

恒瑞医药 (600276.SH) 海曲泊帕获批上市，创新药梯队持续完善

2021年06月23日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

苑建 (分析师)

蔡明子 (分析师)

王斌 (分析师)

yuanjian@kysec.cn

caimingzi@kysec.cn

wangbin@kysec.cn

证书编号: S0790520070009

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790520070005

日期	2021/6/22
当前股价(元)	70.48
一年最高最低(元)	116.87/69.00
总市值(亿元)	4,508.94
流通市值(亿元)	4,487.83
总股本(亿股)	63.97
流通股本(亿股)	63.68
近3个月换手率(%)	32.97

● 海曲泊帕获批上市，进入创新药品种丰富期

公司公告，创新药海曲泊帕乙醇胺获得《药品注册证书》，适应症为：(1) 用于既往对糖皮质激素、免疫球蛋白等治疗反应不佳的慢性原发免疫性血小板减少症 (ITP) 成人患者；(2) 附条件批准治疗免疫抑制治疗疗效不佳的重型再生障碍性贫血成人患者。公司即将进入创新药品种丰富期，我们维持原盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 76.40 亿元、92.58 亿元和 114.45 亿元，EPS 分别为 1.43 元、1.74 元和 2.15 元，当前股价对应 PE 为 59.6 倍/49.2 倍/39.8 倍，维持“买入”评级。

● 海曲泊帕销售峰值有望达到 10 亿元级别

海曲泊帕乙醇胺片是一种口服非肽类血小板生成素受体(TPO-R)激动剂，可激活 TPO-R 介导的 STAT 和 MAPK 信号转导通路，促进血小板生成。同类产品已经有艾曲泊帕乙醇胺和 Avatrombopag 在国内上市，2020 年艾曲泊帕乙醇胺片全球销售额约为 17.38 亿美元，国内样本医院销售额 7029 万元。艾曲泊帕最常见的严重不良反应是出血，此外易引起肝脏毒性、肝脏损伤和骨髓纤维化。与艾曲泊帕相比，海曲泊帕进行了一系列结构修饰，临床价值有望更优。我们测算后认为海曲泊帕上市后销售峰值有望达到 10 亿元级别。

● 公司进入创新药品种快速丰富期

除海曲泊帕外，公司未来数年内有望有多个创新药上市，包括瑞格列汀、恒格列净和 SHR6390 等进入 NDA 阶段；SHR-1316、SHR3680、法米替尼、SHR-1701、SHR4640、SHR0302、SHR-1314 和 SHR-1209 等进入临床 III 期阶段，公司创新药品种将快速丰富，能够有效抵消集采带来的仿制药收入下滑的不利影响。中长期来看，公司国内创新药研发管线丰富，龙头地位稳固，持续受益于中国创新药市场扩容。同时通过打造适应全球化布局的创新研发体系，未来若海外创新药取得突破，收入和利润体量天花板有望大幅提升。

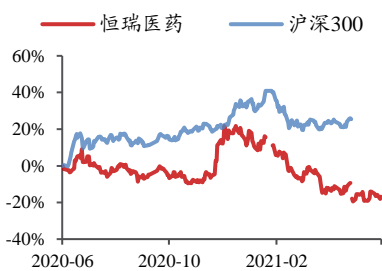
● **风险提示:** 仿制药大品种纳入集采；PD-1/L1 单抗竞争加剧；创新药研发失败。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,289	27,735	35,506	43,086	50,579
YOY(%)	33.7	19.1	28.0	21.3	17.4
归母净利润(百万元)	5,328	6,328	7,640	9,258	11,445
YOY(%)	31.1	18.8	20.7	21.2	23.6
毛利率(%)	87.5	87.9	88.4	88.8	89.1
净利率(%)	22.9	22.8	21.5	21.5	22.6
ROE(%)	21.4	20.5	20.4	20.4	20.6
EPS(摊薄/元)	1.00	1.19	1.43	1.74	2.15
P/E(倍)	85.4	71.9	59.6	49.2	39.8
P/B(倍)	18.4	14.9	12.3	10.1	8.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

- 《公司信息更新报告-创新药快速放量，研发投入不断增强》-2021.4.20
- 《公司首次覆盖报告-前瞻进取的中国创新药龙头》-2020.11.11

目 录

1、 海曲泊帕销售峰值有望破 10 亿元	3
2、 风险提示	3
附： 财务预测摘要	4

图表目录

表 1： 海曲泊帕仅 ITP 适应症销售峰值就可超 9 亿元	3
--------------------------------------	---

1、海曲泊帕销售峰值有望破 10 亿元

原发免疫性血小板减少症（ITP）是一种自身免疫性出血性疾病，目前我国年发病率为 5-10/10 万人，按中位数计算，预计国内患者数量约为 10.46 万人。一线治疗方法包括：（1）肾上腺糖皮质激素，但长期应用会出现骨质疏松、股骨头坏死不良反应；（2）注射静丙。二线治疗方法包括：（1）促血小板生成药物，如 rhTPO、罗米司亭和艾曲泊帕等；（2）利妥昔单抗；（3）脾切除；（4）免疫抑制剂如环孢素等。一线激素治疗后约有一半患者无效或复发，且副作用较大，约 40% 的 ITP 患者会后期转入二线治疗，现有二线疗法中，免疫抑制剂治疗整体有效率不高，感染风险大；脾切除治疗有效率较高，但患者存在短期和远期并发症的风险；利妥昔单抗的治疗原理为减少产生血小板抗体的 B 细胞，但缺点为可能导致乙肝病毒再激活，活动性乙肝患者也需慎重使用。口服 TPO 激动剂患者依从性好，可长期服药，因此在二线治疗众多疗法中具有较大优势。

预计我国转入二线治疗的 ITP 患者数量为 4.19 万人（10.46 万*40%）。艾曲泊帕已经于 2019 年进入全国医保目录，最新中标价为 5968 元/25mg:28 片，患者每日起始服药量为 25mg，根据血小板水平进行调整，最大不超过 75mg/日，按每日 25mg 剂量保守计算，年费用为 7.78 万元。假设海曲泊帕上市后定价为艾曲泊帕的 80%（年费用 6.22 万元），渗透率为 35%，则销售 ITP 适应症销售峰值有望达到 9.23 亿元（4.24 万人*6.22 万元/年*35%）。此外海曲泊帕还同时获批重型再生障碍性贫血适应症，预计销售峰值有望突破 10 亿元。

表1：海曲泊帕仅 ITP 适应症销售峰值就可超 9 亿元

项目	数据	测算依据
ITP 患病人数	10.59 万人	总人口数*患病率中位数（141178 万人* 7.5/10 万人）
二线治疗患者	4.24 万人	患病人数*40%（10.59 万人*40%）
艾曲泊帕年费用	7.78 万元	
海曲泊帕年费用	6.22 万元	艾曲泊帕年费用*80%
海曲泊帕覆盖患者数量	1.48 万人	二线治疗患者*35%
海曲泊帕 ITP 适应症销售峰值	9.23 亿元	海曲泊帕覆盖患者数量*海曲泊帕年费用

数据来源：开源证券研究所

2、风险提示

仿制药大品种纳入集采；PD-1/L1 单抗竞争加剧；创新药研发失败。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	22311	28050	34867	43044	52715
现金	5044	10805	12699	21434	26280
应收票据及应收账款	5435	5074	8379	7946	11218
其他应收款	894	651	1327	1074	1745
预付账款	591	562	914	877	1226
存货	1607	1778	2367	2532	3066
其他流动资产	8741	9180	9180	9180	9180
非流动资产	5245	6680	7742	8540	9107
长期投资	60	60	60	60	60
固定资产	2542	3280	4139	4788	5240
无形资产	350	341	362	370	382
其他非流动资产	2293	2998	3182	3322	3425
资产总计	27556	34730	42610	51583	61823
流动负债	2473	3772	4019	4992	5150
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1289	1433	1901	2039	2463
其他流动负债	1183	2339	2119	2953	2687
非流动负债	146	171	171	171	171
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	146	171	171	171	171
负债合计	2619	3943	4190	5163	5321
少数股东权益	162	283	275	266	254
股本	4423	5332	6398	6398	6398
资本公积	1663	3143	3143	3143	3143
留存收益	19103	23530	29877	37444	46849
归属母公司股东权益	24775	30504	38144	46155	56248
负债和股东权益	27556	34730	42610	51583	61823

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3817	3432	2901	10786	6721
净利润	5326	6309	7632	9249	11433
折旧摊销	646	476	556	743	928
财务费用	-134	-182	-279	-390	-610
投资损失	-309	-341	-320	-330	-340
营运资金变动	-2057	-3438	-4675	1532	-4668
其他经营现金流	344	608	-14	-17	-21
投资活动现金流	-1945	1798	-1285	-1193	-1134
资本支出	561	554	1063	797	567
长期投资	-1693	2007	0	0	0
其他投资现金流	-3077	4359	-222	-396	-567
筹资活动现金流	-719	291	279	-858	-741
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	737	909	1066	0	0
资本公积增加	184	1480	0	0	0
其他筹资现金流	-1640	-2098	-788	-858	-741
现金净增加额	1165	5432	1894	8735	4846

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23289	27735	35506	43086	50579
营业成本	2913	3349	4101	4847	5538
营业税金及附加	216	257	448	482	536
营业费用	8525	9803	12143	15080	17450
管理费用	2241	3067	4048	4826	5564
研发费用	3896	4989	6746	8186	9610
财务费用	-134	-182	-279	-390	-610
资产减值损失	-5	-7	0	0	0
其他收益	190	208	0	0	0
公允价值变动收益	38	16	14	17	21
投资净收益	309	341	320	330	340
资产处置收益	1	3	0	0	0
营业利润	6150	7007	8632	10401	12853
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	95	113	89	99	99
利润总额	6056	6895	8544	10304	12755
所得税	729	587	912	1055	1322
净利润	5326	6309	7632	9249	11433
少数股东损益	-2	-19	-8	-9	-11
归母净利润	5328	6328	7640	9258	11445
EBITDA	6550	7047	8748	10534	12967
EPS(元)	1.00	1.19	1.43	1.74	2.15

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	33.7	19.1	28.0	21.3	17.4
营业利润(%)	33.8	13.9	23.2	20.5	23.6
归属于母公司净利润(%)	31.1	18.8	20.7	21.2	23.6
获利能力					
毛利率(%)	87.5	87.9	88.4	88.8	89.1
净利率(%)	22.9	22.8	21.5	21.5	22.6
ROE(%)	21.4	20.5	20.4	20.4	20.6
ROIC(%)	20.9	19.6	19.7	19.4	19.5
偿债能力					
资产负债率(%)	9.5	11.4	9.8	10.0	8.6
净负债比率(%)	-19.7	-34.6	-33.6	-46.9	-47.2
流动比率	9.0	7.4	8.7	8.6	10.2
速动比率	8.0	5.9	7.0	7.2	8.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	4.7	5.3	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.19	1.43	1.74	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.64	0.54	2.02	1.26
每股净资产(最新摊薄)	4.65	5.72	6.95	8.46	10.35
估值比率					
P/E	85.4	71.9	59.6	49.2	39.8
P/B	18.4	14.9	12.3	10.1	8.2
EV/EBITDA	81.4	75.2	60.4	49.3	39.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn