒瑞医药发布 2021 年一季度报告。**2021 年 Q1 公司实现营业收入 69.29 亿元，同比增长 25.37%；归属于上市公司股东的净利 14.97 亿元，同比增长 13.77%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 14.71 亿元，同比增长 15.27%。实现 EPS 为 0.28 元。

## 观点

### 1. 2020 全年符合预期，下半年回暖明显，肿瘤创新产品拉动增速

公司全年营收 277.35 亿元，同比增长 19.09%，归母净利润 63.28 亿元，增速 18.78%，在疫情之下实现了稳健增长，整体符合预期。2020 全年股权激励费用 3.3 亿元，剔除股权激励费用影响，归母净利润增长 20.45%，扣非净利润净利润增长 21.49%。考虑到研发投入力度和整体疫情影响，公司收入符合利润稳健符合预期。

分板块来看 2020 年收入，公司最主要抗肿瘤表现优异，麻醉、造影剂受到了疫情的影响，但是下半年回暖。抗肿瘤线收入 152.68 亿(+44.37%)，麻醉线收入 45.91 亿(-16.63%)，造影剂收入 36.30 亿(+12.40%)，其他收入 41.23 亿(+4.78%)。麻醉线下滑主要是在疫情叠加右美承压，造影线稳健增长，我们预计下半年回暖明显。

分季度来看

Q1-Q4 收入增速分别为 11.28%、14.28%、17.13%、31.18%，Q1-Q4 业绩增速分别为 13.15%、13.46%、15.97%、20.70%，呈现逐季向好的趋势，Q4 略超预期。公司在 2019 年 53 亿利润体量基数，且 20 年研发投入 49.89 亿(+28.04%)的情况下，仍有超过 20%的业绩增速（剔除激励费用的影响），略超预期。主要驱动还是几大新品快速放量拉动。公司利润增速略慢于收入增速，主要原因还是研发投入力度大。

从毛利率的角度，公司整体毛利率维持稳定，分产品线来看：

- **肿瘤线 (毛利率 93.35%)**: 毛利率比去年减少 0.62pp。
- **麻醉线 (毛利率 90.34%)**: 毛利率比去年增加 0.13pp，右美影响逐步减弱。
- **造影剂 (毛利率 72.41%)**: 毛利率比去年减少 0.54pp，我们判断主要是原材料端价格影响。
- **其他 (毛利率 78.49%)**: 毛利率比去年增加 0.34pp，主要也是艾瑞昔布等等新品放量拉动。

分国内外来看，国内营收 268.54 亿，仍是主要收入来源，增速 18.75%，海外板块收入 7.58 亿，增速 19.96%，海外板块收入出现回暖。

分产品来看，综合公司产销量口径推断：

- **肿瘤线 (152.68 亿, +44.37%)**: 公司最重要板块, 2020 年表现持续亮眼, 增长驱动主要来自于新品的快速放量。公司披露白紫的销售量 180.25 万瓶 (+174.11%), 我们根据中标价估算收入接近 14 亿。PD-1 终端销售额预计超过 60 亿 (价格\*实际销售量, 并非报表收入, 还需要扣税), 其他新品我们根据样本医院及草根调研结果估算吡咯替尼 10 亿以上、19K15 亿以上。老品种方面我们推测公司传统肿瘤仿制品种加总整体持平。
- **麻醉线 (45.91 亿, -16.63%)**: 布托啡诺公司披露销量增速-9.41%, 收到疫情影响; 其他品种我们推测均有不同程度的下滑。
- **造影剂 (36.30 亿, +12.40%)**: 碘克沙醇公司披露销量增速 13.92%, 根据中标价计算整体收入规模超过 20 亿, 碘佛醇我们根据样本医院终端推测增速在 30% 左右。
- **其他 (41.23 亿, +4.78%)**: 主要由艾瑞昔布和卡泊芬净等拉动。

图表 1: 公司主要产品终端销售情况

主要药(产)品名称	规格	平均中标价(元)	各品种医疗机构的合计实际采购量(万)	公司披露实际销量(万)	按中标价与采购量估算医院终端金额(亿元)	估算品种实际终端销售(亿元)
注射用卡瑞利珠单抗	200mg	19800.00	3.14	30.96	6.23	61.30
碘克沙醇注射液	100ml	645.50	364.50	420.76	23.53	27.16
甲磺酸阿帕替尼片	0.25g*10s	1150.00	62.64	113.40	8.22	14.88
	0.25g*30s	3450.00				
	0.375g*10s	1568.60				
	0.425g*14s	2416.82				
注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	100mg	780.00	100.50	174.11	7.84	13.58
酒石酸布托啡诺注射液	1ml:1mg	39.26	2772.49	3409.11	14.02	17.24
	2ml:4mg	105.21				

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所 (备注: 医疗机构采购量和实际销量均为公司年报披露, 其中标红的为计算出来差异较大的品种, 我们推测差值是在药店渠道销售较多、医院终端金额为不同规格的平均中标价\*相应规格的采购量并加总, 估算品种实际终端价格是按照机构采购量和实际销量的比例推算。计算的终端销售为含税收入, 与公司报表收入中间还有增值税和配送费的差异)

图表 2: 恒瑞主要品种销售量及增速

主要产品	2020 销售量 (万)	2020 年销售量 增速 (%)	2019 销售量 (万)	2019 年销售量 增速 (%)	2018 年销售量 增速 (%)	2017 年销售量 增速 (%)
碘克沙醇注射液	420.76	13.92	369.34	49.11	57.36	66.4
酒石酸布托啡诺注射液	3409.11	-9.41	3,763.31	58.51	/	/
甲磺酸阿帕替尼片	113.4	-2.74	/	/	/	/
注射用卡瑞利珠单抗	30.69	326.42	/	/	/	/
注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	180.25	174.11	65.76	1526.89	/	/
厄贝沙坦片			4,952.76	9.51	/	/
艾瑞昔布片			1,617.59	68.18	/	/
多西他赛注射液			438.71	-6.76	20.91	23.18
钠钾镁钙葡萄糖注射液			3,011.71	8.53	2.95	6.89
注射用顺苯磺酸阿曲库铵			2,100.51	23.97	/	/

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

**展望 2021，公司收入端增速仍有望维持 25%+快速增长，基于以下几个方面：**

- **肿瘤线（40%以上增速）：**综合考虑 PD-1 大适应症进入医保后的快富放量、吡咯替尼、19K 等品种在 2020 的持续放量（正向）以及第五批集采品种的降价（负向）。
- **麻醉线（15-20%增速）：**综合考虑新品瑞马唑仑及艾斯氯胺酮放量，麻醉恢复性增长（正向），以及顺阿曲库铵进入集采后的降价（负向）。
- **造影剂（15-20%增速）：**综合考虑恢复性增长、碘佛醇大体量之下增速放缓以及碘克沙醇未来进入集采后的降价。
- **其他：**帕立骨化醇、磺达肝癸钠、地氟烷、帕瑞昔布、替莫唑胺等叠加放量。

**财务指标方面，**公司综合毛利率 87.93%，与去年（87.48%）相比稳中有升。公司销售费用率为 35.34%，比去年 36.61%下降 1.27pp，销售费用控制良好（今年激励摊销相较于去年有所增加，扣掉摊销影响销售费用率下降的更多）；管理费用率为 11.05%，比去年 9.62%上升 1.43pp，主要是职工薪酬有较大幅度增长；公司研发费用率 17.99%，较去年 16.73%又提高了 1.26pp，研发投入力度持续加大，体现公司对创新的重视。公司财务费用与去年相比持平略降，整体报表财务指标稳健。

## 2. 2021 年一季度符合预期，研发投入力度继续加大

2021 年 Q1 公司营业收入 69.29 亿元（+25.37%），归母净利润 14.97 亿元（+13.77%），扣非净利润 14.71 亿元（+15.27%）。收入增长符合预期，利润增速略低于预期。主要原因是激励费用较多（1.86 亿）以及研发投入力度持续加大（Q1 研发投入 13.16 亿元，增速 62%，收入占比高达 19%，去年同期为 8.11 亿元，收入占比 15%）。剔除股权激励费用影响，归母净利润增速 24.24%，扣非净利润增速 26.04%。

Q1 收入符合预期。考虑到 3 月 1 日 PD-1 执行医保后的新价格，从每支 19800 元降至 2928 元，但是渗透率和新患数的增长是一个循序渐进的过程，整体 Q1 收入端符合预期。

Q1 利润端表现比较低，利润增速显著慢于收入增速，主要原因就在于激励费用摊销和研发费用的大力投入。

**Q1 财务指标方面，**公司综合毛利率 86.86%，与去年同期（86.59%）相比稳中有升。公司销售费用率为 33.63%，比去年 34.86%下降 1.23pp，销售费用控制良好；管理费用率为 9.08%，比去年 8.96%略有上升，主要是激励费用的摊销；公司研发费用率 19.00%，较去年 14.68%大幅度提升，一方面是去年 Q1 疫情之下研发支出基数相对小，第二是 2021 年公司对创新更加重视。

公司经营性现金流下滑较多，主要是支付的研发及材料款项增加，后续有待继续观察。

## 2. 2020 大事梳理，创新及联合用药并驾齐驱

**2020 年公司研发推进加速，**共计 14 种产品在国内处于临床 III 期及以上阶段，针对 PD-1 其他适应症、PD-L1、PARP 抑制剂、CDK4/6、AR 抑制剂等，疾病类型覆盖肿瘤、2 型糖尿病、血液病、自身免疫性疾病、高血脂等。管线布局全面，研发动力强劲。

图表 3: 2020 年恒瑞大事记

时间	事件	分类	备注
2020.1.3	瑞马唑仑获批上市	创新药获批	峰值有望超 10 亿, 拉动恒瑞麻醉线再上台阶
2020.1.14	甲磺酸阿帕替尼片与吉非替尼片联合用于一线治疗 IIIB-IV 期 EGFR 基因突变型非鳞非小细胞肺癌的临床试验获批	联合用药推进	无
2020.1.14	氟唑帕利联合醋酸阿比特龙在转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC) 患者中的药代动力学 (PK) 和安全性的 I 期研究获批临床	联合用药推进	I 期
2020.1.19	阿比特龙、曲美他嗪、替吉奥、白蛋白紫杉醇集采中标	一致性评价进展	阿比特龙和曲美他嗪为增量品种, 白蛋白紫杉醇和替吉奥为存量品种
2020.1.22	卡瑞利珠单抗联合白蛋白紫杉醇加阿帕替尼、卡瑞利珠单抗联合白蛋白紫杉醇对比白蛋白紫杉醇治疗晚期三阴性乳腺癌的随机、开放、平行对照、多中心的 III 期临床研究获批临床	联合用药推进	III 期
2020.2.15	氟唑帕利或氟唑帕利联合甲磺酸阿帕替尼对比安慰剂用于晚期卵巢癌一线含铂化疗后维持治疗的随机、双盲、对照、多中心 III 期临床研究获批临床	联合用药推进	III 期
2020.2.15	甲磺酸阿帕替尼片针对既往接受过至少一线系统性治疗后失败或不可耐受的晚期肝细胞癌患者的 III 期临床试验完成	国内创新推进	新适应症拓展
2020.2.18	SHR0302 获批临床	国内创新推进	JAK1 激酶选择性抑制剂
2020.2.18	卡培他滨通过一致性评价	一致性评价进展	无
2020.2.25	SHR5126 片获批临床	国内创新推进	A2AR 拮抗剂, 目前国内外未见同类品种获批上市及销售
2020.3.3	SHR2554 片联合 SHR1459 片用于治疗标准治疗失败或无标准治疗可用的复发/难治 B 细胞非霍奇金淋巴瘤的临床试验获批临床	联合用药推进	EZH2+BTK
2020.3.3	氟唑帕利或氟唑帕利联合阿帕替尼对比研究者选择化疗治疗 HER-2 表达阴性转移性乳腺癌的随机、开放、对照、多中心 III 期临床研究获批临床	联合用药推进	III 期
2020.3.7	卡瑞利珠单抗联合甲磺酸阿帕替尼或卡瑞利珠单抗对比含铂双药化疗一线治疗 PD-L1 表达阳性的复发性或晚期非小细胞肺癌的随机、开放、对照、多中心的 III 期临床研究获批临床	联合用药推进	III 期
2020.3.7	阿帕替尼拟联合注射用卡瑞利珠单抗用于一线治疗 PD-L1 表达阳性 (TPS ≥ 1%) 且不伴有 EGFR/ALK 基因突变异常的复发或晚期非小细胞肺癌患者的临床试验获批临床	联合用药推进	无
2020.3.7	卡瑞利珠单抗肝癌适应症获批	国内创新推进	新适应症拓展
2020.3.18	SHR2150 注射液获批临床	国内创新推进	抗肿瘤新药
2020.3.25	阿比特龙与泼尼松或泼尼松龙合用治疗转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC) 获批临床	联合用药推进	新适应症拓展
2020.3.28	法米替尼与注射用卡瑞利珠单抗联用治疗晚期泌尿系统肿瘤及妇科肿瘤获批临床	联合用药推进	无
2020.3.28	注射用卡瑞利珠单抗联合苹果酸法米替尼胶囊治疗晚期实体瘤获批临床	联合用药推进	无
2020.4.1	氟唑帕利胶囊联合 mFOLFIRINOX 化疗并序贯氟唑帕利胶囊单药维持治疗晚期胰腺癌的耐受性、安全性和疗效的 Ib/II 期临床获	联合用药推进	Ib/II 期

## 批临床

2020.4.10	卡瑞利珠单抗联合甲磺酸阿帕替尼对比紫杉醇或伊立替康治疗一线化疗失败的晚期胃或胃食管结合部腺癌的随机、开放、对照、多中心III期临床研究获批临床	联合用药推进	III 期
2020.4.15	SHR1459 片获批临床	国内创新推进	BTK, 增加 50mg 规格
2020.4.21	许可韩国 CrystalGenomics 公司在韩国开发和销售 PD-1 单克隆抗体	创新国际化	提升公司创新品牌和海外业绩。
2020.4.29	非布司他通过一致性评价	一致性评价进展	无
2020.5.9	SHR7280 片获批临床	国内创新推进	增加 150 mg 规格和剂量
2020.5.13	与司太立签署碘海醇和碘帕醇合作协议	国内仿制药合作	绑定上游原料药, 合作双赢
2020.5.13	苹果酸法米替尼胶囊联合注射用卡瑞利珠单抗、SHR2554 片治疗晚期恶性肿瘤获批临床	联合用药推进	法米替尼+PD-1+EZH2
2020.5.14	氟唑帕利联合替莫唑胺 ± 抗 PD-L1 抗体 SHR-1316 治疗复发性小细胞肺癌的剂量探索、剂量扩展的 I b/II 期研究获批临床	联合用药推进	Ib/II 期
2020.5.14	SHR0302 片获批临床	国内创新推进	JAK1 强直性脊柱炎适应症拓展
2020.5.15	瑞马唑仑纤维支气管镜诊疗镇静的 III 期临床试验获批, 豁免 I 期和 II 期临床研究	国内创新推进	瑞马唑仑适应症拓展
2020.5.29	SHR-1316 注射液联合氟唑帕利胶囊及替莫唑胺胶囊治疗复发性小细胞肺癌的试验获批临床	联合用药推进	PD-L1+PARP
2020.5.29	他氟前列腺素滴眼液纳入优先审批	国内优先审批	无
2020.5.30	SHR8008 胶囊获批临床	国内创新推进	真菌 CYP51 酶抑制剂
2020.6.2	卡瑞利珠单抗联合同步放化疗对比安慰剂联合同步放化疗用于不可手术切除的局部晚期食管鳞癌治疗的随机、双盲、对照、多中心 III 期临床研究获批临床	联合用药推进	III 期
2020.6.4	吉非替尼获批	仿制药获批	化药 4 类
2020.6.18	盐酸右美托咪定氯化钠注射液获得 FDA ANDA	制剂出口推进	
2020.6.20	卡瑞利珠单抗非小细胞肺癌&食管鳞癌适应症获批	国内创新推进	新适应症拓展
2020.6.24	SHR2285 片适应症变更获批临床	国内创新推进	用于预防或治疗动静脉血栓
2020.7.1	甲苯磺酸瑞马唑仑获批用于常规胃镜检查的镇静	国内创新推进	新适应症拓展
2020.7.2	HRS5091 片获批临床	国内创新推进	慢性乙型肝炎, 有同类产品处于临床试验阶段, 国内外未有同类产品获批上市
2020.7.3	SHR0302 碱软膏获批临床	国内创新推进	JAK1 软膏用于白癜风
2020.7.14	瑞马唑仑 ICU 机械通气镇静获批临床	国内创新推进	新适应症拓展
2020.7.16	SHR1703 注射液用于治疗嗜酸性粒细胞升高相关疾病(如嗜酸性粒细胞型重症哮喘)的试验获批临床	国内创新推进	IL-5 单抗
2020.7.21	卡瑞利珠单抗联合化疗对比安慰剂联合化疗新辅助治疗早期或局部晚期三阴性乳腺癌的双盲、随机、平行对照、多中心的 III 期研究获批临床	联合用药推进	III 期
2020.7.22	HR18042 片获批临床	国内创新推进	非甾体类抗炎药艾瑞昔布和弱阿片类镇痛药组成的复方, 拟用于中度至重度急性疼痛
2020.7.23	SHR-A1811 获批临床	国内创新推进	HER2-ADC

2020.7.24	注射用 SHR-1806 获批临床	国内创新推进	促进 T 细胞活化抗肿瘤，全球尚未有同靶点药物获批上市
2020.8.1	2020 年限制性激励草案	激励	无
2020.8.6	氟唑帕利胶囊联合甲磺酸阿帕替尼片治疗复发性卵巢癌的临床试验获批	联合用药推进	小分子抗血管生成+PARP 抑制剂
2020.8.6	SHR-1316 注射液用于局限期小细胞肺癌的临床试验获批	国内创新推进	自主研发抗 PD-L1 抑制剂
2020.8.7	注射用 HR18034 用于术后镇痛的临床试验获批	国内创新推进	2 类改良型新药
2020.8.13	卡瑞利珠单抗联合顺铂和吉西他滨一线治疗局部复发或远处转移鼻咽癌的随机、双盲、安慰剂对照、多中心 III 期临床研究 (CAPTAIN-1st) 到达主要研究终点	联合用药推进	III 期
2020.8.25	苹果酸法米替尼对比苹果酸舒尼替尼治疗经伊马替尼治疗失败的晚期胃肠间质瘤的随机、开放、对照、多中心 III 期临床研究获批	国内创新推进	III 期
2020.8.28	脯氨酸恒格列净片联合厄贝沙坦治疗合并高血压的 2 型糖尿病肾病获批临床	联合用药推进	无
2020.9.3	卡瑞利珠单抗晚期鼻咽癌适应症被国家药品监督管理局纳入拟优先审评品种公示名单	国内优先审批	无
2020.9.8	SHR-1701 联合苹果酸法米替尼治疗晚期恶性实体肿瘤的开放性、多中心 I/II 期临床研究获批	联合用药推进	I/II 期
2020.9.15	马来酸吡咯替尼治疗用于既往一线化疗失败的 HER2 异常的晚期/转移性胆道癌的 II 期临床试验获批	国内创新推进	新适应症拓展
2020.9.15	注射用卡瑞利珠单抗联合苹果酸法米替尼胶囊或安慰剂与培美曲塞和卡铂一线治疗晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌患者的随机、双盲、对照、多中心 III 期临床研究获批	联合用药推进	III 期
2020.9.18	SHR-1701 联合吉西他滨和白蛋白紫杉醇一线治疗晚期/转移性胰腺癌的 Ib/II 期临床研究、SHR-1701 单药或联合化疗治疗不可切除的 III 期非小细胞肺癌的开放性、多中心 II 期临床研究获批	联合用药推进	Ib/II 期; III 期; 抗 PD-L1/TGF-β RII 双功能融合蛋白
2020.9.22	缬沙坦氢氯地平片 (I) 获批上市	仿制药获批	4 类仿制药
2020.9.28	许可 HLB-LS 公司在韩开发、销售马来酸吡咯替尼	创新国际化	提升公司创新品牌和海外业绩
2020.9.28	氟唑帕利胶囊对比安慰剂用于复发性卵巢癌维持治疗的随机、双盲、对照、多中心 III 期临床研究 (FZPL-III-301-OC) 达到主要研究终点	国内创新推进	III 期
2020.9.29	注射用 HR17020 用于预防肾病综合征患者血栓栓塞临床试验获批	国内创新推进	自主研发 2 类改良型新药，靶向 Xa 因子
2020.10.9	格隆溴铵注射液获批上市	仿制药获批	国内首家获批注射液剂型，已有片剂和吸入粉雾剂胶囊获批
2020.10.20	SHR3680 联合多西他赛化疗用于既往醋酸阿比特龙治疗失败的转移性去势抵抗性前列腺癌的多中心、随机、开放、对照 II 期临床研究获批	联合用药推进	AR 拮抗剂+化药
2020.10.20	氟唑帕利胶囊联合 mFOLFIRINOX 化疗用于胰腺癌新辅助和辅助化疗的耐受性、安全性和疗效的 I 期临床研究获批	联合用药推进	I 期，自主知识产权 PARP 抑制剂
2020.10.22	盐酸普拉克索缓释片获批上市	仿制药获批	BI 首创，非麦角碱类多巴胺受体激动剂
2020.10.23	卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼用于肝细胞癌 (HCC) 根治性手术或消融后伴高复发风险人群辅助治疗的随机对照、开放、多中心 III 期临床研究获批	联合用药推进	III 期

2020.11.9	海曲泊帕乙醇胺片用于儿童和青少年慢性原发免疫性血小板减少症 III 期临床试验获批	国内创新推进	口服小分子非肽类 TPO-R 激动剂
2020.11.9	SHR3680 联合雄激素去除疗法 (ADT) 对比比卡鲁胺联合 ADT 治疗高瘤负荷的转移性激素敏感性前列腺癌的多中心、随机、开放的 III 期临床研究获批	联合用药推进	新型雄激素受体 (AR) 拮抗剂
2020.11.10	脯氨酸恒格列净片、磷酸瑞格列汀片与盐酸二甲双胍联合用于治疗 2 型糖尿病的临床试验获批	联合用药推进	SGLT2+DPP-IV+ 葡萄糖输出抑制
2020.11.10	许可韩国东亚公司在韩开发、生产和销售 SHR-1701	创新国际化	提升公司创新品牌和海外业绩
2020.11.12	卡瑞利珠单抗联合顺铂和吉西他滨用于局部复发或转移性鼻咽癌患者的一线治疗注册申请获国家药品监督管理局受理, 并被国家药品监督管理局药品审评中心纳入拟优先审评品种公示名单	联合用药推进	无
2020.11.12	脯氨酸恒格列净片对射血分数降低的慢性心力衰竭受试者 (NYHA II-IV 级) 的心衰事件和死亡率的有效性和安全性的临床研究获批	国内创新推进	SGLT2 抑制剂
2020.11.13	卡瑞利珠单抗联合法米替尼对比卡瑞利珠单抗单药或研究者选择治疗方案治疗晚期肾细胞癌的有效性和安全性的随机、阳性对照、开放、多中心、III 期临床试验获批	联合用药推进	III 期
2020.11.16	SHR-1314 用于强制性脊柱炎获批临床	国内创新推进	国内首个自主研发靶向人 IL-17A 重组人源化单克隆抗体
2020.11.25	注射用卡瑞利珠单抗与苹果酸法米替尼胶囊用于经过一线级以上治疗失败的复发转移性宫颈癌联合疗法被国家药品监督管理局药品审评中心纳入拟突破性治疗品种公示名单	联合用药推进	PD-1 抑制剂+小分子多靶点酪氨酸激酶抑制剂
2020.11.30	他达拉菲片获批上市	仿制药获批	化药 4 类
2020.12.2	诺利糖肽注射液用于肥胖或超重合并至少一个体重相关并发症适应症获批临床	国内创新推进	无
2020.12.7	氟唑帕利胶囊联合醋酸阿比特龙和泼尼松用于治疗转移性去势抵抗性前列腺癌的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 III 期临床试验获批	联合用药推进	拓展适应症
2020.12.7	SHR8058 用于睑板腺功能障碍相关干眼病获批临床	引入创新推进	无
2020.12.16	卡瑞利珠单抗联合紫杉醇和顺铂用于晚期食管癌一线治疗随机、双盲、安慰剂对照、多中心 III 期临床研究 (ESCORT-1st) 达到主要研究终点	联合用药推进	III 期
2020.12.16	卡瑞利珠单抗联合化疗用于晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌患者一线治疗的 III 期临床研究 (SHR-1210-III-307) 达到主要研究终点	联合用药推进	III 期
2020.12.17	PARP 抑制剂氟唑帕利胶囊获批上市	创新药获批	国内首个自主研发、具知识产权 PARP 抑制剂
2020.12.19	卡瑞利珠单抗联合卡铂和培美曲塞对比单纯化疗一线治疗晚期非鳞非小细胞肺癌的随机、开放、多中心、III 期临床试验 (Camel) 结果发表于 Lancet	联合用药推进	PD-1+抗叶酸
2020.12.24	SHR6390 片联合氟维司群治疗 HR 阳性、HER2 阴性的经内分泌治疗后疾病进展的局部晚期或晚期乳腺癌的多中心、随机、对照、双盲的 III 期临床研究达到主要研究终点	联合用药推进	CDK4/6+雌激素拮抗
2020.12.24	SHR8028 滴眼液用于干眼症获批临床	国内创新推进	III 期
2020.12.25	注射用 SHR-1916 获批晚期恶性肿瘤临床	国内创新推进	I 期
2020.12.28	卡瑞利珠单抗成功进入医保目录, 用于晚期肺癌、肝癌、食管癌	国内创新推进	全适应症进入

### 3. 创新成果加速转化，医保助力产品放量

**致力研发，公司获得创新成果加速转化：**2020年全年研发投入资金49.89亿元，同比增长28%，研发投入可达销售收入的18%，大力创新投入获得了系列学术和转化成果。注射用卡瑞利珠单抗与苹果酸法米替尼胶囊联合治疗复发转移性宫颈癌被纳入突破性治疗名单；注射用卡瑞利珠单抗局部复发或转移性鼻咽癌适应症及他氟前列素滴眼液等申请上市并获优先审评资格；注射用卡瑞利珠单抗肺癌临床研究中位总生存期长达27.9个月，创全球同类最佳，发表《柳叶刀》杂志获得学界认可。

报告期内共取得创新药制剂生产批件6个、仿制药制剂生产批件5个和创新药临床批件82个、仿制药临床批件2个；取得一致性评价批件3个，完成5种产品一致性评价申报。自主研发的创新药PARP抑制剂氟唑帕利胶囊获批上市，成为中国首个自主研发、拥有自主知识产权的PARP抑制剂，优异临床数据印证其对卵巢癌复发有效抑制作用；注射用卡瑞利珠单抗获批三个新适应症（一线非小细胞肺癌、二线肝癌、二线食管鳞癌）；注射用甲苯磺酸瑞马唑仑治疗结肠镜检查镇静的适应症、甲磺酸阿帕替尼片治疗肝癌的新适应症也获批上市。

图表4：恒瑞临床后期及NDA品种概览

名称	靶点	适应症	海外	临床前	I期	II期	III期
海曲泊帕乙醇胺片	小分子TPO	慢性特发性血小板减少性紫癜	美国I期				NDA
SHR6390片	CDK4/6抑制剂	乳腺癌等	澳洲I期				NDA
瑞格列汀	DPP4抑制剂	糖尿病	美国I期				NDA
恒格列净	SGLT-2抑制剂	糖尿病					NDA
法米替尼	多靶点TKI	结直肠癌、鼻咽癌和肾癌等 肺纤维化	国际多中心III期				
SHR1316	PD-L1	广泛期小细胞肺癌					
SHR3680片	雌激素受体(AR)抑制剂	前列腺癌等	澳洲I期、欧洲III期				
SHR4640片	URATI抑制剂	高尿酸血症、痛风	澳洲I期				
SHR0302片	JAK1抑制剂	中重度溃疡性结肠炎和中重度克罗恩病的治疗	美国II期、欧洲II期				
M6G注射液	吗啡的代谢产物	镇痛或者术后镇痛					
SHR1701	PDL1/TGFβ	肿瘤	澳洲I期				
SHR1314注射液	IL-17	银屑病	国际多中心II期				
SHR1209	LDL-R	高胆固醇					

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 5: 公司重点推进创新药项目

序号	品名	适应症	目前状况	创新性、突破性
1	卡瑞利珠单抗	PD-1 单抗/ 肿瘤	2019 年获批上市 (淋巴瘤)、2020 年获批上市 (肝癌、肺癌、食管癌); 鼻咽癌适应症纳入优先审评; 鳞状非小细胞肺癌一线、食管癌一线达到临床 III 期终点; 卡瑞利珠单抗 + 阿帕替尼肝癌国际多中心 III 期。	恒瑞医药自主研发并具有知识产权的人源化 PD-1 单克隆抗体, 能够与 PD-1 特异性结合, 阻断 PD-1 与其配体的相互作用, 使得 T 细胞恢复针对肿瘤免疫应答, 达到治疗肿瘤的效果。4 项卡瑞利珠单抗研究成果发表于国际医学界顶级学术杂志系列期刊, 分别有 3 项研究刊登于《Lancet Oncology》(《柳叶刀·肿瘤》), 1 项研究刊登于《Lancet Respiratory Medicine》(《柳叶刀·呼吸学》), 在鼻咽癌、肝癌、食管癌、肺癌的免疫治疗取得历史性新突破。2019 年 5 月 29 日, 霍奇金淋巴瘤适应症上市; 2020 年 3 月 3 日, 肝癌适应症获批上市; 2020 年 6 月 17 日, 食管癌与肺癌适应症获批上市, 成为获批适应症最多的国产 PD-1 单抗药物。
2	氟唑帕利	PARP 抑制剂/ 肿瘤	2020 年 12 月获批上市; 卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌维持治疗适应症纳入优先审评; 前列腺癌国际多中心 III 期。	氟唑帕利是自主研发的作用于聚腺苷酸二磷酸核糖基聚合酶 (PARP) 靶点的高效抗肿瘤药物, 利用 DNA 修复途径的缺陷, 消灭肿瘤细胞。2019 年 9 月递交 BRCA1/2 突变的复发性卵巢癌适应症的新药上市申请, 2020 年 5 月已完成国家局现场核查工作。
3	海曲泊帕乙醇胺	小分子 TPO/ 血小板减少症/ 重型再生障碍性贫血	现场核查已完成 (纳入优先审评)	本品为口服吸收的小分子非肽类促血小板生成素受体 (TPOR) 激动剂, 它通过选择性地结合于血小板生成素受体跨膜区, 激活 TPOR 依赖的 STAT 和 MAPK 信号转导通路, 刺激巨核细胞 (一种骨髓干细胞, 可产生血小板) 增殖和分化产生血小板而发挥升血小板作用。  2020 年 5 月与 6 月, 分别递交重型再生障碍性贫血、原发性血小板减少症的新药上市申请。
4	磷酸瑞格列汀	DPP- IV 抑制剂 / II 型 糖尿病	申报上市	本品为 DPP IV 抑制剂类药物, 是恒瑞医药自主研发并具有知识产权的小分子化合物, 可逆竞争性地抑制 DPP IV 酶的正常生理作用, 并呈现剂量依赖性。  2020 年 8 月 31 日, 已递交瑞格列汀单药以及瑞格列汀联合二甲双胍治疗 2 型糖尿病的新药上市申请。
5	脯氨酸恒格列净	SGLT-2 抑制剂 / II 型 糖尿病	申报上市	公司自主研发并具有知识产权的小分子 SGLT2 抑制剂, 其适应症为 2 型糖尿病。SGLT2 抑制剂可抑制 SGLT2 对葡萄糖重吸收, 增加尿中的排糖量, 从而调节体内的血糖平衡。该机制有别于目前已有的降糖方式, 故理论上无低血糖和增加体重的风险。

2020年8月24日,已递交恒格列净单药以及恒格列净联合二甲双胍治疗2型糖尿病的新药上市申请。

6	SHR6390	CDK4/6 抑制剂/乳腺癌	申报上市 (纳入突破性治疗)  (澳洲 I 期)	SHR6390 是公司自主研发并具有知识产权的 CDK4/6 抑制剂,在体外和体内临床前药效实验中均显示出良好的抗肿瘤活性,动物毒性可控,靶器官明确,预计在多种肿瘤治疗方面将发挥巨大的潜力。
7	SHR-1316	PD-L1 单抗/肺癌	III 期临床	SHR-1316 注射液是恒瑞医药自主研发的一种人源化抗 PD-L1 单克隆抗体,主要用于恶性肿瘤的治疗。SHR-1316 作为 PD-L1 单抗药物,可以解除 PD-L1 介导的免疫抑制效应,增强杀伤性 T 细胞的功能,发挥调动机体免疫系统清除体内肿瘤细胞的作用。
8	SHR-3680	AR 抑制剂/前列腺癌	III 期临床  (澳洲 I 期、欧洲 III 期)	SHR3680 是新一代 AR 受体抑制剂,对 AR 受体有很强的抑制作用且无激动作用,可用于去势治疗失败或者采用传统的激素治疗方法失败的前列腺癌(即 CRPC)的治疗,对 GABA 受体的抑制作用更弱,能降低诱发癫痫的风险。
9	苹果酸法米替尼	多靶点酪氨酸激酶抑制剂/肿瘤	III 期临床 (法米替尼 +PD1 宫颈癌适应症纳入突破性治疗) (国际多中心 III 期计划中)	恒瑞医药自主研发的一个全新的小分子多靶点酪氨酸激酶抑制剂,属分子靶向性抗肿瘤药物。
10	SHR-1701	PD-L1/TGF-β 双抗/肿瘤	III 期临床  澳洲 I 期	SHR-1701 是恒瑞医药自主研发的双特异性抗体,SHR-1701 同时靶向 PD-L1 和 TGF-β 两个靶点,主要用于恶性肿瘤的治疗。已开展针对肺癌、宫颈癌、胰腺癌、胆管癌等多种实体瘤的 II 期临床研究。
11	SHR4640	URAT1 抑制剂/痛风	III 期临床  澳洲 I 期	SHR4640 是一种新型促尿酸排泄的小分子药物,通过抑制尿酸转运体 1(Uric acid Transporters 1,URAT1) 来发挥降低血尿酸的作用,无论是单用还是与非布司他合用都显示出了很强的药效作用,肝毒性很小,对轻中度肾功能不全者有效,诱发肾结石风险极低。
12	SHR0302	JAK1 抑制剂/风湿关节炎/溃疡性结肠炎/克罗恩病/特应性皮炎	III 期临床 (特应性皮炎适应症纳入突破性治疗)	JAK 激酶是近年来发现的非受体型酪氨酸激酶家族,开发 JAK1 选择性抑制剂 SHR0302,可以减少不良反应,增加药效,具有较好的开发前景。

炎/斑秃 (美国 II 期、欧洲 II 期)

13	SHR-1314	IL-17 单抗/ 银屑病	III 期临床  (国际多中心 II 期)	IL-17 在宿主防御、自身免疫性疾病发病以及肿瘤中发挥重要的作用。SHR-1314 是恒瑞医药自主研发的重组人源化单克隆抗体,能特异结合 IL-17A 从而抑制 GRO $\alpha$ 等细胞因子的产生,达到阻断信号传导通路的作用,治疗包括银屑病在内的多种自身免疫性疾病。
14	SHR-1209	单抗/高胆 固醇血症	III 期临床	SHR-1209 可通过结合与内吞作用降低细胞表面低密度脂蛋白受体(LDLR)的数目,从而提高血液中低密度脂蛋白胆固醇(LDL-C)的水平。

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

**卡瑞利珠单抗新入医保:** 在 2020 年国家医保谈判中,创新药卡瑞利珠单抗治疗肺癌、肝癌、食管癌、淋巴瘤四大适应症全部被纳入国家医保目录,成为在肺癌、肝癌、食管癌这三大癌种中唯一可医保报销的免疫治疗药物,提高了药物可及性,有利推动产品放量。盐酸艾司氯胺酮注射液、培门冬酶注射液、注射用紫杉醇(白蛋白结合型)和奥沙利铂甘露醇等产品亦被纳入国家医保目录。

**仿制药国际化:** 盐酸右美托咪定氯化钠注射液在美国获批销售,共计 20 个制剂产品在欧美日获批,覆盖了注射剂、口服制剂和吸入性麻醉剂;1 个制剂产品在美国获得临时性批准;分别向美国 FDA 递交 4 个原料药的注册申请,向澳大利亚递交 1 个上市申请;其他新兴市场也在逐步加强注册力度。

**创新药国际化方面,** 目前多个产品获准开展全球多中心或地区性临床研究。卡瑞利珠单抗联用阿帕替尼、氟唑帕利等产品已在国际多中心开展 III 期临床试验。卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、SHR 1701 项目分别许可给韩国 CrystalGenomics 公司、韩国 HLB-LS 公司、韩国东亚制药公司,进一步提升公司创新品牌影响力和海外业绩。

#### 4. 大范围激励彰显公司信心

公司在此时做了较大范围的激励,且解锁条件不低,彰显公司对未来发展的信心。公司本次激励计划授予 1302 人,占公司总员工人数的 5.33%。包括公司部分董事、高级管理人员共 14 人及公司董事会认为需要进行激励的关键岗位人员(含控股子公司)共 1288 人。公司本次激励解锁业绩考核条件不低,以 2019 年净利润为基数,2020 年、2021 年、2022 年各年度的净利润较 2019 年相比,增长率分别不低于 20%、42%、67%,即 2020-2022 年复合增速 18.64%,彰显信心。公司上半年扣非利润增速 12%,全年若做到 20%,则下半年增长要在 25%以上。初步预计 2020-2023 年分别摊销 3.34 亿元,5.96 亿元,2.31 亿元,0.72 亿元,总计摊销费用 12.33 亿元。

## 结论

公司 PD-1、吡咯替尼、19K、瑞马唑仑等创新药放量将快速拉动收入增长，未来三年公司创新药收入占比有望提升至 50%。看 10 年维度，鼓励创新带来的国内用药结构发生变化，龙头集中度提升，恒瑞远未到天花板。基于新品放量和创新药获批预期，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 76.25 亿元、94.94 亿元、116.35 亿元，增长分别为 20.5%、24.5%、22.5%。EPS 分别为 1.43 元、1.78 元、2.18 元，对应 PE 分别为 57x，46x，38x。我们认为作为国内创新药龙头，随着吡咯替尼、19k、PD-1、瑞吗唑仑等创新药的放量，叠加卡泊芬净、布托啡诺、艾斯氯氨酮等特色品种放量，公司收入端有望维持较快增长。同时未来创新和国际化持续推进，我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

## 风险提示

**海外业务增速低于预期：**海外业务受到海外政策、海外销售能力等影响，具有影响收入增长的不确定因素，增速低于预期将影响销售收入。

**创新药研发失败风险：**创新药研发过程失败几率大，从临床前到获批上市成功概率约 10%，一旦失败所有的研发费用都将打水漂，造成损失。

**仿制药放量不达预期等：**仿制药放量受到销售能力、原研影响以及政策影响等，具有较多不确定因素，放量不达预期将对销售收入造成影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com