

公司研究

海曲泊帕乙醇胺获批上市，创新药梯队日益壮大

——恒瑞医药（600276.SH）事件点评

要点

事件：2021年6月17日，国家药监局宣布批准恒瑞医药申报的1类创新药海曲泊帕乙醇胺片（商品名：恒曲）上市，用于因血小板减少和临床条件导致出血风险增加的既往对糖皮质激素、免疫球蛋白等治疗反应不佳的慢性原发性免疫性血小板减少症（ITP）成人患者，以及对免疫抑制治疗疗效不佳的重型再生障碍性贫血（SAA）成人患者。其中SAA适应症为附条件批准。

点评：

自主研发小分子TPO-R激动剂获批上市，重磅炸弹未来可期：海曲泊帕乙醇胺为小分子人血小板生成素受体（TPO-R）激动剂，是公司自主研发并拥有自主知识产权的创新药。在一项用于既往治疗反应欠佳或复发ITP患者的III期临床试验中，治疗第8周的海曲泊帕达到治疗反应患者比例显著高于安慰剂组（海曲泊帕2.5mg vs 海曲泊帕5mg vs 安慰剂=58.9% vs 64.3% vs 5.9%）；治疗8周内，海曲泊帕2.5mg组和5mg组分别有32.7%和57.3%的患者产生持续性血小板应答，而安慰剂组仅为2.4%；海曲泊帕两组患者的血小板计数维持情况均优于安慰剂组。在一项用于对IST反应不佳且不适合/不愿意移植的SAA患者的II期单臂研究中，该产品也表现出多系血液学反应并具有良好的耐受性和安全性。同时该产品也在推进恶性肿瘤化疗所致血小板减少症（CIT）、儿童和青少年ITP的III期临床试验，应用范围将进一步拓宽。2020年PDB样本医院的TPO类药物（包括重组人血小板生成素、艾曲泊帕、阿伐曲泊帕）合计销售额达到13.72亿元，在疫情期间依然实现8.72%的增长，终端刚需旺盛。

创新药梯队日益壮大，进入创新驱动增长的新阶段。公司多年来在创新药研发中持续大力投入，已经形成日益壮大的创新药产品梯队，包括抗肿瘤领域的阿帕替尼、吡咯替尼、卡瑞利珠单抗、氟唑帕利，麻醉镇静领域的瑞马唑仑，血液病领域的海曲泊帕等产品，处于上市申请阶段的产品包括贝伐珠单抗、瑞格列汀、恒格列净、CDK4/6抑制剂SHR6390等。我们预计公司2021年营收中创新药占比有望达到一半以上，逐步进入创新驱动业绩增长的新阶段。

盈利预测、估值与评级：维持预测公司2021-2023年归母净利润为78.75/95.99/114.39亿元，同比+24.44%/21.89%/19.17%，由于注销回购股份、送股导致股本变动，对应EPS调整为1.23/1.50/1.79元，现价对应PE为58/48/40倍，维持“增持”评级。

风险提示：药品降价超预期的风险；新品审批进度不达预期；创新药研发失败的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	23,289	27,735	34,925	42,026	49,376
营业收入增长率	33.70%	19.09%	25.93%	20.33%	17.49%
净利润（百万元）	5,328	6,328	7,875	9,599	11,439
净利润增长率	31.05%	18.78%	24.44%	21.89%	19.17%
EPS（元）	1.20	1.19	1.23	1.50	1.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.51%	20.75%	21.11%	21.12%	20.76%
P/E	59	60	58	48	40
P/B	12.8	12.5	12.2	10.1	8.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-18。（2019.12.31总股本为4,422,814,197股，2020年因注销回购股份、送股、股权激励股本变动为5,331,717,041股，2021年因注销回购股份、送股导致股本变动为6,397,477,594股）

增持（维持）

当前价：71.44元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	63.97
总市值(亿元)	4570.36
一年最低/最高(元)	78.01/116.87
近3月换手率	33.60%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.03	-19.15	-46.16
绝对	0.23	-3.68	-3.77

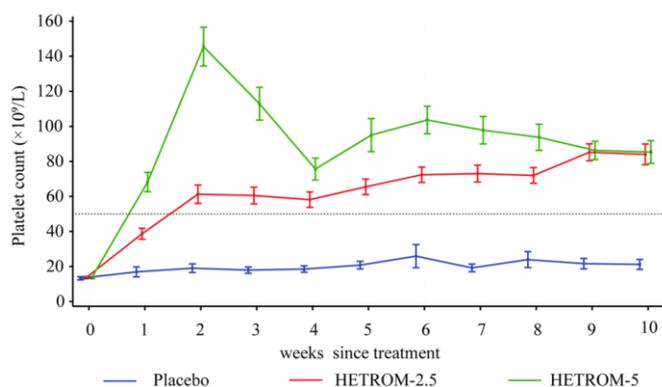
资料来源：Wind

相关研报

创新药成为新增长动力，创新+国际化打造跨国制药集团——恒瑞医药（600276.SH）2020年报&2021年一季报点评（2021-04-21）
氟唑帕利获批，创新药集群再添重磅产品——恒瑞医药（600276.SH）公告点评（2020-12-18）

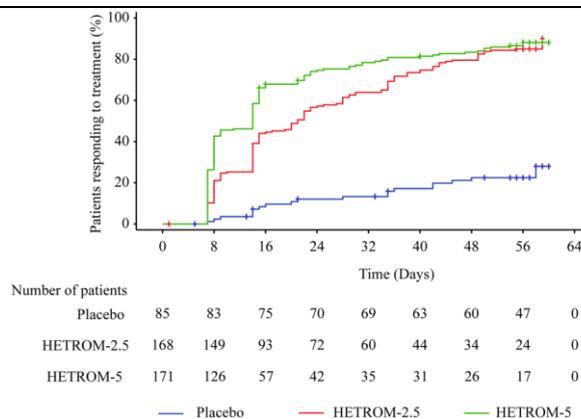
1、附录

图 1：海曲泊帕组患者血小板计数的水平显著高于安慰剂组



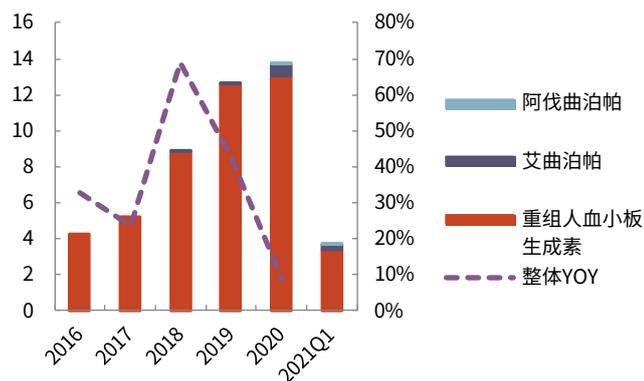
资料来源：Heng Mei, Xiaofan Liu, Yan Li 等《A multicenter, randomized phase III trial of hetrombopag: a novel thrombopoietin receptor agonist for the treatment of immune thrombocytopenia》、光大证券研究所

图 2：海曲泊帕达组达到治疗反应的患者比例显著高于安慰剂



资料来源：Heng Mei, Xiaofan Liu, Yan Li 等《A multicenter, randomized phase III trial of hetrombopag: a novel thrombopoietin receptor agonist for the treatment of immune thrombocytopenia》、光大证券研究所

图 3：样本医院 TPO 类药物近年来销售额快速增长 (百万元)



资料来源：PDB、光大证券研究所

图 4：艾曲泊帕全球销售额快速增长 (百万美元)



资料来源：诺华年报、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,289	27,735	34,925	42,026	49,376
营业成本	2,913	3,349	4,238	5,288	6,476
折旧和摊销	619	448	418	453	487
税金及附加	216	257	374	450	529
销售费用	8,525	9,803	12,445	14,711	17,177
管理费用	2,241	3,067	3,317	3,541	3,701
研发费用	3,896	4,989	6,417	8,075	9,609
财务费用	-134	-182	-121	-154	-216
投资收益	309	341	300	300	300
营业利润	6,150	7,007	8,847	10,739	12,783
利润总额	6,056	6,895	8,746	10,661	12,705
所得税	729	587	883	1,076	1,282
净利润	5,326	6,309	7,863	9,585	11,422
少数股东损益	-2	-19	-12	-14	-17
归属母公司净利润	5,328	6,328	7,875	9,599	11,439
EPS (元)	1.20	1.19	1.23	1.50	1.79

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,817	3,432	3,068	7,051	8,802
净利润	5,328	6,328	7,875	9,599	11,439
折旧摊销	619	448	418	453	487
净营运资金增加	-3,788	2,800	6,817	4,467	4,611
其他	1,658	-6,145	-12,042	-7,469	-7,736
投资活动产生现金流	-1,945	1,798	1,151	-316	-291
净资本支出	-560	-551	-550	-550	-550
长期投资变化	60	60	0	0	0
其他资产变化	-1,445	2,289	1,701	234	259
融资活动现金流	-719	291	-898	-1,266	-1,524
股本变化	737	909	1,066	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	55	1,324	-20	799	906
净现金流	1,165	5,432	3,321	5,469	6,987

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	87.5%	87.9%	87.9%	87.4%	86.9%
EBITDA 率	27.2%	25.1%	25.3%	25.6%	25.9%
EBIT 率	24.4%	23.4%	24.1%	24.5%	24.9%
税前净利润率	26.0%	24.9%	25.0%	25.4%	25.7%
归母净利润率	22.9%	22.8%	22.5%	22.8%	23.2%
ROA	19.3%	18.2%	18.9%	19.0%	18.7%
ROE (摊薄)	21.5%	20.7%	21.1%	21.1%	20.8%
经营性 ROIC	29.1%	28.9%	27.6%	29.0%	30.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	10%	11%	9%	9%	9%
流动比率	9.02	7.44	9.73	10.06	10.39
速动比率	8.37	6.97	9.15	9.45	9.77
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	27,556	34,730	41,506	50,423	60,963
货币资金	5,044	10,805	14,126	19,595	26,582
交易性金融资产	8,520	5,628	5,628	5,628	5,628
应收帐款	4,906	5,074	7,102	8,546	10,040
应收票据	529	0	705	848	996
其他应收款 (合计)	894	651	1,365	1,643	1,930
存货	1,607	1,778	2,159	2,697	3,306
其他流动资产	221	3,552	4,192	4,824	5,477
流动资产合计	22,311	28,050	36,144	44,863	55,287
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	60	60	60	60	60
固定资产	2,542	3,280	3,385	3,441	3,455
在建工程	1,533	1,305	1,241	1,193	1,158
无形资产	350	341	384	426	467
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	5,245	6,680	5,362	5,560	5,677
总负债	2,619	3,943	3,922	4,722	5,627
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,289	1,326	2,020	2,521	3,088
应付票据	0	106	58	72	88
预收账款	223	0	261	314	368
其他流动负债	0	8	13	17	21
流动负债合计	2,473	3,772	3,715	4,462	5,319
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	122	141	189	236	285
非流动负债合计	146	171	207	260	309
股东权益	24,938	30,787	37,584	45,702	55,336
股本	4,423	5,332	6,397	6,397	6,397
公积金	4,218	5,828	6,342	6,342	6,342
未分配利润	16,548	20,844	26,073	34,205	43,856
归属母公司权益	24,775	30,504	37,313	45,445	55,096
少数股东权益	162	283	271	257	240

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	36.61%	35.34%	35.63%	35.00%	34.79%
管理费用率	9.62%	11.06%	9.50%	8.43%	7.50%
财务费用率	-0.57%	-0.66%	-0.35%	-0.37%	-0.44%
研发费用率	16.73%	17.99%	18.37%	19.21%	19.46%
所得税率	12%	9%	10%	10%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.23	0.20	0.23	0.28	0.33
每股经营现金流	0.86	0.64	0.48	1.10	1.38
每股净资产	5.60	5.72	5.83	7.10	8.61
每股销售收入	5.27	5.20	5.46	6.57	7.72

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	59	60	58	48	40
PB	12.8	12.5	12.2	10.1	8.3
EV/EBITDA	49.0	53.7	50.6	41.2	34.3
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE