

恒瑞医药 (600276.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 51.99 元

恒瑞与基石强强联合，加速创新转型

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	63.97
已上市流通 A 股(亿股)	63.79
总市值(亿元)	3,326.05
年内股价最高最低(元)	95.61/45.20
沪深 300 指数	4890
上证指数	3560



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,289	27,735	28,466	30,062	32,839
营业收入增长率	33.70%	19.09%	2.64%	5.61%	9.24%
归母净利润(百万元)	5,328	6,328	6,390	7,391	8,116
归母净利润增长率	31.05%	18.78%	0.98%	15.65%	9.82%
摊薄每股收益(元)	1.205	1.187	0.999	1.155	1.269
每股经营性现金流净额	0.86	0.64	1.63	1.32	1.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.51%	20.75%	18.10%	18.47%	17.85%
P/E	72.65	93.91	48.51	41.95	38.20
P/B	15.62	19.48	8.78	7.75	6.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2021年11月21日, 恒瑞医药宣布与基石药业达成协议, 引进抗CTLA-4 单克隆抗体 CS1002 在大中华地区权益。恒瑞医药将支付基石药业 5200 万人民币首付款, 总计最高约 13 亿元人民币的里程碑款, 以及产品上市后年净销售额 10-16% 的特许权使用费。

点评

- CTLA-4 是肿瘤免疫靶点, 具有广泛适应症潜力, 目前国内仅一款药物获批。
- 恒瑞医药在肿瘤领域有丰富的布局, 此次引进 CTLA-4 单抗是对其肿瘤管线的一个强有力的补充, 尤其期待未来 CS1002 和卡瑞利珠单抗的联合疗法能够在更多适应症上做出有效数据, 惠及更多患者。
- 这是恒瑞今年引进的第四个肿瘤药物, 表明了恒瑞医药持续加码自有管线研发投入的同时, 在合作引进上也加大力度, 看好恒瑞医药在创新药转型道路上的加速前进。
- 国内药企间授权引进合作在近年来成倍增加, 创新药企研发能力与研发成果逐步往高质量发展, 加上近期 CDE 关于肿瘤药临床研发指导原则的出台, 看好创新药板块持续高质量、规范化发展。
- 医药创新板块预期逐渐回暖, 看好创新药板块, 特别是头部企业的投资机遇: ① 预计 2021 年医保政策趋势边际回暖, 腾笼换鸟效果初显; ② 临床研发导向方面, CDE 公布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》, 我们认为利好头部创新药企; ③ 同时国产创新药出海未来可期。

盈利调整及投资建议

- 考虑到公司研发投入资本化, 我们维持公司 2021-2023 年的营收预测, 上调盈利预测为 63.90/73.91/81.16 亿元 (分别上调 0%/8%/8%), 对应 2021-2023 年 PE 分别为 48/42/38, 维持“买入”评级。

风险提示

- 集采风险, 创新药研发不及预期风险, 国际化进程不及预期风险。

相关报告

1. 《转型阵痛期, 加速创新研发及国际化-恒瑞医药三季报点评》, 2021.10.21
2. 《研发投入加大, 国际化进程提速-恒瑞医药 2021 半年报点评》, 2021.8.22
3. 《创新药快速增长, 研发投入不断增强-恒瑞医药 2020 年报及 20...》, 2021.4.21
4. 《氟唑帕利获批, 各项研发进展顺利-恒瑞医药公司点评》, 2020.12.16

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953

wang_ban@gjzq.com.cn

恒瑞引进基石 CTLA-4 单抗 CS-1002

- 2021 年 11 月 21 日，恒瑞医药宣布与基石药业达成协议，恒瑞医药将支付基石药业总计最高约 13 亿元人民币的首付款和里程碑款，以及产品上市后年净销售额两位数百分比的特许权使用费，基石药业授予恒瑞医药针对抗 CTLA-4 单克隆抗体 CS1002 在大中华地区研发、注册、生产和商业化的独占权利，许可用途为所有人类和动物疾病的治疗、诊断和预防。
- 这项交易的首付款为 5200 万人民币，临床开发里程碑款为每个注册临床达到主要临床终点支付 1000 万人民币+每个适应症获批上市支付 1500 万人民币，商业化里程碑款为特点销售规模的净销售额的 5%（合计不超过 11.85 亿人民币），销售提成比例为 10%-16%，随年净销售额的增加而梯度性增加。

图表 1：研发里程碑付款

阶段	研发里程碑事件	里程碑付款(均为税前金额)
临床开发阶段 里程碑	CS1002 在许可地域每一个注册性临床研究达到主要终点	1000 万元人民币
	CS1002 在许可地域每一个适应症获批上市	1500 万元人民币

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：商业化里程碑付款

阶段	商业化里程碑事件	里程碑付款(均为税前金额)
商业化阶段 里程碑	CS1002 在许可地域达到特定规模的净销售额	每次支付金额为特定规模净销售额的 5% (合计不超过 11.85 亿元人民币)

来源：公司公告，国金证券研究所

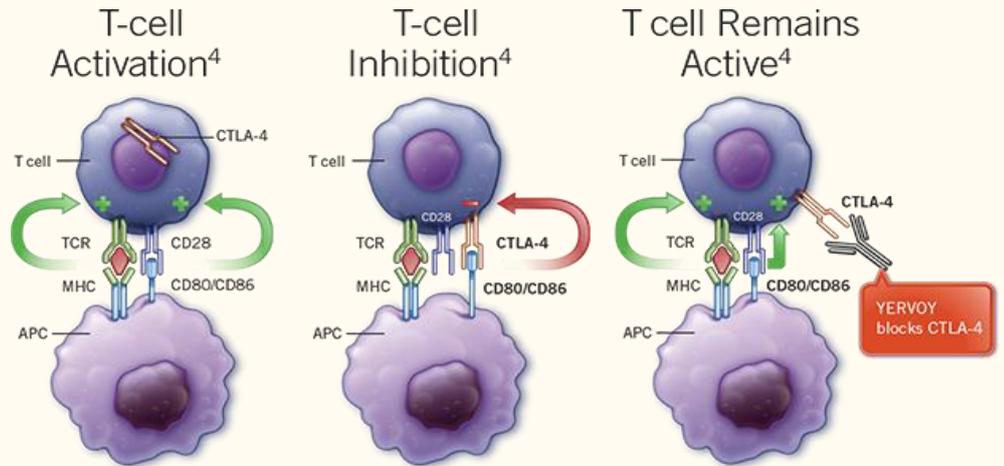
- CS1002 是基石药业自主研发的全人源抗 CTLA-4 单克隆抗体，是伊匹木单抗的 biosimilar 产品，目前处于临床开发阶段。基石药业在早期开发中测试了 CS1002 在不同剂量下的给药方案。正在中国和澳大利亚进行的 Ia/Ib 期研究结果表明，其联合 CS1003（抗 PD-1 单抗）治疗的多种差异性给药方案都显示出良好的耐受性。并且在经抗 PD-1/PD-L1 治疗失败的黑色素瘤患者、经抗 PD-1/PD-L1 治疗失败的肝细胞癌患者和未接受过抗 PD-1/PD-L1 治疗的微卫星高度不稳定(MSI-H)/错配修复缺陷(dMMR)实体瘤患者中，均展示出了良好的抗肿瘤活性，为 CS1002 作为肿瘤免疫联合疗法的重要地位提供了概念性验证。

CTLA-4 是肿瘤免疫靶点，具有广泛适应症潜力

作用机理

- CTLA-4 与 PD-1 类似，也是免疫检查点抑制剂靶点。CTLA-4 表达在 Treg 和活化 T 细胞上，与 CD28 共享 B7 分子配体。CTLA-4 与 B7 结合可以抑制 B7 与 CD28 结合，起到阻断 T 细胞激活的作用。CTLA-4 抑制剂与 CTLA-4 结合，阻止 CTLA-4 与 B7 的结合，从而阻止其对 T 细胞激活的阻断。

图表 3: CTLA-4 作用机理



来源：伊匹木单抗官网，国金证券研究所

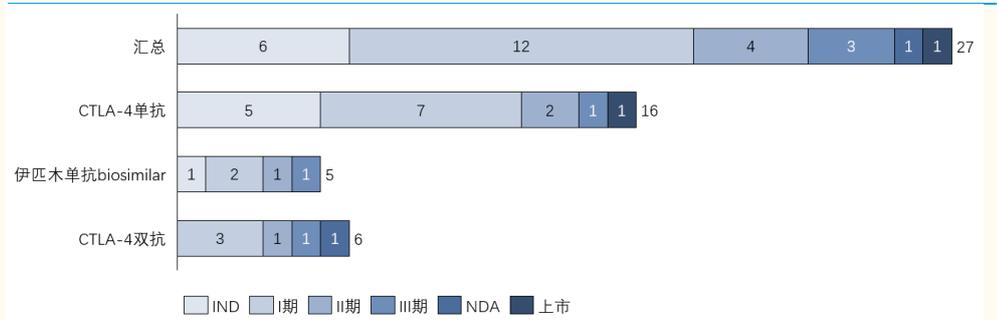
已上市产品

- 目前唯一上市的 CTLA-4 产品是 BMS 的伊匹木单抗，于 2021 年 6 月在中国获批，10 月正式上市。伊匹木单抗获批适应症为与 PD-L1 抑制剂纳武利尤单抗联合，用于不可手术切除的、初治的非上皮样恶性胸膜间皮瘤（MPM）成人患者。
- 恶性胸膜间皮瘤是原发于胸膜间皮的罕见且具有高度侵袭性、致命性的恶性肿瘤。其病因相对比较明确，石棉是主要诱发因素。中国每年确诊病例约为 3000 例，占亚洲新发病例的 1/3。由于诊断困难，大多数患者在确诊时已为晚期。既往未经治疗的晚期或转移性恶性胸膜间皮瘤患者的中位生存期仅为 12-14 个月，5 年生存率约 10%。
- 伊匹木单抗在中国的销售价格是 2.8 万/50mg，治疗胸膜间皮瘤的用法用量是 1mg/kg, Q6W，计算下来的年治疗费用为 50 万人民币左右。药品援助方案为“1+3，可循环，直至 24 个月或疾病进展”，援助后的年治疗费用约为 13 万左右。

研发竞争格局

- 国内目前有 27 个进入临床阶段的 CTLA-4 产品。在研产品以 CTLA-4 单抗为主，另有 6 个 CTLA-4 双抗产品，此外还有 5 个伊匹木单抗的 biosimilar 产品。

图表 4: 中国 CTLA-4 竞争格局



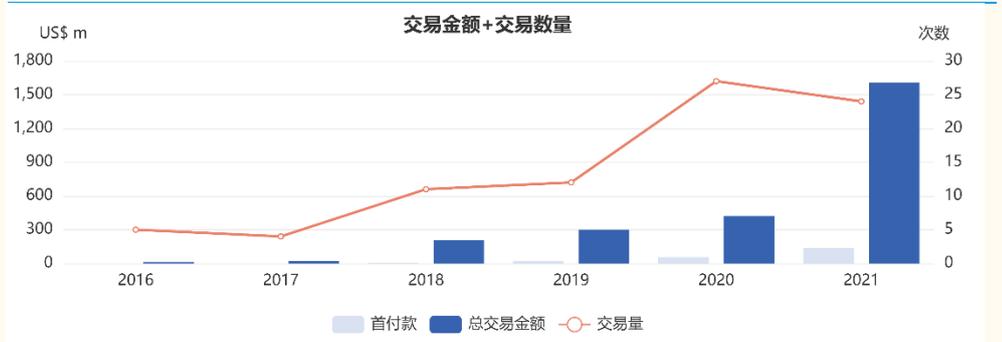
来源：Insight，国金证券研究所

- CTLA-4 是既 PD-1/PD-L1 之后，第二个有产品成功上市的免疫检查点抑制剂靶点，同样具有治疗多种肿瘤的潜力。目前除了已经获批上市的胸膜间皮癌，处于 III 期或 NDA 状态的适应症还有非小细胞肺癌、小细胞肺癌、黑色素瘤、宫颈癌、胃腺癌、胃食管交界处癌、肝细胞癌等。
- 阿斯利康于 2021 年 10 月宣布其抗 CTLA-4 单抗 tremelimumab 联合 Imfinzi（抗 PD-L1 单抗）对比索拉非尼，在一线治疗晚期肝细胞癌的 III 期临床研究中达到总生存期的主要终点。信达生物的抗 CTLA-4 单抗 IBI310 联合信迪利单抗（抗 PD-1 单抗）对比索拉非尼，一线治疗晚期肝细胞癌的 III 期临床试验于 2021 年启动。

交易点评

- 恒瑞医药在肿瘤领域有丰富的布局，此次引进 CTLA-4 单抗是对其肿瘤管线的一个强有力的补充，尤其期待未来 CS1002 和卡瑞利珠单抗的联合疗法能够在更多适应症上做出有效数据，惠及更多患者。
- 这次与基石的合作，是恒瑞今年第 4 个肿瘤领域的 license-in 交易，前三个交易分别为引进瓊黎药业的 PI3K δ ，引进大连万春的普那布林，和引进天广实的 CD20。可以看出，过去以自主研发为绝对主力的恒瑞医药，不仅是在自有管线研发投入上逐渐加码，在合作引进方面也加大力度，并且形式上也越来越开放灵活，紧跟国际前沿，看好恒瑞医药在创新转型道路上的加速前进。
- 另一方面，这次交易也是又一次典型的内资药企与内资药企的强强联合，这类国内药企间的合作在近年来成倍增长。比如恒瑞今年以来的 4 个合作都是与内资药企达成，也比如信达生物跟葆元医药、亚盛药业、劲方生物的合作。我们认为内资药企的创新药研发能力与研发成果正在逐步往高质量发展，加上 CDE 近期出台的《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，我们看好国内创新药板块高质量、规范化的快速发展。

图表 5: 国内药企间合作与许可交易统计



来源：医药魔方，国金证券研究所

- 医药创新板块预期逐渐回暖，看好创新药板块，特别是头部企业的投资机遇：①预计 2021 年医保政策趋势边际回暖，腾笼换鸟效果初显；②临床研发导向方面，CDE 公布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，我们认为利好头部创新药企；③同时国产创新药出海未来可期。

盈利调整及投资建议

- 考虑到公司研发投入资本化，我们维持公司 2021-2023 年的营收预测，上调盈利预测为 63.90/73.91/81.16 亿元（分别上调 0%/8%/8%），对应 2021-2023 年 PE 分别为 48/42/38，维持“买入”评级。

风险提示

- 集采风险，创新药研发不及预期风险，国际化进程不及预期风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	17,418	23,289	27,735	28,466	30,062	32,839
增长率		33.7%	19.1%	2.6%	5.6%	9.2%
主营业务成本	-2,335	-2,913	-3,349	-3,845	-4,117	-4,515
%销售收入	13.4%	12.5%	12.1%	13.5%	13.7%	13.7%
毛利	15,083	20,376	24,386	24,622	25,945	28,324
%销售收入	86.6%	87.5%	87.9%	86.5%	86.3%	86.3%
营业税金及附加	-237	-216	-257	-264	-279	-304
%销售收入	1.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-6,464	-8,525	-9,803	-9,858	-10,221	-11,165
%销售收入	37.1%	36.6%	35.3%	34.6%	34.0%	34.0%
管理费用	-1,626	-2,241	-3,067	-2,163	-2,195	-2,299
%销售收入	9.3%	9.6%	11.1%	7.6%	7.3%	7.0%
研发费用	-2,670	-3,896	-4,989	-5,838	-5,712	-6,239
%销售收入	15.3%	16.7%	18.0%	20.5%	19.0%	19.0%
息税前利润 (EBIT)	4,085	5,497	6,271	6,498	7,539	8,316
%销售收入	23.5%	23.6%	22.6%	22.8%	25.1%	25.3%
财务费用	124	134	182	250	343	405
%销售收入	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.9%	-1.1%	-1.2%
资产减值损失	-25	5	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	38	16	30	30	30
投资收益	248	309	341	400	400	400
%税前利润	5.5%	5.1%	5.0%	5.6%	4.8%	4.4%
营业利润	4,597	6,150	7,007	7,178	8,312	9,151
营业利润率	26.4%	26.4%	25.3%	25.2%	27.6%	27.9%
营业外收支	-98	-94	-112	0	0	0
税前利润	4,499	6,056	6,895	7,178	8,312	9,151
利润率	25.8%	26.0%	24.9%	25.2%	27.6%	27.9%
所得税	-438	-729	-587	-718	-831	-915
所得税率	9.7%	12.0%	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	4,061	5,326	6,309	6,460	7,481	8,236
少数股东损益	-4	-2	-19	70	90	120
归属于母公司的净利润	4,066	5,328	6,328	6,390	7,391	8,116
净利率	23.3%	22.9%	22.8%	22.4%	24.6%	24.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,061	5,326	6,309	6,460	7,481	8,236
少数股东损益	-4	-2	-19	70	90	120
非现金支出	406	640	468	362	432	475
非经营收益	-271	-300	-340	-407	-430	-430
营运资金变动	-1,422	-1,874	-3,023	2,258	-440	-605
经营活动现金净流	2,774	3,793	3,414	8,673	7,042	7,677
资本开支	-526	-560	-551	-1,760	-1,260	-1,060
投资	-2,578	-1,693	2,007	-1,270	-970	-970
其他	248	307	341	400	400	400
投资活动现金净流	-2,856	-1,945	1,798	-2,630	-1,830	-1,630
股权募资	134	97	1,320	1,495	0	0
债权募资	0	0	0	35	35	32
其他	-449	-803	-1,118	-3,092	-2,666	-2,666
筹资活动现金净流	-315	-706	202	-1,562	-2,631	-2,634
现金净流量	-396	1,141	5,414	4,481	2,581	3,413

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,890	5,044	10,805	15,286	17,867	21,280
应收账款	5,446	6,329	8,827	5,849	6,177	6,748
存货	1,031	1,607	1,778	2,001	2,143	2,350
其他流动资产	7,704	9,332	6,640	8,366	9,554	10,774
流动资产	18,069	22,311	28,050	31,503	35,742	41,152
%总资产	80.8%	81.0%	80.8%	79.1%	79.6%	80.9%
长期投资	156	599	1,502	1,802	1,802	1,802
固定资产	3,686	4,075	4,585	5,955	6,757	7,316
%总资产	16.5%	14.8%	13.2%	15.0%	15.1%	14.4%
无形资产	338	505	539	567	593	619
非流动资产	4,292	5,245	6,680	8,324	9,153	9,737
%总资产	19.2%	19.0%	19.2%	20.9%	20.4%	19.1%
资产总计	22,361	27,556	34,730	39,827	44,895	50,890
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,362	2,247	3,229	3,394	3,553	3,881
其他流动负债	132	226	542	607	665	729
流动负债	2,494	2,473	3,772	4,000	4,218	4,610
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	70	146	171	177	212	244
负债	2,563	2,619	3,943	4,177	4,430	4,854
普通股股东权益	19,728	24,775	30,504	35,297	40,022	45,473
其中：股本	3,686	4,423	5,332	5,332	5,332	5,332
未分配利润	13,115	16,548	20,844	24,142	28,867	34,318
少数股东权益	70	162	283	353	443	563
负债股东权益合计	22,361	27,556	34,730	39,827	44,895	50,890

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.104	1.205	1.187	0.999	1.155	1.269
每股净资产	5.358	5.602	5.721	5.517	6.256	7.108
每股经营现金净流	0.753	0.858	0.640	1.627	1.321	1.440
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.580	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	20.61%	21.51%	20.75%	18.10%	18.47%	17.85%
总资产收益率	18.18%	19.33%	18.22%	16.05%	16.46%	15.95%
投入资本收益率	18.63%	19.37%	18.62%	16.41%	16.77%	16.26%
增长率						
主营业务收入增长率	25.89%	33.70%	19.09%	2.64%	5.61%	9.24%
EBIT增长率	13.78%	34.55%	14.08%	3.63%	16.01%	10.31%
净利润增长率	26.39%	31.05%	18.78%	0.98%	15.65%	9.82%
总资产增长率	23.96%	23.23%	26.03%	14.68%	12.72%	13.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.9	68.0	65.7	66.5	66.5	66.5
存货周转天数	142.3	165.2	184.5	190.0	190.0	190.0
应付账款周转天数	165.3	167.3	142.5	141.8	141.8	141.8
固定资产周转天数	48.8	39.8	43.2	53.2	57.7	56.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.65%	-54.39%	-53.38%	-61.47%	-63.01%	-64.97%
EBIT利息保障倍数	-33.0	-41.1	-34.5	-26.0	-22.0	-20.5
资产负债率	11.46%	9.50%	11.35%	10.49%	9.87%	9.54%

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	1	14	33	49	103
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.08	1.00

来源：聚源数据

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	2020-03-23	买入	80.16	N/A
2	2020-04-28	买入	96.35	N/A
3	2020-08-02	买入	94.38	N/A
4	2020-10-19	买入	93.10	N/A
5	2020-12-16	买入	97.02	N/A
6	2021-04-21	买入	80.31	N/A
7	2021-08-22	买入	48.46	N/A
8	2021-10-21	买入	51.58	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，不作为或被视为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