

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

翰森制药 (3692 HK)

中枢神经系统/抗肿瘤/抗感染药物领域的龙头制药公司

中国制药市场将保持稳定增长

根据弗若斯特沙利文数据,中国制药2023年市场规模将达到2.132万亿元人民币,2018-2023年复合年增长率为6.8%。这一增长主要得益于持续发展的经济、收入增长、健康意识提高、人口老龄化以及利好新药研发的政策。同时,我们认为,在研发门槛提升、一致性评价深化、以及国家带量采购的推动下,我国相对较分散的医药市场的整合时机已经成熟。

战略定位于中枢神经系统、抗肿瘤和抗感染药物领域

翰森制药在中国的六大治疗领域中拥有龙头地位,包括中枢神经系统、抗肿瘤、抗感染、糖尿病、胃肠道和心血管疾病领域。根据公司2018年的销售收入分布,翰森是中国最大的精神类药物企业(9.2%的市场份额),第五大抗肿瘤药企业(2.5%的市场份额),以及第三大多重耐药性革兰氏阳性细菌抗生素药企业(14.1%的市场份额)。

已被证实的销售能力和研发平台

翰森的销售主要通过自建团队,目前拥有约4,500名专业销售人员,覆盖全国1,900多家三级医院、5,000多家二级医院和其他众多医疗机构。翰森在过去20年中证明了其深厚的研发实力,在中国创新药和首仿药获批数量中排名第二。翰森的研发管线包括众多的临床后期的创新药和重磅仿制药。我们注意到公司最近已经兑现了一些研发催化剂,包括获批聚乙二醇洛塞那肽和递交HS-10296的新药上市申请。

2019-2020年稳健的销售前景

我们预计公司2019/20/21年收入将达97.03亿/122.45亿/152.86亿元人民币,复合年增长率为26%。2019/20/21年调整后净利润为26.02亿/33.78亿/42.37亿元人民币,复合年增长率为30%。增长将主要来自昕泰和迈灵达在上市初期的快速放量、普来乐和昕维的市场份额的稳定增加,以及新产品(聚乙二醇洛塞那肽和HS-10296)的获批推出。

首次覆盖给予买入评级,给出风险调整后的目标价为25.8港元

考虑到目前仿制药板块政策风险降低、翰森在市场中的领导地位、以及市场整合的加快,我们基于乐观假设的分部加总估值并赋予30%的资本分配溢价给予目标价25.8港元。

盈利预测及估值

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	6,186	7,722	9,703	12,245	15,286
% 同比增长	14%	25%	26%	26%	25%
调整后净利润	1,599	1,909	2,602	3,396	4,255
% 同比增长	9%	19%	36%	30%	25%
ROE	35%	77%	19%	20%	20%

资料来源:公司资料、招商证券(香港)预测

张魁 +852 3189 6357 suzhang@cmschina.com.hk
张皓渊, CFA +852 3189 6354 haydenzhang@cmschina.com.hk

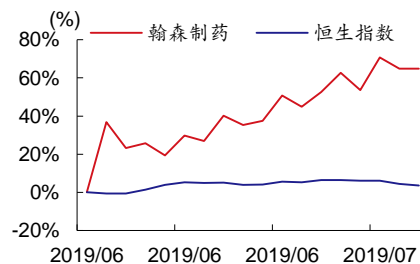
张文嘉, PhD +852 3189 6160 marcellacheung@cmschina.com.hk
胡学森, PhD +852 3189 6126 samhu@cmschina.com.hk

首次覆盖

买入

股价	HK\$23.1
12个月目标价(上涨空间)	HK\$25.8 (+12%)

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3692 HK	68.0	n.a	n.a
HSI	2.3	6.6	0.4

行业: 医药、医疗服务

恒生指数	28205
国企指数	10702

重要数据

52周股价区间(港元)	16.12-25.5
港股市值(百万港元)	133717
日均成交量(百万股)	17.03
每股净资产(港元)	2.46

主要股东

创始人	68.35%
岑均达	16.65%
自由流通股	15.00%
总股数(百万股)	5706

资料来源: 贝格数据

投资主题

翰森制药(以下简称翰森)是一家多元化的大型制药公司,其战略发展目标定位于中国前几大且发展最快的治疗领域。弗若斯特沙利文预计,2018年至2023年,中国医疗支出的年复合增长率将达到9.8%,即2023年将达到9.352万亿元人民币。同样地,弗若斯特沙利文预计,2018年至2023年,中国医药市场的年复合增长率将达到6.8%,即2023年将达到2.132万亿元人民币。

尽管如此,中国的制药业仍然高度分散。2018年,中国共有超过4,000家制药公司,前20大制药公司仅占整个市场的21.7%。我们认为激烈的竞争将推动产业整合,而拥有完善的销售网络和多元化产品组合的企业将在这一过程中受益。

近年来,中国政府在鼓励创新的同时,也提高了制药行业的研发门槛。我们认为只有极少数具备良好研发记录和资本实力的公司才能胜任创新药的研发。与此同时,国家药品监督管理局(NMPA,前CDA)开始要求对某些仿制药进行一致性评价(以下简称BE)。而首批通过BE的仿制药将有资格参加集中采购,并通过竞标或谈判过程中获取市场份额,而未通过BE的仿药和/或未明显降价的专利到期的原研药将面对不利局面。我们认为这样将加速淘汰尾部药企并推动市场整合。

翰森是中国最大的精神类药物(2018年占9.2%的市场份额)和中国第五大抗肿瘤药物(2.5%的市场份额)制药公司,在中国多重耐药性革兰氏阳性细菌抗生素市场中排名第三(14.1%的市场份额)。2018年,翰森在中国制药市场的六大治疗领域占据62.5%的市场份额。除了抗感染药物市场,公司2013-2017年其他治疗领域的增速均超过中国整体制药市场。

在过去20年中,翰森拥有良好的研发记录,在创新药(NME,1.1类创新药)和首制药(FTM)获批中排名第二。公司具备一些列研发催化剂,其6个创新药和9个重磅仿制药将在2018年下半年到2020年之间推出。我们认为公司成功地实现了许多的研发催化剂,包括取得聚乙二醇洛塞那肽的上市认证和提交了HS-10296的新药上市申请(资料来源:CDE)。我们预计这些品种的上市将巩固翰森在中枢神经系统和抗肿瘤药物市场的领导地位,并且很大机会能在糖尿病和心脏病药物市场中建立竞争地位。

翰森通过自建团队进行销售,该团队拥有约4,500名专业销售人员,覆盖全国1,900多家三级医院、5,000家二级医院和其他众多医疗机构。核心销售人员在相关领域平均拥有超过10年的工作经验。

2016-2018年,公司总收入的复合年增长率为19%,调整后净利润复合年增长率为14%。受益于国家医保目录(NRDL)更新纳入了翰森的主要产品(如阿美宁、迈灵达、普来乐、昕美、昕维、昕泰和泽坦等),公司2018年上半年公司收入增长了25%,调整后净利润增长了19%。我们预计2019/20/21年收入将达到97.03亿/122.45亿/152.86亿元人民币,2019/20/21年调整后净利润为26.02亿/33.78亿/42.37亿元人民币,复合年增长率分别为26%/30%,这些增长主要来自昕泰和迈灵达量在上市初期的快速放量、普来乐和昕维市场份额稳定增加,以及新重磅产品(例如聚乙二醇洛塞那肽和HS-10296)的推出。

我们的分部加总估值基本假设是给予已上市仿制药13倍的2020年EV/NOPAT估值,给予研发管线中的重磅仿制药13的EV/峰值NOPAT的折现估值,给予创新药管线风险调整后的净现值估值,再赋予30%的资本配置溢价以体现潜在的并购和派息机会,上述估值架构与其他香港上市的大型制药公司相符。另外,我们乐观假设的收入预测比基本假设高了20%,并调高了在研管线的获批成功率。我们保守假设中的收入预测比基本假设低了20%,并调低了在研管线的获批成功率。估值范围介于21.6-37.3倍的2020年市盈率和6.0-10.4倍的2020年市净率,而大部分的同业平均估值处于2020年的28.8倍的市盈率和6.0倍的市净率。

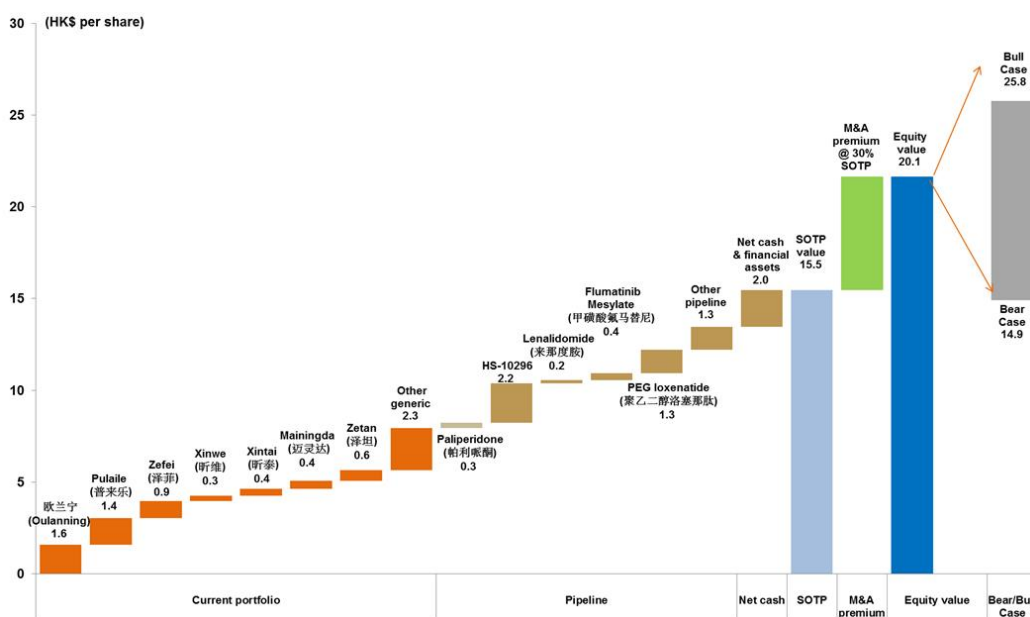
重点图表

图 1: 翰森的研发管线

Therapeutic Area	Product	Intended indication	Status	Potential type of drugs	Medical Insurance Coverage of Original Drugs *
CNS diseases	Paliperidone (帕利哌酮)	Schizophrenia	BE, NDA submitted in March 2019	First-to-market Generic	NRDL 2017
	Lurasidone Hydrochloride (盐酸鲁拉西酮)	Schizophrenia	Conducting Pharmacological research	First-to-market Generic	-
Oncology	HS-10296	NSCLC	Submitted NDA in April 2019	Category 1.1 innovative drug	-
	Lenalidomide (来那度胺)	Mutiple Myeloma; Myelodysplastic syndrome	BE Completed, NDA submitted in Nov 2018	Generic	NRDL 2017
	Fulvestrant (氟维司群)	Breast Cancer	Conducting Pharmacological research	First-to-market Generic	NRDL 2017
	Flumatinib Mesylate (甲磺酸氟马替尼)	CML	Clinical trials completed, NDA submitted in July 2018	Category 1.1 innovative drug	-
Anti-infectives	HS10234	Hepatitis B	Phase III clinical trials (site identified)	Category 1.1 innovative drug	-
Diabetes	Canagliflozin (卡格列净)	Type II diabetes	BE completed, Submitted NDA in October 2017	First-to-market Generic	-
	Polyethylene glycol loxenate (聚乙二醇洛塞那肽)	Type II diabetes	Clinical trials completed, Submitted NDA in July 2017	Category 1.1 innovative drug	-
	Vildagliptin (维格列汀)	Type II diabetes	BE completed, NDA approved in March 2019	First-to-market Generic	NRDL 2017
Gastrointestina	Prucalopride (普芦卡必利)	Severe chronic constipation	BE completed, NDA approved in Dec 2018	First-to-market Generic	NRDL 2017
	Dexlansoprazole (右兰索拉唑)	Non-erosive esophageal reflux disease Corruptive esophagitis	Clinical validation trials	First-to-market Generic	-
Cardiovascular	Apixaban (阿哌沙班)	Anticoagulant drugs to prevent venous thromboembolism (VTE); (hip or knee arthroplasty)	BE completed, NDA approved in Jan 2019	First-to-market Generic	NRDL 2017
	Rivaroxaban (利伐沙班)	Anticoagulants, treatment and prevention of adult deep venous thrombosis and pulmonary embolism	BE	Generic	NRDL 2009
	Dabigatran etexilate (甲磺酸达比加群酯)	Anticoagulants, reduce the risk of stroke and systemic embolism in patients with non-valvular atrial	BE	Generic	NRDL 2017

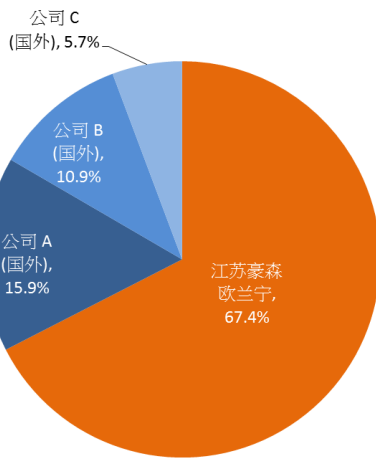
资料来源: 公司资料

图 2: 翰森的分部加总估值预测



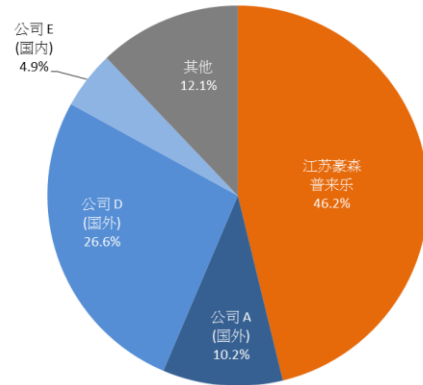
资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图 3: 2018年翰森奥氮平的市场份额



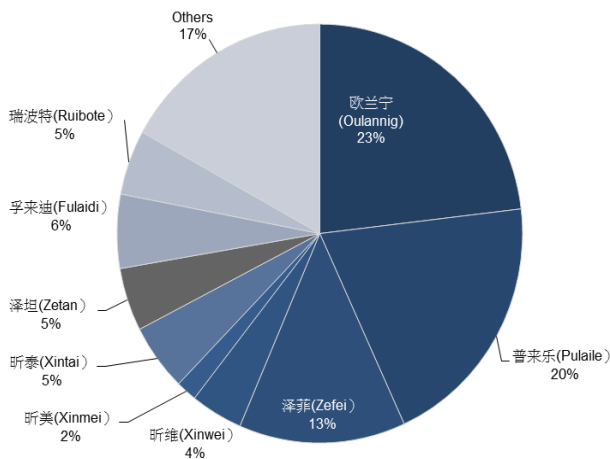
资料来源: 弗若斯特沙利文

图 4: 2018年翰森培美曲塞的市场份额



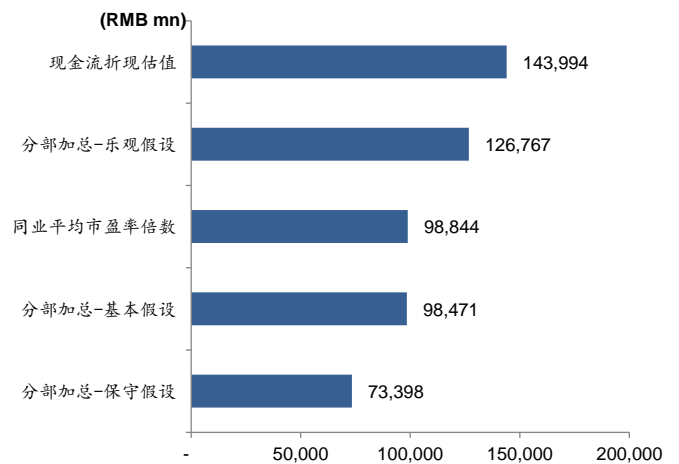
资料来源: 弗若斯特沙利文

图 5: 2018年翰森的各产品销售情况



资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券(香港)预测

图 6: 我们估值的敏感性分析



资料来源: 招商证券(香港)预测

目录

重点图表.....	3
目录.....	5
行业概况.....	6
中国医疗和医药市场在整合中保持稳定增长.....	6
某些治疗领域显现更好的增长机会.....	7
竞争格局.....	8
公司概况：聚焦重点治疗领域的多元化制药公司.....	12
上市管线概览 - 在中枢神经系统、抗肿瘤和抗感染药物等领域处于领先地位.....	12
研发管线概览 - 肿瘤、中枢神经系统、心血管及糖尿病将成为未来亮点.....	14
完善的研发平台.....	19
经验丰富的商业化团队.....	19
强大的生产设施.....	19
未来的扩张计划.....	20
估值分析.....	21
分部加总估值法.....	21
现金流折现估值法.....	25
同业倍数估值法.....	27
财务分析.....	28
附录 1：管理层简介.....	31
附录 2：股权结构.....	32
财务概述.....	33

行业概况

中国医疗和医药市场在整合中保持稳定增长

根据中国国家统计局(NBS)和经济学家智库的数据,中国的医疗保健支出从2013年到2018年的复合年增长率是13.5%,2018年达到5.870万亿元人民币。这种增长主要得益于经济的快速增长、可支配收入增加、健康意识增强、人口老龄化、预期寿命延长以及政府的有力支持和医疗改革计划。弗若斯特沙利文预计以上驱动因素将会持续起作用,且中国医疗保健支出从2018年到2023年的复合年增长率将达到9.8%,并在2023年达到9.352万亿元人民币。中国医药市场从2013年到2018年的复合年增长率为9.8%,2018年达到1.533万亿元人民币。弗若斯特沙利文预计,中国医药市场将在2018年至2023年间以6.8%的复合年增长率增长,到2023年将达到2.133万亿元人民币。

与此同时,中国的制药业仍然高度分散。2018年,中国多于4000家制药公司,前20大制药公司仅占整个市场的21.7%。我们认为,激烈的竞争将推动行业整合,而拥有完善的销售网络和多元化产品组合的企业将在这一过程中受益。

中国的制药市场一直以仿制药为主,创新药物仅占市场的一小部分。与其他仿制药相比,我们认为首制药(FTM)可以借助某些先发优势,例如跨国药企(MNC)之前对医生和患者的教育,激发价格敏感患者的用药需求,建立品牌意识和患者的忠诚度。

中国政府已采取措施鼓励制药研发。这些举措包括“中国制造2025”计划、“国务院办公厅关于促进医药产业健康发展的指导意见”、“健康中国2030”等。这些措施旨在促进新药研发,加强专利保护,并减轻创新药企的资金负担。与此同时,NMPA通过采用ICH倡议(ICH为人用药品注册技术要求国际协调会的简称),提高了制药行业的研究门槛,并批准了跨国公司更多的创新药物。我们认为只有极少数具有良好记录和丰富资本实力的药企才能在这样剧变的环境中完成新药研发的任务。

另外,NMPA开始要求对某些仿制药进行质量一致性评价(以下简称BE)。首批通过BE的仿制药将有资格参加国家集中采购,并通过竞标或谈判过程中获取市场份额,而未通过BE的仿药和/或未明显降价的专利到期的创新药降面对不利局面。我们认为这样的方法将淘汰竞争力较弱的公司并推动市场整合。

某些治疗领域显现更好的增长机会

下表列明了中国药品市场六大治疗领域的增长率及其市场份额。值得注意的是，中枢神经系统、肿瘤、糖尿病、胃肠道和心血管疾病治疗领域在2014-2018年期间的增速高于行业平均水平，并且在2018-2023年预测将继续保持或高于平均增速。

图 7: 中国六大主要治疗领域的市场份额和增长情况

	在 2018 年全国药品市场中占比	2014-2018 市场复合增长率	2018-2023 市场复合率增长
抗感染	14.2%	4.0%	2.9%
心血管	13.4%	9.3%	6.8%
神经中枢系统	12.9%	11.8%	6.7%
肿瘤	10.3%	12.8%	15.0%
胃肠道	8.0%	9.3%	8.4%
糖尿病	3.7%	10.7%	15.6%
全国药品市场	100%	8.1%	6.8%

资料来源: 弗若斯特沙利文报告

抗感染: 2018年, 中国抗感染药物市场达到2,179亿元人民币。抗感染药物耐药性的不断升高已成为一个紧迫的公共卫生问题。因此, 用于多重耐药菌(如抗革兰氏阳性菌药物, 2018年在中国的销售额达60亿元人民币)的超级抗生素将有较大需求。超级抗生素的市场发展速度将会超过一般的抗感染药物。

心血管: 2018年, 中国的心血管药物市场达到2,060亿元人民币。其中, 抗凝药物市场达到94亿元人民币, 并预计将成为增长更快的子行业之一。这是因为阿哌沙班和利伐沙班等新型抗凝血药物替代了传统的华法林, 并且国家将抗凝药物纳入了医保覆盖范围(2017版)。

神经中枢神经系统: 2018年, 中国的中枢神经系统药物市场规模为1,974亿元人民币, 其中精神类药物为229亿元人民币, 是中枢神经系统药物最大的子市场。抑郁症、精神分裂症和失眠症是常见的精神疾病且发病率高(分别为2.1%、0.8%和45.4%)。弗若斯特沙利文公司数据还显示, 中国的精神疾病治疗率极低, 2018年仅有约8%的患者接受治疗, 而美国有45%的患者接受治疗。随着人们对心理健康问题认识的不断提高, 中枢神经系统药物市场的增长速度将超过整体市场。

肿瘤: 2018年, 抗肿瘤药物制药企业的市场规模为1,575亿元人民币。2018年, 癌症确诊总人数从2014年的380万增加到430万, 复合年增长率为3%。随着癌症患病率的增加, 癌症诊断率的提高以及对该疾病认识的不断增强, 抗肿瘤药物的需求预计会大幅增长。

胃肠道: 2018年, 胃肠道药物的市场规模为1,223亿元人民币。抗酸药、抗胀气药和抗溃疡药物(主要是质子泵抑制剂(PPIs))是最大的子行业, 占胃肠道药物市场的49.2%。

糖尿病: 2018年, 糖尿病药物市场达到573亿元人民币。同年, 中国共有1.26亿糖尿病患者, 其中有50.4%被确诊糖尿病。糖尿病患者人数的增加, 医疗保健意识的增强以及患者财务状况的改善将在未来推动糖尿病药物需求的增长。

竞争格局

我们认为，在抗肿瘤、中枢神经系统和糖尿病等治疗领域，翰森将会面临更多竞争。跨国公司（MNC）将继续推出新产品以巩固其地位，中国生物制药（1177 HK）、齐鲁和科伦（002422 CH）等国内公司也会对翰森构成挑战。但我们认为，翰森凭借其强大的销售队伍以及丰富的中枢神经系统和糖尿病产品管线，可确保在这些领域的领先地位。

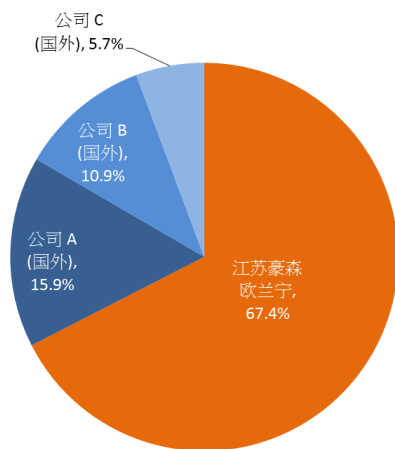
在中枢神经系统领域，翰森主要的跨国竞争对手是礼来（LLY US）、强生（JNJ US）和辉瑞（PFE US），主要的国内竞争对手是齐鲁、绿叶（2186 HK）、复星（2196 HK）和康弘（002773 CH）（详见下表摘要）。根据弗若斯特沙利文数据，2018年翰森在中国精神类药物市场的市场份额为9.2%，在2014-2018年排名第一。有关翰森的中枢神经系统药物组合的更多信息，请参阅《公司概况》。

图 8: 中国中枢神经系统药物竞争格局

RMBm	Generic name	Chinese generic name	2017 sales	CAGR 2014-17	Hansoh	Lvye	Qilu	Nhwa Kanghong	Lilly	JNJ	Pfizer	Lundbeck	Others
Schizophrenia													
	Olanzapine	奥氮平	1,711	6%	60%				30%				Dr Reddy's (7%)
	Quetiapine	喹硫平	552	8%		72%							Fosun (21%), NT Pharma (7%)
	Risperidone	利培酮	393	1%			9%	9%		60%			Changzhou Siyao (6%), Huahai (6%)
	Aripiprazole	阿立哌唑	370	8%				34%					Otsuka (50%), Sh Pharma (16%)
	Paliperidone	帕利哌酮	244	7%				38%		100%			
	Ziprasidone	齐拉西酮	89	-4%							41%		Shenghuaxi (17%)
	Amisulpride	氨磺必利	234	39%			73%						Sandoz (27%)
	Others	Others	75	10%									
	Total		3,668										
Anti-depression													
	Sertraline	舍曲林	664	12%							74%		Zhejiang Jingxin (16%)
	Paroxetine	帕罗西汀	554	0%									GSK (42%), Zhejiang Jianfeng (8%)
	Flooxetine	氟西汀	261	-5%						90%			
	Escitalopram	艾司西酞普兰	1,090	21%								60%	Shangdong Jingwei (29%), Kelun (10%)
	Venlafaxine	文拉法辛	607	10%				41%			58%		
	Flupentixol and Meflazone	氟哌啶醇+美利曲辛·复方	449	4%								78%	Sichuan Haisike (13%), Chongqing Shenghuaxi (8%)
	Citalopram	西酞普兰	216	3%			6%					78%	Kelun (13%)
	Fluvoxamine	氟伏沙明	134	16%									Livzon (53%), Solvay (47%)
	Duloxetine	度洛西汀	515	11%			9%		61%				Shanghai Pharma (29%)
	Mirtazapine	米氮平	279	3%									Organon (49%), Huayu (31%), Shangxi Kangbao (13%), Haerbin Sanlian (12%)
	Agomelatine	阿戈美拉汀	27	106%	100%								Servier (0%)
	Total		4,795										
Alzheimer's Disease													
	Memantine	美金刚	369	18%								93%	United Lab (7%)
	Donepezil	多奈哌齐	652	18%	5%								Eisai (88%)
	Rivastigmine	卡巴拉汀	95	20%									Novartis (100%)
	Total		1,021										
ADHD													
	Tomoxetine	托莫西汀	99	11%					99%				
	Methylphenidate	哌甲酯	145	18%						100%			
	Total		245										

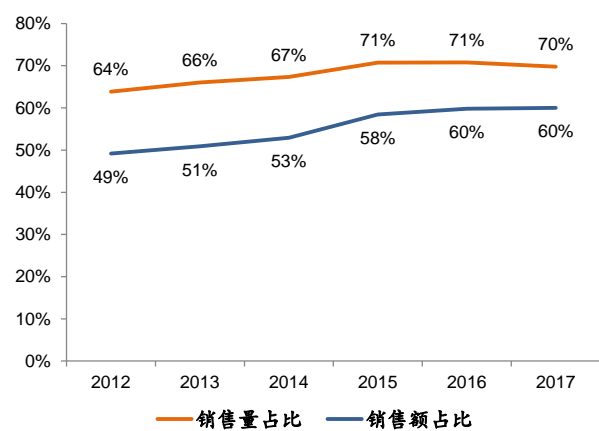
资料来源: PDB、招商证券(香港)估计

图 9: 2018 翰森奥氮平的市场份额



资料来源: 弗若斯特沙利文

图 10: 翰森奥氮平的销售金额和销售份额



资料来源: PDB

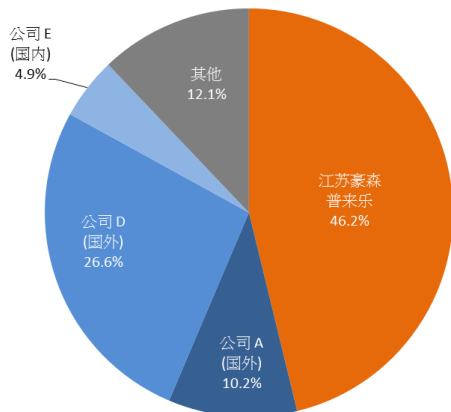
在抗肿瘤药物方面，主要的跨国公司竞争对手是罗氏 (ROG SW) 和赛诺菲 (SAN FP)，主要的国内竞争对手是恒瑞 (600276 CH)、齐鲁、中国生物制药和绿叶。翰森是2017年中国第五大抗肿瘤制药公司，占有2.5%的市场份额。有关翰森抗肿瘤药物组合的更多信息，请参阅《公司概况》。

图 11: 中国肿瘤药竞争格局

RMBm	Generic name	Chinese generic name	2014	2015	2016	2017 sales	CAGR 2014-17	Hansoh	Hengrui	Qilu	Lyve	SBP	Sanofi	Roche	Novartis	Lilly	Others
Paclitaxel	紫杉醇		3,190	3,405	3,598	3,891	7%				64%						BMS (8%)
Permetrexed	培美曲塞		2,313	2,387	2,611	2,721	6%	40%		32%							
Docetaxol	多西他赛		2,370	2,384	2,489	2,506	2%		43%	13%			31%				15%
Thymosin Alpha 1	胸腺肽α1		2,095	2,255	2,399	2,379	4%										Shenzhen Wanle (6%) SCIClone (56%), Chengdu Diao (19%), Hainan Shuangcheng (11%), Hainan Zhonghe (10%)
TGO	替加氟+吉美嘧啶+奥替拉西·复方		1,689	1,825	2,051	2,237	10%		17%	16%							Shandong Ximshidai (51%), Taiho (16%)
Rituximab	利妥昔单抗		1,339	1,464	1,801	2,054	15%							100%			Beijing Shijiao (14%), SL Pharma (16%), Shenzhen Hanyu (10%), Wuhan Hualong (13%), Hainan Zhonghe (31%), Guoyao (9%)
Thymopentin	胸腺五肽		3,343	3,020	2,805	2,027	-15%										Jilin Aodong (100%)
Oxaliplatin	奥沙利铂		1,536	1,626	1,881	1,988	9%		22%				66%				Fujisawa (60%), Huadong (22%), Astellas (8%), Hisun (6%)
Ribonucleic acid	核糖核酸		1,373	1,611	1,813	1,929	12%										
Tacrolimus	他克莫司		1,308	1,453	1,634	1,880	13%										
Capecitabine	卡培他滨		1,466	1,555	1,665	1,802	7%		11%	10%		7%		72%			
Trastuzumab	曲妥珠单抗		1,096	1,248	1,408	1,694	16%							100%			
G-CSF	重组人粒细胞集落刺激因子		1,631	1,659	1,666	1,582	-1%			44%							
Mycophenolate Mofeti	吗替麦考酚酯		1,303	1,363	1,365	1,465	4%							61%			Kirin (13%), Hangzhou Jiuyuan (7%), Xiamen Tebao (7%), Chugai (6%) Huadong (35%)
Leuprorelin	亮丙瑞林		659	892	1,205	1,372	28%										Takeda (44%), Livzon (30%), Boente (26%)
Imatinib	伊马替尼		1,036	1,103	1,174	1,343	9%	12%				6%		81%			
Gemcitabine	吉西他滨		1,207	1,192	1,250	1,280	2%	62%								33%	
Temozolomide	替莫唑胺		805	894	1,071	1,250	16%										Orion (42%), Tasly (48%), Xianingbaoya (8%)
Goserelin	戈舍瑞林		736	877	1,047	1,244	19%										AstraZeneca (100%)
Disodium Cantharidinate an	斑蝥酸钠+维生素B6·复方		1,352	1,378	1,350	1,138	-6%										Guizhou Yibai (65%), Guizhou Baiqiang (35%)
Bevacizumab	贝伐珠单抗		561	682	836	1,095	25%							100%			

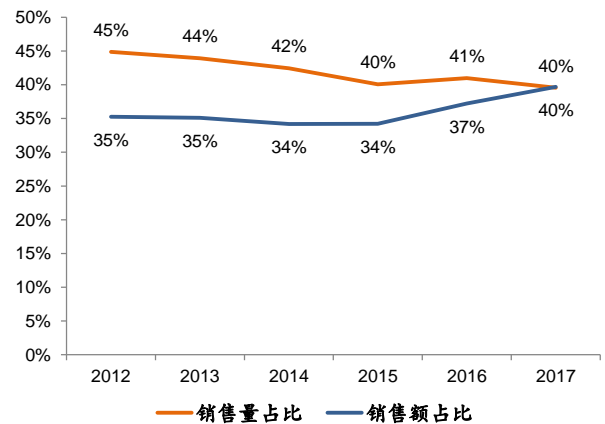
资料来源: PDB、招商证券(香港)估计

图 12: 2018年翰森培美曲塞的市场份额



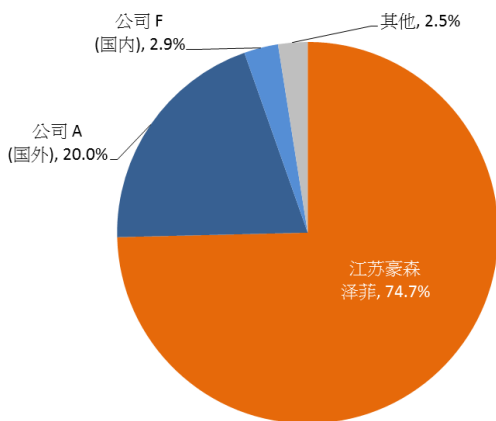
资料来源: 弗若斯特沙利文

图 13: 翰森培美曲塞的销售量和销量份额



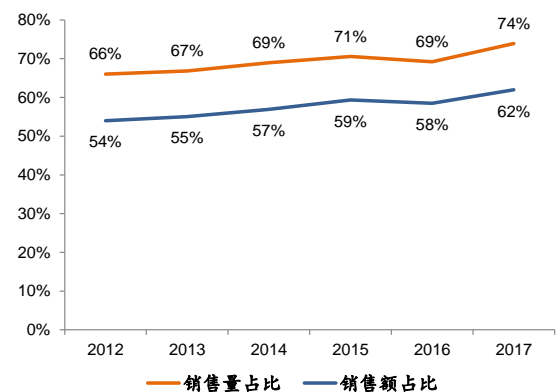
资料来源: PDB

图 14: 2018年翰森吉西他滨的市场份额



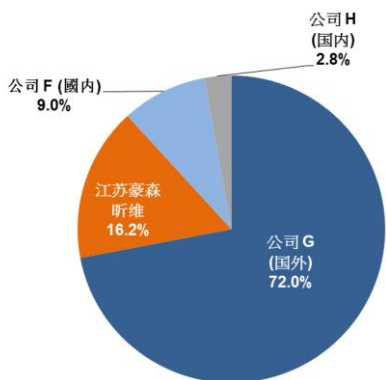
资料来源: 弗若斯特沙利文

图 15: 翰森吉西他滨的销售量和销量份额



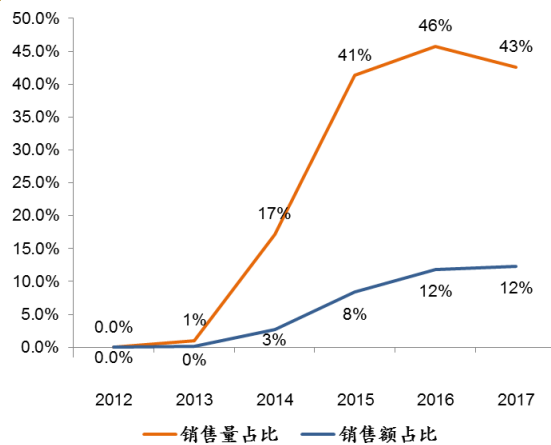
资料来源: PDB

图16: 2018年翰森伊马替尼的市场份额



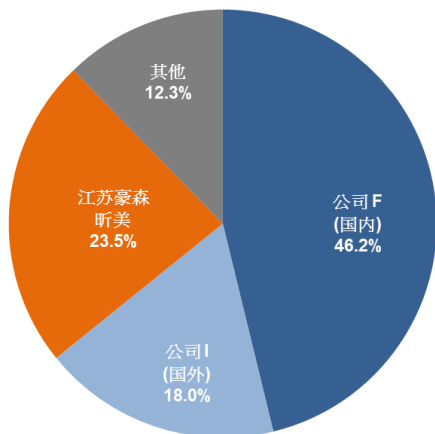
资料来源: 弗若斯特沙利文

图17: 翰森伊马替尼的销售和销量份额



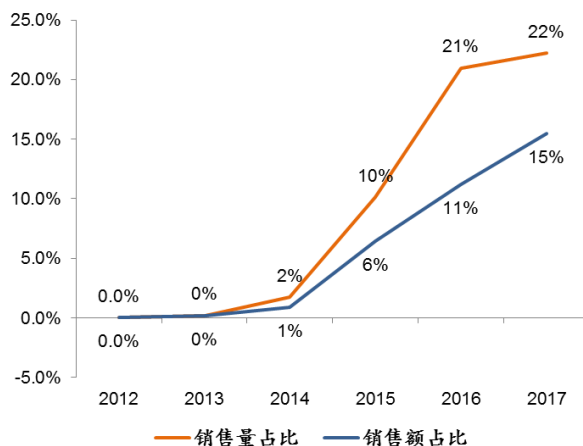
资料来源: PDB

图18: 2018年翰森地西他滨的市场份额



资料来源: 弗若斯特沙利文

图19: 翰森地西他滨的销售和销量份额



资料来源: PDB

翰森在新型抗感染药物市场上有众多竞争对手，包括辉瑞、科伦、海正（600267 CH）和南京圣和。据弗若斯特沙利文数据，翰森是中国第三大新型抗感染药物公司，2018年市场份额为14.1%。有关翰森抗感染药物组合的更多信息，请参阅《公司概况》。

图 20: 某些新型抗感染药物类别在中国的竞争格局

RMBm		2017 sales CAGR 2014-17			Hansoh	Others (Ratio >=5%)
Nitroimidazoles		硝基咪唑类				
Ornidazole	奥硝唑	1,031	-7%			Xi'an Wanlong (27%), Kelun (39%), Nanjing Shenghe (13%), Xi'an Tianyi (7%), Wuhan Changlian (5%), Hunan Jiudian (5%)
S-Ornidazole	左奥硝唑	576	46%			Nanjing Shenghe (100%)
Morindazole	吗啉硝唑	8	NA	100%		
Others (Linezolid, Metronidazole, etc)	其它(利奈唑胺、甲硝唑等)	2,004	42%			
Total		3,619				
Tetracyclines		四环类				
Tigecycline	替加环素	1,362	58%	27%		Pfizer (44%), Hisun (17%), SBP (11%)
Others (Doxycycline, Minocycline, etc)	其它(多西环素、米诺环素)	311	6%			
Total		1,673				

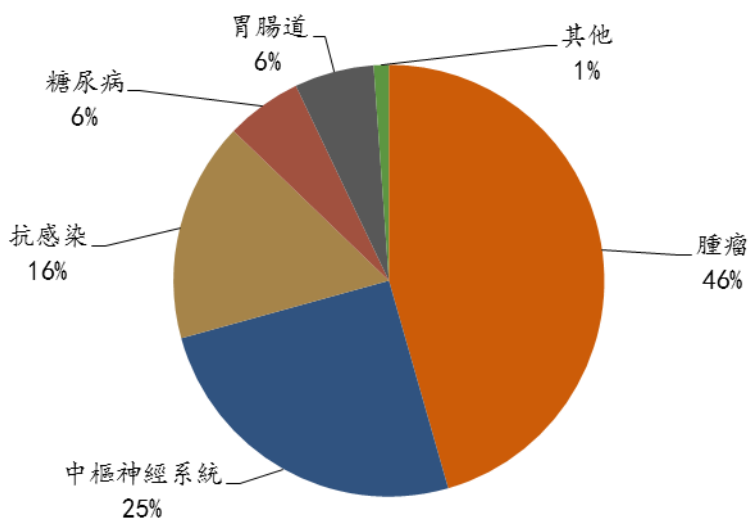
资料来源: PDB、招商证券(香港)预测

在糖尿病和心血管治疗领域，我们认为翰森尚未建立起强大的市场竞争地位。但随着2019-2020年产品线资产的推出，我们认为这些产品有机会在这些治疗领域中获得一定市场份额。

公司概况：聚焦重点治疗领域的多元化制药公司

上市管线概览 - 在中枢神经系统、抗肿瘤和抗感染药物等领域处于领先地位

图 21：2018 年翰森各治疗领域的收入



资料来源：公司资料

翰森的抗肿瘤药物组合主要包括普来乐（培美曲塞二钠）、泽菲（吉西他滨）、昕维（伊马替尼）、昕美（地西他滨）和昕泰（硼替佐米）。

- **普来乐（培美曲塞二钠）** 是礼来公司力比泰（Alimta）的首仿药。作为一种广泛使用的化疗药物，培美曲塞适用于非小细胞肺癌（NSCLC）的一线治疗和恶性胸膜间皮瘤的治疗。2018年，普来乐占培美曲塞市场份额的46%。此外，此药物在2016年获得了日本独立行政法人医药品医疗器械综合机构（PMDA）的认证，并预计将会提交美国ANDA申请。
- **泽菲（吉西他滨）** 是国内针对礼来公司健择（Gemzar）的首仿药。此药物是一种化疗药，用于治疗多种类型的癌症，包括乳腺癌、非小细胞肺癌和胰腺癌。2013年，泽菲经美国FDA批准上市，成为中国制药公司首个获得FDA批准的冻干粉针药物。在吉西他滨药品市场中，翰森泽菲的2018年市场份额为75%。
- **昕维（伊马替尼）** 是国内针对诺华公司（NVS US）格列卫（Gleevec）的首仿药。此药物是一种BCR-ABL酪氨酸激酶抑制剂，适用于费城染色体阳性慢性粒细胞白血病（Ph + CML）、急性淋巴细胞白血病（ALL）和胃肠道间质瘤（GIST）。2018年5月，昕维成为国内首个通过BE评价的伊马替尼仿制药。自2015年以来，昕维一直是中国最畅销的伊马替尼药物，2018年的市场份额为16%。
- **昕美（地西他滨）** 是国内针对达珂（Dacogen）的仿制药。此药物是一种核苷代谢抑制剂，适用于骨髓增生异常综合征（MDS），也可用于治疗急性髓性白血病（AML）。在地西他滨药物市场中，翰森昕美的销量排名第三，2018年的市场份额为24%。
- **昕泰（硼替佐米）** 是国内针对日本武田制药公司（4502 JP）万珂的首仿药。此药物是一种蛋白酶体抑制剂，适用于复发性多发性骨髓瘤（MM）和套细胞淋巴瘤（MCL）。因其具有显著的治疗优势，在获得NDA流程优先审核后，昕泰于2017年11月获得CDA批准。

翰森的神经中枢系统药物主要包括欧兰宁(奥氮平)和阿美宁(阿戈美拉汀)。

- **欧兰宁(奥氮平)**是礼来公司非典型抗精神病药(AAP)再普乐(Zaprexa)的首仿药。该药物用于治疗精神病,如精神分裂症和双相情感障碍。与典型抗精神病药相比,服用欧兰宁引发运动障碍的风险较小,但伴随体重增加、男子女性型乳房、阳痿和2型糖尿病的风险较高。2018年5月,欧兰宁成为国内首个通过BE的奥氮平仿制药。2018年,欧兰宁占全国奥氮平药品市场份额的67%。此外,翰森已于2018年获得美国ANDA的批准。
- **阿美宁(阿戈美拉汀)**是一款针对维度新(法国施维雅制药公司)的首仿药,也是迄今国内唯一的仿制药。该药物是一种5-HT_{2C}(S-HTx)受体拮抗剂,也是褪黑激素受体激动剂,用于治疗成人抑郁症。相比常用的抗抑郁药(SSRIs、SNRIs、三环类药物等)会导致体重增加、性功能障碍和戒断反应等,阿美宁则可以避免这些副作用。

翰森的抗感染药物组合主要包括迈灵达(吗啉硝唑氯化钠)、泽坦(替加环素)、恒捷(利奈唑胺)和恒森(米卡芬净)。

- **迈灵达(吗啉硝唑氯化钠)**是翰森自研的创新药。此药物是最新一代硝基咪唑类抗生素,用于治疗成人中因特定细菌感染引起的盆腔炎、坏疽性阑尾炎和化脓性阑尾炎。临床研究表明,吗啉硝唑的安全性要优于奥硝唑等上一代硝基咪唑。迈灵达于2014年获批上市,并在价格谈判后于2017年纳入国家医保目录。
- **泽坦(替加环素)**是辉瑞公司泰阁(Tygacil)的首仿药。此药物是一种甘氨酸环素,适用于18岁及以上患者由特定细菌菌株所致感染的治疗,包括复杂性皮肤及皮肤结构感染、复杂性腹腔感染和社区获得性细菌性肺炎。2017年,泽坦被纳入国家医保目录。在替加环素药物市场中,泽坦的销量排名第二,2018年的市场份额为28%。

研发管线概览 - 肿瘤、中枢神经系统、心血管及糖尿病将成为未来亮点

翰森拥有包括近100种候选药物的多样化产品线，其中包括创新药物和首仿药，范围涉及肿瘤、中枢神经系统、心血管和糖尿病等关键治疗领域。该公司计划于2018年下半年至2020年间推出近30种候选药物，其中包括以下15种极具增长潜力的药物。

图 22: 翰森产品线概述

产品	拟定适应症	现状	审批分类	医疗保险覆盖范围*
帕利哌酮 (Paliperidone)	精神分裂症	完成生物等效性试验 (BE), 2019年3月提交新药申请	首仿药	国家医保药物目录 (2017年版)
盐酸鲁拉西酮 (Lurasidone Hydrochloride)	精神分裂症	正在进行药理学研究	首仿药	-
HS-10296	非小细胞肺癌	于2019年4月提交新药申请	1.1类创新药	-
来那度胺 (Lenalidomine)	多发性骨髓瘤、骨髓增生异常综合征	完成生物等效性试验 (BE), 2018年11月提交新药上市	仿制药	国家医保药物目录 (2017年版)
氟维司琼 (Fulvestrant)	乳腺癌	正在进行药理学研究	首仿药	国家医保药物目录 (2017年版)
甲磺酸氟马替尼 (Flumatinib Mesylate)	慢性髓系白血病	完成临床试验, 2018年7月提交新药申请	1.1类创新药	-
HS10234	乙肝	III 期 临床试验 (试验地点确认)	1.1类创新药	-
卡格列净 (Canagliflozin)	II 型 糖尿病	完成生物等效性试验 (BE), 2017年10月提交新药申请	首仿药	-
聚乙二醇洛塞那肽 (Polyethylene glycol loxenate)	II 型 糖尿病	完成临床试验, 2017年7月提交新药申请	1.1类创新药	-
维格列汀 (Vildagliptin)	II 型 糖尿病	完成生物等效性试验 (BE), 2019年3月取得新药申请批准	首仿药	国家医保药物目录 (2017年版)
琥珀酸普卡必利 (Prucalopride)	重度慢性便秘症	完成生物等效性试验 (BE), 2018年12月取得新药申请批准	首仿药	国家医保药物目录 (2017年版)
右兰索拉唑 (Dexlansoprazole)	非糜烂性食管返流疾病、腐蚀性食管炎	验证性临床试验	首仿药	-
阿哌沙班 (Apixaban)	抗凝药, 预防静脉血栓事件 (VTE) (髌关节或膝关节择期置换术)	完成生物等效性试验 (BE), 于2019年1月取得新药申请的批准	首仿药	国家医保药物目录 (2017年版)
利伐沙班 (Rivaroxaban)	抗凝药, 治疗和预防成人深静脉血栓形成和肺栓塞	生物等效性试验 (BE)	仿制药	国家医保药物目录 (2009年版)
甲磺酸达比加群酯 (Dabigatran etexilate)	抗凝药, 预防成人非瓣膜性房颤患者的脑卒中和全身性栓塞	生物等效性试验 (BE)	仿制药	国家医保药物目录 (2017年版)

资料来源: 公司资料 *如原研药进入国家医保目录, 其仿制药上市后则会自动被纳入国家医保目录

在中枢神经系统方面，我们认为翰森现拥有两个药物对其欧兰宁进行补充，并能巩固其在非典型抗精神病药（AAP）方面的领先地位的潜力。

- **帕利哌酮**是强生茵达（Invega）的潜在首仿药。此药物是一种多巴胺拮抗剂，也是5-HT_{2A}拮抗剂，属于非典型抗精神病药物，用于治疗成人和青少年精神分裂症。帕利哌酮采用了渗透性控释口服给药系统，释药速率恒定，血药浓度更加稳定。因此，最大程度减少了初始剂量调整的需要，而且通过初始剂量即可快速有效地控制精神病症状。翰森已开展一致性评价，计划于2019年获得批准。2017年，茵达的全球销售额达32亿美元，其中中国的销售额为4,640万元人民币。
- **鲁拉西酮**是日本住友制药Latuda的潜在首仿药。该药在治疗精神分裂症急性发作期及其长期治疗方面均效果显著，极大程度提升了痴呆症和精神分裂症的情绪症状方面的疗效，不良反应发生率低、安全性高且耐受性强。值得强调的是，此药物在长期治疗过程中造成代谢综合征和心电图异常的风险较低。2017年，Latuda的全球销售额达28亿美元，但在中国尚未获批。

在抗肿瘤方面，我们认为翰森通过研发管线正在建立一个强大的特许经营权。作为泰瑞莎（Tagrisso）的同类药物（me-too），HS-10296或能利用公司在非小细胞肺癌方面的商业能力来推动销售增长，而氟马替尼在治疗费城染色体阳性慢性髓性白血病方面或可弥补伊马替尼的不足。至于来那度胺仿制药可弥补硼替佐米在治疗多发性骨髓瘤的不足。我们亦认为，首仿药氟维司群可能为乳腺癌的治疗带来更多的益处。

- **HS-10296**是第三代表表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂（EGFR TKI）。此药可用于治疗EGFR T790M抗性突变的非小细胞肺癌（NSCLC）。药代动力学研究表明，HS-10296缺少去甲基化代谢途径，可避免由野生型EGFR抑制引起的皮肤和胃肠道损伤。该药正在中美进行多中心II期试验。公司已于2019年4月提交HS-10296的上市申请。我们预计该产品或将先于2019年以客观缓解率（ORR）为主要终点获得有条件批准，并于2021年获得治疗一线非小细胞肺癌的上市许可。

HS-10296的二期临床试验数据暂未公开发布。但在一期治疗二线非小细胞肺癌(n=82, 18名患者被纳入剂量递增队列, 64名患者在扩展队列中)的结果显示, ORR为52.4%, DCR为91.5%。与药物相关的SAE数据显示该药物耐受良好。(资料来源: IASLC 2018)

许多中国公司已经加入EGFR TKI（针对T790M突变）的竞争。包括贝达药业（300558 CH）的BPI-7711, 艾森的AC0010 / Avitinib 和上海艾力斯的AST2818 / alfutininib。这些候选药物的可用临床数据的比较如下图23所示。

图 23: 抑制剂试验用于治疗二线 NSCLC 的数据比较

Company	Candidate	Indication	Clinical Trial #	Evaluable points (n)	Phase	Initiated	Treatment	Efficacy data	Safety data	Next steps
Chinese Companies										
ACEA	AC0010 / Avitinib	2L NSCLC, failed prior EGFR TKIs	NCT02330367	209	Phase II	Jan 2015	Monotherapy	ORR: 50.2% SD: 37.8% DCR: 88% DoR: 7.5 mo PFS: 7.5 mo	Overall :96.9% G3-4 ALT increase (7.0%), G3-4 AST increase (4.8%), G3-4 diarrhea (4.4%), G3-4 interstitial lung disease (4.0%), G3-4 neutrophil count decrease (3.5%),	Phase III Initiated Dec 2018, 2L NSCLC Withdrawn, considering to change chemotherapy to Gefitinib NCT03058094 Phase II Initiated May 2017, 2L NSCLC Monotherapy NCT03300115
Allist	AST2818/ Alfutib	2L NSCLC, failed 1st generation EGFR TKI	NCT02973763	12	Phase I	Dec 2016	Monotherapy	ORR 58.3% (7/12) DCR 91.7% (11/12)	G1 25% e.g. fatigue, prolonged Q-T interval MTD not reached	Phase III Initiated April 2019, 1L NSCLC AST2818 vs. Gefitinib NCT03787992 / FLAG
Beta Pharma	BPI-7711	2L NSCLC, failed 1st or 2nd generation EGFR TKI	NCT03386955	82 enrolled	Phase I	Aug 2017	Monotherapy	Overall: ORR: 54.5% (30/55) CR: 1.8% PR: 52.7% DCR: 96.4% 120/180 mg cohorts: ORR: 64.1% (25/39) DCR: 97.4%	G1-2 white blood cell count decreased (21.3%), G1-2 neutrophil count decreased (17.3%), G1-2 upper respiratory tract infection (17.3%), G1-2 vomiting (12.0%) and diarrhea (10.7%), G3-4: 4% SAE: 1.3%	Phase III Initiated May 2019, 1L NSCLC vs. Gefitinib NCT03866499 Phase II Initiated April 2019, 2L NSCLC Monotherapy NCT03812809
Jiangsu Hansoh	HS-10296	2L NSCLC, failed prior EGFR TKIs	NCT02981108	82 (escalation n=18) (expansion n=64)	Phase I	Nov 2016	Monotherapy	ORR: 52.4% (43/82) DCR 91.5% (75/82) 100mg cohort DCR 97.2% 50mg cohort DCR 86.1%	Adverse events G1/2 rash, pyrexia, upper respiratory tract infection, constipation, diarrhoea, blood creatine phosphokinase elevation Treatment-related SAE anaemia (0.8%), blood creatinine elevation (0.8%), anemia/habdomyolysis (0.8%) and blood creatine phosphokinase elevation (0.8%) in 220mg/260mg cohorts MTD not reached	Phase III Initiated Feb 2019, 1L NSCLC vs. Gefitinib NCT03849768 Phase II Initiated April 2019, NSCLC EGFR TKI naive combo with famitinib NCT03904823
InventisBio Inc	D0316	2L NSCLC, failed prior EGFR TKIs	NCT03861156	300 enrollment	Phase II	Feb 2019	Monotherapy	-	-	-
Jiangsu Aosaikang	ASK120067	2L NSCLC, failed prior EGFR TKIs	NCT03502850	135 enrollment	Phase VII	Nov 2017	Monotherapy	-	-	-
Yangzijiang	YZJ-0318	2L NSCLC, failed prior EGFR TKIs	CTR20171646	78 enrollment	Phase I	Active, not recruiting	Monotherapy	-	-	-
Nanjing Sanhome	SH-1028	2L NSCLC, failed prior EGFR TKIs	NCT03823807	300 enrollment	Phase II	March 2019	Monotherapy	-	-	-
Oversea Companies										
AstraZeneca	Osimertinib	2L NSCLC, failed prior EGFR TKIs	AURA / NCT01802632	198	Phase II extension	March 2013	Monotherapy	ORR 62% DCR 90% DOR 15.2m mPFS 12.3m	G3 Diarrhea <1% G3 Rash <1% G3 Interstitial lung disease 1.5% G5 Interstitial lung disease 1.5% G3-4 pulmonary embolism 3% G3-4 prolonged electrocardiogram QT 2% G3-4 decreased neutrophil count 2%	
		2L NSCLC, failed 1st generation EGFR TKIs	AURA2 / NCT02094261	199	Phase II	May 2014	Monotherapy	ORR 70% (140/199) CR 3% (6/199) PR 67%	Treatment-related SAE 5%	
		2L NSCLC, failed 1st generation EGFR TKIs	AURA17 / NCT02442349	166 Chinese	Phase II	Dec 2014	Monotherapy	ORR 62% mPFS 9.7m OS 23.2m DOR 9.9m	Treatment-related death: Interstitial lung disease n=1 G3 AE 35% TEAE G3 diarrhea 1% TEAE G3 rash 1% interstitial lung disease (n = 2) pneumonitis (n = 1).	
		2L NSCLC, failed 1st generation EGFR TKIs	AURA 3 / NCT02151981	Osimeertinib n=279 placebo n=136	Phase III	Aug 2014	vs. Chemo	PFS: 10.1m vs. 4.4m (HR 0.3, p< 0.001) ORR: 71% vs. 31% DCR: 93% vs. 74%	Grade >3 AE: 23% vs. 47%	

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

- **氟马替尼**是翰森自主研发的第二代Bcr-Abl 酪氨酸激酶抑制剂 (TKI)。相较第一代Bcr-Abl TKI (伊马替尼)而言, 该药同样可对血小板衍生生长因子受体 (PDGFR)、干细胞因子受体 (SCFR) 和c-Kit基因信号转导通路起到抑制作用。翰森已于2018年7月提出用于治疗费城染色体阳性慢性粒细胞白血病慢性期的氟马替尼新药申请。公司预计将于2019年获得氟马替尼的批准。

III期试验数据暂未公开发布。但在一项二期临床试验中 (n=24), 接受治疗24周后, 氟马替尼(600mg/日)组的主要分子学缓解率 (MMR) 高于伊马替尼组 (44.4% vs 14.3%, P=0.017)。氟马替尼(600mg/日)组的BCR-ABL \leq 10%比率显著高于伊马替尼组 (P=0.002)。氟马替尼(400mg/日)组、氟马替尼(600mg/日)组和伊马替尼组在3级和4级不良事件 (AE) 上无显著差异。氟马替尼组中常见的不良事件包括皮肤毒性、胃肠道反应及腹泻, 但无心脏和心血管毒性, 且水肿发生率低于伊马替尼组。(资料来源:《白血病·淋巴瘤》, 2016年9月, 第25卷第9期)
- **来那度胺**是沙利度胺的新一代化学类似物。该药化学性质更稳定, 具有更强的血管生成抑制和免疫调节作用。我们认为, 翰森的来那度胺仿制药在多发性骨髓瘤的治疗上可与昕泰 (硼替佐米) 互补。
- **氟维司群**是首个治疗转移性乳腺癌的雌激素受体下调剂, 可与阿那曲唑等激素药物联合使用。在美国, 该药已被批准用于激素受体阳性晚期乳腺癌的一线治疗, 但在中国仍主要作为二线治疗药物使用。我们认为氟维司群的未来销售潜力巨大, 因为在复发转移性乳腺癌 (mBC) 治疗中, 使用氟维司群进行一线治疗的患者将获得更长的无进展生存期 (PFS, 约20个月), 而二线患者目前只有6个月的PFS。

在**糖尿病**领域，我们认为，洛塞那肽（GLP-1类似物）、卡格列净（SGLT-2仿制药）和维格列汀（DPP-4仿制药）等产品线资产有利于翰森建立坚实的市场地位。

- **聚乙二醇洛塞那肽**是聚乙二醇化GLP-1的类似物。在中国，除艾塞那肽之外，很多GLP-1类药物需每日注射一次，而洛塞那肽只需每周注射一次。与中国市场上其他需每周用药的GLP-1注射剂相比，洛塞那肽的使用剂量更低，可以降低抗体水平升高造成有效性下降的可能性。翰森已于2017年为该药提交新药申请（NDA），并于2019年5月获得上市许可（资料来源：CDE），预计2019年可以上市。
- **卡格列净**是首个在美国获批的SGLT-2药物。该药具有较好的疗效且导致低血糖的风险较低，还可对心血管系统起到保护作用。卡格列净有助减轻体重，并可与胰岛素等降糖药联合使用。
- **维格他汀**是一种DPP-4抑制剂。该药可保护胰岛β细胞的功能，减少β细胞凋亡，促进β细胞增殖。该药引发低血糖的风险较低，可降低发生心血管事件的风险，并且不会对患者体重造成影响。维格他汀可与其他降血糖药联合使用。

在**心血管**领域，翰森目前还不具备强大的竞争力，但其抗凝剂产品线中的三种产品，即阿哌沙班（艾乐妥仿制药）、利伐沙班（拜利妥仿制药）和达比加群酯（泰毕全仿制药），可为日后的发展奠定基础。

- **阿哌沙班**是一种Xa因子抑制剂，适用于静脉血栓栓塞事件（VTE）的治疗。该药是一种强效及可逆的口服药，也是一种直接活性位点选择性Xa因子抑制剂，不会影响凝血酶活性。与其他抗凝血剂相比，阿哌沙班引发出血的风险较低，并且在开具处方前无需进行实验室检测。
- **利伐沙班**是一种Xa因子抑制剂，适用于成人深静脉血栓形成（DVT）和肺栓塞（PE）的治疗。该药优点众多，包括易于给药、无需常规凝血监测、剂量可调节和起效迅速等。
- **达比加群酯**是一种直接凝血酶抑制剂，可用于降低非瓣膜性心房颤动（AF）患者中风和全身性栓塞的风险。该药可结合凝血酶的纤维蛋白特异性结合位点，阻断纤维蛋白原裂解成纤维蛋白，从而阻断凝血级联的最后一步及血栓形成。达比加群酯可口服给药，没有特殊药物监测要求。

在**抗感染**药物产品线中，翰森的主要候选药物是**HS-10234**。该药是一种针对乙型肝炎的核苷类逆转录酶抑制剂（NRTI）。作为一种新型的替诺福韦（Tenofovir）前药，HS-10234可提高抗感染疗效，减少毒副作用。

在**自身免疫疾病**领域，翰森最近与Viela Bio, Inc签订协议，合作开发inebilizumab (anti-CD-19 单抗)用于治疗视神经脊髓炎频谱障碍(NMOSD)和其他自身免疫疾病、血液恶性肿瘤。根据协议，翰森将会负责inebilizumab在中国的临床开发和商业项目。

完善的研发平台

翰森主要进行内部自主研发。翰森在连云港和上海设有两个研发中心，其研发活动涵盖整个研发过程，包括化学化合物设计、药理学和毒理学研究、处方、给药及临床研究。翰森拥有行业领先的长效药物开发平台，并应用该技术开发了两个创新药，聚乙二醇洛塞那肽和HS-20039

截至2018年12月31日，其专职的研发团队已拥有约1,200位员工，其中超过400位员工拥有硕士及以上学历。

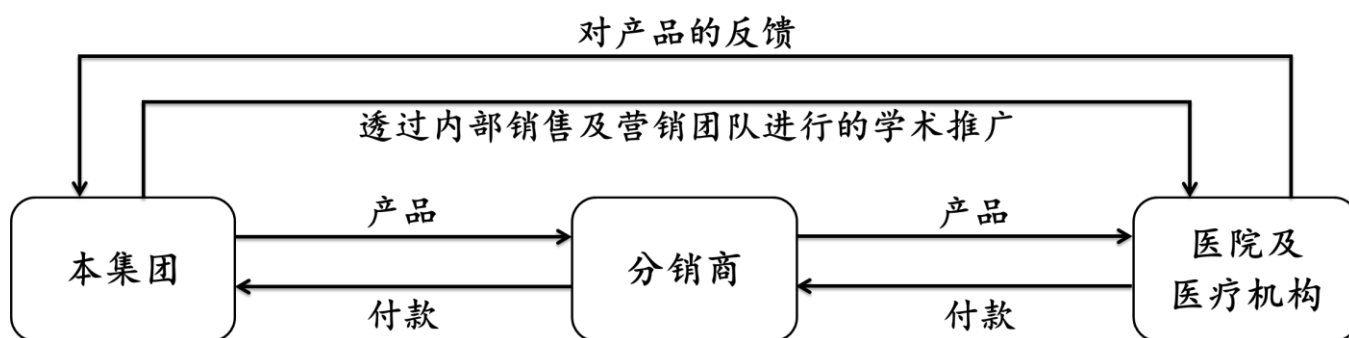
经验丰富的商业化团队

翰森有一支自建的产品销售团队，该团队拥有约4,500名专业销售人员，覆盖全国1,900多家三级医院、5,000家二级医院和其他众多医疗机构。核心销售人员在相关领域平均拥有超过10年的工作经验。公司还通过433个独立第三方的分销商网络销售其产品。

翰森的营销策略侧重于学术推广，以提高医学专业人士对产品临床效益的认识和理解。翰森支持关键意见领袖（KOL）参加国际会议、赞助商论坛和卫星会议。翰森还为特定医院部门举办区域活动，以传递药品信息并建立品牌认知度。

同时，该公司已与433家经销商签订多项分销协议，以向医院和药店销售其产品。该公司、分销商、医院及其他医疗机构之间的关系如下图所示。

图 24: 翰森的销售和分销网络



资料来源: 公司资料

强大的生产设施

公司在连云港和上海建立了符合cGMP标准的生产设施，所有产品都由内部自主生产。自2003年以来，翰森陆续通过了美国FDA、日本PMDA、欧洲EDQM和韩国KFDA的多项检验和认证。截至2018年12月31日，翰森质量管理部门已拥有252位员工，大多数员工拥有制药、化学或相关教育背景。

未来的扩张计划

公司计划通过建设新的生产线以及升级现有生产线和设施来增加产能。下表列出了扩展和升级计划的详细信息。

图 25: 翰森 2019-2021 年的资本支出

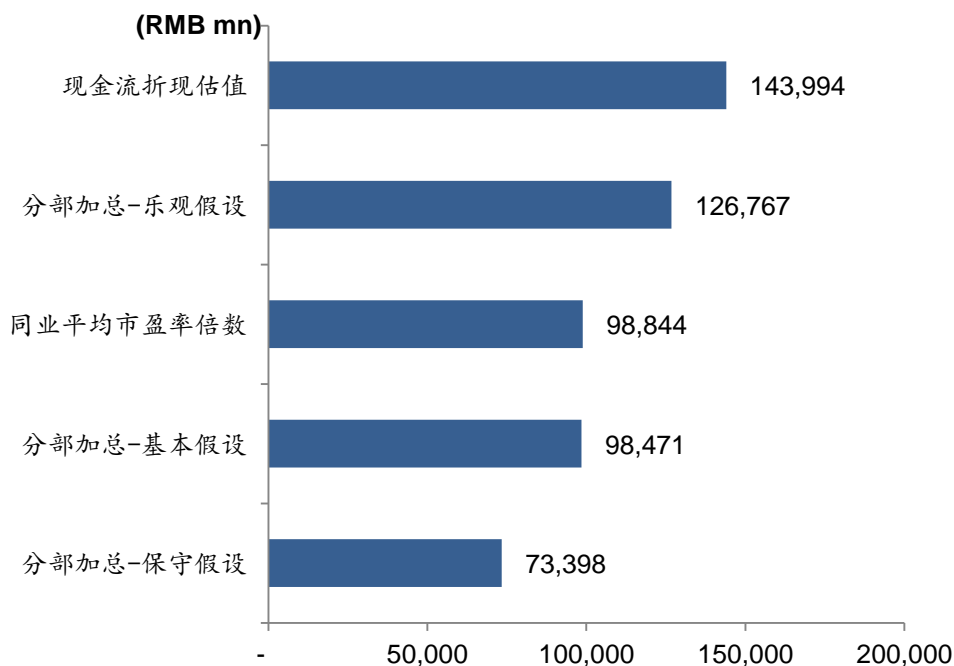
生产厂区	2019年至2021年的估计资本开支	概况
连云港东晋路厂区	人民币6.50亿元	成立5个制药车间，改进设施以提高产能及改进于公共事业有关的设施
连云港开泰路厂区	人民币5.80亿元	建成9个原料药车间，一个能源及电力中心及建立一个新车间及新产品质量控制中心
常州石厂区	人民币15.70亿元	建立(1)一家工厂生产具有高技术壁垒的药品；(2)一个研发中心；及(3)有关支持设施
总计	人民币28.00亿元	

资料来源：公司资料

估值分析

我们使用三种方法进行估值：分部加总估值法 (SOTP)、同业可比市盈率 (PER) 估值法和现金流量贴现法 (DCF)。我们的首选方法是 SOTP 法，并对各类药物的峰值销售进行敏感性分析。此外，同业市盈率倍数和 DCF 估值法则作为参考。

图 26: 估值区间摘要



资料来源：招商证券（香港）预测

分部加总估值法

我们的 SOTP 估值方法如下所示：

图 27: 我们的估值框架

药物类型	上市时间超过 5 年以上的药物	处于上市初期放量的药物	处于临床晚期的在研管线
创新药	净现值 对应 约 1-3 倍的峰值销售	净现值 对应 约 3-5 倍的峰值销售	风险调整后的净现值 对应 约 3-5 倍的峰值销售 x 成功概率
重磅仿制药	13倍2020年的税后净利润 对应 约 3-4 倍的峰值销售	13倍峰值的税后净利润 对应 约 3-4 倍的折现峰值销售	13倍峰值的税后净利润 对应 约 3-4 倍的折现峰值销售 x 成功概率
非重磅仿制药	10倍2020年的税后净利润 对应 约 2 倍 2020 年的销售	13倍2020年的税后净利润 对应 约 3-4 倍 2020 年的销售	不做估值

资料来源：招商证券（香港）预测

我们列出了每种主要药物的价格、患者规模和主要销售假设，如下表所示：

图 28: SOTP 估值和主要销售假设

Brand name	Molecule name	Main indications	Current market size(mn pts)	Potential market size(mn pts)	Molecule penetrat'n rate	Hansoh's pts shr	Est. mkt size (mn)	Treatment cost per pt/yr (RMB)	Peak sales/2030 sales (RMBm)	EV to peak sales/2030E sales	Valuation methodology & rationale	HK\$ per share	Valuation (RMB)
Existing portfolio													
Oulanning (欧兰宁)	Olanzapine (奥氮平)	Schizophrenia, bipolar disorder, depression	10.8	12.5	21%	70%	1.84	1,265	1,993	3.9	13x 2020 EV/NOPAT	1.6	7,788
Pulaile (普来乐)	Pemetrexed (培美曲塞)	1L NSCLC and maglinant pleural mesothelioma	0.7	1.1	25%	30%	0.08	29,413	2,336	3.0	13x 2020 EV/NOPAT	1.4	7,062
Zefei (泽菲)	Gemcitabine (吉西他滨)	BC, NSCLC, PC approved in CN, OC and bladder cancer overseas	0.9	1.4	10%	50%	0.07	10,010	681	6.8	13x 2020 EV/NOPAT	0.9	4,601
Xinwe (昕维)	Imatinib (伊马替尼)	Ph+ CML and ALL, GIST	0.13	0.17	35%	50%	0.03	20,520	610	2.5	Discounted 13x EV/peak NOPAT (long ramp)	0.3	1,531
Xintai (昕泰)	Bortezomib (硼替佐米)	MM	0.30	0.47	25%	15%	0.02	47,563	809	2.3	13x EV/peak NOAT (early in life cycle)	0.4	1,851
Mainingda (迈灵达)	Morinidazole (吗啉硝唑)	Pelvic inflammation, gangernous appendicitis and suppourative appendicitis caused by certain bacteria	50.0	50.0	1%	100%	0.25	2,968	720	2.9	NPV (long ramp & no competition)	0.4	2,083
Zetan(泽坦)	Tigecycline (替加环素)	Anti-Gram bacteria infection	1.50	1.50	20%	10%	0.30	4,128	1,202	2.4	13x 2020 EV/NOPAT	0.6	2,878
Others							-		2,803	3.5	13x 2020 EV/NOPAT	2.3	11,329
R&D pipeline													
Paliperidone (帕利哌酮)	Paliperidone (帕利哌酮)	Schizophrenia, bipolar disorder(since 15), depression (combined w ith others)	10.8	12.5	10%	30%	0.38	3,576	1,150	1.1	Risk-adjusted and discountned 13x EV/peak NOAT (early in life cycle)	0.3	1,310
HS-10296 (奥美替尼)	HS-10296	NSCLC - EGFR+T790m	0.3	0.5	15%	100%	0.08	55,080	4,122	2.6	Risk-adjusted NPV (long ramp & limited competition)	2.2	10,588
Lenalidomide (来那度胺)	Lenalidomide (来那度胺)	MM, MDS	0.3	0.5	20%	15%	0.01	41,700	568	1.5	Risk-adjusted and discountned 13x EV/peak NOAT (early in life cycle)	0.2	862
Flumatinib (氟马替尼)	Flumatinib (氟马替尼)	Ph+ CML and ALL	0.13	0.17	10%	100%	0.02	40,916	695	2.6	Risk-adjusted NPV (long ramp & limited competition)	0.4	1,825
PEG loxanotide (聚乙二醇洛塞那肽)	PEG loxanotide (聚乙二醇洛塞那肽)	T2 diabetes	58.20	75.29	8%	5%	0.30	8,481	2,183	2.9	NPV (long ramp & limited competition)	1.3	6,356
Other pipeline												1.3	6,149
Total									25,256	2.6		15.1	66,212
Net cash & financial investment												2.0	9,822
SOTP value												15.5	76,034
Equity value (SOTP+ M&A premium @ 30%)												20.1	98,844

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

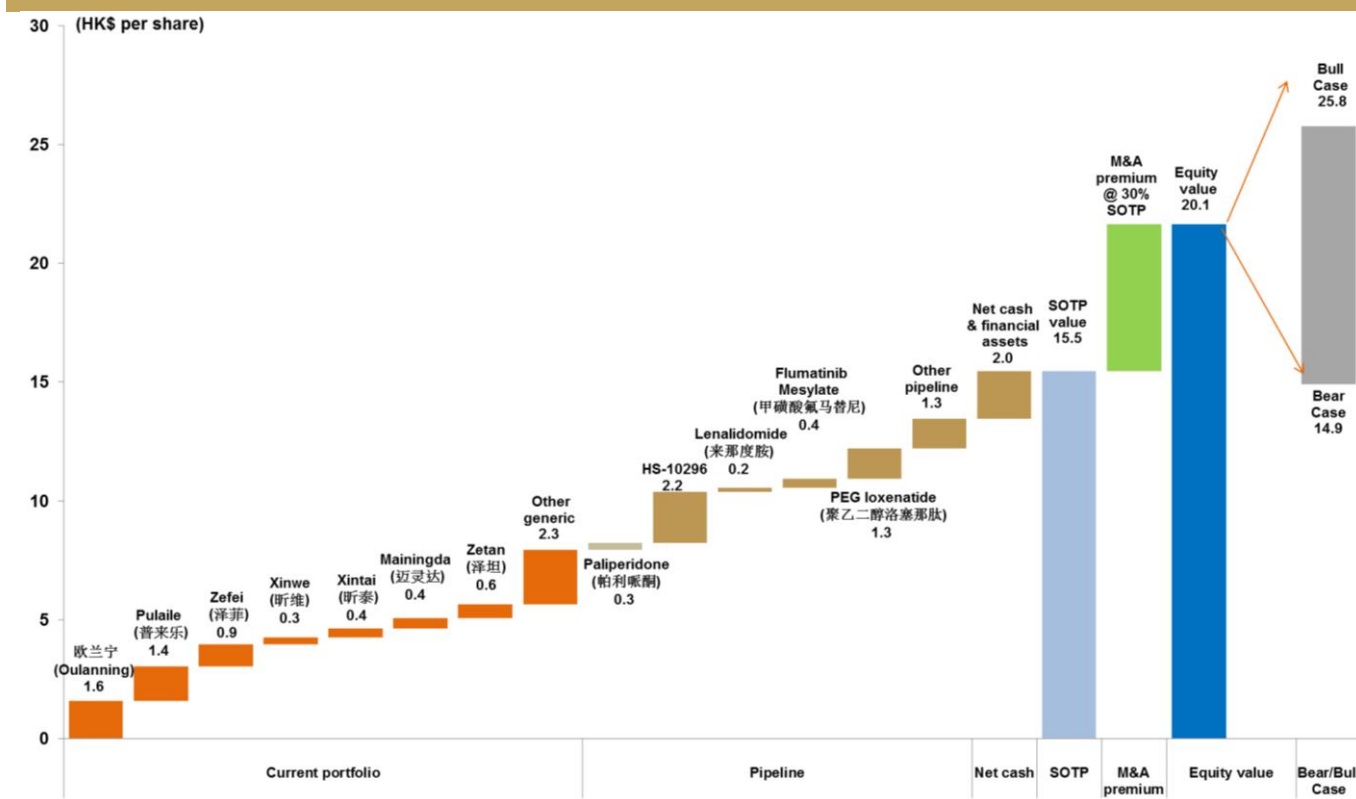
其他主要假设:

- 假设仿制药的“常态化”的自由现金流 (FCF) 利润率和税后净营业利润 (NOPAT) 率为28%，创新药为35%。基本假设是，从长期来看，维持资本支出的金额应等于折旧及摊销，额外的营运资本投资应非常少。可以比较的是2015-2018年翰森具有27%的平均NOPAT利润率及19%的自由现金流利润率，主要原因是我们认为翰森现仍处于投资阶段。结果显示，FCF利润率和NOPAT率变动1个百分点将对SOTP估值产生4个百分点的影响。
- 对于仿制药的定价，如果竞争相对较小或价格已经大幅削减，我们假设长期价格为当前价格的50%。如果竞争很激烈或价格没有下降太多，我们假设长期价格是当前价格的30%。对于创新药物，我们的价格假设为跨国药企参考药物纳入国家医保目录后价格的30%。例如，我们使用Victoza (Liraglutide) 作为PEG loxenatide的参考药物和Tagrisso (Osimertinib) 作为HS-10296的参考药物。
- 对于仿制药组合，我们假设销售峰值出现在2024-2027年。对于创新药物，则假设销售峰值出现在2030年。
- 我们将30%的资本分配溢价应用于SOTP估值以得出股权价值。这主要基于我们估计翰森拥有丰富的现金储备 (至2019年底预测净现金值为98亿元人民币)，这将允许其探索更多的并购和引进药物的机会。

依据重点产品的SOTP估值及敏感性分析

下图为翰森的SOTP估值和敏感性分析。针对每一种上市的药物，其主要变量因子是销售峰值 (乐观/保守假设较基本假设上下浮动10%)。而针对研发管线中的所有药物，主要变量因子是产品获批的概率 (成功率从25-50%至100%不等) 和销售峰值 (乐观/保守假设较基本假设上下浮动10%)。

图 29: 翰森 SOTP 敏感性分析



资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图 30: 股权估值区间对应的市盈率和市销率倍数

	市盈率			市销率		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
分部加总—基本假设	51.8	38.0	29.1	12.8	10.2	8.1
分部加总—乐观假设	66.4	48.7	37.3	16.4	13.1	10.4
分部加总—保守假设	38.4	28.2	21.6	9.5	7.6	6.0

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

现金流折现估值法

图 31: 现金流折现估值摘要

企业价值 (人民币百万元)	134,172
2019 财年预测净现金 (人民币百万元)	9,822
股权价值 (人民币百万元)	143,994
股权价值 (港元/每股)	29.3

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图 32: 现金流折现估值明细

高速增长阶段										
年数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
财年	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
调整后 EBIT	3,066	3,869	4,861	5,590	6,428	7,393	8,502	9,777	11,243	12,930
% 同比增长		26%	26%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
NOPAT (EBIT*(1-t))	2,530	3,192	4,010	4,612	5,303	6,099	7,014	8,066	9,276	10,667
加: 折旧及摊销	190	231	290	333	383	441	507	583	670	771
减: 资本支出	(508)	(608)	(290)	(333)	(383)	(441)	(507)	(583)	(670)	(771)
减: 净营运资本	(874)	(1,071)	(1,346)	(1,547)	(1,780)	(2,046)	(2,353)	(2,706)	(3,112)	(3,579)
股权自由现金流	1,338	1,744	2,665	3,064	3,524	4,052	4,660	5,359	6,163	7,088
% 同比增长		30%	53%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
现值	1,235	1,487	2,099	2,229	2,367	2,514	2,670	2,835	3,011	3,198
过渡增长阶段										
年数	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
财年	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
% 同比增长	14%	13%	12%	11%	10%	8%	7%	6%	5%	4%
EBIT*(1-t)										
加: 折旧及摊销										
减: 资本支出										
减: 净营运资本										
股权自由现金流	8,073	9,106	10,172	11,250	12,319	13,354	14,328	15,217	15,993	16,633
现值	3,363	3,504	3,614	3,691	3,733	3,737	3,703	3,632	3,525	3,385
稳定增长阶段										
年数	21									
财年	2039									
终止年份股权自由现金流=	16,633									
增长阶段结束时价格 =	403,683									
高速增长阶段 FCFE 现值 =	22,408									
过渡阶段 FCFE 现值=	35,887									
终止价格现值=	75,876									
内在价值 (人民币百万)	134,172									

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图 33: 加权平均资本成本假设

股本成本 (%)	
无风险利率 (%)	3.1
系统性风险 (Beta)	0.8
股权风险溢价 (%)	8.3
CAPM 无杠杆折现率	9.3
债务成本 (%)	
无风险利率平均利差 (%)	1.5
税前债务成本 (%)	5.0
公司平均企业税率 (%)	17.5
税后债务成本 (%)	4.1
估计目标资产负债比率 (净债务/企业价值) (%)	20.0
WACC (%)	8.3

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

同业倍数估值法

下表列举了其他中枢神经系统和抗肿瘤药制药企业的估值倍数。其中2020年平均市盈率为29倍，2020年市净率为6倍。如果给予翰森29倍的2019年预测市盈率，则其股权价值为984.71亿元人民币。

图 34: 同业比较数字表

Ticker	Name	Last Price	Currency	Mkt Cap (USD mn)	P/E Ratio			P/B Ratio			P/S Ratio			ROE		
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
HK-listed big pharma																
1177 HK	SINO BIOPHARM	8.4	HKD	13,730	34.3	30.8	26.5	9.9	8.5	7.3	4.5	3.9	3.4	24.8	25.0	25.0
1093 HK	CSPC PHARMACEUTI	12.2	HKD	9,900	20.0	16.1	14.7	4.2	3.6	3.3	3.0	2.4	2.5	21.0	22.2	25.1
2196 HK	FOSUN PHARMA-H	23.3	HKD	9,503	21.7	17.9	15.1	2.1	1.8	1.6	2.4	2.2	1.9	10.2	10.2	11.1
1530 HK	3SBIO INC	13.7	HKD	4,550	25.5	22.0	18.4	4.5	4.1	3.8	6.6	5.5	4.7	13.3	14.0	15.8
2186 HK	LUYE PHARMA GROU	5.7	HKD	2,398	11.0	9.5	9.1	1.9	1.7	1.5	3.1	2.6	2.5	16.7	17.0	15.8
China A share big pharma																
600276 CH	JIANGSU HENGRU-A	66.5	RMB	43,007	48.0	55.2	42.9	9.8	11.6	9.2	11.2	13.3	10.6	23.2	22.7	23.4
000963 CH	HUADONG MEDICI-A	26.0	RMB	6,667	17.1	16.0	13.3	3.9	3.7	3.1	1.3	1.3	1.2	24.7	23.7	23.7
002422 CH	SICHUAN KELUN-A	27.7	RMB	5,906	24.3	26.4	20.5	2.3	2.9	2.6	1.8	2.2	1.8	9.9	11.5	13.0
000513 CH	LIVZON PHARM-A	25.2	RMB	3,016	16.7	19.0	16.3	1.7	1.9	1.8	2.1	2.1	1.9	10.1	10.7	11.3
002262 CH	JIANGSU NHWA -A	11.3	RMB	1,657	17.4	17.9	14.9	3.1	3.2	2.6	2.4	2.6	2.4	19.4	18.5	18.4
Chemistry and biology average				10,033	34.1	35.9	28.8	6.9	7.4	6.1	6.6	7.3	6.0	20.2	20.2	21.1

资料来源: 截至2019年7月11日的彭博数据、招商证券(香港)预测。1177 HK, 1093 HK, 1530 HK及 2186 HK的数据基于招商证券(香港)预测, 其余的依据彭博的历史数据和共识

财务分析

收入分析

翰森报告2016/17/18年收入同比增长8%/14%/25%，主要得益于2017年国家医保目录更新，新纳入公司7种主要药物。虽然“4+7”城市集中采购政策带来一定风险，我们预计2019-21年间，翰森的收入将分别同比增长26%/26%/25%，这是因为昕泰（硼替佐米）和迈灵达的上市快速放量，以及普来乐（培美曲塞）和昕维（伊马替尼）的市场份额稳定增加，以及重磅药PEG-洛塞那肽和HS-10296（EGFR抑制剂）推出上市。

我们预计受到国家集采的影响，翰森主要产品（如欧来宁、普来乐和昕维）会有不同程度降价。我们在基本假设中，每年集采仅限于约30%的国内市场，由于公司集采产品竞争力相对较弱，这些产品每年或面临约30-45%的降价压力。在剩余的市场中，我们预计药物每年仅面临约5%的降价风险。同时，我们预计公司抢占跨国药企的处方市场份额将会转化为每年约30%的销量增长，这将部分抵消2018-20年的药品降价的影响。同时对于注射剂仿制药，我们假设在预测期内每年的价格下降约5%。我们一般认为，新的创新药物应在2020年进入国家医保目录后降价40-50%。

图 35: 各种药物收入明细 (人民币百万元)

商品名	通用名	治疗领域	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
欧兰宁 (Oulanning)	奥氮平 (Olanzapine)	中枢神经	1,414	1,599	1,785	2,000	2,140	2,482
阿美宁 (Ameining)	阿戈美拉汀 (Agomelatine)	中枢神经	13	27	35	42	50	76
普来乐 (Pulaile)	培美曲塞 (Pemetrexed)	肿瘤	880	1,089	1,548	1,780	1,940	2,231
泽菲 (Zefei)	吉西他滨 (Gemcitabine)	肿瘤	747	899	1,026	1,149	1,264	1,327
昕维 (Xinwei)	伊马替尼 (Imatinib)	肿瘤	228	245	321	402	482	554
昕美 (Xinmei)	地西他滨 (Decitabine)	肿瘤	67	88	128	179	251	376
昕泰 (Xintai)	硼替佐米 (Bortezomib)	肿瘤			400	640	768	845
迈灵达 (Mainingda)	吗啉硝唑 (Morinidazole)	抗感染	0.5	8	80	400	480	576
泽坦 (Zetan)	替加环素 (Tigecycline)	抗感染	185	234	377	565	791	830
孚来迪 (Fulaidi)	瑞格列奈 (Repaglinide)	糖尿病	472	470	441	529	571	514
瑞波特 (Ruibote)	雷贝拉唑 (Rabeprazole)	胃肠道	439	435	386	425	459	495
其他	其他	不适用	988	1,093	1,196	1,593	3,050	4,979
整体销售			5,433	6,186	7,722	9,703	12,245	15,286
销售增速 (%)								
欧兰宁 (Oulanning)	奥氮平 (Olanzapine)	中枢神经	-1%	13%	12%	12%	7%	16%
阿美宁 (Ameining)	阿戈美拉汀 (Agomelatine)	中枢神经	573%	104%	29%	20%	20%	50%
普来乐 (Pulaile)	培美曲塞 (Pemetrexed)	肿瘤	22%	24%	42%	15%	9%	15%
泽菲 (Zefei)	吉西他滨 (Gemcitabine)	肿瘤	4%	20%	14%	12%	10%	5%
昕维 (Xinwei)	伊马替尼 (Imatinib)	肿瘤	19%	7%	31%	25%	20%	15%
昕美 (Xinmei)	地西他滨 (Decitabine)	肿瘤	89%	32%	46%	40%	40%	50%
昕泰 (Xintai)	硼替佐米 (Bortezomib)	肿瘤				60%	20%	10%
迈灵达 (Mainingda)	吗啉硝唑 (Morinidazole)	抗感染	647%	1548%	899%	400%	20%	20%
泽坦 (Zetan)	替加环素 (Tigecycline)	抗感染	86%	26%	61%	50%	40%	5%
孚来迪 (Fulaidi)	瑞格列奈 (Repaglinide)	糖尿病	-1%	0%	-6%	20%	8%	-10%
瑞波特 (Ruibote)	雷贝拉唑 (Rabeprazole)	胃肠道	-6%	-1%	-11%	10%	8%	8%
其他	其他	不适用	9%	11%	9%	33%	91%	63%
整体销售增速			8%	14%	25%	26%	26%	25%

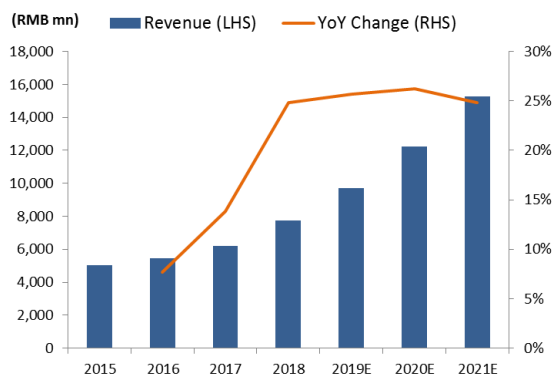
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 36: 11 个城市与翰森相关的 GPO 结果

Generic name (ENG)	Generic name (CN)	Tender winner	Original price per pill 原来单价 (RMB)		4+7 GPO price per pill (RMB)	Actual price cuts 降价幅度 (%)	
			Lowest 最低	Avg 平均	4+7 中标单价 (afternoon session)	Vs Lowest 与最低比	Vs Avg 与平均比
Olanzapine (10mg)	奥氮平口服:10mg	Hansoh	13.30	14.00	9.64	27%	31%
Imatinib (100mg)	伊马替尼口服:100mg	Hansoh	15.50	19.30	10.40	33%	46%
Pemetrexed (500mg)	培美曲塞注射剂:500mg	Huiyu	9,585.00	9,585.00	2,776.97	71%	71%
Pemetrexed (100mg)	培美曲塞注射剂:100mg	Huiyu	2,740.00	2,740.00	810.00	70%	70%

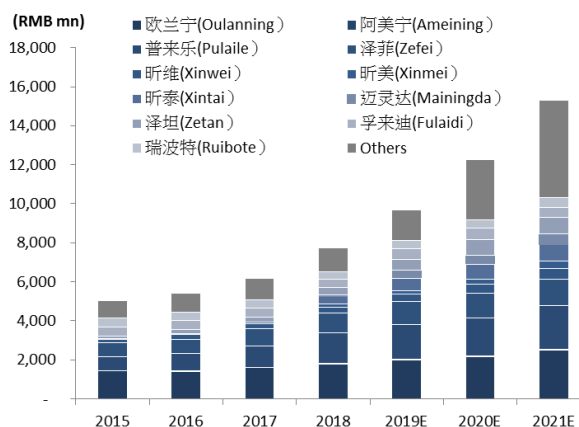
资料来源: SMPA

图 37: 总收入和增长



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 38: 收入细分

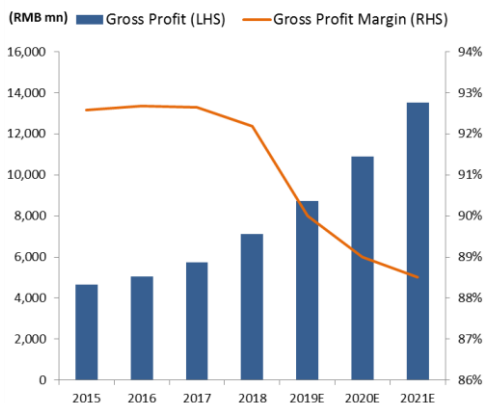


资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

毛利率

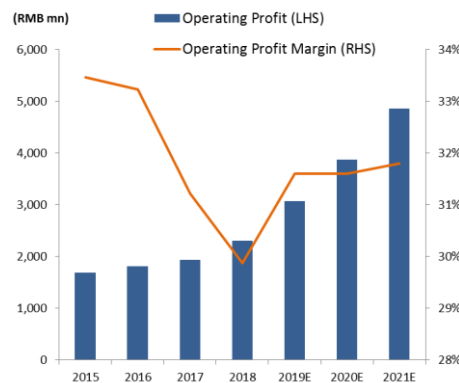
我们估计, 相对于公司2015-18年93%的平均毛利率, 2019/20/21年的预测毛利率将降至90%/89%/89%。这主要反映了一些省份集采所带来的价格压力, 但降价影响部分将被新产品和更高的运营效率所抵消。我们预计2015-2018年的营运利润率将稳定在32%, 主要是销售费用的节省 (如集采的结果) 在很大程度上有助于缓冲毛利率的下降。另外, 我们预计, 2019/20/21年预测研发费用率将小幅上升至12%/13%/13%, 而2015-2018年的平均研发费用率为9%。

图 39: 毛利率趋势



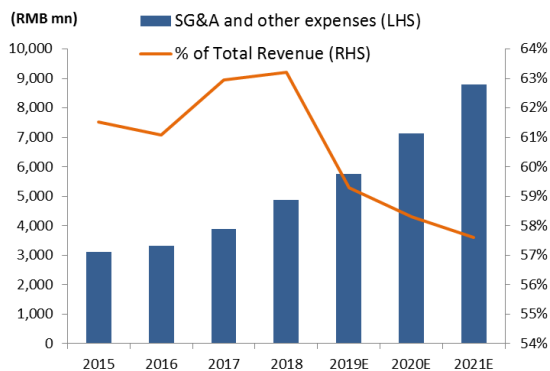
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 40: 经营利润率趋势



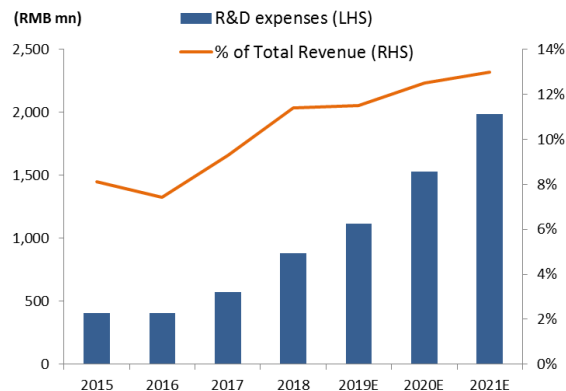
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 41: 销售及行政开支和趋势



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图 42: 研发费用和趋势



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

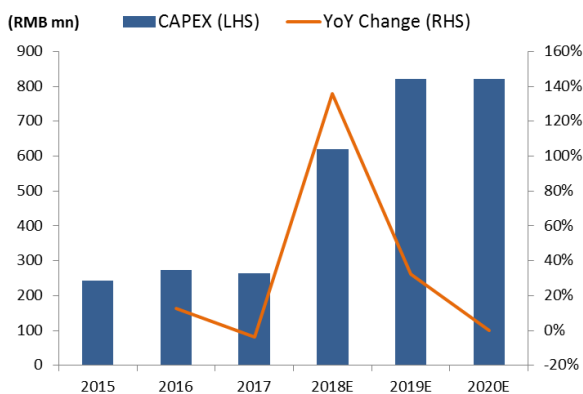
调整后净利润

我们预计19/20/21年的调整后净利润(不包括非经营性利润/亏损)同比增长36%/30%/25%。2019年预测增长强劲, 主要仍是因为2017年纳入国家医保目录的影响。2019/2020年预测增长主要反映了新要推出和抢占跨国药企的市场份额带来销量增长。

资产负债表和现金流量表

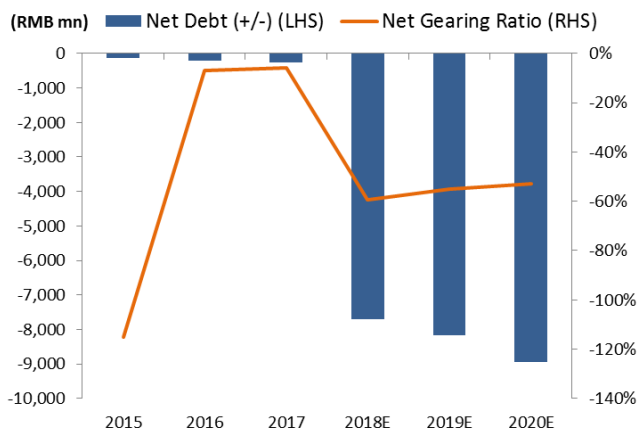
我们预计2019-2021年的净现金将达到65亿/84亿/109亿元人民币, 反映出融资活动和强劲运营现金流。我们假设2019-2021年预测资本支出每年会达到5-7亿元人民币。

图 43: 资本支出



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图 44: 净债务和净负债率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

附录 1：管理层简介

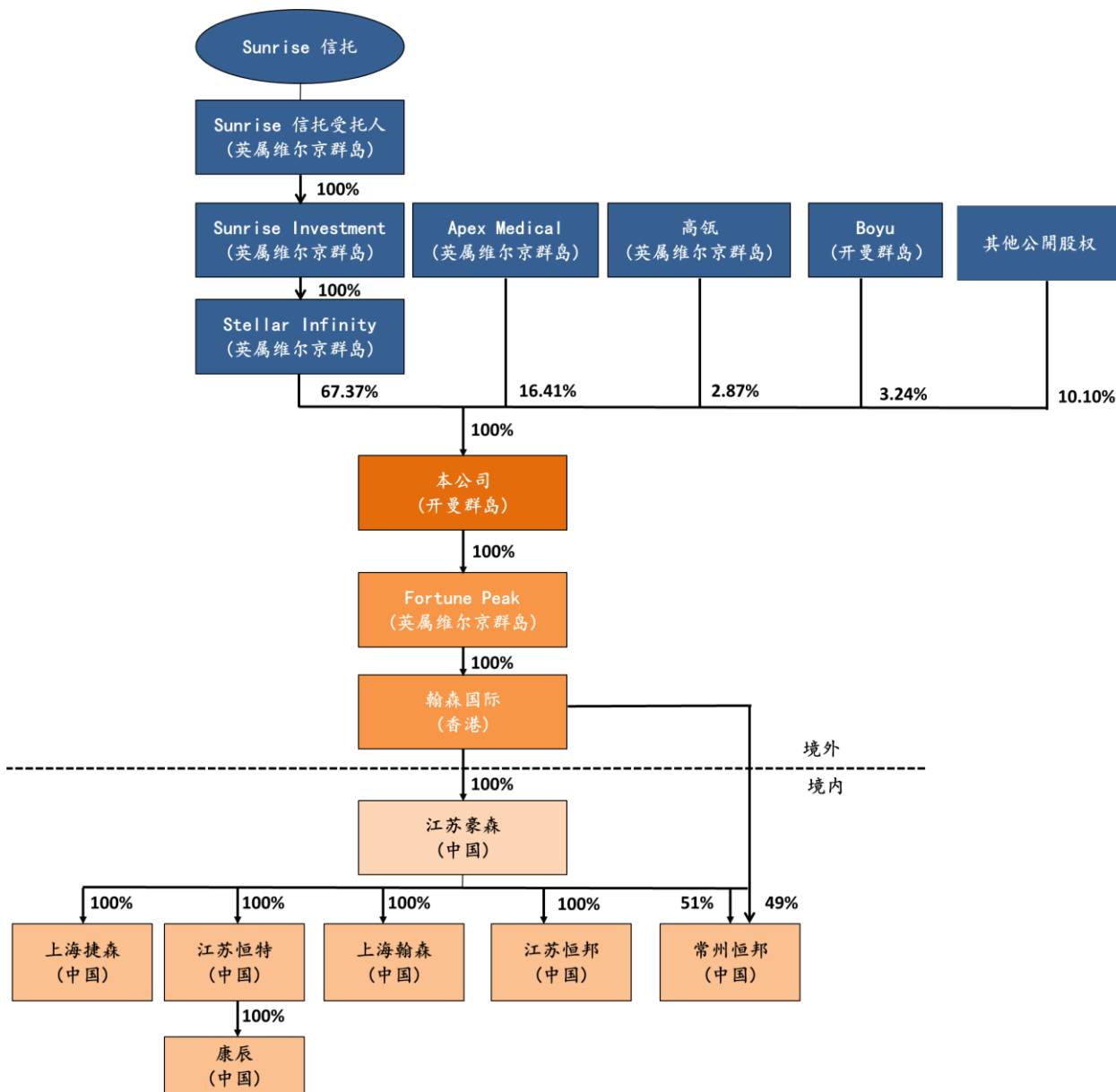
图 45: 管理层简介

姓名	年龄	职位	加入集团日期	委任为集团高级管理人员日期	角色和责任
吴公正先生	48	高级副总裁	1997年9月	2012年3月	集团的整体财务管理
钟春华女士	43	高级副总裁	2000年7月	2013年1月	集团的生产与人力资源管理
徐传合先生	55	高级副总裁	1997年8月	2009年3月	集团的销售管理
包如迪先生	55	高级副总裁	2012年9月	2016年10月	创新药物的研发和管理以及集团的科学研究

资料来源：公司资料

附录2: 股权结构

图 46: 资本化后的股权结构



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

财务概述

资产负债表

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
非流动资产	1,456	1,730	2,073	2,474	2,927
物业、厂房及设备	1,171	1,382	1,702	2,082	2,513
支付LUR的租赁预付款	118	139	163	188	212
无形资产	9	11	8	6	3
其他	158	199	199	199	199
流动资产	4,418	6,684	13,984	17,077	20,987
库存	439	480	772	1,071	1,398
应收账款	2,193	2,645	3,324	4,194	5,236
预付款及其他应收款项	62	66	66	66	66
金融资产	1,457	2,528	2,528	2,528	2,528
现金和现金等价物合计	266	965	7,294	9,216	11,759
总资产	5,874	8,414	16,056	19,551	23,914
流动负债	1,228	4,504	1,800	1,900	2,008
应付账款及票据	99	159	255	355	463
其他应付款项	1,066	4,297	1,497	1,497	1,497
应付所得税	63	48	48	48	48
非流动负债	128	1,443	243	243	243
递延政府补助	-	1,200	-	-	-
递延税负债	128	243	243	243	243
股东资金	4,519	2,468	14,013	17,409	21,664
负债及股东权益合计	5,874	8,414	16,056	19,551	23,914

现金流量表

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,402	2,072	1,786	2,304	2,971
税前盈利	1,933	2,309	3,095	4,121	5,164
流动资金变动前营业利润	2,046	2,422	3,204	4,100	5,140
净经营资本费用	(413)	(44)	(874)	(1,071)	(1,260)
已付所得税	(231)	(306)	(545)	(725)	(909)
已付利息	-	-	-	-	-
投资现金流	(614)	(1,389)	(452)	(381)	(429)
购买物业、厂房及设备	(256)	(381)	(500)	(600)	(700)
购买土地使用权	-	(25)	(25)	(25)	(25)
购买无形资产	(7)	(1)	(8)	(8)	(8)
购买短期投资净额	(906)	(1,071)	-	-	-
收取利息	20	16	80	251	303
其他	534	73	-	-	-
融资现金流	(730)	-	4,995	-	-
股息	-	-	8,995	-	-
已付少数股东权益股息	(404)	-	(4,000)	-	-
其他	(326)	-	-	-	-
期初现金	209	266	965	7,294	9,216
外汇	0	15	-	-	-
期末现金	266	965	7,294	9,216	11,759

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

损益表

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
合并收入	6,186	7,722	9,703	12,245	15,286
已售货品成本	(455)	(603)	(970)	(1,347)	(1,758)
毛利	5,730	7,119	8,733	10,898	13,528
(-) 销售及行政开支合计	(3,172)	(3,840)	(4,448)	(5,377)	(6,538)
行政开支	(468)	(631)	(712)	(847)	(1,035)
销售及分销成本	(2,704)	(3,209)	(3,736)	(4,531)	(5,503)
EBITDA	2,558	3,279	4,285	5,521	6,990
折旧及摊销合计	(146)	(159)	(190)	(231)	(280)
EBIT	2,412	3,120	4,095	5,290	6,710
(+/-) 净财务开支	2	3	80	251	303
(+/-) 摊占合营及联营盈利	-	-	-	-	-
(+/-) 其他收入净额	(481)	(814)	(1,080)	(1,420)	(1,850)
税前利润	1,933	2,309	3,095	4,121	5,164
(-) 税项	(337)	(406)	(545)	(725)	(909)
净利润	1,595	1,903	2,550	3,396	4,255
(+/-) 少数股东权益	-	-	-	-	-
股东应占净利润	1,595	1,903	2,550	3,396	4,255
调整后净利润	1,599	1,909	2,602	3,396	4,255

财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率(%)					
合并收入	14%	25%	26%	26%	25%
毛利	14%	24%	23%	25%	24%
调整后净利润	9%	19%	36%	30%	25%
获利能力(%)					
毛利率(%)	92.6%	92.2%	90.0%	89.0%	88.5%
调整后净利率(%)	25.8%	24.7%	26.8%	27.7%	27.8%
ROE(年末)	35.4%	77.4%	18.6%	19.5%	19.6%
ROA	27.2%	22.6%	15.9%	17.4%	17.8%
营运能力					
库存周转日数	318	278	235	250	256
应收账款周转日数	116	114	112	112	113
应付账款周转日数	(58)	(78)	(78)	(83)	(85)
现金周转日数	491	470	426	444	454
偿债能力					
自由现金流(百万港元)	1,139	1,665	1,334	1,923	2,542
净负债率(%)	-5.9	-39.1	-52.0	-52.9	-54.3

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月下跌10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期48楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828