

Q3 业绩加速回升，基本符合预期

买入|维持

——恒瑞医药 2020 年 Q3 点评

事件:

2020年10月19日，公司公告2020年三季度报：公司前三季度实现营业收入194.13亿元，同比增长14.57%，归母净利润42.59亿元，同比增长14.02%，扣非后归母净利润41.41亿元，同比增长17.11%。

国元观点:

● Q3 业绩增速回升，期间费用率控制稳定，现金流改善明显

公司前三季单季度分别实现营业收入55.27亿(+11.28%)、57.82亿(+14.28%)和81.04亿(+17.13%)，Q3收入增速比前两季度有所提升，前三季单季度分别实现归母净利润13.15亿(+10.30%)、13.46亿(+10.38%)和15.97亿(+20.74%)，Q3归母增速超过20%。随着门诊和手术量的恢复，公司造影和麻醉板块的负面影响逐渐消散，肿瘤板块由于较强的刚需性，预计是前三季度业绩增长的主要动力。2020年前三季度综合毛利率87.72%(+0.54pct)，管理费用率9.71%(+0.73pct)，销售费用率35.58%(-0.79pct)，研发费用率17.23%(+0.12pct)，前三季度经营性现金流净额为39.87亿元，改善明显，同比增长52.85%。

● 高研发投入的收获期渐入佳境，创新产品不断出海

2020年前三季度公司研发投入达33.44亿元，同比增长15.34%，研发费用率达17.23%，今年以来公司研发收获不断，卡瑞利珠新增三大适应症，瑞马唑仑获批上市，并获批两个适应症，吡咯替尼转为完全批准，后续多个创新产品处于NDA或者临床III期阶段，卡瑞利珠鼻咽癌、阿帕替尼的肝癌适应症进入上市申报阶段，羧唑帕利有望于今年底或明年初获批上市，预计未来3-5年，公司每年都有新的创新品种上市。同时，创新药海外输出也不断有突破，右美托咪定美国获批上市，卡瑞利珠和吡咯替尼有偿许可韩国公司。

● 投资建议与盈利预测

公司创新药逐渐进入收获期，卡瑞利珠、阿帕替尼、吡咯替尼等有望借助医保和适应症扩大增厚业绩，我们预计公司20-22年预计归母净利润为66.29亿元、84.18亿元和106.61亿元，同比增长24.42%、26.98%和26.08%，EPS分别至1.25/1.59/2.00元/股，对应PE分别为73/58/46倍。考虑到公司为行业龙头，创新药稀缺标的，管线实力逐步显现，维持“买入”评级。

● 风险提示

新产品临床和审批不及预期；带量采购、医保谈判降幅超过预期；带量采购品种放量不及预期；医保控费超过预期。

附表：盈利预测

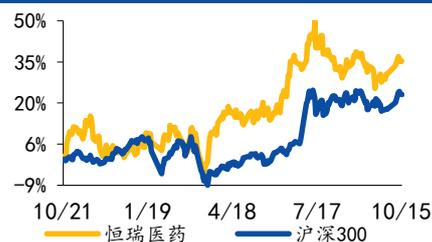
财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17417.90	23288.58	28920.80	36255.50	44877.80
收入同比(%)	25.89	33.70	24.18	25.36	23.78
归母净利润(百万元)	4065.61	5328.03	6629.18	8417.96	10613.56
归母净利润同比(%)	26.39	31.05	24.42	26.98	26.08
ROE(%)	20.61	21.51	21.52	22.14	22.56
每股收益(元)	0.77	1.00	1.25	1.59	2.00
市盈率(P/E)	119.47	91.17	73.27	57.70	45.77

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

基本数据

52周最高/最低价(元): 102.99 / 78.5
A股流通股(百万股): 5295.74
A股总股本(百万股): 5306.75
流通市值(百万元): 493033.20
总市值(百万元): 494058.46

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-恒瑞医药(600276)2020年中报点评:疫情不改业绩恢复趋势,股权激励彰显信心》
2020.08.03

《国元证券公司研究-恒瑞医药(600276)2020Q1点评:疫情之下,强者恒强》2020.04.28

报告作者

分析师 常启辉
执业证书编号 S0020517090001
电话 021-51097188-1936
邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏
电话 021-51097188
邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 刘巧
电话 021-51097188
邮箱 liuqiao@gyzq.com.cn

目 录

1. 三季度增速回暖，基本符合预期	3
2. 2020 年前三季度研发管线加速推进	4
2.1 研发管线跟踪和汇总	4
2.2 加快海外市场开拓，不断实现创新药出海	9
3 重要品种或领域的研发进展梳理	9
3.1 卡瑞利珠：20 年收获 3 个大病种，鼻咽癌申报上市并纳入优先审评	9
3.2 阿帕替尼：胃癌临床地位有望提升，二线肝癌在上市申请中	12
3.3 氟唑帕利：卵巢癌适应症获批在即	13
3.4 糖尿病领域：恒格列净、瑞格列汀上市申请获受理	15
3.5 麻醉领域：瑞马唑仑获批 2 个适应症，新适应症拓展有序进行	16
4. 盈利预测	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司营业收入情况（单位：亿元）	3
图 2：公司单季度营收情况（单位：亿元）	3
图 3：公司归母净利润情况（单位：亿元）	3
图 4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）	3
图 5：公司销售毛利率、净利率情况	4
图 6：公司三费用率情况	4
表 1：今年以来公司新品种/新适应症获批情况	5
表 2：今年以来临床部分原有管线推进情况	5
表 3：已有品种的新开临床的总结	6
表 4：公司开展的新药临床（国内外尚无同类药物上市）总结	7
表 5：2020 年截至目前，公司通过/视同通过仿制药一致性情况	8
表 6：2020 年以来公司国际化合作的进展	9
表 7：卡瑞利珠单抗上市及研发进展	10
表 8：阿帕替尼获批及研发进展情况	12
表 9：氟唑帕利研发进展	13
表 10：糖尿病板块布局及研发进展情况	15
表 11：麻醉管线获批和研发进展	16

1. 三季度增速回暖，基本符合预期

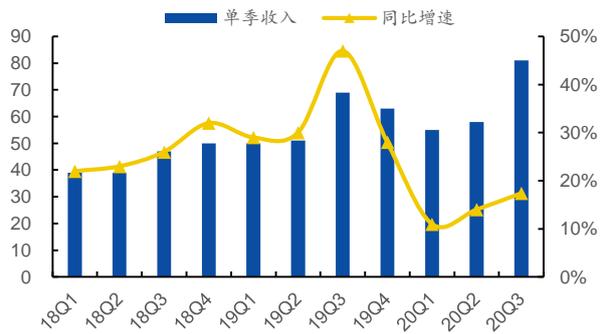
Q3 业绩增速有所回升，归母增速超过 20%。公司前三季度单季度分别实现营收 55.27 亿元 (+11.28%)、57.82 亿元 (+14.28%) 和 81.04 亿元 (+17.13%)，第三季度收入增速比前两季度有所提升，前三季度单季度分别实现归母净利润 13.15 亿元 (+10.30%)、13.46 亿元 (+10.38%) 和 15.97 亿元 (+20.74%)，第三季度归母增速超过 20%。随着疫情逐步得到控制，门诊和手术量逐渐回暖，公司造影和麻醉板块恢复增长，肿瘤板块由于较强的刚需性，预计是前三季度业绩增长的主要动力。

图 1：公司营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：公司单季度营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 3：公司归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

期间费用率控制稳定，现金流改善明显。2020 年前三季度综合毛利率 87.72% (+0.54pct)，管理费用 9.71% (+0.73pct)，销售费用率 35.58% (-0.79pct)，研发费用率 17.23% (+0.12pct)，前三季度经营性现金流改善明显，净额为 39.87 亿元，同比增长 52.85%。

图 5：公司销售毛利率、净利率情况

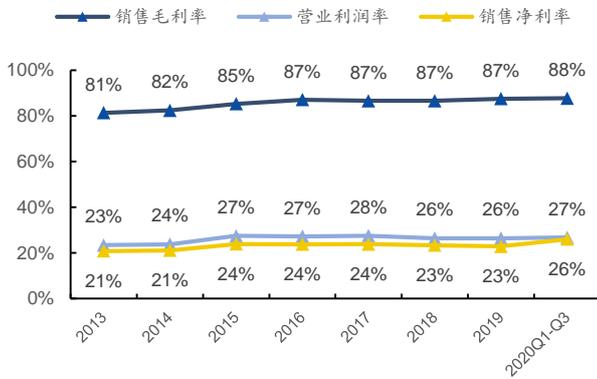
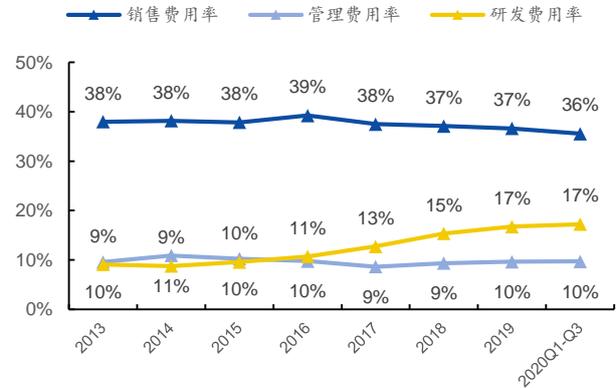


图 6：公司三费用率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

高研发投入的收获期渐入佳境，创新产品不断出海。2020 年前三季度公司研发投入达 33.44 亿元，同比增长 15.34%，研发费用率达 17.23%，今年虽然疫情带来业绩阶段性负面影响，但是公司仍保持高研发投入，今年以来研发收获不断，卡瑞利珠新增三大适应症，瑞马唑仑获批上市，获批两个适应症，吡咯替尼转为完全批准，后续多个创新产品处于 NDA 或者临床 III 期阶段，卡瑞利珠鼻咽癌、阿帕替尼的肝癌适应症进入上市申报阶段，氟唑帕利有望于今年底或明年初获批上市，预计未来 3-5 年，公司每年都有新的创新药品种上市。同时，公司不断开展海外项目合作，加快海外市场开拓，20 年以来，截止到目前，已实现 3 款创新药产品海外输出。右美托咪定在美国获批上市和销售，卡瑞利珠和吡咯替尼有偿许可给韩国公司。

2. 2020 年前三季度研发管线加速推进

2.1 研发管线跟踪和汇总

2020 年以来，公司各板块各品种研发进展有序推进中，主要集中在以下几个方面：

(1) 新品种/新适应症获批：卡瑞利珠获批 3 个新的大适应症（肝癌、食管鳞癌、非鳞 NSCLC）；瑞马唑仑凭借“常规胃镜检查的镇静”获批上市，随后又获批一个新适应症“结肠镜检查的镇静”；吡咯替尼在 2018 年上市获批的有条件批准于 2020 年 7 月正式转为完全批准，并且批准了修订说明书的补充申请。

表 1：今年以来公司新品种/新适应症获批情况

药品名称	获批适应症	获批时间	备注
瑞马唑仑	常规胃镜检查的镇静	2020-01-03	首次获批
	结肠镜检查的镇静	2020-07-01	增加适应症
卡瑞利珠	用于既往接受过索拉非尼治疗和/或含奥沙利铂系统化疗的晚期肝细胞癌患者的治疗	2020-03-07	增加适应症
	联合培美曲塞和卡铂表皮生长因子受体（EGFR）基因突变阴性和间变性淋巴瘤激酶（ALK）阴性的、不可手术切除的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）的一线治疗	2020-06-24	增加适应症
	用于既往接受过一线化疗后疾病进展或不可耐受的局部晚期或转移性食管鳞癌患者的治疗	2020-06-24	增加适应症
吡咯替尼	联合卡培他滨，用于治疗表皮生长因子受体 2（HER2）阳性、接受过曲妥珠单抗的复发或转移性乳腺癌患者的	2020-07-20	有条件批准转为完全批准

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

（2）原有管线顺利往后端推进：包括卡瑞利珠的三线鼻咽癌进入上市申请阶段，并纳入优先审评，多个药物联用和适应症管线顺利推进；阿帕替尼的肝癌适应症处于上市申请阶段，并已完成技术审评，多个适应症进入 3 期。

表 2：今年以来临床部分原有管线推进情况

药品名称	适应症	具体内容	时间
卡瑞利珠	晚期三阴性乳腺癌	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	2020-01-22
	PD-L1 表达阳性的复发性或晚期非小细胞肺癌	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	2020-03-07
	一线化疗失败的晚期胃或胃食管结合部腺癌	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	2020-04-10
	不可手术切除的局部晚期食管鳞癌	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	2020-06-02
	早期或局部晚期三阴性乳腺癌	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随机、平行对照、多中心的 III 期获批临床	2020-07-21
	晚期鼻咽癌	卡瑞利珠单抗一线治疗晚期鼻咽癌 III 期临床研究达到主要研究终点	2020-08-13
	既往接受过二线及以上化疗后疾病进展或不可耐受的晚期鼻咽癌	纳入拟优先审评品种公示名单	2020-09-03
阿帕替尼	EGFR 基因突变型非鳞非小细胞肺癌	甲磺酸阿帕替尼片与吉非替尼片联合用于一线治疗 III B-IV 期 EGFR 基因突变型非鳞非小细胞肺癌的临床试验获批	2020-01-14
	晚期肝细胞癌	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，递交上市申请，已完成技术审评	2020-08-18
氟唑帕利	转移性去势抵抗性前列腺癌（mCRPC）	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	2020-01-14
	晚期卵巢癌一线含铂化疗后维持治疗	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	2020-02-15

表 2: 今年以来临床部分原有管线推进情况

药品名称	适应症	具体内容	时间
HER-2 表达阴性转移性乳腺癌		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	2020-03-03
晚期胰腺癌		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 期临床获批临床	2020-04-01
复发性小细胞肺癌		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 Ib/II 期研究获批临床	2020-05-14
复发性卵巢癌		氟唑帕利用于复发性卵巢癌维持治疗的随机、对照 III 期临床研究达到主要研究终点	2020-09-28
SHR-1316	可切除的 II 期或 III 期非小细胞肺癌	SHR-1316 注射液开展可切除的 II 期或 III 期非小细胞肺癌的临床试验获批	2020-07-13
SHR-1701	晚期/转移性胰腺癌	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 期临床研究获批	2020-09-18
	非小细胞肺癌	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	2020-09-18
吡咯替尼	HER2 异常的晚期/转移性胆道癌	马来酸吡咯替尼治疗既往一线化疗失败的 HER2 异常的晚期/转移性胆道癌患者的 II 期临床试验获批	2020-09-15
	含铂化疗失败的 HER2 基因外显子 20 突变的晚期非鳞状非小细胞肺癌	马来酸吡咯替尼对比多西他赛用于含铂化疗失败的 HER2 基因外显子 20 突变的晚期非鳞状非小细胞肺癌的有效性和安全性的 III 期临床研究获批	2020-05-28
SHR0302	活动性强直性脊柱炎	在活动性强直性脊柱炎中评价 SHR0302 片的疗效和安全性的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的适应性无缝 II/III 期临床研究	2020-05-14
法米替尼	晚期胃肠间质瘤	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	2020-08-25

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

(3) 已有品种的新临床获批: 20 年以来, 截至目前为止, 公司新开临床接近 20 个, 包括瑞马唑仑的纤维支气管镜诊疗镇静、ICU 机械通气镇静 2 个新适应症获批临床; 恒格列净联合厄贝沙坦的新适应症 2 型糖尿病肾病获批临床; 氟唑帕利新开联合阿帕替尼治疗复发性卵巢癌的临床, 卡瑞利珠新开联合法米替尼治疗实体瘤的临床。新开的临床有望继续推进, 值得持续关注。

表 3: 已有品种的新开临床的总结

治疗领域	药品名称	适应症	时间	备注
	SHR2554	复发/难治 B 细胞非霍奇金淋巴瘤	2020-03-03	联合 SHR1459 片
	阿比特龙 (I)	转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC)	2020-03-25	联合泼尼松或泼尼松龙
	卡瑞利珠	晚期泌尿系统肿瘤及妇科肿瘤和晚期实体瘤	2020-03-28	联合法米替尼
	卡瑞利珠	晚期实体瘤	2020-03-28	联合法米替尼
肿瘤	SHR1459	B 细胞淋巴瘤	2020-04-15	
	法米替尼	晚期恶性肿瘤	2020-05-13	联合卡瑞利珠、SHR2554
	SHR6390	晚期实体瘤	2020-05-14	联合苹果酸法米替尼
	SHR-1316	复发性小细胞肺癌	2020-05-29	
	SHR-A1811	HER2 表达或突变的晚期实体瘤	2020-07-23	
	SHR-1316	局限期小细胞肺癌	2020-08-05	
	氟唑帕利	复发性卵巢癌	2020-08-06	联合阿帕替尼
	SHR1459	视神经脊髓炎谱系疾病	2020-08-13	

表 3: 已有品种的新开临床的总结

治疗领域	药品名称	适应症	时间	备注
	法米替尼	晚期恶性实体肿瘤	2020-09-08	联合 SHR1701
麻醉	瑞马唑仑	纤维支气管镜诊疗镇静	2020-05-15	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
		ICU 机械通气镇静	2020-07-14	
	HR18042	中度至重度急性疼痛	2020-07-22	
其他	脯氨酸恒格列净片	2 型糖尿病肾病	2020-05-26	联合厄贝沙坦
	SHR1703	嗜酸性粒细胞升高相关疾病(如嗜酸性粒细胞型重症哮喘)	2020-07-16	
	SHR8008	复发性外阴阴道假丝酵母菌病 (RVVC)	2020-05-30	
	SHR7280	雌激素依赖性疾病如子宫内膜异位症	2020-05-09	

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

(4) 国内外尚无获批品种的新临床获批: 包括实体瘤、晚期恶性肿瘤、斑秃、乙肝、术后镇痛、白癜风等多个领域的 9 个新药, 这 9 个产品国内外尚无同类产品获批上市。

表 4: 公司开展的新药临床 (国内外尚无同类药物上市) 总结

药品名称	适应症	获批临床时间	备注
SHR5126 片	实体瘤	2020-02-25	国内外在研的口服小分子 A2AR 拮抗剂共有 3 个, 国内外尚无同类产品上市
SHR2150 注射液	晚期恶性肿瘤	2020-03-18	国内外尚无同类产品获批上市, 其它同类药物尚处于临床开发阶段
SHR-1806 注射液	晚期恶性肿瘤	2020-07-24	目前全球尚未有同靶点药物获批上市, 罗氏、百时美施贵宝、辉瑞等均有同类药物处于临床早期开发阶段。
SHR0302 片	斑秃	2020-02-18	在全球, 目前已有多个 JAK 抑制剂针对斑秃适应症开展临床研究, 国内外尚无 JAK 抑制剂获批用于斑秃的治疗
HRS9950 片	慢性乙型肝炎	2020-07-02	目前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
HRS5091 片	慢性乙型肝炎	2020-07-02	目前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
HR18034 注射液	术后镇痛	2020-08-07	目前海外有同类药物正在开发, 现处于临床试验阶段。国内外尚无同类产品上市
SHR0302 碱软膏	白癜风	2020-07-03	国内外尚无 JAK 抑制剂获批用于白癜风的治疗。在全球, 目前已有多个 JAK 抑制剂针对白癜风适应症开展临床研究
HR17020 注射液	预防肾病综合征患者血栓栓塞	2020-09-29	国内外尚无同类药物获批用于预防肾病综合征患者血栓栓塞

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

(5) 收获 5 个仿制药产品通过/视同通过一致性评价: 2020 年截至目前, 公司共有 5 个产品的 7 个品规通过或视同通过一致性评价, 包括吉非替尼按化学药品 4 类报产获批, 视同通过仿制药一致性评价, 截至目前, 除阿斯利康外, 国内已有包括恒瑞在内的 6 家企业的吉非替尼获批上市。缬沙坦氨氯地平片 (I) 也按 4 类报产, 获 NMPA 批准上市并视同通过一致性评价成为该品种国产第三家获批, 其余 2 家为花园药业和北京百奥药业。

表 5：2020 年截至目前，公司通过/视同通过仿制药一致性情况

产品名称	剂型	通过类型和时间	规格
加巴喷丁胶囊	胶囊剂	通过 (20200317)	0.1g、0.3g
卡培他滨片	片剂	通过 (20200205)	0.5g
	片剂	通过 (20200402)	0.15g
非布司他片	片剂	通过 (20200427)	40mg
吉非替尼	片剂	视同通过 (20200602)	0.25g
缬沙坦氨氯地平片 (I)	片剂	视同通过 (20200922)	每片含缬沙坦 80mg，氨氯地平 5mg

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2.2 加快海外市场开拓，不断实现创新药出海

公司不断开展海外项目合作，加快海外市场开拓，20年以来，截止到目前，已实现3款创新药产品海外输出。右美托咪定在美国获批FDA上市和销售，卡瑞利珠和吡咯替尼分别有偿许可给韩国2家公司 CrystalGenomics 和 HLB Life Science，是公司创新药国际化进程的又一次突破性进展，将进一步提升公司创新品牌和海外业绩。

表 6：2020 年以来公司国际化合作的进展

产品名称	事件	时间
盐酸右美托咪定氯化钠注射液	获得 FDA 批准上市，可以生产并在美国市场销售	2020-06-18
注射用卡瑞利珠单抗	以 8775 万美元交易总额有偿许可给韩国 CrystalGenomics 公司，同时获得 CG 公司的销售分成。CG 公司将获得在韩国的独家临床开发、注册和市场销售的权利。	2020-04-21
马来酸吡咯替尼片	以 1.057 亿美元交易总额有偿许可给韩国 HLB Life Science 公司，同时获得 HLB-LS 公司的销售分成。HLB-LS 公司将获得其在韩国的独家临床开发、注册和市场销售的权利以及生产选择权（不含原料药生产权利）。HLB-LS 公司被许可开发吡咯替尼用于治疗所有人	2020-09-28
	类疾病的权利。	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3 重要品种或领域的研发进展梳理

3.1 卡瑞利珠：20 年收获 3 个大病种，鼻咽癌申报上市并纳入优先审评

卡瑞利珠自 2019 年获批经典型霍奇金淋巴瘤上市后，在 2020 年又收获 3 个新的适应症，并且都是大病种，分别为二线晚期肝癌（2020 年 3 月 7 日）、二线食管鳞癌（2020 年 6 月 20 日）和一线非鳞癌非小细胞肺癌（2020 年 6 月 20 日）；除此之外，该药在鼻咽癌、胃癌及胃食管交界癌等恶性肿瘤中均表现出良好的抗肿瘤潜力。三线鼻咽癌申报上市并纳入优先审评；同时卡瑞利珠在药物联用和临床地位提升方面的临床试验也在逐步推进中，具体如下：

鼻咽癌方面，既往接受过二线及以上化疗后疾病进展或不可耐受的晚期鼻咽癌适应症于 9 月底申报上市并被纳入优先审评，在今年 9 月的 ESMO 大会上公布了来自中山大学肿瘤防治中心张力教授牵头的卡瑞利珠单抗单药治疗三线及以上复发/转移鼻咽癌 II 期多中心临床研究(CAPTAIN 研究)结果，基于 IRC 评估的 ORR 为 28.2%，基于 KM 法估计的中位 OS 为 17.1 个月。

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 期临床研究也已达到有效性终点，未来将为中国鼻咽癌患者提供更多治疗选择。

食管癌的临床地位有望提升，由二线向一线突破：联合化疗的一线治疗晚期食管癌 III 期临床完成招募；

肺癌覆盖的患者群有望实现扩大，由非鳞 NSCLC 延伸到鳞状 NSCLC：联合化疗的一线治疗鳞状非小细胞肺癌的 III 期临床完成招募、联合阿帕替尼的非小细胞肺癌

进入到 III 期临床；联合法米替尼用于一线治疗非鳞 NSCLC 获批 III 期临床；

胃癌方面，联合阿帕替尼二线治疗晚期胃癌的 III 期临床招募中，首例受试者已于 9 月入组；

乳腺癌方面，联合化疗、联合阿帕替尼和氟唑帕利的治疗三阴性乳腺癌均进入 III 期临床；

实体瘤方面，联合法米替尼治疗晚期实体瘤进入到 II 期临床招募中，首例受试者于 6 月入组。

表 7：卡瑞利珠单抗上市及研发进展

病种	联用情况	具体适应症	试验题目	I 期	II 期	III 期	上市情况
肝癌	/	接受过索拉非尼治疗和/或含奥沙利铂系统化疗的晚期肝细胞癌 (2L)					已获批上市 (20200307)
经典型霍奇金淋巴瘤	/	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤					已获批上市 (20190529)
	/	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	卡瑞利珠单抗对照研究者选择化疗治疗复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤的 III 期临床研究				
食管癌	/	既往一线化疗失败的局部晚期或转移性食管鳞癌 (2L)					已获批上市 (20200620)
	紫杉醇+顺铂	晚期食管癌	PD-1 抗体 SHR-1210 联合紫杉醇和顺铂对照安慰剂联合紫杉醇和顺铂一线治疗晚期食管癌的随机、双盲、多中心 III 期临床研究				
	放化疗	不可手术切除的局部晚期食管鳞癌	卡瑞利珠单抗联合同步放化疗用于局部晚期食管鳞癌的随机、双盲、平行对照、多中心的 III 期临床研究				
	/	晚期食管癌	PD-1 抗体 SHR-1210 对照研究者选择化疗治疗晚期或转移性食管癌的随机、开放、阳性药对照、多中心 III 期临床研究				
	培美曲塞+卡铂	晚期或转移性非鳞癌 NSCLC (1L)					已获批上市 (20200620)
肺癌	卡铂+紫杉醇	IV 期鳞状非小细胞肺癌	卡瑞利珠单抗联合卡铂+紫杉醇一线治疗 IV 期鳞状非小细胞肺癌的随机对照、双盲、多中心 III 期临床研究				
	联合或不联合阿帕替尼	复发/转移阶段未经系统性治疗的 PD-L1 表达阳性的非小细胞肺癌患者	SHR-1210 联合阿帕替尼或 SHR-1210 对比含铂双药化疗一线治疗 PD-L1 阳性的复发或晚期 NSCLC 的随机、开放、对照、多中心 III 期研究				
	法米替尼	晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (1L)	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				
	阿帕替尼	小细胞肺癌	SHR-1210 联合甲磺酸阿帕替尼治疗经一线标准治疗失败的广泛期小细胞肺癌的 II 期临床研究				
鼻咽癌	/	经二线及以上化疗失败的复发或转移的鼻咽癌					上市申报-纳入优先审评

表 7：卡瑞利珠单抗上市及研发进展

病种	联用情况	具体适应症	试验题目	I 期	II 期	III 期	上市情况
	化疗	复发或转移性鼻咽癌	卡瑞利珠单抗联合化疗治疗局部晚期复发或转移鼻咽癌的随机、双盲、安慰剂对照、多中心 III 期临床研究				
	/	复发或转移性鼻咽癌	PD-1 抗体 SHR-1210 联合化疗对复发或转移性鼻咽癌患者安全性与疗效的 I 期临床研究				
胃癌	阿帕替尼	晚期胃癌	比较卡瑞利珠单抗联合甲磺酸阿帕替尼与紫杉醇或伊立替康治疗二线晚期胃癌患者疗效和安全性的 III 期临床研究				
	卡培他滨、奥沙利铂	胃癌或胃食管交界处癌	卡瑞利珠单抗 (SHR-1210) 联合卡培他滨和奥沙利铂序贯治疗晚期或转移性胃癌或胃食管交界处癌 III 期临床研究				
	/	胃癌或胃食管交界处癌	PD-1 抗体 SHR-1210 治疗既往未接受过治疗的晚期或转移性胃癌或胃食管交界处癌的开放性、多中心 II 期临床研究				
乳腺癌	白蛋白紫杉醇、阿帕替尼	晚期三阴性乳腺癌	卡瑞利珠单抗联合白蛋白紫杉醇、阿帕替尼治疗晚期三阴性乳腺癌 III 期临床研究				
	化疗	新辅助治疗三阴性乳腺癌	卡瑞利珠单抗联合化疗对比安慰剂联合化疗新辅助治疗三阴性乳腺癌的多中心的 III 期临床研究				
	阿帕替尼+氟唑帕利	复发转移三阴乳腺癌	卡瑞利珠单抗联合甲磺酸阿帕替尼及氟唑帕利治疗复发转移性三阴乳腺癌的开放、多中心、剂量探索的 Ib 期				
	/	晚期恶性肿瘤	PD-1 抗体卡瑞利珠单抗延展研究				
	法米替尼	晚期实体瘤	卡瑞利珠单抗联合苹果酸法米替尼治疗晚期实体瘤的开放、多中心 II 期临床试验				
其他	法米替尼	晚期泌尿系统肿瘤、妇科肿瘤	抗 PD-1 抗体 SHR-1210 联合苹果酸法米替尼治疗晚期泌尿系统肿瘤、妇科肿瘤的开放、多中心 II 期临床试验				
	阿帕替尼	软组织肉瘤	PD-1 抗体 SHR-1210 联合甲磺酸阿帕替尼对比阿霉素联合异环磷酰胺治疗软组织肉瘤的多中心、随机、开放的 II 期临床研究				

资料来源：CDE, NMPA, 药智网, Wind 医药库, 国元证券研究中心 注：深黄色代表在 2020 年有临床推进

3.2 阿帕替尼：胃癌临床地位有望提升，二线肝癌在上市申请中

除了胃癌适应症外，恒瑞还相继开展了阿帕替尼在肝癌、肺癌、乳腺癌、结直肠癌、甲状腺癌、骨肉瘤等多癌种中的临床试验，并取得了诸多积极的进展。

胃癌的临床地位有望提升，由三线实现向二线的突破：联合卡瑞利珠用于二线治疗晚期胃癌的 III 期试验正在进行中，首例受试者已于 9 月入组；

肝癌适应症在上市申请中：阿帕替尼单药用于二线治疗晚期肝癌的上市申请已经完成技术审评；在 20 年 5 月的 ASCO 会议上，阿帕替尼二线治疗晚期肝细胞癌(HCC)的随机、双盲、安慰剂平行对照的 III 期 AHELP 研究显示阿帕替尼显著延长中国晚期 HCC 患者的 OS 至 8.7 个月[95%CI 7.5-9.8]，对照组为 6.8 个月[95%CI 5.7-9.1]，也能显著延长 PFS 和 TTP，提高 ORR，并且耐受性良好，安全性可控，将为国内的晚期 HCC 患者的二线治疗提供新的治疗选择。

肺癌方面：联合吉非替尼用于 EGFR 基因突变型非鳞非小细胞肺癌一线治疗的 III 期临床完成招募；

乳腺癌方面：联合氟唑帕利用于治疗 BRCA1/2 突变的 HER2 阴性转移性乳腺癌的 III 期临床在招募中。

表 8：阿帕替尼获批及研发进展情况

病种	联用情况	适应症	试验题目	I 期	II 期	III 期	上市情况
	/	晚期胃癌 (3L)					已获批上市 (20141003)
胃癌	/	晚期胃癌或胃-食管结合部腺癌	饮食对甲磺酸阿帕替尼在受试者中随机、开放、单剂量、三周期、六序列、交叉对照的药代动力学影响研究				
	/	晚期胃癌或胃-食管结合部腺癌	甲磺酸阿帕替尼片在肾功能不全和健康受试者体内的多中心、非随机、开放、平行对照的药代动力学研究				
	/	单药治疗既往接受过 2 种系统化疗后进展或复发的晚期胃癌或胃-食管结合部腺癌	阿帕替尼对瑞格列奈和安非他酮在晚期实体瘤患者中的药代动力学影响研究				
	卡瑞利珠	晚期胃癌 (2L)	比较卡瑞利珠单抗联合甲磺酸阿帕替尼与紫杉醇或伊立替康治疗二线晚期胃癌患者疗效和安全性的 III 期临床研究				
肝癌	/	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 (2L)					上市申请-完成技术审评
肺癌	吉非替尼	初治的 IIIB-IV 期 EGFR 基因突变型非鳞非小细胞肺癌 (1L)	阿帕替尼联合吉非替尼治疗 EGFR 基因突变型 NSCLC 患者的多中心、随机、双盲、平行对照临床研究				
	卡瑞利珠	复发/转移阶段未经系统性治疗的 PD-L1 表达阳性的非小细胞肺癌患者	SHR-1210 联合阿帕替尼或 SHR-1210 对比含铂双药化疗一线治疗 PD-L1 阳性的复发或晚期 NSCLC 的随机、开放、对照、多中心 III 期研究				
乳腺癌	氟唑帕利	BRCA1/2 突变的 HER2 阴性转移性乳腺癌	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乳腺癌的随机、开放、对照、多中心 III 期临床研究				
	白蛋白紫杉醇、卡瑞利珠	晚期三阴性乳腺癌	卡瑞利珠单抗联合白蛋白紫杉醇、阿帕替尼治疗晚期三阴性乳腺癌 III 期临床研究				
其他	依托泊苷	含铂治疗失败的复发性上皮性卵巢癌、输卵管癌及原发性腹膜癌	甲磺酸阿帕替尼片联合依托泊苷软胶囊对比甲磺酸阿帕替尼片治疗含铂治疗失败的复发性卵巢癌的 II 期临床研究				

表 8：阿帕替尼获批及研发进展情况

病种	联用情况	适应症	试验题目	I 期	II 期	III 期	上市情况
	瑞舒伐他汀/二甲双胍	肿瘤	甲磺酸阿帕替尼对转运体 BCRP 底物瑞舒伐他汀和 MATE1 底物二甲双胍在实体瘤患者药代动力学影响研究				

资料来源：CDE, NMPA, 药智网, Wind 医药库, 国元证券研究中心 注：深黄色代表在 2020 年有临床推进

3.3 氟唑帕利：卵巢癌适应症获批在即

氟唑帕利的临床管线主要集中在卵巢癌、乳腺癌、前列腺癌、实体瘤和肺癌等适应症，单药治疗 BRCA1/2 突变的复发卵巢癌的新药上市申请于 2019 年获得国家药品监督管理局受理，已完成技术审评；单药用于复发性卵巢癌维持治疗的 III 期临床已于 9 月底达到主要研究终点，另外，氟唑帕利单药或联合阿帕替尼治疗晚期卵巢癌、伴有 BRCA1/2 突变的乳腺癌、胰腺癌已处于 III 期临床研究阶段，另有包括与阿比特龙、卡瑞利珠单抗、抗 PD-L1 抗体 SHR-1316 以及与替莫唑胺联合等多种联合治疗实体肿瘤方案已处于临床开发阶段。

卵巢癌方面，用于既往经过二线及以上化疗的伴有 BRCA1/2 致病性或疑似致病性突变的复发性卵巢癌的适应症自 2019 年 10 月报产后，目前已完成技术审评并进入通知现场检查阶段；复发性卵巢癌 III 期临床研究达到主要研究终点；联合阿帕替尼已进入 III 期临床；

乳腺癌方面，单药或联合阿帕替尼治疗乳腺癌进入 III 期临床；

前列腺癌方面，单药治疗基因突变转移性胰腺癌进入 III 期临床；

肺癌方面，联用替莫唑胺和/或 SHR-1316 用于治疗小细胞肺癌进入 II 期临床；

实体瘤方面，单药及联用的多个管线都处于 I 期临床阶段。

表 9：氟唑帕利研发进展

病种	联用情况	适应症	试验题目	I 期	II 期	III 期	上市情况
	/	既往经过二线及以上化疗的伴有 BRCA1/2 致病性或疑似致病性突变的复发性卵巢癌					上市申请
卵巢癌	单药或+阿帕替尼	晚期卵巢癌	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 III 期临床研究				
	/	复发性卵巢癌	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				
	阿帕替尼	复发性卵巢癌	氟唑帕利联合甲磺酸阿帕替尼对比氟唑帕利单药治疗复发性卵巢癌的随机、对照、多中心 II 期临床研究				
乳腺癌	单药或+阿帕替尼	乳腺癌	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乳腺癌的随机、开放、对照、多中心 III 期临床研究				
	卡瑞利珠+阿帕替尼	复发转移三阴乳腺癌	卡瑞利珠单抗联合甲磺酸阿帕替尼及氟唑帕利治疗复发转移性三阴乳腺癌的开放、多中心、剂量				

表 9：氟唑帕利研发进展

病种	联用情况	适应症	试验题目	I 期	II 期	III 期	上市情况
			探索的 Ib 期				
前列腺癌	/	胚系 BRCA 或 PALB2 突变转移性胰腺癌	氟唑帕利治疗胚系基因突变转移性胰腺癌 III 期研究				
	SHR-3680	前列腺癌	SHR3680 联合氟唑帕利治疗既往醋酸阿比特龙和多西他赛治疗失败的转移性去势抵抗性前列腺癌的 II 期临床研究				
	Mfolfirinox 化疗	晚期胰腺癌	氟唑帕利联合 mFOLFIRINOX 化疗并序贯氟唑帕利胶囊维持治疗晚期胰腺癌的耐受性、安全性和疗效的 Ib/II 期临床研究				
	醋酸阿比特龙	转移性去势抵抗性前列腺癌	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患者中的药代动力学和安全性 I 期研究				
肺癌	替莫唑胺	复发性小细胞肺癌	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 Ib/II 期研究				
	SHR-1316	小细胞肺癌	氟唑帕利联合 SHR-1316 治疗小细胞肺癌的 Ib 期临床研究				
实体瘤	利福平	实体瘤	利福平对氟唑帕利在健康男性受试者中的单中心、单臂、开放、固定序列的药代动力学的影响研究				
	氟康唑	晚期实体瘤	氟康唑对氟唑帕利在健康男性受试者中单中心、单臂、开放、固定序列的药代动力学影响研究				
	伊曲康唑	晚期实体瘤	伊曲康唑对氟唑帕利在健康男性受试者中的药代动力学影响研究				
	奥美拉唑	晚期实体瘤	奥美拉唑对氟唑帕利在健康男性志愿者中的单中心、单臂、开放、固定序列的药代动力学的影响研究				
	/	晚期实体瘤	氟唑帕利在中国晚期实体瘤患者体内的物质平衡与生物转化 I 期临床试验				
	/	晚期实体瘤	氟唑帕利在肝损和健康受试者的开放的药代动力学影响研究				

资料来源：CDE, NMPA, 药智网, Wind 医药库, 国元证券研究中心 注：深黄色代表在 2020 年有临床推进

3.4 糖尿病领域：恒格列净、瑞格列汀上市申请获受理

SGLT-2 抑制剂和 DPP-4 抑制剂递交上市申请。恒格列净和瑞格列汀已经 9 月底递交上市申请并获受理，有望于 21-22 年获批，丰厚公司业绩。

表 10：糖尿病板块布局及研发进展情况

药品名称	类别	获批临床	I 期	II 期	III 期	上市情况
盐酸二甲双胍缓释片	双胍类					2003 年获批
罗格列酮片	噻唑烷二酮类					2003 年获批
格列齐特缓释片	磺脲类					2005 年获批
二甲双胍格列本脲片	复方					2008 年获批
格列喹酮片	磺脲类					2008 年获批
恒格列净	SGLT-2					上市申请-获受理
瑞格列汀	DPP4					上市申请-获受理
诺利糖肽注射液	GLP-1					
SHR-1209	PCSK9					
INS068	长效胰岛素					
呋格列泛	GPR40					
SHR-2042	GLP-1					

资料来源：CDE，NMPA，药智网，Wind 医药库，国元证券研究中心 注：深黄色代表在 2020 年有临床推进

3.5 麻醉领域：瑞马唑仑获批 2 个适应症，新适应症拓展有序进行

瑞马唑仑获批上市，新适应症迅速拓展。瑞马唑仑于 2020 年 1 月获批上市，适应症为常规胃镜检查的镇静；6 月份收获新的适应症，用于结肠镜检查的镇静；全身麻醉适应症正在进行 III 期临床试验，同时，其他新适应症拓展顺利进行，5 月份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，目前已进入 III 期临床；6 月瑞马唑仑非插管麻醉手术前、手术中及其他操作过程中的镇静获批临床；7 月份瑞马唑仑 ICU 机械通气镇静获批临床。

表 11：麻醉管线获批和研发进展

药品名称	适应症	试验题目	获批临床	I 期	II 期	III 期	上市情况
瑞马唑仑注射液	胃镜诊疗镇静						获批上市 (20200103)
	结肠镜诊疗镇静						获批上市 (20200624)
	支气管镜诊疗镇静	甲苯磺酸瑞马唑仑用于支气管镜诊疗镇静有效性和安全性的多中心、随机、单盲、阳性药物平行对照 III 期临床试验					
	全身麻醉	注射用甲苯磺酸瑞马唑仑用于全身麻醉有效性和安全性的多中心、随机、单盲、阳性药物平行对照 III 期临床试验					
	非插管麻醉手术前、手术中及其他操作过程中的镇静 ICU 机械通气镇静						
盐酸右美托咪定鼻喷剂	术前镇静	盐酸右美托咪定鼻喷剂用于全身麻醉手术前镇静的有效性和安全性研究					
	术前镇静	盐酸右美托咪定鼻喷剂用于全身麻醉手术患者镇静的有效性和安全性多中心、随机、双盲、安慰剂对照临床试验					
	术前镇静	盐酸右美托咪定鼻喷剂在健康成人受试者的安全性及药代动力学/药效动力学研究					
	儿童术前镇静	盐酸右美托咪定鼻喷剂用于儿童术前镇静的研究					
	行全身麻醉的手术患者气管插管和机械通气时的镇静	盐酸右美托咪定鼻喷剂在健康成人志愿者的单次给药、随机、双盲、安慰剂对照药代动力学研究					
SHR0410 注射液	术后疼痛	SHR0410 注射液用于择期全身麻醉下行下腹部腔镜手术后镇痛有效性与安全性 II 期临床试验					
	尿毒症瘙痒	SHR0410 在伴中度或以上瘙痒的血液透析受试者中多次给药的安全性和 PK 研究-随机、双盲、安慰剂对照 I 期临床研究					
	疼痛和瘙痒	SHR0410 注射液在血液透析受试者中多次给药的安全性和药代动力学的开放性 I 期临床研究					
	疼痛和瘙痒	SHR0410 注射液健康人单次给药的安全性、耐受性及 PK/PD 研究——随机、双盲、剂量递增、安慰剂对照 I 期临床研究					
SHR8554 注射液	术后疼痛	SHR8554 注射液用于全身麻醉择期下腹部腔镜手术后镇痛的有效					

表 11：麻醉管线获批和研发进展

药品名称	适应症	试验题目	获批临床	I 期	II 期	III 期	上市情况
		性和安全性 II 期临床试验					
	术后疼痛	SHR8554 注射液健康人单次给药的安全性、耐受性及 PK/PD 研究——随机、剂量递增、安慰剂对照 I 期临床研究					
	术后镇痛	美洛昔康混悬注射液在中国健康受试者中单次给药的安全性、耐受性及药代动力学研究					
美洛昔康混悬注射液	术后镇痛	美洛昔康混悬注射液在中国健康受试者中多次给药的药代动力学研究					

资料来源：CDE, NMPA, 药智网, Wind 医药库, 国元证券研究中心 注：深黄色代表在 2020 年有临床推进

4. 盈利预测

公司创新药逐渐进入收获期，卡瑞利珠、阿帕替尼、吡咯替尼等有望借助医保和适应症扩大增厚业绩，我们预计公司 20-22 年预计归母净利润为 66.29 亿元、84.18 亿元和 106.61 亿元，同比增长 24.42%、26.98%和 26.08%，EPS 分别至 1.25/ 1.59/ 2.00 元/股，对应 PE 分别为 73/58/46 倍。考虑到公司为行业龙头，创新药稀缺标的，管线实力逐步显现，维持“买入”评级。

5. 风险提示

新产品临床和审批不及预期；带量采购、医保谈判降幅超过预期；带量采购品种放量不及预期；医保控费超过预期。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	18069.39	22311.30	29491.76	37568.67	47520.35
现金	3889.71	5043.65	15309.99	21202.76	28479.49
应收账款	3772.69	4906.25	6245.37	7769.49	9614.79
其他应收款	1013.95	894.38	1205.30	1571.45	1883.33
预付账款	568.90	591.16	732.31	889.99	1044.12
存货	1030.57	1606.81	1703.37	2093.50	2507.89
其他流动资产	7793.56	9269.07	4295.43	4041.48	3990.72
非流动资产	4291.84	5245.17	4553.14	4132.39	3680.11
长期投资	1.00	60.00	30.33	35.33	37.78
固定资产	2328.77	2541.97	2822.89	2625.20	2188.20
无形资产	272.68	349.76	391.89	443.23	491.43
其他非流动资产	1689.39	2293.44	1308.03	1028.62	962.70
资产总计	22361.23	27556.48	34044.91	41701.06	51200.46
流动负债	2493.63	2472.63	2970.18	3384.34	3818.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1381.21	1289.25	1670.53	2026.79	2363.08
其他流动负债	1112.42	1183.39	1299.64	1357.55	1455.86
非流动负债	69.86	146.31	91.33	104.51	112.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	69.86	146.31	91.33	104.51	112.38
负债合计	2563.49	2618.95	3061.51	3488.85	3931.31
少数股东权益	69.56	162.20	183.75	195.07	213.18
股本	3685.86	4422.81	5307.38	5307.38	5307.38
资本公积	1478.75	1662.97	1662.97	1662.97	1662.97
留存收益	15207.23	19102.85	23830.22	31048.13	40084.20
归属母公司股东权益	19728.18	24775.32	30799.65	38017.14	47055.97
负债和股东权益	22361.23	27556.48	34044.91	41701.06	51200.46

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2774.21	3816.83	1809.16	6137.80	7622.23
净利润	4061.18	5326.45	6650.73	8429.28	10631.67
折旧摊销	380.84	645.84	507.19	604.70	653.55
财务费用	-123.64	-133.82	-421.32	-755.81	-1028.42
投资损失	-247.94	-309.27	-243.74	-266.28	-265.93
营运资金变动	-1733.79	-2056.68	-4999.76	-1858.22	-2333.09
其他经营现金流	437.57	344.31	316.05	-15.87	-35.54
投资活动现金流	-2855.51	-1945.44	8640.73	199.63	200.80
资本支出	529.11	561.35	0.00	0.00	0.00
长期投资	2577.89	1692.65	41.47	-4.79	-4.51
其他投资现金流	251.49	308.56	8682.20	194.84	196.29
筹资活动现金流	-368.39	-718.51	-183.54	-444.66	-546.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	853.21	736.95	884.56	0.00	0.00
资本公积增加	491.83	184.22	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1713.44	-1639.68	-1068.10	-444.66	-546.30
现金净增加额	-395.90	1165.19	10266.34	5892.78	7276.73

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17417.90	23288.58	28920.80	36255.50	44877.80
营业成本	2334.57	2912.94	3447.17	4149.51	4927.97
营业税金及附加	236.78	216.34	353.74	416.13	510.00
营业费用	6464.49	8524.97	10845.30	13777.09	17053.56
管理费用	1626.32	2241.18	2949.92	3988.10	5385.34
研发费用	2670.48	3896.34	4714.57	5704.63	6617.37
财务费用	-123.64	-133.82	-421.32	-755.81	-1028.42
资产减值损失	-25.34	-5.47	-5.22	-5.23	-10.32
公允价值变动收益	0.00	37.53	0.00	0.00	0.00
投资净收益	247.94	309.27	243.74	266.28	265.93
营业利润	4596.65	6149.68	7462.74	9432.58	11872.50
营业外收入	0.42	0.81	0.68	0.72	0.71
营业外支出	98.00	94.73	95.82	95.45	95.57
利润总额	4499.08	6055.76	7367.60	9337.85	11777.63
所得税	437.90	729.31	716.87	908.57	1145.96
净利润	4061.18	5326.45	6650.73	8429.28	10631.67
少数股东损益	-4.43	-1.58	21.55	11.32	18.11
归属母公司净利润	4065.61	5328.03	6629.18	8417.96	10613.56
EBITDA	4853.85	6661.70	7548.60	9281.48	11497.62
EPS (元)	1.10	1.20	1.25	1.59	2.00

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.89	33.70	24.18	25.36	23.78
营业利润(%)	20.72	33.79	21.35	26.40	25.87
归属母公司净利润(%)	26.39	31.05	24.42	26.98	26.08
获利能力					
毛利率(%)	86.60	87.49	88.08	88.55	89.02
净利率(%)	23.34	22.88	22.92	23.22	23.65
ROE(%)	20.61	21.51	21.52	22.14	22.56
ROIC(%)	25.66	48.06	40.79	46.24	52.32
偿债能力					
资产负债率(%)	11.46	9.50	8.99	8.37	7.68
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	7.25	9.02	9.93	11.10	12.44
速动比率	6.83	8.37	9.35	10.48	11.78
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.93	0.94	0.96	0.97
应收账款周转率	4.93	5.29	5.11	5.10	5.09
应付账款周转率	2.21	2.18	2.33	2.24	2.25
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.00	1.25	1.59	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.72	0.34	1.16	1.44
每股净资产(最新摊薄)	3.72	4.67	5.80	7.16	8.87
估值比率					
P/E	119.47	91.17	73.27	57.70	45.77
P/B	24.62	19.61	15.77	12.78	10.32
EV/EBITDA	97.29	70.88	62.56	50.88	41.07

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188