



恒瑞医药

历史突破——外授权交易总价 8 亿美元

观点聚焦

投资建议

公司公布了与 Incyte 公司外授权其生物药 SHR1210 的交易, 交易总价创中国药企外授权交易历史记录。除可观的利润本身, 我们认为本次交易的里程碑意义更值得关注。不仅意味着公司的研发实力受到主流市场主流玩家的肯定, 同时也暗示了恒瑞未来全球化的方向——与海外研发型公司的产品引进及产品外授权。重申“确信买入”并建议重点关注。

理由

宣布有偿授与其 PD-1 单抗 (SHR1210) 海外市场研发销售权给 Incyte 公司, 交易总价不超过 8 亿美金。首付款高达 2,500 万美金, 无论是交易总价还是里程碑金总额均创历史记录。跟据我们的分析, 考虑临床风险, 调整后该交易的资产净现值为 2.84 亿美元 (该估算不包含销售业绩里程碑金带来的影响, 因此实际净现值会更大)。

研发实力备受肯定。Incyte 此次与恒瑞合作购买其 PD-1 单抗主要是为了开发其最令人瞩目的在研品种 Epacastat (IDO1 靶点创新药) 与 PD-1 的联用临床。Incyte 是美国主流的生物技术类公司, 此次合作从侧面证明了恒瑞研发实力受到主流市场的认可。

全球化逻辑逐步兑现。公司接连与 Tesaro 及 Incyte 开展产品上的合作, 意味着公司正在逐步落实全球化策略, 同时新成立的海外 BD 团队逐步成熟, 开始发挥作用。我们认为公司全球化工作的开展将会开启新的高速成长的“黄金时代”。

或有新的商业模式。未来和主流国际公司的合作产品引进或者外授权, 有望成为公司进一步丰富产品线, 进入发达国家市场并获取利润的主要方式之一。同时我们不排除恒瑞将会和 Tesaro 及 Incyte 等公司开展进一步的产品引进工作。

盈利预测与估值

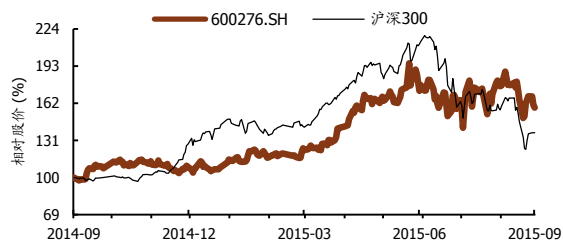
由于 PD-1 的外授权将为今年贡献可观的一次性收入, 将 2015/16 年预期 EPS 分别上调 5% 和 1% 至 1.19 元/1.57, 对应 P/E 为 35x/27x。维持“确信买入”评级, 维持一年期目标价 71.5 元不变。

风险

ANDA 获批进度低于预期; 海外销售不及预期。

维持确信买入

股票代码	600276.SH
评级	确信买入
最新收盘价	人民币 41.91
目标价	人民币 71.50
52 周最高价/最低价	人民币 52.37~25.76
总市值(亿)	人民币 820
30 日日均成交额(百万)	人民币 652.97
发行股数(百万)	1,956
其中: 自由流通股(%)	59
30 日日均成交量(百万股)	14.67
主营行业	医疗保健



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	6,203	7,452	9,317	11,470
增速	14.1%	20.1%	25.0%	23.1%
归属母公司净利润	1,238	1,516	2,323	3,069
增速	14.9%	22.4%	53.3%	32.1%
每股净利润	0.63	0.77	1.19	1.57
每股净资产	3.25	4.06	5.17	6.62
每股股利	0.06	0.08	0.12	0.16
每股经营现金流	0.70	0.80	0.95	1.27
市盈率	66.2	54.1	35.3	26.7
市净率	12.9	10.3	8.1	6.3
EV/EBITDA	50.1	41.3	28.6	20.6
股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
平均总资产收益率	18.9%	18.6%	22.5%	23.4%
平均净资产收益率	21.4%	21.2%	25.8%	26.6%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

代雯

联系人
 wen.dai@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080113100027
 SFC CE Ref: BFI915

强静, CFA

分析员
 jing.qiang@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080512070005
 SFC CE Ref: AWU229

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	6,203	7,452	9,317	11,470	营业收入	14.1%	20.1%	25.0%	23.1%
营业成本	1,158	1,313	1,518	1,800	营业利润率	11.6%	22.1%	46.1%	37.2%
营业税金及附加	106	133	166	204	EBITDA	16.7%	19.6%	42.5%	35.6%
营业费用	2,355	2,844	3,447	4,072	净利润	14.9%	22.4%	53.3%	32.1%
管理费用	1,156	1,464	1,705	1,984	盈利能力				
财务费用	-25	-81	-111	-147	毛利率	81.3%	82.4%	83.7%	84.3%
其他	-2	-7	-2	-2	营业利润率	23.4%	23.8%	27.8%	31.0%
营业利润	1,451	1,772	2,589	3,554	EBITDA 利润率	25.8%	25.7%	29.2%	32.2%
营业外收支	28	27	169	81	净利率	20.0%	20.3%	24.9%	26.8%
利润总额	1,479	1,800	2,758	3,635	偿债能力				
所得税	186	227	347	458	流动比率	9.76	10.08	10.42	11.03
少数股东损益	54	57	88	108	速动比率	8.99	9.31	9.70	10.33
归属母公司净利润	1,238	1,516	2,323	3,069	现金比率	3.91	4.83	5.24	5.86
EBITDA	1,599	1,912	2,724	3,695	资产负债率	7.8%	8.8%	8.5%	8.1%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	2,169	3,449	4,659	6,385	回报率分析				
应收账款及票据	2,609	2,945	3,684	4,539	总资产收益率	18.9%	18.6%	22.5%	23.4%
预付款项	204	213	246	292	净资产收益率	21.4%	21.2%	25.8%	26.6%
存货	430	551	640	762	每股指标				
其他流动资产	0	42	42	42	每股净利润 (元)	0.63	0.77	1.19	1.57
流动资产合计	5,412	7,200	9,272	12,020	每股净资产 (元)	3.25	4.06	5.17	6.62
固定资产及在建工程	1,564	1,624	2,001	2,404	每股股利 (元)	0.09	0.10	0.12	0.16
无形资产及其他长期资产	207	205	202	199	每股经营现金流 (元)	0.70	0.80	0.95	1.27
非流动资产合计	1,772	1,829	2,204	2,604	估值分析				
资产合计	7,220	9,087	11,533	14,682	市盈率	66.2	54.1	35.3	26.7
短期借款	0	0	0	0	市净率	12.9	10.3	8.1	6.3
应付账款及票据	380	527	610	723	EV/EBITDA	50.1	41.3	28.6	20.6
其他流动负债	174	187	280	367	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
流动负债合计	554	715	890	1,090					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	10	82	93	95					
负债合计	564	797	983	1,185					
股东权益合计	6,357	7,934	10,107	12,945					
少数股东权益	299	355	443	551					
负债及股东权益合计	7,220	9,087	11,533	14,682					
现金流量表									
净利润	1,238	1,516	2,323	3,069					
折旧和摊销	171	213	244	286					
营运资本变动	-108	-267	-689	-825					
其他	-55	-51	-178	-217					
经营活动现金流	1,365	1,574	1,857	2,494					
投资活动现金流入	1	0	0	0					
投资活动现金流出	-453	-299	-618	-686					
投资活动现金流	-452	-298	-618	-686					
股权融资	16	136	0	0					
银行借款	10	-10	11	2					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-73	4	-29	-82					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	840	1,280	1,210	1,726					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

恒瑞医药是国内最大的抗肿瘤药和手术用药的研究和生产基地，国内最具创新能力的大型制药企业之一，公司致力于在抗肿瘤药、手术用药、内分泌治疗药、心血管药及抗感染药等领域的创新发展，并逐步形成品牌优势，其中抗肿瘤药销售已连续 7 年在国内排名第一，手术用药销售也名列行业前茅，所有剂型均已通过了国家 GMP 认证，另有 4 个原料药通过美国 FDA 认证。公司建立并完善了遍及全国的销售网络系统，积极拓展美国、欧洲、印度、南美等国家和地区的市场，扩大出口渠道。



目录

Incyte 的交易如何估值？	4
交易条件优厚—首期款 2,500 万美金，里程碑金总额 7.7 亿美金	4
交易估值分析	5
Incyte 为何需要 PD-1？	8
热门美股 Incyte	8
Incyte 研发管线丰富，专注小分子靶向	8
对肿瘤免疫类大分子有战略性需求	9
对于恒瑞的意义	11
里程碑意义更大	11

图表

图表 1: IDO 靶点新药临床进展	5
图表 2: SHR1210 收入预测 - 非小细胞肺癌 - 美国	6
图表 3: SHR1210 收入预测 - 黑色素瘤 - 美国	6
图表 4: SHR1210 全球市场收入预测	6
图表 5: SHR1210 外授权交易资产价值分析 (百万美元)	7
图表 6: Incyte 公司股价表现及关键事件	8
图表 7: Incyte 在研产品分析	9
图表 8: Epacadostat 目前联合用药的进展	10
图表 9: 综合盈利预测调整	11
图表 10: 历史 P/E 和 P/B	12
图表 11: 可比公司估值表	12



Incyte 的交易如何估值？

交易条件优厚—首期款 2,500 万美金，里程碑金总额 7.7 亿美金

恒瑞此次将会放弃 PD-1 单克隆抗体（SHR1210）海外的所有开发及销售权利，有偿授权给美国 Incyte 公司，仅保留大中华地区（中国大陆，香港，澳门及台湾地区）的权利。

交易细节如下：

首期款（Upfront）：2,500 万美元。

上市里程碑付款：完成美国，欧盟及日本市场的上市后，Incyte 向公司支付累计不超过 9,000 万美金；

临床优效里程碑付款：国外临床取得优效，Incyte 向公司支付 1.5 亿美金；

销售业绩里程碑付款：达到不同销售目标后，Incyte 向公司支付累计不超过 5.3 亿美金。

销售分成（Royalties）：SHR1210 海外上市后，公司按照约定比例从年销售额提成。

点评：这是一份相对来说较为优厚的外授权交易，尤其恒瑞在海外并没有成功的交易记录，也没有成功研发经验的情况下。

- 1) 首付款高达 2,500 万美，双赢之选。** SHR1210 是炙手可热的 PD-1 单抗，目前在美国进入临床的同类型产品至少有 7~8 个(包括已上市的 Opdivo 及 Keytruda)。单克隆抗体的临床前研究在美国的费用并不低，成本在 1000~1500 万美金以上，我们认为 2,500 万美金的首期款是一个公允甚至略低于市场平均的价格。考虑到恒瑞的临床前研究在中国进行，海外和国内市场同时申报，其费用要比同类美国公司低得多（理论上不超过 2000 万元）。我们认为这笔交易对于双方来说都是非常划算的，可谓“双赢”。
- 2) Incyte 迫切需要 PD-1 充实产品线，上市里程碑金可以预期。** Incyte 的产品线中价值最高的是 IDO1 靶点的产品 INCB024360（Epacadostat），市场预期 IDO 和 PD-1 联用未来获批的可能性较大，且能带来相当可观的收入。我们认为在现有预期下，Incyte 将不遗余力的推进 PD-1 单药临床，及向 FDA 申请 Early Combination Therapy。但通常情况下，两个新药做 combo therapy 临床从监管角度来说批准将会非常谨慎，同时如果不能做出理想的临床结果，商业保险也很难买单。我们认为上市里程碑金的取得极度依赖于 INCB024360 的临床结果和上市，可以预期但是仍然有较大风险。
- 3) 优效标签（superior label）难以取得。** 我们认为在已有两个产品上市且主流跨国药企都在进行同类产品临床（进入临床的还有阿斯利康，罗氏，赛诺菲及诺华等）的情况下，SHR1210 和已上市的 Opdivo, Keytruda 做头对头（head to head）临床的意义不大。因此优效标签的里程碑金难以取得。
- 4) 销售里业绩里程碑款细节未知。**
- 5) 销售业绩分成（Royalties）大概率是单个位数。** 鉴于 SHR1210 处于 Pre-IND 阶段（新药申请前），按照惯例销售分成的比例会比较小，我们预计在 6~9%。SHR1210 的销售业绩表现极大的依赖与 IDO 联合用药的临床实验结果，以及保险的接受度。

IDO1 是什么？未来前景如何？

吡哆胺 2, 3-双加氧酶（indoleamine 2, 3-dioxygenase, IDO）是除肝脏外唯一可催化色氨酸分子氧化裂解，使其沿犬尿酸途径分解代谢的限速酶。色氨酸代谢的上调



(IDO 表达增加)被认为是阻止过多免疫反应的内生机制,会介导肿瘤的免疫逃逸。因此 IDO 是肿瘤免疫逃逸过程中的重要检验点 (checkpoint),也是目前肿瘤免疫类小分子药物开发的最热门,竞争最激烈的靶点。其中百美时施贵宝是 Incyte 最大的竞争对手。

图表 1: IDO 靶点新药临床进展

药品名	靶点	公司	备注
Indoximod	IDO 途径	New Link	乳腺癌,成胶质细胞瘤,黑色素瘤和胰腺癌的临床试验和 II 期
GDC-919	IDO1	罗氏/New Link	2015 年末获得与 Yervoy 联用数据, 2016 年获得胰腺癌数据
-	IDO1/TDO	罗氏/Curadev	实体瘤临床 I 期 (单药和与罗氏 PD-L1 联用)
F001287	IDO1	百时美施贵宝/Flexus	临床前试验 首期款为 2500 万美元, 下游里程碑 5.3 亿美元
-	IDO1/TDO2	辉瑞/ITEOS	临床前试验 首期款 8 亿美元, 下游里程碑 4.5 亿美元
-	IDO TDO IDO/TDO	IONet Pharma	临床前试验

资料来源: 公司公告, clinicaltrials.gov, 中金公司研究部

肿瘤免疫类产品的联用是趋势。临床数据显示 Opdivo/ Yervoy 联用将会使晚期黑色素瘤患者显著受益。肿瘤免疫类产品未来与肿瘤疫苗类产品, 小分子靶向药, 细胞治疗类产品联用是医学界共识, 以及未来临床探索的方向。

交易估值分析

交易估值的重要假设:

- 1) SHR1210 和 Epacadostat 临床联用获批的概率为 50%;
- 2) SHR1210 上市后最终的净利润率为 35%;
- 3) Royalties 的比例假设为 8%;
- 4) SHR1210 上市后的销售极度依赖于 Epacadostat 的联用, 单药销售额较小;
- 5) SHR1210 相比较 Opdivo 及 Keytruda 有一定折价, 折价率为 80%;
- 6) SHR1210 美国与其他地区的销售收入比例约为 6:4;
- 7) 非小细胞肺癌及黑色素瘤的合计销售占比~75%。



图表 2: SHR1210 收入预测 - 非小细胞肺癌 - 美国

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
新转移性非小细胞肺癌人数, 美国	145,103	146,554	148,019	149,500	150,995	152,504	154,030	155,570	157,126	158,697	160,284
用药比例%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
PD-1阳性患者比例%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
进展到2线治疗患者比例%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
1期非小细胞肺癌-美国	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
治疗人群-1期治疗	39,786	40,184	40,586	40,992	41,402	41,816	42,234	42,656	43,083	43,514	43,949
PD-1/PD-L1渗透率%	22%	35%	48%	55%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
IDO1渗透率%	2%	8%	15%	24%	28%	32%	34%	35%	35%	35%	35%
Epacadostat市场份额%	100%	100%	85%	75%	65%	65%	65%	65%	62%	60%	58%
SHR1210占Epacadostat联用市场份额%	0%	50%	80%	75%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
新增病人人数	0	563	1,987	3,044	3,165	3,653	3,920	4,076	3,927	3,838	3,747
第二年继续治疗人数比例%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
存量病人人数	0	169	596	913	949	1,096	1,176	1,223	1,178	1,151	1,151
平均治疗周期 (年)	1	1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
长期响应者治疗周期	1.2	1.2	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
单价(美元 千)	\$120.00	\$126.00	\$132.30	\$138.92	\$143.08	\$147.37	\$151.80	\$156.35	\$159.48	\$151.50	\$151.50
价格增幅%		5%	5%	5%	3%	3%	3%	3%	2%	-5%	0%
1期非小细胞肺癌销售额-美国(美元 百万)	\$0	\$71	\$327	\$549	\$609	\$716	\$797	\$857	\$849	\$787	\$768
增速%			361%	68%	11%	18%	11%	7%	-1%	-7%	-2%
2期非小细胞肺癌-美国	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
治疗人群-1期治疗	25,861	26,120	26,381	26,645	26,911	27,180	27,452	27,727	28,004	28,284	28,567
PD-1/PD-L1渗透率%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
IDO1渗透率%		5%	15%	30%	38%	44%	48%	50%	50%	50%	50%
Epacadostat市场份额%		100%	85%	75%	65%	65%	65%	65%	62%	60%	58%
SHR1210占Epacadostat联用市场份额%	0%	50%	80%	75%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
病人人数(千)	0	294	1,211	2,023	2,094	2,449	2,698	2,839	2,735	2,673	2,610
平均治疗周期 (年)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
单价(美元 千)	\$120.00	\$126.00	\$132.30	\$138.92	\$143.08	\$147.37	\$151.80	\$156.35	\$159.48	\$151.50	\$151.50
2期非小细胞肺癌销售额-美国(美元 百万)	\$0	\$30	\$128	\$225	\$240	\$289	\$328	\$355	\$349	\$324	\$316
增速%			333%	75%	7%	20%	13%	8%	-2%	-7%	-2%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 3: SHR1210 收入预测 - 黑色素瘤 - 美国

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
转移性黑色素瘤发病人数	10,406	10,510	10,615	10,721	10,829	10,937	11,046	11,157	11,268	11,381	11,495
用药比例%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
治疗人群-1期治疗	9,886	9,985	10,084	10,185	10,287	10,390	10,494	10,599	10,705	10,812	10,920
PD-1/PD-L1渗透率%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
IDO1渗透率%	5%	12%	30%	45%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Epacadostat市场份额%	100%	85%	75%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
SHR1210占Epacadostat联用市场份额%	0%	50%	80%	75%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
新增病人人数	0	356	1,271	1,564	1,638	1,655	1,671	1,688	1,705	1,722	1,739
第二年继续治疗人数比例%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
第三年继续治疗人数比例%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
现有病人人数	-	-	125	509	776	855	874	883	892	900	909
合计病人人数	0	356	1,395	2,073	2,414	2,510	2,545	2,571	2,596	2,622	2,649
平均治疗周期 (年)	0.45	0.8	1	1	1	1	1	1	1	1	1
长期响应者 (第二年)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
长期响应者 (第三年)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
单价(美元 千)	\$120.00	\$126.00	\$132.30	\$138.92	\$143.08	\$147.37	\$151.80	\$156.35	\$159.48	\$151.50	\$151.50
黑色素瘤销售额-美国(美元 百万)	\$0	\$36	\$185	\$288	\$345	\$370	\$386	\$402	\$414	\$397	\$401
增速%			414%	56%	20%	7%	4%	4%	3%	-4%	1%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 4: SHR1210 全球市场收入预测

SHR1210收入总和 (美元 百万) -未调整	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
美国	-	181.92	852.53	1,415.46	1,591.77	1,832.71	2,014.98	2,151.47	2,149.17	2,010.97	1,981.33
其他地区	-	121.28	568.36	943.64	1,061.18	1,221.81	1,343.32	1,434.31	1,432.78	1,340.65	1,320.89
合计	-	303.19	1,420.89	2,359.10	2,652.95	3,054.52	3,358.30	3,585.78	3,581.96	3,351.61	3,302.22
SHR1210收入总和 (美元 百万) -调整后	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
美国	-	90.96	426.27	707.73	795.89	916.36	1,007.49	1,075.73	1,074.59	1,005.48	990.67
其他地区	-	60.64	284.18	471.82	530.59	610.90	671.66	717.16	716.39	670.32	660.44
合计	-	151.60	710.44	1,179.55	1,326.48	1,527.26	1,679.15	1,792.89	1,790.98	1,675.81	1,651.11

注: 调整后收入考虑了联合用药获批的概率

资料来源: 中金公司研究部



图表 5: SHR1210 外授权交易资产价值分析 (百万美元)

	一期	二期	三期
成功率	100%	70%	90%
阶段年份	1	2	2
年化临床试验贴现率	0.00%	19.52%	5.41%
市场贴现率	10%	10%	10%
合计贴现率	10.00%	29.52%	15.41%

主要假设

高速增长率

低速增长率

永续增长率 -5%

*假设没有减速和消逝阶段

	临床一期		临床二期		临床三期		高速增长阶段					低速增长阶段			
	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
现金流(净利润)	25	0		30	60	4.24	19.89	33.03	37.14	42.76	47.02	50.20	50.15	46.92	46.23
贴现率	0.00%	10.00%	10.00%	15.41%	15.41%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
现值	25.0	0.0	0.0	21.5	37.2	2.4	10.2	15.4	15.7	16.5	16.5	16.0	14.5	12.3	11.1

现金流量贴现分析

终值 293

总现值 284

总现值(不考虑永续增长) 214

注: 以考虑所有的临床风险, 但未考虑销售业绩里程碑金带来的收益

资料来源: 中金公司研究部

根据我们的假设分析, 考虑到所有的临床风险(但未考虑销售业绩里程碑金带来的现金流影响), 该交易资产净现值为 **2.84** 亿美元, 如果保守计算不考虑相关业务现金流的终值, 则净现值为 **2.14** 亿美元。

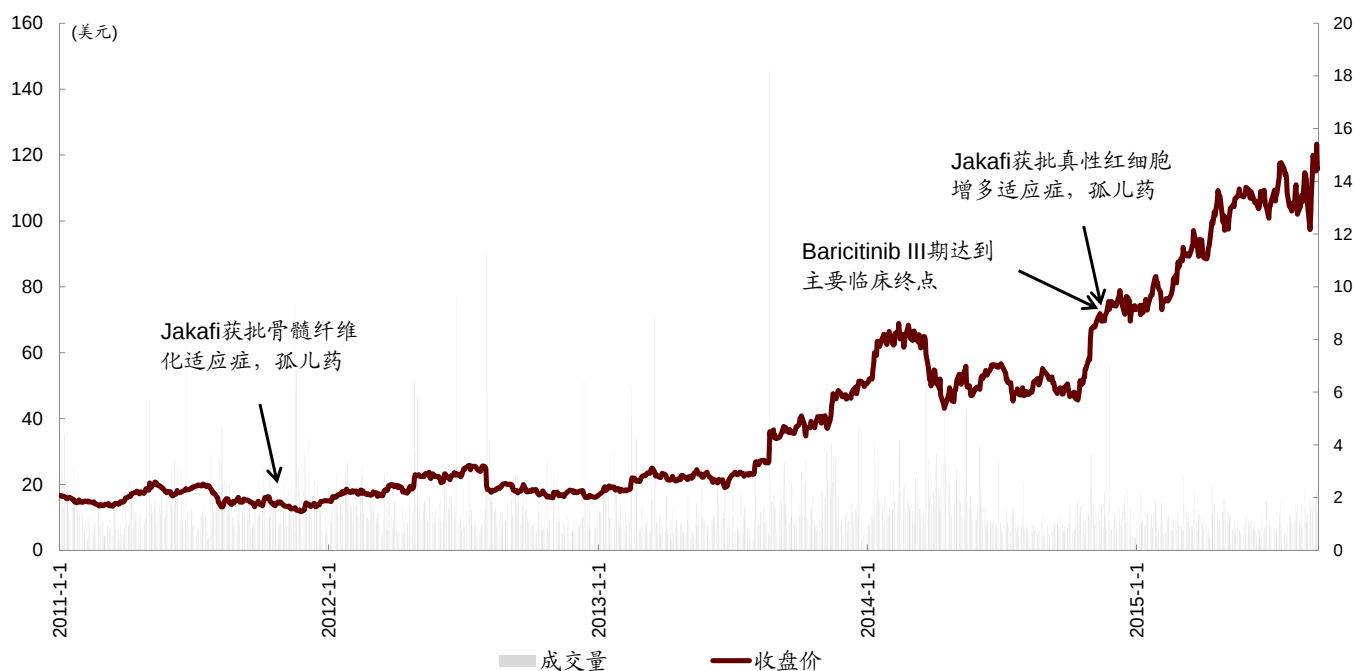


Incyte 为何需要 PD-1?

热门美股 Incyte

Incyte 是目前美股最热门的生物医药股之一，目前市值~200 亿美元。其业绩主要受到 JAK 抑制剂 Jakafi® 的驱动。其市值与热门靶点 IDO 能否获批与其市值直接相关。

图表 6: Incyte 公司股价表现及关键事件



资料来源：公司公告，中金公司研究部

Incyte 研发管线丰富，专注小分子靶向

Incyte 领先的 JAK 抑制药物，Jakafi® (ruxolitinib)，已经被批准中度或高风险的骨髓纤维化症 (myelofibrosis) 和真性红细胞增多症 (polycythemia vera) 适应症的孤儿药身份。此外公司也在评估 JAK 抑制剂及其组合实体瘤 (solid tumors) 比如胰腺癌、乳腺癌、肠癌和非小细胞肺癌中的应用。

Incyte 已经与多家大型的制药公司达成合作协议，来支持公司药物的临床研发和全球商业推广工作。通过与 Novartis 和 Eli Lilly 的战略合作，公司正在推进两项 JAK1 和 JAK2 抑制药物的全球推广。

Incyte 的研发项目中还包括一个新型的肿瘤免疫疗法，即口服的 IDO1 抑制药物 -Epacadostat。这款药物是目前最有希望且临床进度最快的肿瘤免疫类小分子靶向药物。在与肿瘤免疫大分子 PD-1/L1 联用上具有巨大的前景。

公司还有一项选择性靶向治疗方案，即一款口服的 PI3K-delta 抑制药物。这款药物正处在临床研发阶段，包括作为单药治疗以及与公司的一款 JAK 抑制药物结合。



图表 7: Incyte 在研产品分析

靶点/药品化合物	合作方	适应症	进展
肿瘤治疗			
JACK1 and JACK2			
JAKAFI	诺华	骨髓纤维化	FDA批准上市
		真性红细胞增多	FDA批准上市
		胰腺癌	临床Ⅲ期
		乳癌	临床Ⅱ期
ruxolitinib		非小细胞肺癌	临床Ⅱ期
		结肠癌	临床Ⅱ期
JAK1			
		晚期恶性肿瘤	临床Ⅶ期
INCB39110		非小细胞肺癌	临床Ⅱ期
		非小细胞肺癌	临床Ⅱ期
INCB52793		晚期恶性肿瘤	临床Ⅶ期
PI3K-delta			
INCB40093	B细胞淋巴系统恶性肿瘤		临床Ⅰ期
INCB50465		血液/肿瘤	临床Ⅶ期
JAK1+P13K-delta			
INCB39110+INCB40093	B细胞淋巴系统恶性肿瘤		临床Ⅶ期
IDO1			
		黑色素瘤	临床Ⅱ期
epacadostat		非小细胞肺癌	临床Ⅶ期
		实体瘤	临床Ⅶ期
c-MET			
		实质固态瘤	
capmatinib	诺华	肝细胞癌	临床Ⅱ期
		非小细胞肺癌	临床Ⅱ期
FGFR			
INCB54828		实体瘤	临床Ⅶ期
BRD			
INCB54329		血液/肿瘤	临床Ⅶ期
炎症治疗			
JACK1 and JACK2			
		风湿性关节炎	临床Ⅲ期
baricitinib	礼来	银屑病	临床Ⅱb期
		糖尿病性肾病	临床Ⅱ期

资料来源：公司公告，clinicaltrials.gov，中金公司研究部

对肿瘤免疫类大分子有战略性需求

Incyte 本身并不具备研发大分子的实力，管线中的产品全部为小分子靶向药。而重中之重的 IDO 急需和抗 PD-1/L1 单抗开展联合用药的临床实验。目前公司的产品 Epacadostat



已与多家大型跨国药企（如默沙东，施贵宝，罗氏及阿斯利康）共同展开药物连用的临床。

IDO1 是非常热门的靶点，Roche 和百时美施贵宝的研发进度目前虽然落后于 Incyte，但施贵宝拥有自己已经上市的 PD-1 单抗产品 Opdivo，在做联合用药（combo therapy）临床实验方面具有巨大的优势。因此我们认为开发自己的 PD-1 产品对于 Incyte 来说是最为紧迫的需求，也是战略需求。

图表 8: Epacadostat 目前联合用药的进展

临床试验	合作伙伴		设计	肿瘤	患者人数	备注
	公司	靶点				
KEYNOTE-037	默克(Merck)	PD-1	Keytruda +/- Epacadostat	实体瘤/非小细胞肺癌	120	临床开始于2014年7月
NCT02318277	阿斯利康(AZ)	PD-L1	MEDI4736 +/- Epacadostat	实体瘤	157	临床开始于2014年12月
NCT02298153	罗氏(Roche)	PD-L1	MPDL3280A +/- Epacadostat	非小细胞肺癌	80	临床开始于2014年11月
NCT02327078	百时美施贵宝(BMS)	PD-1	Opdivo +/- Epacadostat	黑色素瘤，非小细胞肺癌，卵巢癌，非霍奇金淋巴瘤/霍奇金淋巴瘤	221	临床开始于2014年11月

资料来源：公司公告，clinicaltrials.gov，中金公司研究部



对于恒瑞的意义

里程碑意义更大

这是国内首个外授权给主流生物制药公司的品种，且交易总价高达 8 亿美元，创造中国制药公司的历史突破和交易总价的历史记录；和 Incyte 合作代表了国外领先 Biotech 公司对于恒瑞研发能力的认可；

全球化策略正在落地。公司接连与 Tesaro 及 Incyte 开展产品上的合作，意味着公司正在逐步落实全球化策略，同时新成立的海外 BD 团队逐步成熟，开始发挥作用；

或有新的商业模式。未来和主流国际公司的合作产品引进或者外授权，有望成为公司进一步丰富产品线，进入发达国家市场并获取利润的主要方式之一。同时我们不排除恒瑞将会和 Tesaro 及 Incyte 等公司开展进一步的产品引进工作。

国内临床有望受益提速。公司创新药国内临床有望受益于相应产品海外临床的推进。特别对于成熟靶点产品来说，海外临床的良好结果对于申报 I、II、III 期合并临床提升临床效率是巨大的支持。

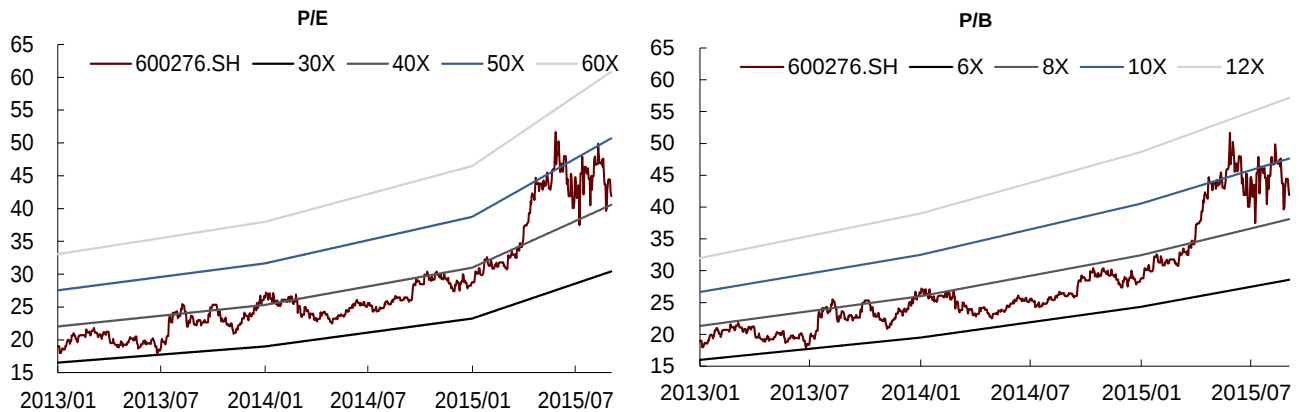
图表 9：综合盈利预测调整

		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
主营业务收入 (人民币 百万)	调整前	5,435	6,203	7,452	9,317	11,470	13,740
	调整后	5,435	6,203	7,452	9,317	11,470	13,740
	(+/-)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
主营业务成本 (人民币 百万)	调整前	870	1,158	1,313	1,518	1,800	2,168
	调整后	870	1,158	1,313	1,518	1,800	2,168
	(+/-)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润 (人民币 百万)	调整前	1,077	1,238	1,516	2,213	3,029	3,808
	调整后	1,077	1,238	1,516	2,323	3,069	3,861
	(+/-)	0.0%	0.0%	0.0%	4.9%	1.3%	1.4%
总股本 (百万股)	调整前	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956
	调整后	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956
	(+/-)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
每股盈利 (人民币)	调整前	0.55	0.63	0.77	1.13	1.55	1.95
	调整后	0.55	0.63	0.77	1.19	1.57	1.97
	(+/-)	0%	0%	0%	5%	1%	1%

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 10：历史 P/E 和 P/B



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 11：可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			企业价值倍数		股息收益率		净资产收益率			P/B			P/S	
		2015/9/2		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2014A	2015E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E
恒瑞医药	600276	41.91	81,997	0.77	1.13	1.55	54x	37x	27x	27x	40x	0.1%	19%	21%	10.3x	7.9x	6.5x	7.6x	11.0x		
华东医药	000963	70.97	30,805	1.74	2.70	3.35	41x	26x	21x	17x	23x	1.0%	33%	37%	13.6x	9.6x	6.9x	1.2x	1.6x		
惠华药业	002262	23.85	11,571	0.46	0.57	0.72	52x	42x	33x	31x	35x	0.2%	21%	19%	11.1x	7.8x	6.3x	3.9x	4.6x		
人福医药	600079	15.88	20,422	0.35	0.47	0.53	45x	34x	30x	14x	19x	0.3%	10%	9%	4.3x	3.2x	2.9x	1.9x	2.9x		
科伦药业	002422	16.18	23,299	0.70	0.77	0.96	23x	21x	17x	13x	15x	0.5%	9%	9%	2.2x	1.9x	1.8x	2.6x	2.9x		
海思科	002653	21.85	23,604	0.42	0.56	0.68	52x	39x	32x	34x	43x	1.1%	21%	24%	11.2x	9.4x	7.6x	15.3x	19.5x		
信立泰	002294	26.11	27,311	1.00	1.23	1.50	26x	21x	17x	18x	21x	1.4%	28%	28%	7.2x	6.0x	4.7x	8.0x	9.5x		
化学制剂——中值			7,762				58x	37x	30x	29x	36x	0.5%	9%	13%	5.26	5.99	4.73	7.1x	7.6x		
现代中药——中值			8,636				44x	33x	26x	24x	25x	0.5%	10%	12%	4.90	3.92	3.46	5.1x	5.6x		
生物制药——中值			12,283				71x	35x	29x	27x	41x	0.6%	11%	14%	6.86	5.77	4.76	9.5x	13.1x		
化学原料药——中值			6,172				65x	47x	31x	28x	33x	0.2%	5%	11%	3.72	3.63	3.25	4.4x	5.0x		
品牌中药——中值			11,350				38x	31x	25x	22x	24x	0.9%	14%	16%	4.91	4.06	3.49	5.4x	6.2x		
医疗服务——中值			12,029				84x	61x	45x	33x	51x	0.3%	16%	17%	12.54	10.52	8.63	7x	11x		
器械和诊断——中值			6,491				73x	45x	37x	41x	48x	0.3%	10%	13%	6.48	6.13	5.11	9x	11x		
综合性制药企业——中值			12,566				44x	23x	19x	18x	20x	0.7%	6%	13%	2.97	2.81	2.44	2.5x	2.5x		
医药商业——中值			11,055				43x	28x	23x	21x	20x	0.3%	9%	13%	4.94	4.55	3.46	0.9x	0.9x		
全行业——中值			9,601				53x	35x	28x	26x	29x	0.4%	10%	13%	5.30	4.59	3.93	5x	6x		

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：浅灰色背景表示的是中金覆盖公司（采用中金预测），白色背景为未覆盖公司（采用万得一致预期）



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

