



www.leadleo.com

2021年 恒瑞医药企业研究报告

2021 Hengrui Medicine Research Enterprise Report

2021年恒瑞医药企业研究报告

概览标签：恒瑞医药、复星医药、华润三九

报告主要作者：郝世超

2021/04

摘要

恒瑞医药，医药工业砥砺前行 的白马股

中国医药工业从初期劳动密集型已逐步过渡到技术密集型的崭新阶段：医药企业在仿制药、创新药等研产方面发展迅速，抬升整体产业空间。同时，医药企业的研发投入的持续增加，高质量仿制药、创新药物在药品市场中的占比提高，反哺医药企业获利，形成相互促进生态闭环，推动医药产业持续升级。

恒瑞医药通过药物专利购买起家，随后开启仿创与创新之路，复星医药通过持续收购，在版图扩张中规模壮大，二者虽然增长路径大相径庭，但最终都将落脚于医药创新。现阶段，恒瑞医药形成了以卡瑞利珠单抗为核心，对多疾病领域广泛布局并开展联合用药的产品管线布局，商业化产品是营收增长的重要支持，在研管线有前瞻性。

1.仿制、仿创、创新，恒瑞医药历久弥新

- 2000年，恒瑞医药在上海证券交易所上市，是中国最大的抗肿瘤药和手术用药的研究和生产基地。纵观恒瑞医药的发展历程，恒瑞医药经历了从仿制，到仿创，再到创新的三个阶段，发展历程逐步演变为恒瑞医药发展愿景。恒瑞医药始终秉持自身价值观，以建设中国人的跨国制药集团为总体目标。

2.以卡瑞利珠单抗为核心的肿瘤业务布局支撑稳健业绩

- 恒瑞医药形成了以卡瑞利珠单抗为核心，对多疾病领域广泛布局并开展联合用药的产品管线布局。阿帕替尼、吡咯替尼、卡瑞利珠单抗、硫培非格司亭、法米替尼、氟唑帕利等是恒瑞医药的重要产品，为企业营收增长提供支持，商业化产品劲头十足。

3.预计未来恒瑞医药肿瘤领域营收增速提升，成为明星业务

- 诊断类用药为明星业务，但未来受集采影响或有下滑：恒瑞医药诊断用药市场份额和增速超过30%，属于明星业务，但由于集采影响，未来诊断类用药业务可能下滑。
- 肿瘤领域营收规模最大且增速高，新品放量及医保纳入支撑其向明星业务过渡：肿瘤领域的营业收入增长快，创新产品上市放量成效显现。

目录

CONTENTS

◆ 名词解释	-----	09
◆ 中国医药工业发展背景	-----	10
• 发展状况	-----	11
• 政策	-----	12
• 投资风险	-----	13
◆ 恒瑞医药及复星医药企业基本情况对比	-----	14
• 股东背景	-----	15
• 持股情况	-----	17
◆ 恒瑞医药与复星医药增长路径对比	-----	19
• 概述	-----	20
• 恒瑞医药	-----	21
• 复星医药	-----	22
• 研发费用	-----	23
• 商誉	-----	24
◆ 恒瑞医药与复星医药业务线对比	-----	25
• 恒瑞医药	-----	26
• 复星医药	-----	27
• 营业收入	-----	28
• 营收结构	-----	29
• 销售费用	-----	30
◆ 恒瑞医药业务模式分析	-----	31
• 产品分析	-----	32
• 商业模式	-----	33
• SWOT分析	-----	34
• 利润水平	-----	35
• 利润质量	-----	36
◆ 方法论	-----	39
◆ 法律声明	-----	40



目录 CONTENTS

◆ Terms	-----	09
◆ Development Background	-----	10
• Process Status	-----	11
• Policy	-----	12
• Investment Risk	-----	13
◆ Basic Situation Comparison	-----	14
• Shareholder Background	-----	15
• Shareholding	-----	17
◆ Growth Path Comparison	-----	19
• Overview	-----	20
• Hengrui Medicine	-----	21
• Fuxing Medicine	-----	22
• R&D Expenses	-----	23
• Goodwill	-----	24
◆ Business Line Comparison	-----	25
• Hengrui Medicine	-----	26
• Fuxing Medicine	-----	27
• Operating Income	-----	28
• Revenue Structure	-----	29
• Sales Expense	-----	30
◆ Business Model Analysis	-----	31
• Product Analysis	-----	32
• Business Model	-----	33
• Swot	-----	34
• Profit Level	-----	35
• Profit Quality	-----	36
◆ Methodology	-----	39
◆ Legal Statement	-----	40

图表目录

List of Figures and Tables

图表1:	医药工业营收及增速, 2017-2020Q3	-----	11
图表2:	医药工业利润及增速, 2017-2020Q3	-----	11
图表3:	中国医药工业相关政策, 2017-2021	-----	12
图表4:	中国医药工业投资风险	-----	13
图表5:	恒瑞医药股东背景	-----	15
图表6:	复星医药股东背景	-----	16
图表7:	恒瑞医药TOP10股东持股比列	-----	17
图表8:	恒瑞医药股东持股变动情况	-----	17
图表9:	复星医药股本分布	-----	18
图表10:	复星医药股东持股变动情况	-----	18
图表11:	恒瑞医药与复星医药增长路径对比	-----	20
图表12:	恒瑞医药发展模式	-----	21
图表13:	复星医药发展轨迹	-----	22
图表14:	医药企业研发费用, 2018-2020Q3	-----	23
图表15:	医药企业研发费用同比, 2018-2020Q3	-----	23
图表16:	医药企业商誉对比, 2020Q3	-----	24
图表17:	恒瑞医药研发管线布局	-----	26
图表18:	复星医药研发管线布局	-----	27
图表19:	医药企业营业收入对比, 2018-2020Q3	-----	28
图表20:	医药企业营业收入同比, 2017-2020Q3	-----	28

图表目录

List of Figures and Tables

图表21:	恒瑞医药营收结构, 2019	-----	29
图表22:	复星医药营收结构, 2020	-----	29
图表23:	医药企业销售费用, 2018-2020Q3	-----	30
图表24:	医药企业销售费用同比, 2018-2020Q3	-----	30
图表25:	恒瑞医药产品分析 (BCG Matrix)	-----	32
图表26:	恒瑞医药商业模式版图	-----	33
图表27:	恒瑞医药SWOT分析	-----	34
图表28:	医药企业归属净利润对比, 2018-2020Q3	-----	35
图表29:	医药企业归属净利润同比, 2018-2020Q3	-----	35
图表30:	医药企业净利率对比, 2020Q3	-----	36
图表31:	医药企业扣非/归属净利润对比, 2020Q3	-----	36

名词解释

TERMS

- ◆ **CAR-T:** Chimeric Antigen Receptor T-Cell Immunotherapy, 嵌合抗原受体T细胞免疫疗法。
- ◆ **NMPA:** National Medical Products Administration, 国家药品监督管理局。
- ◆ **FDA:** Food and Drug Administration, 美国食品药品监督管理局。
- ◆ **药物临床试验:** 以药品上市注册为目的或者依据药品监督管理的要求, 为确定药物安全性与有效性而在人体开展的药物研究。药物临床试验通常分为I、II、III、IV期。
- ◆ **药品注册:** 药品注册申请人(医药企业)向国家药品监督管理局申请并注册药品的过程。
- ◆ **IND:** Investigational New Drug, 新药研究申请。
- ◆ **NDA:** New Drug Application, 药品申请上市完整路径。
- ◆ **GMP:** Good Manufacturing Practice, 药品生产质量管理规范。
- ◆ **GSP:** Good Supply Practice, 药品经营质量管理规范。

01

中国医药工业发展背景

- 中国医药工业从初期劳动密集型已逐步过渡到技术密集型的崭新阶段，现今医药工业整体发展良好，疫情对其的影响逐步降低
- 医药工业政策环境完善，创新药企业受创新鼓励，并且政府关注肿瘤、罕见病等适应症领域，利好相关布局企业发展
- 投资中国医药工业应关注政策风险、研发风险及市场风险，现阶段下政策风险适中，研发风险较大，市场风险较小



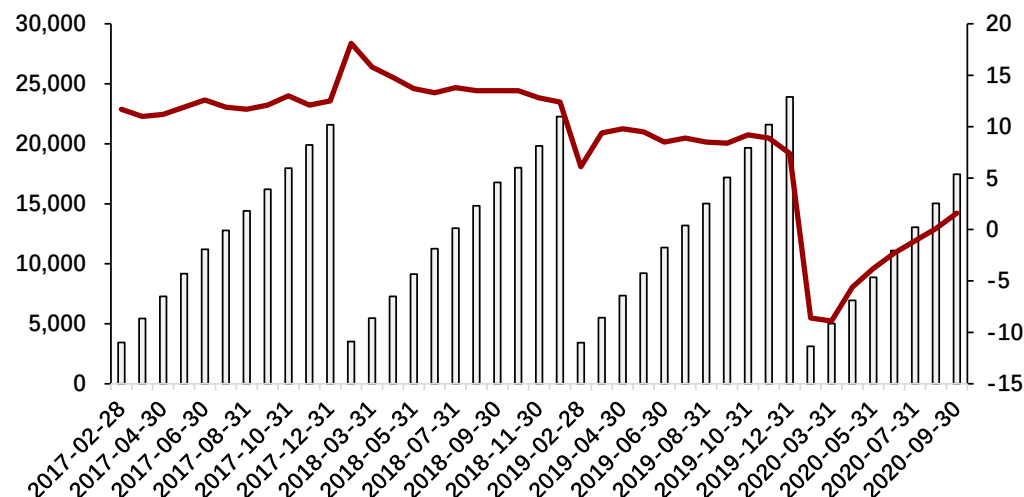
中国医药工业发展背景——发展状况

中国医药工业从初期劳动密集型已逐步过渡到技术密集型的崭新阶段，现今医药工业整体发展良好，疫情对其的影响逐步降低

中国医药工业发展情况，2017-2020年

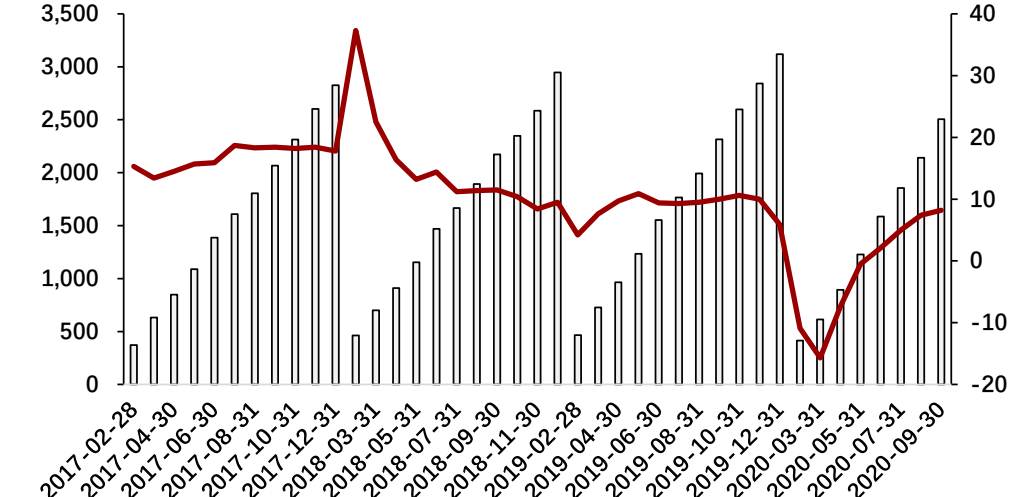
医药工业营收及增速，2017-2020Q3

单位：[亿元；%]



医药工业利润及增速，2017-2020Q3

单位：[亿元；%]



- ❑ **中国医药工业从初期劳动密集型已逐步过渡到技术密集型的崭新阶段：**医药企业在仿制药、创新药等研产方面发展迅速，抬升整体产业空间。同时，医药企业的研发投入的持续增加，高质量仿制药、创新药物在药品市场中的占比提高，反哺医药企业获利，形成相互促进生态闭环，推动医药产业持续升级。
- ❑ **医药工业整体发展良好，疫情对其的影响逐步降低：**2020年1-9月行业累计营业收入达到1.74万亿元，同比增长1.6%；行业累计利润总额2,504.9亿元，同比增长8.2%，已呈现回升态势。

来源：国家统计局，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

中国医药工业发展背景——政策

医药工业政策环境完善，创新药企业受创新鼓励，并且政府重视肿瘤、罕见病等疾病防治，利好相关布局企业发展

中国医药工业相关政策，2017-2021年

政策名称	颁布日期	颁布主体	政策要点
《关于报送第五批国家组织药品集中采购品种范围相关采购数据的通知》	2021-04	医保局	<ul style="list-style-type: none">或涉及60个品种、207个品规，包括肿瘤化疗药物、消化制剂、抗生素、吸入制剂、造影剂、糖尿病药物、眼科相关用药、抗病毒用药等，10亿元的品种约20个，注射剂品类涉及半数影响企业包括中国生物制药旗下正大天晴、正大丰海、北京泰德，以及恒瑞医药、科伦药业、石药集团、信立泰、海思科等
《2020新版国家医保药品目录》	2020-12	医保局	<ul style="list-style-type: none">调整《2020年药品目录》收载西药和中成药共2,800种，其中西药部分1,264种，中成药部分1,315种，协议期内谈判药品221种。另外，还有基金可以支付的中药饮片892种
《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项公告》	2018-12	药监局	<ul style="list-style-type: none">开展仿制药一致性评价，保障仿制药在质量和疗效上与原研药一致，在临床上实现与原研药相互替代，不仅可以节约医疗费用，也有助于提升我国仿制药质量和制药行业的整体发展水平，保证公众用药安全有效
《4+7城市药品集中采购文件》	2018-11	医保局	<ul style="list-style-type: none">对试点城市组织药品集中竞价采购，对创新药给予一定适应期
《“十三五”生物技术创新专项规划》	2018-05	科技部	<ul style="list-style-type: none">重点强调新型疫苗、抗体制备、免疫治疗、基因诊疗和生物信息平台建设
《关于抗癌药品增值税政策的通知》	2018-04	财政部、海关总署、税务总局、药监局	<ul style="list-style-type: none">降低抗癌药品价格，提升抗癌药物的可支付性与可及性，帮助患者临床获益
《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	2017-10	中共中央办公厅、国务院办公厅	<ul style="list-style-type: none">改革临床试验管理，加大临床资源供给。临床机构过实行备案制管理，离床试验研究折纸、临床医生在职务晋升方面一视同仁鼓励创新，加强专利保护。完善和落实药品试验数据保护制度，鼓励优质仿制药发展，加速新药临床推广，加强监管，提升违规成本

来源：中国政府网，头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo

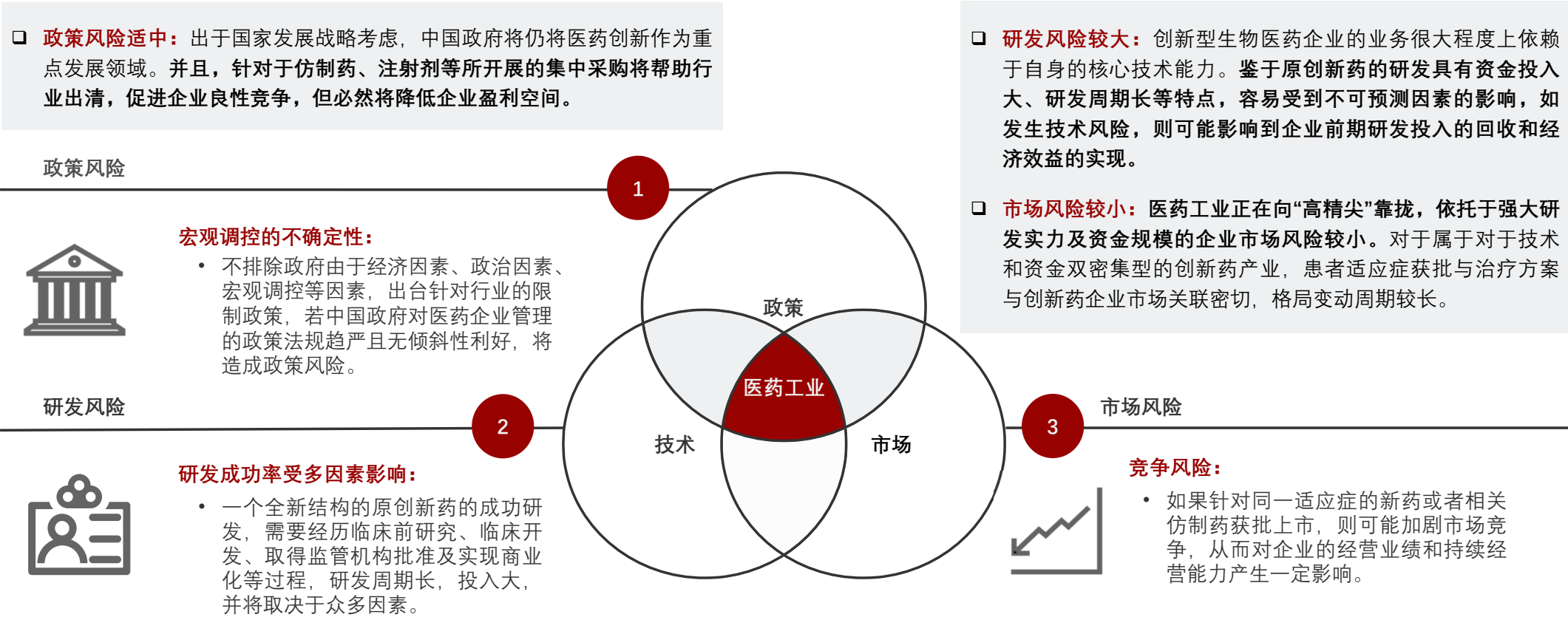
分析师观点

- ❑ 医药工业政策环境日趋完善，第五次集采压缩注射剂厂商盈利空间：第五次集采超10亿元的品种约20个，注射剂品类涉及半数：第五次集采涉及60个品种、207个品规，其中注射剂涉及30个品种，数量明显超过前几次集采注射剂品种之和。
- ❑ 此外，针对于癌症适应症、药物创新等方面持续利好医药工业发展：
- ❑ 药物创新方面，针对于创新药物的红利政策帮助创新药企业技术研发投入增加。
- ❑ 药物适应症方面，医保药品的准入将使肿瘤药物价格下调，降低肿瘤患者的经济负担，推动肿瘤药物走向平民化。

中国医药工业发展背景——投资风险

投资中国医药工业应关注政策风险、研发风险及市场风险，现阶段政策风险适中，研发风险较大，市场风险较小

中国医药工业投资风险



来源：头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo

02

恒瑞医药及复星医药企业基本情况对比

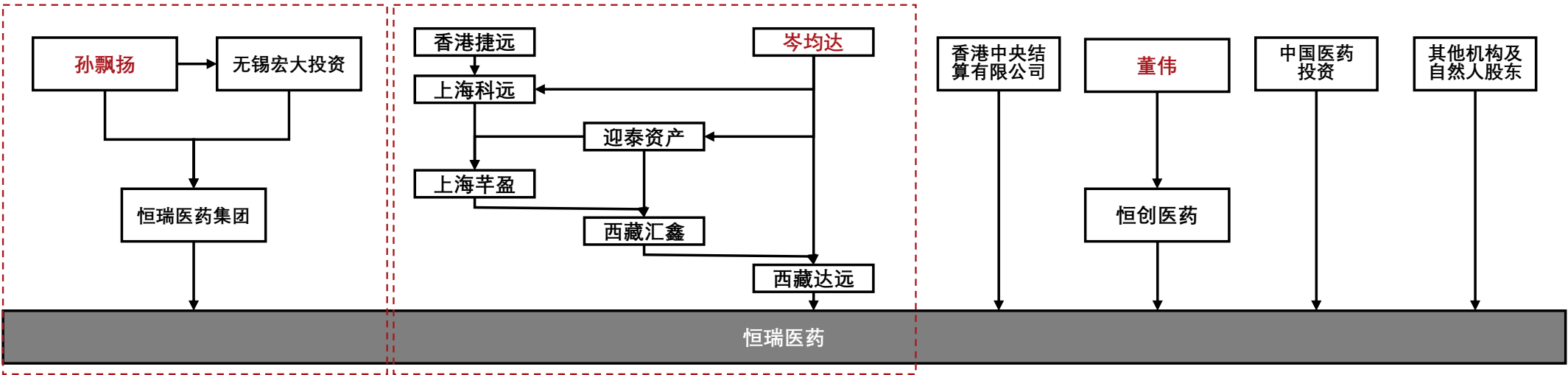
- 恒瑞医药主要股东包括以孙飘扬为代表的创始人团队及西藏达远、香港中央结算有限公司等非国有资本，孙飘扬通过专利购买及仿制药生产为恒瑞医药发展奠定了发展策略
- 复星医药主要股东包括以郭广昌为代表的创始人团队、HKSCC等非国有资本，复星医药创始人团队具技术端及商业端背景



恒瑞医药及复星医药企业基本情况对比——股东背景（恒瑞医药）

恒瑞医药主要股东包括以孙飘扬为代表的创始人团队及西藏达远、香港中央结算有限公司等非国有资本，孙飘扬通过专利购买及仿制药生产为恒瑞医药发展奠定了发展策略

恒瑞医药股东背景



创始人团队

❑ **孙飘扬现为恒瑞医药最大股东及实控人：**孙飘扬现任江苏恒瑞医药股份有限公司董事长，直接持有恒瑞医药集团89.22%的股份，并通过无锡宏大投资有限公司间接持股恒瑞医药。恒瑞医药集团持股恒瑞医药24.15%的股份，为持股第一大股东。**孙飘扬通过专利购买与仿制药生产双驱的策略为后来恒瑞医药的发展开拓了战略思路。**

+

非国有资本

❑ **西藏达远是恒瑞医药第二大股东，西藏达远最终实控人为豪森药业董事长岑均达：**岑均达对西藏达远直接持股16.67%。

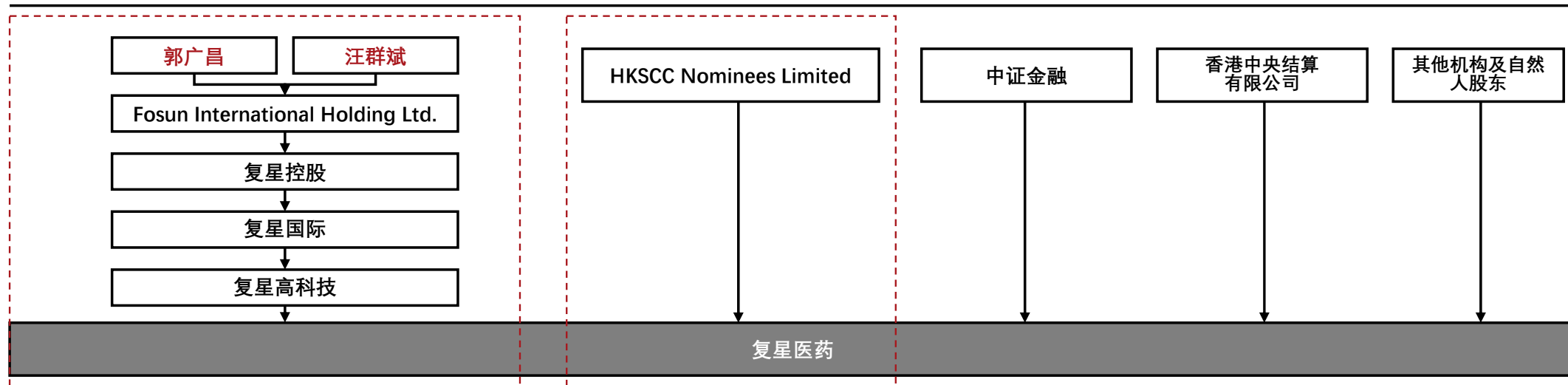
❑ **恒瑞医药持股比例超过10%的股东均为非国有资本：**香港中央结算有限公司为恒瑞医药第三大股东，持股比例11.58%。

来源：天眼查，头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo

恒瑞医药及复星医药企业基本情况对比——股东背景（复星医药）

复星医药主要股东包括以郭广昌为代表的创始人团队、HKSCC等非国有资本，复星医药创始人团队具技术端及商业端背景

复星医药股东背景



创始人团队

- ❑ **郭广昌为复星医药实控人：**郭广昌现为复星国际执行董事及董事长，通过持有Fosun International Holding Ltd.公司85.29%的股份，间接持股上海复星高科技（集团）有限公司及复星医药。上海复星高科技（集团）有限公司持有复星医药36.60%的股份，为第一大持股股东。
- ❑ **复星创始人团队具有医药、房地产开发等兼具技术端与商业端的背景。**

+

非国有资本

- ❑ **复星医药股权结构清晰，HKSCC是复星医药第二大股东：**香港投资者因无法直接在内陆设立投资账户，因此他们通过HKSCC作为代理平台，委托其代理其买入、持有大陆公司的股份。HKSCC持有复星医药21.50%的股份。
- ❑ **前两大股东均为非国有资本。**

来源：天眼查，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

www.leadleo.com

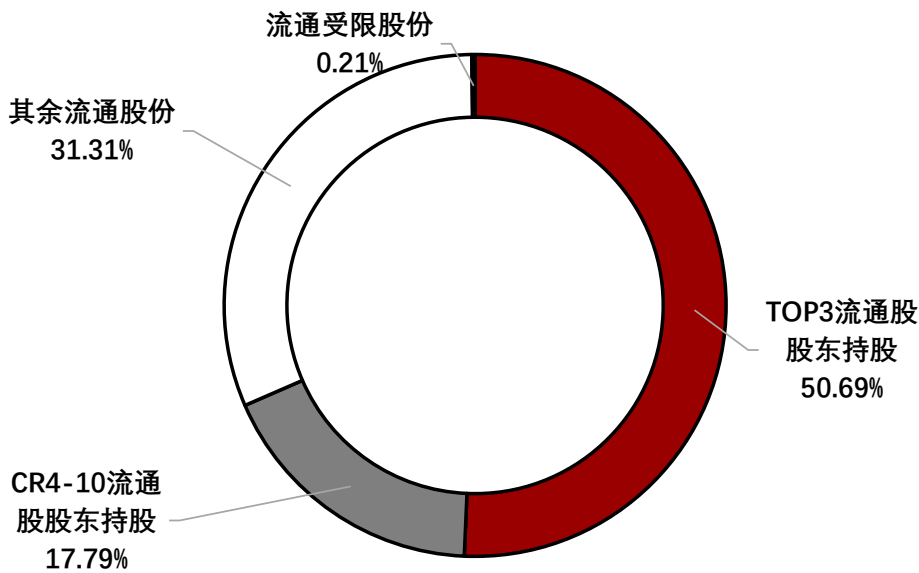
16

恒瑞医药及复星医药企业基本情况对比——持股情况（恒瑞医药）

恒瑞医药股东人数29.2万人，人均持股金额163万，前十大流通股股东持股集中持股68.48%，其中前三大股东持股比例合计50.69%且均未减持，表明对恒瑞医药未来表现看好

恒瑞医药TOP10股东持股比列

单位：[%]



恒瑞医药股东持股变动情况

名次	股东名称	类型	持股比例	增减
1	恒瑞医药集团	其它	24.15%	不变
2	西藏达远	其它	14.96%	不变
3	香港中央结算	其它	11.58%	增持
4	恒创医药	其它	4.87%	不变
5	中国医药投资	投资公司	4.12%	不变
6	连云港市金融控股	其它	2.64%	减持
7	上海有沃科技	投资公司	2.54%	不变
8	中国证券金融	其它	1.50%	不变
9	奥本海默基金	QFII	1.19%	减持
10	中央汇金	其它	0.93%	不变

- ❑ **前十大流通股股东集中：**恒瑞医药股东人数29.2万人，人均持股金额163万。前十大流通股股东持股集中，合计持有3,634,006,122股，占比68.48%，其中前三大股东持股比例合计50.69%。
- ❑ **大股东看好恒瑞医药未来市场表现：**前三大股东均未对恒瑞医药进行减持。同时，前10大股东中，仅连云港市金融控股及奥本海默基金2家机构对恒瑞医药减持，减持比例少，大股东对恒瑞医药未来市场发展依旧看好。

来源：天眼查，头豹研究院编辑整理

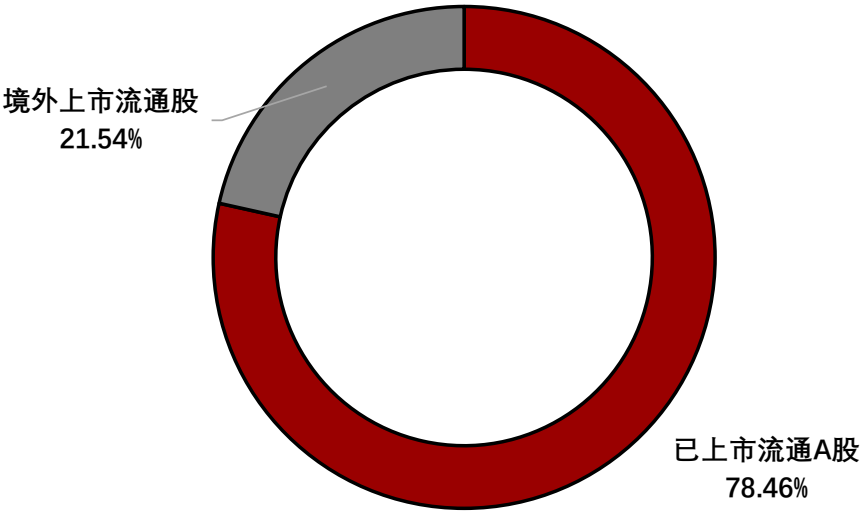
©2021 LeadLeo

恒瑞医药及复星医药企业基本情况对比——持股情况（复星医药）

复星医药为A+H股企业，境内A股股本较境外股占比高，企业更关注内地投资机构及自然人股东，而HKSCC增持表明境外投资者看好复星医药

复星医药股本分布

单位：[%]



复星医药股东持股变动情况

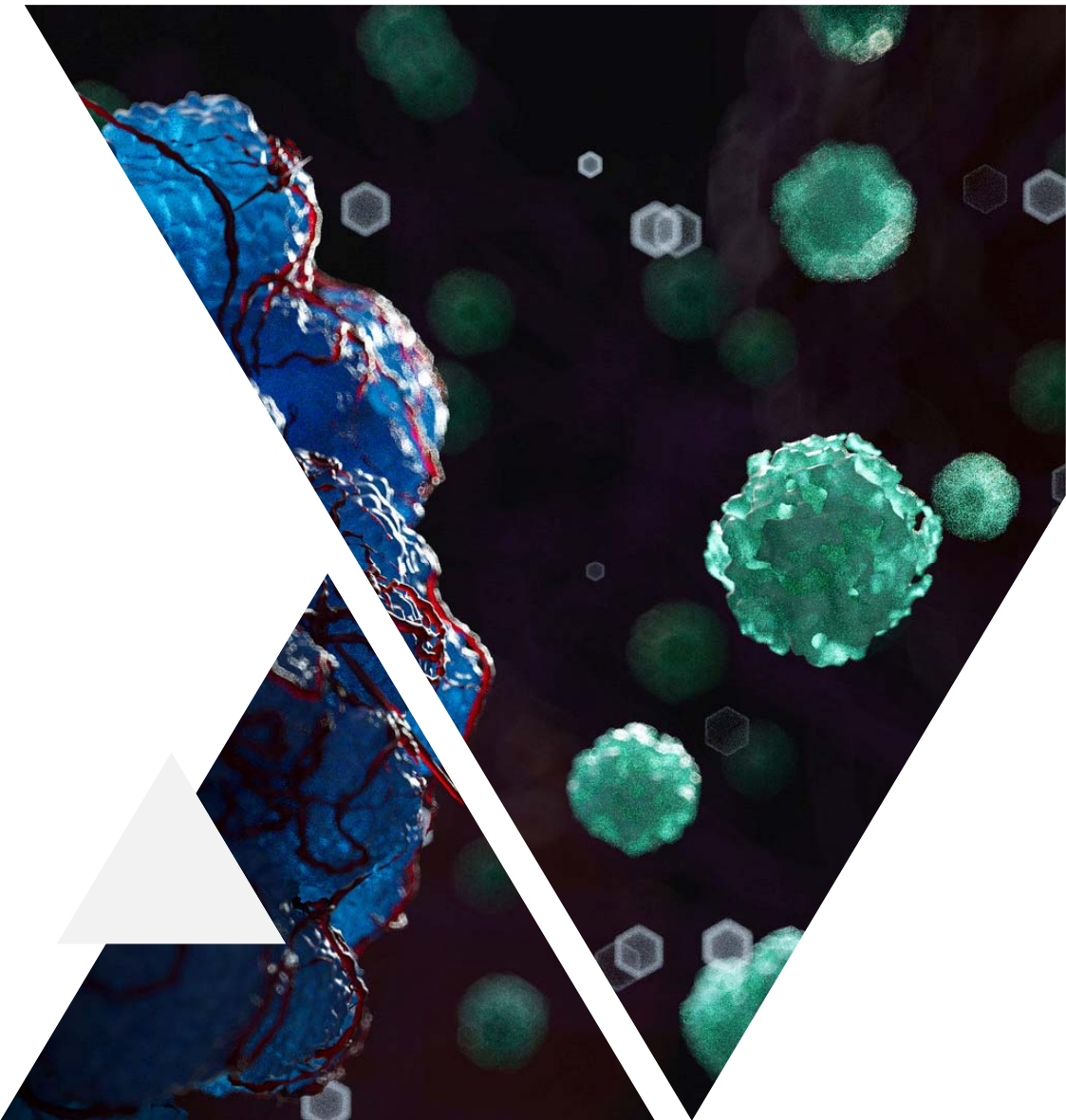
名次	股东名称	股份类型	持股比例	增减
1	复星高科技	流通A股	36.60%	不变
2	HKSCC NOMINEES LIMITED	流通H股	21.50%	增持
3	中证金融	流通A股	1.51%	不变
4	香港中央结算	流通A股	1.28%	减持
5	中国人寿	流通A股	1.04%	不变
6	中央汇金	流通A股	0.94%	不变
7	中国银行	流通A股	0.68%	新进
8	中国工商银行	流通A股	0.35%	增持
9	马来西亚国家银行	流通A股	0.34%	不变
10	白敏莉	流通A股	0.26%	新进

- 复星医药为A+H股企业，境内A股股本较境外股占比高，表明企业更关注内地投资机构及自然人股东：通过股本分布可见复星医药已上市流通A股占比更高，为78.46%，而境外上市流通股为21.54%。
- HKSCC作为第二大股东借助流通H股增持复星医药，表明境外投资者对复星医药发展看好：HKSCC持股数为551,061,098股，增持复星医药1,000股。

03

恒瑞医药与复星医药增长路径对比

- 恒瑞医药通过药物专利购买起家，随后开启仿创与创新之路，复星医药通过持续收购，在版图扩张中规模壮大，二者虽然增长路径大相径庭，但最终都将落脚于医药创新
- 恒瑞医药医药研发投入始终维持高位，凭借强大的销售能力支撑业绩，反哺研发，形成稳健的投入产出模式，并且持续研发投入肯定了这一模式的有效性
- 复星医药与华润三九依赖并购路径提升业绩，但巨额商誉或存隐患，反观恒瑞医药依靠创新驱动，核心技术加持下，提升自身竞争实力



恒瑞医药与复星医药增长路径对比——概述

恒瑞医药通过药物专利购买起家，随后开启仿创与创新之路，复星医药通过持续收购，在版图扩张中规模壮大，二者虽然增长路径大相径庭，但最终都将落脚于医药创新

恒瑞医药与复星医药增长路径对比

增长路径		优点	缺点
侧重外延式增长 复星医药	全产业链布局	<div><div></div><div>快速布局产品线</div><div></div></div> <div><div></div><div>快速获取业务资质</div><div></div></div> <div><div></div><div>快速获取客户资源</div><div></div></div> <div><div></div><div>提升公司盈利状况</div><div></div></div>	<div><div></div><div>业务整合效果不佳，收购业绩不达预期</div><div></div></div> <div><div></div><div>收购支付过高溢价，产生商誉减值风险</div><div></div></div>
	增强板块业务、注重创新		
侧重内生性增长 恒瑞医药	增强创新能力	<div><div></div><div>不存在整合风险，针对性强</div><div></div></div> <div><div></div><div>构建长期研发实力，形成护城河</div><div></div></div> <div><div></div><div>不支付并购溢价</div><div></div></div>	<div><div></div><div>投入高，周期长，需承受长期财务压力</div><div></div></div> <div><div></div><div>布局慢，竞争对手易占据先发优势</div><div></div></div>
	增强资金流转能力		

来源：头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo

恒瑞医药与复星医药增长路径对比——恒瑞医药

恒瑞医药在经历了仿制、仿创及创新的三个成长阶段后，成为了立足创新、聚焦于肿瘤领域的医药业巨头，愿景为成为国际化制药集团

恒瑞医药发展模式



分析师观点

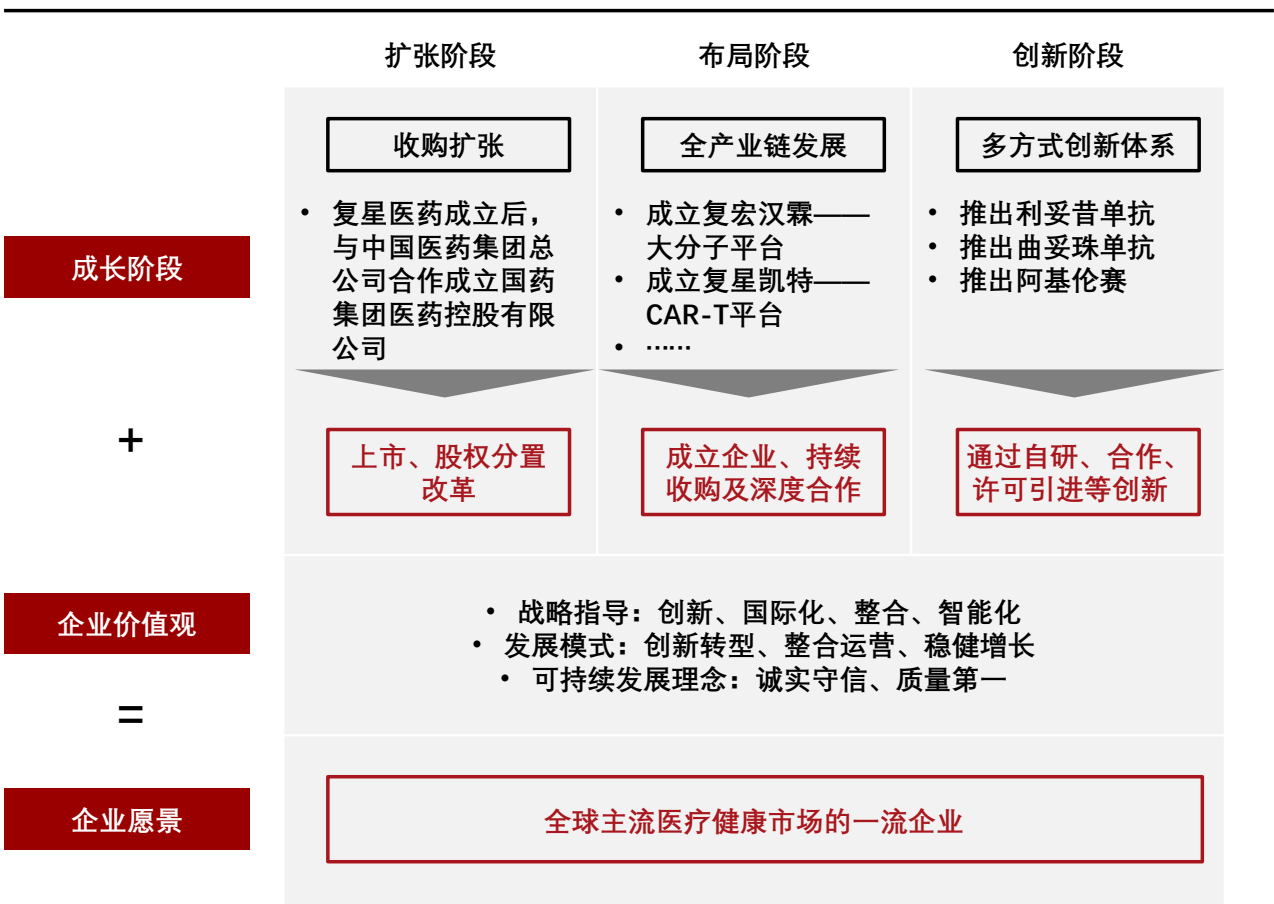
- 恒瑞医药专注创新，并聚焦于肿瘤领域：江苏恒瑞医药股份有限公司[600267.SH]（以下简称“恒瑞医药”）是一家从事医药创新和高品质药品研发、生产及推广的医药健康企业，同时是中国知名的抗肿瘤药、手术用药和造影剂的供应商。
- 恒瑞医药上市成为资本宠儿：2000年，恒瑞医药在上海证券交易所上市，是中国最大的抗肿瘤药和手术用药的研究和生产基地。
- 营收大户，医药业巨头：2019年，恒瑞医药实现营业收入232.9亿元，税收24.3亿元，并入选全球制药企业TOP50榜单，位列第47位。
- 纵观恒瑞医药的发展历程，恒瑞医药经历了从仿制，到仿创，最后到创新的三个阶段，发展历程逐步演变为恒瑞医药发展愿景。恒瑞医药秉持自身价值观，以建设中国人的跨国制药集团为总体目标。

来源：企业官网，头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo

恒瑞医药与复星医药增长路径对比——复星医药

复星医药通过收购扩张布局制药、药械、医疗服务与商业的全产业链，未来旨在通过自研、合作、许可引进等方式搭建医药创新体系

复星医药发展轨迹



分析师观点

- 复星医药是中国知名健康产业集团：上海复星医药（集团）股份有限公司（简称“复星医药”，股票代码：600196.SH, 02196.HK）成立于1994 年，是中国领先、创新驱动的国际化医药健康产业集团。
- 通过参控股国药，实现全产业链覆盖：业务领域战略性布局医药健康产业链，直接运营的业务包括制药、医疗器械与医学诊断、医疗服务，并通过参股国药控股涵盖到医药商业领域。
- 纵观发展轨迹，复星医药旨在通过自主研发、合作开发、许可引进、深度孵化的方式，搭建医药创新体系：复星医药围绕肿瘤及免疫调节、四高（高血压、高血脂、高血糖、高尿酸症）及并发症、中枢神经系统等重点疾病领域搭建和形成小分子创新药、抗体药物、细胞治疗技术平台，并积极探索靶向蛋白降解、RNA、溶瘤病毒、基因治疗等前沿技术领域，提升创新能力。

来源：企业官网，头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo

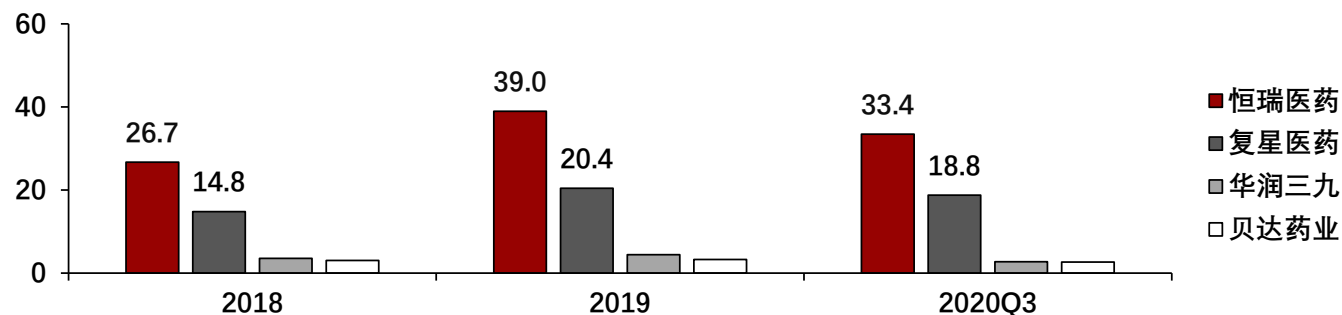
恒瑞医药与复星医药增长路径对比——研发费用

恒瑞医药医药研发投入始终维持高位，凭借强大的销售能力支撑业绩，反哺研发，形成稳健的投入产出模式，并且持续研发投入肯定了这一模式的有效性

医药企业研发费用对比

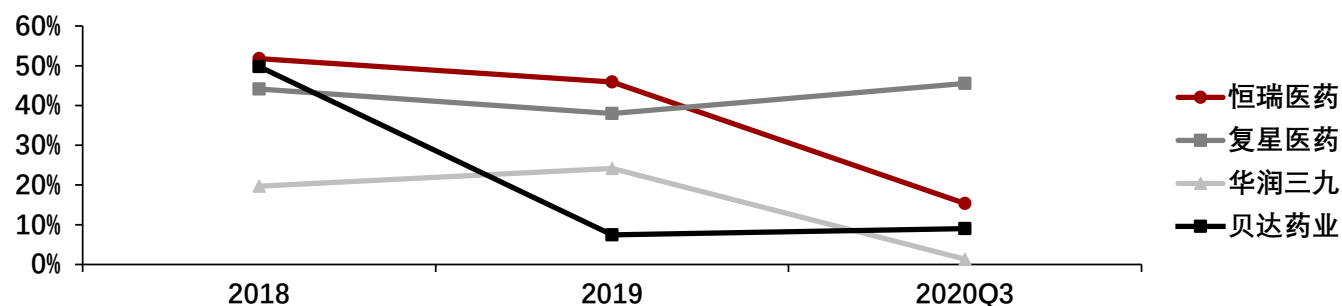
医药企业研发费用，2018-2020Q3

单位：[亿元]



医药企业研发费用同比，2018-2020Q3

单位：[%]



来源：Wind，公司公告，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

分析师观点

- 恒瑞医药医药研发投入始终维持高位，凭借强大的销售能力支撑业绩，反哺研发，形成稳健的投入产出模式。
- 从研发费用绝对值看，2019年恒瑞医药研发费用接近复星医药的2倍，2020Q3，恒瑞医药研发费用是复星医药的1.7倍。恒瑞医药一直关注研发投入，并且业绩稳健肯定了这一投入产出模式的有效性。
- 从研发费用同比增速看，复星医药研发费用同比增速接近50%，说明企业加大且重视研发技术的投入。
- 纵观研发费用绝对值与同比增速可见华润三九非研发驱动型药企：华润三九王牌产品为999感冒灵、999皮炎平、三九胃泰等，多为成熟的非处方药，因此研发投入必要性小，更多聚焦于渠道推广。

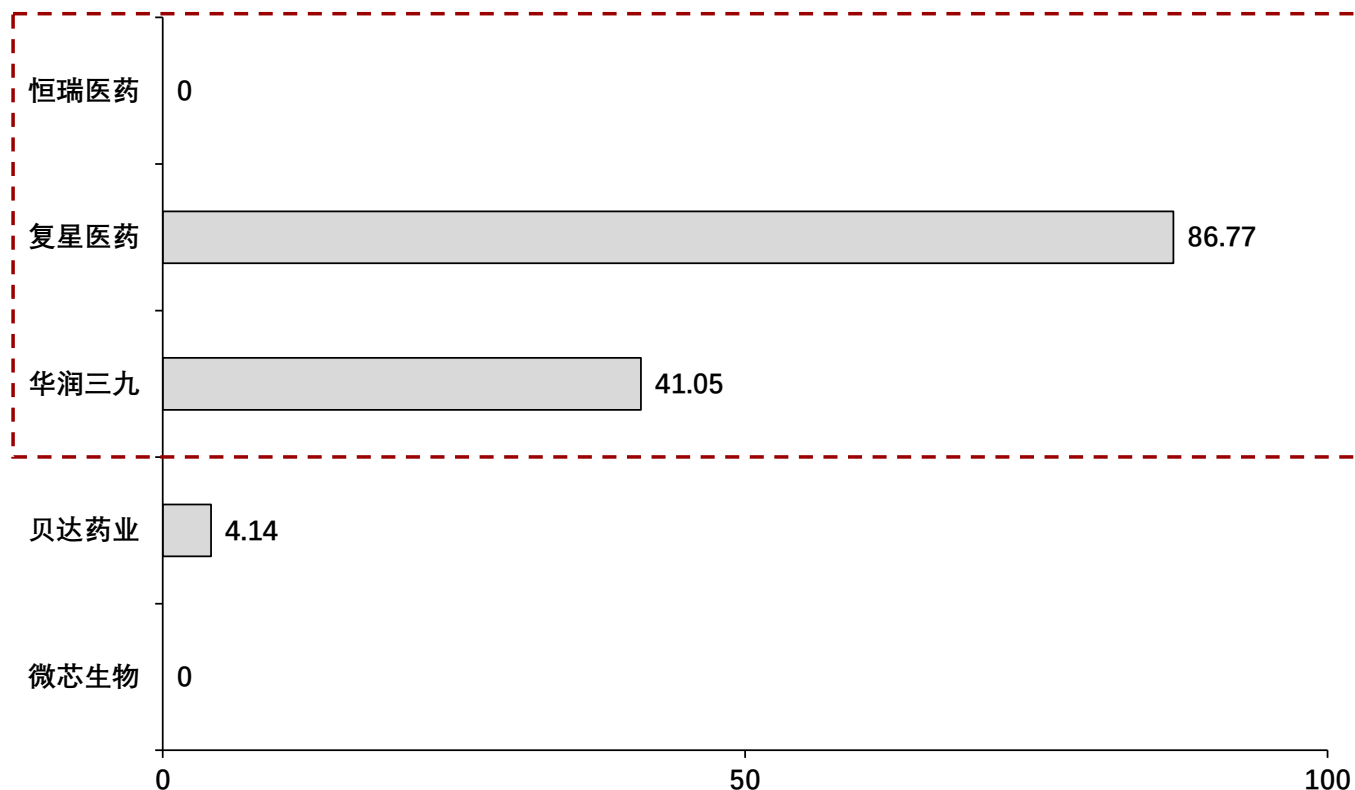
www.leadleo.com

恒瑞医药与复星医药增长路径对比——商誉

复星医药与华润三九依赖并购路径提升业绩，但巨额商誉或存隐患，反观恒瑞医药依靠创新驱动，核心技术加持下，提升自身竞争实力

医药企业商誉对比，2020Q3

单位：[亿元]



来源：Wind，公司公告，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

分析师观点

- ❑ **复星医药巨额商誉存在隐患：**2020年Q3，复星医药商誉为88.95亿元，较2009年的0.51亿增长了170倍以上。**反观恒瑞医药，无商誉。**
- ❑ **不同的战略路径造成了如今的局面，恒瑞医药依靠创新驱动，而复星医药则相对依赖并购：**并购被视为推动复星医药创新的重要模式，截至2020年底，复星医药旗下有五十多家控股或参股公司，但其并购发展模式下的商誉也一路飙升。虽然靠并购可短期增加业绩，但企业仍需要注意商誉风险。
- ❑ **华润三九增长路径与复星医药相仿，亦存在商誉风险：**华润三九对浙江众益的高溢价收购形成了10.23亿元商誉。受限于疫情，浙江众益业绩未达标。截至2020年12月末，华润三九尚有商誉余额41.05亿元，占总资产的18.7%。

04 恒瑞医药与复星医药业务线对比

- 恒瑞医药形成了以卡瑞利珠单抗为核心，对多疾病领域广泛布局并开展联合用药的产品管线布局，商业化产品是营收增长的重要支持，在研管线有前瞻性
- 复星医药通过子公司复创医药、复宏汉霖等在小分子创新药和大分子创新药领域的研发进展良好，此外也因为COVID-19疫情与BioNTech合作开发mRNA疫苗，未来利润弹性高
- 恒瑞医药和复星医药是医药行业体量破百亿大关的规模型企业，恒瑞医药的增速接近复星医药的两倍，是少数既保持大体量营收又维持高速增长的医药企业



恒瑞医药与复星医药业务线对比——恒瑞医药

恒瑞医药形成了以卡瑞利珠单抗为核心，对多疾病领域广泛布局并开展联合用药的产品管线布局，商业化产品是营收增长的重要支持，在研管线有前瞻性

恒瑞医药研发管线布局

肿瘤			代谢	自身免疫	疼痛	抗感染	其它
阿帕替尼 胃癌	吡咯替尼 HER2+乳腺癌	氟唑帕利 胰腺癌	瑞格列汀 T2DM	海曲波帕乙醇酸 ITP/AA	艾瑞昔布 骨关节炎	SHR-10234 HIV	SHR-8008 念珠菌性阴道炎
卡瑞利珠单抗 NSCLC/HL/HCC等	硫培非格司亭 中性粒细胞减少	吡咯替尼 HER2 结直肠癌	恒格列净 T2DM	SHR-4640 痛风	瑞马唑仑 内镜诊疗镇静	HRS9950 HBV	SHR-8028 DED
卡瑞利珠单抗 CRC/OVC/PSC	氟唑帕利 复发性卵巢癌	SHR-1316 SCLC/NSCLC	SHR-20004 T2DM	SHR-0302 RA等	瑞马唑仑 肠镜诊疗镇静	HRE-0410 术后疼痛	SHR-8058 DED
SHR-1701 实体瘤等	阿帕替尼 SCLC等	SHR-1501 实体瘤	SHR-1209 高胆固醇血症	SHR-1314 银屑病	瑞马唑仑 全身麻醉		SHR-7280 子宫内膜异位
吡咯替尼 晚期胆道癌	SHR-1702 实体瘤/血液瘤	SHR-6390 乳腺癌	INS068 T2DM	SHR-1459 淋巴瘤/关节炎			SHR-2285 抗凝血
SHR-1704 肿瘤	法米替尼 结直肠癌/胃癌	SHR-1802 实体瘤	SHR-0532 高血压				DDO-3055 肾性贫血
阿帕替尼 HCC/NSCLC等	吡咯替尼 HER2m NSCLC	SHR-A1811 实体瘤等					SHR-1222 骨质疏松
SHR-2554 淋巴瘤/实体瘤	SHR-2150 肿瘤	SHR-7390 实体瘤					SHR-1703 支气管哮喘
SHR-1459 淋巴瘤	SHR-1806 肿瘤	SHR-A1402 实体瘤					
SHR-1459 NMO	SHR-3680 前列腺癌	卡瑞利珠单抗 NPC等					

已上市

申报上市

III期临床

I/II期临床

分析师观点

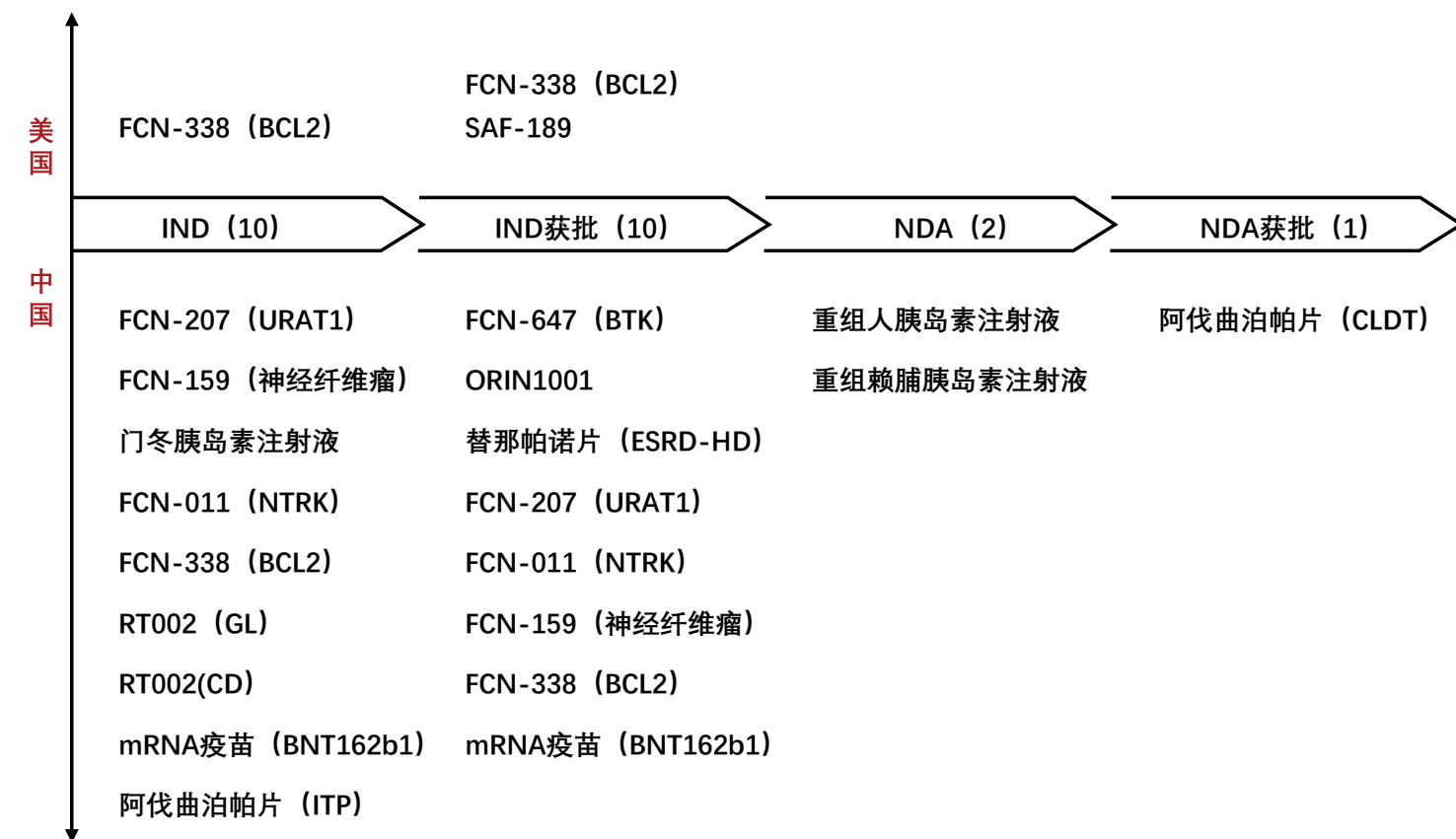
- 恒瑞医药形成了以卡瑞利珠单抗为核心，对多疾病领域广泛布局并开展联合用药的产品管线布局。
- 商业化产品劲头十足：阿帕替尼、吡咯替尼、卡瑞利珠单抗、硫培非格司亭、法米替尼、氟唑帕利等是恒瑞医药的重要产品，为企业营收增长提供支持。
- 在研管线代表行业前沿：恒瑞医药的管线药物在CDK4/6、AR、SERD、IL-17A、URAT-1等靶点上有前瞻性。以阿帕替尼为代表的的肿瘤药物在HCC、NSCLC等疾病领域的研发已步入III期临床，有望实现领军性突破。

来源：头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo

恒瑞医药与复星医药业务线对比——复星医药

复星医药通过子公司复创医药、复宏汉霖等在小分子创新药和大分子创新药领域的研发进展良好，此外也因为COVID-19疫情与BioNTech合作开发mRNA疫苗，未来利润弹性高

复星医药研发管线布局



来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

分析师观点

- ❑ **复星医药小分子创新药研发进展良好：**复星医药通过子公司复创医药、复星弘创、复星医药产业、万邦医药等开展小分子创新药研发。复星医药在境内累计10个小分子创新药获批临床试验，涉及11个适应症。在境外累计5个小分子创新药获批临床试验，涉及5个适应症。
- ❑ **大分子创新药研发管线丰富，多个重磅产品获得重要研发进展：**复宏汉霖及复星凯特是复星医药专注于大分子药物研发的子公司。复宏汉霖现已有三款单克隆抗体上市，生物类似物、生物创新药及联合疗法稳步推进中。复星凯特的首款CAR-T产品在审评中，另有多款产品在临床前开发验证阶段。
- ❑ **2020年3月，复星医药与BioNtech签订合作协议，在中国独家合作开发、商业化新冠病毒mRNA疫苗，未来贡献较大的利润弹性：**BNT162b1是一款新冠候选mRNA疫苗，从临床试验结果来看，mRNA疫苗技术安全性高及有效性较好。一旦在中国内地获批，BioNtech将于2021年向中国内地供应至少1亿剂该疫苗，将有望为复星医药贡献较高的利润弹性。

www.leadleo.com

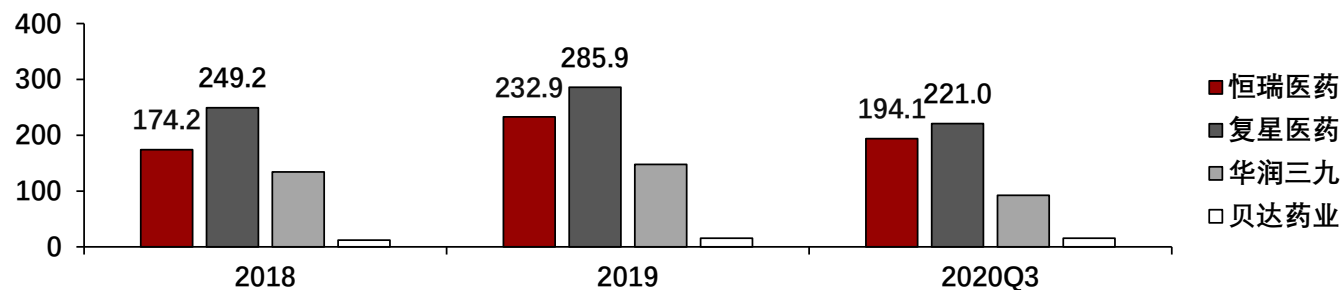
恒瑞医药与复星医药业务线对比——营业收入

恒瑞医药和复星医药是医药行业体量破百亿大关的规模型企业，恒瑞医药的增速接近复星医药的两倍，是少数既保持大体量营收又维持高速增长的医药企业

医药企业营业收入对比

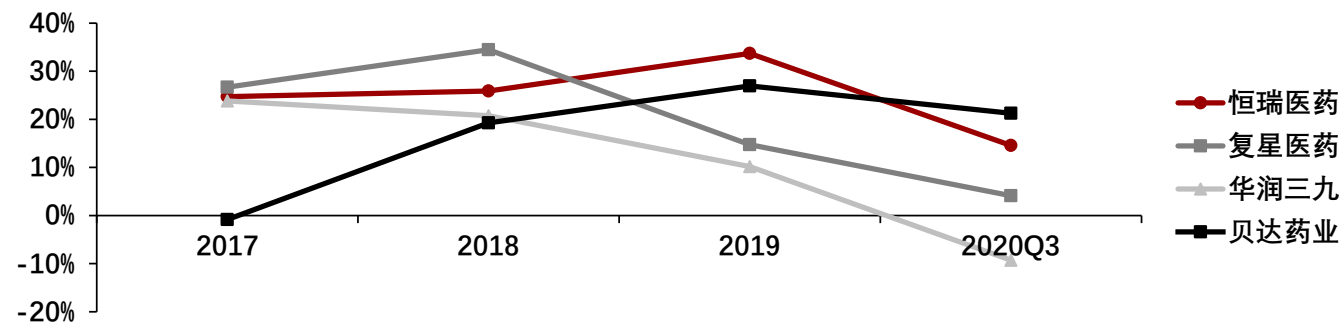
医药企业营业收入，2018-2020Q3

单位：[亿元]



医药企业营业收入同比，2018-2020Q3

单位：[%]



来源：Wind，公司公告，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

分析师观点

- ❑ 从收入体量看，恒瑞医药和复星医药是医药行业体量破百亿大关的规模型企业。
- ❑ 从同比营收增速看，恒瑞医药的增速接近复星医药的2倍，业务拓展顺利：恒瑞医药是中国少数既保持大体量营收又维持高速增长的医药企业。高营收体量及增速使恒瑞保持高估值，为企业带来良性资产循环。
- ❑ 华润三九营收主要来源于自我诊疗（CHC）业务和处方药业务，但由于受疫情期间发病率下降、药店终端感冒类产品下架及集采与限抗的政策影响，华润三九营收下滑。

www.leadleo.com

28

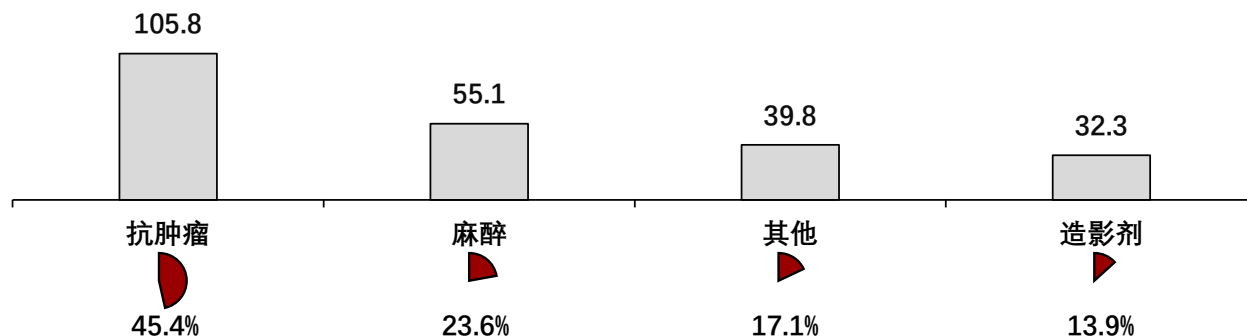
恒瑞医药与复星医药业务线对比——营收结构

恒瑞医药现阶段主营业务收入以肿瘤管线为主导，营收占比45.4%，复星医药抗感染及代谢与消化领域二者合计超过主营结构比例50%，缺乏像恒瑞医药般的大业务线

医药企业营收结构对比

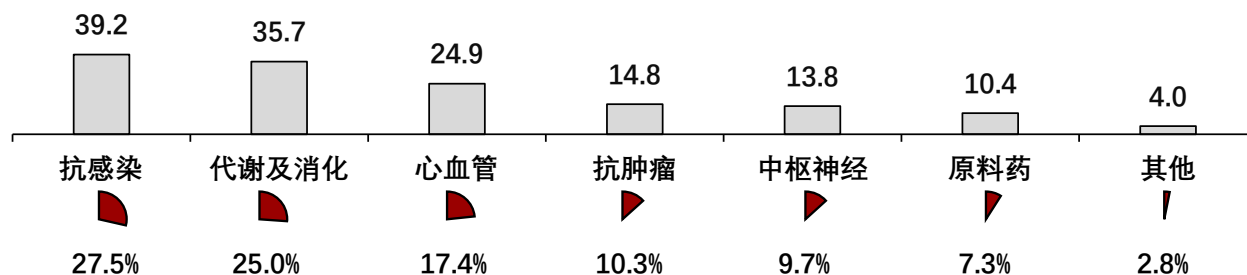
恒瑞医药营收结构，2019

单位：[亿元；%]



复星医药营收结构，2020

单位：[亿元；%]



来源：Wind，公司公告，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

分析师观点

- ❑ 恒瑞医药现阶段主营业务收入以肿瘤管线为主导：抗肿瘤业务是恒瑞医药营收重点，2019年披露数据达到105.8亿元。此外，恒瑞医药布局了如代谢、自身免疫疾病、疼痛等重要领域，未来这些领域中巨大的未满足需求也将成为恒瑞医药的业绩保障。
- ❑ 复星医药由于持续并购，在多领域均有业务涉猎，其中抗感染及代谢与消化领域二者合计超过主营结构比例50%，但是缺乏像恒瑞医药般的大业务线。

www.leadleo.com

29

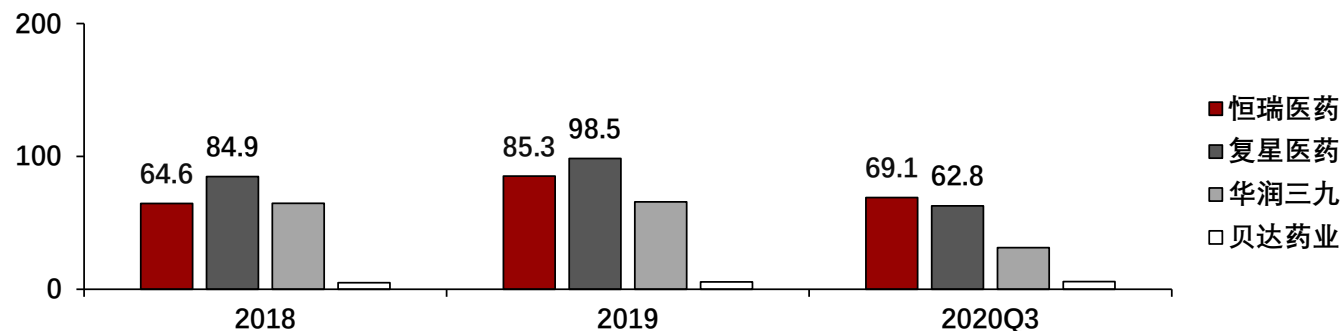
恒瑞医药与复星医药业务线对比——销售费用

恒瑞医药销售费用投入始终保持正向增长，2020Q3反超复星医药，企业销售费用用以搭建销售网络覆盖产品销售，以提供业绩支撑并作为研发高额支出的保障

医药企业销售费用对比

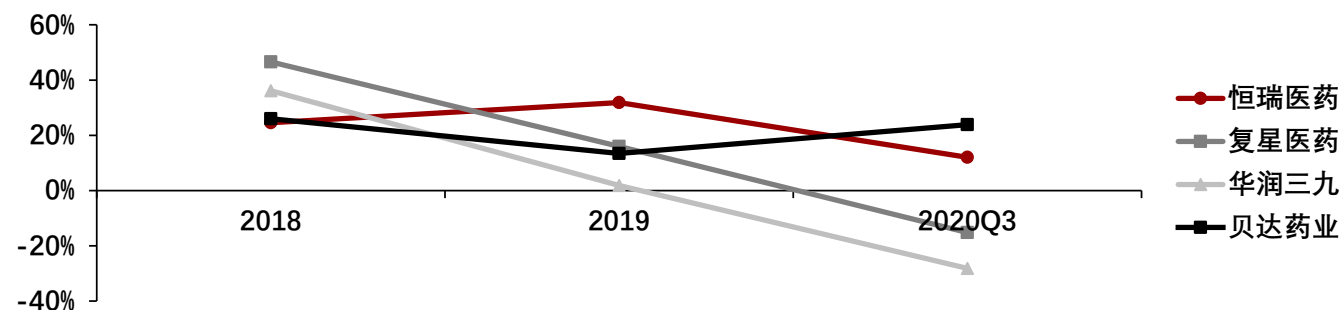
医药企业销售费用，2018-2020Q3

单位：[亿元]



医药企业销售费用同比，2018-2020Q3

单位：[%]



来源：Wind，公司公告，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

分析师观点

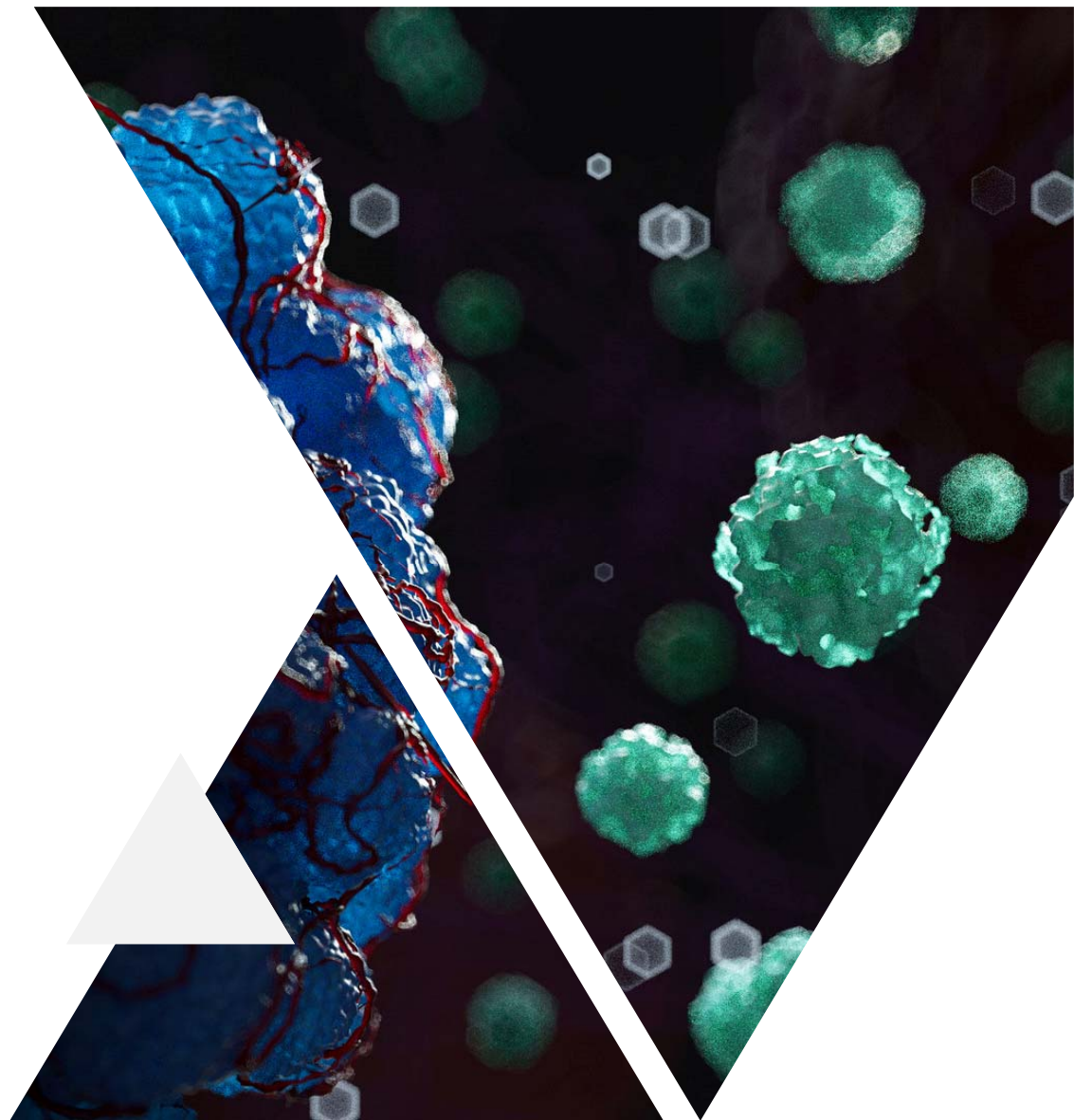
- 从销售费用绝对值看，恒瑞医药销售费用在2020Q3反超复星医药。同时从销售费用同比看，恒瑞医药销售费用投入始终保持正向增长，企业销售费用增加。
- 但这并非释放负面信号，原因在于恒瑞医药管线布局广泛，需要强大的销售网络覆盖产品销售以提供业绩支撑并作为研发高额支出的保障。
- 华润三九为销售驱动型企业，尽管华润三九2020年的销售费用同比有所下降，但占总营收的比例仍较高。而销售费用大幅下挫，企业产品市场推广受阻明显。

www.leadleo.com

30

05 恒瑞医药业务模式分析

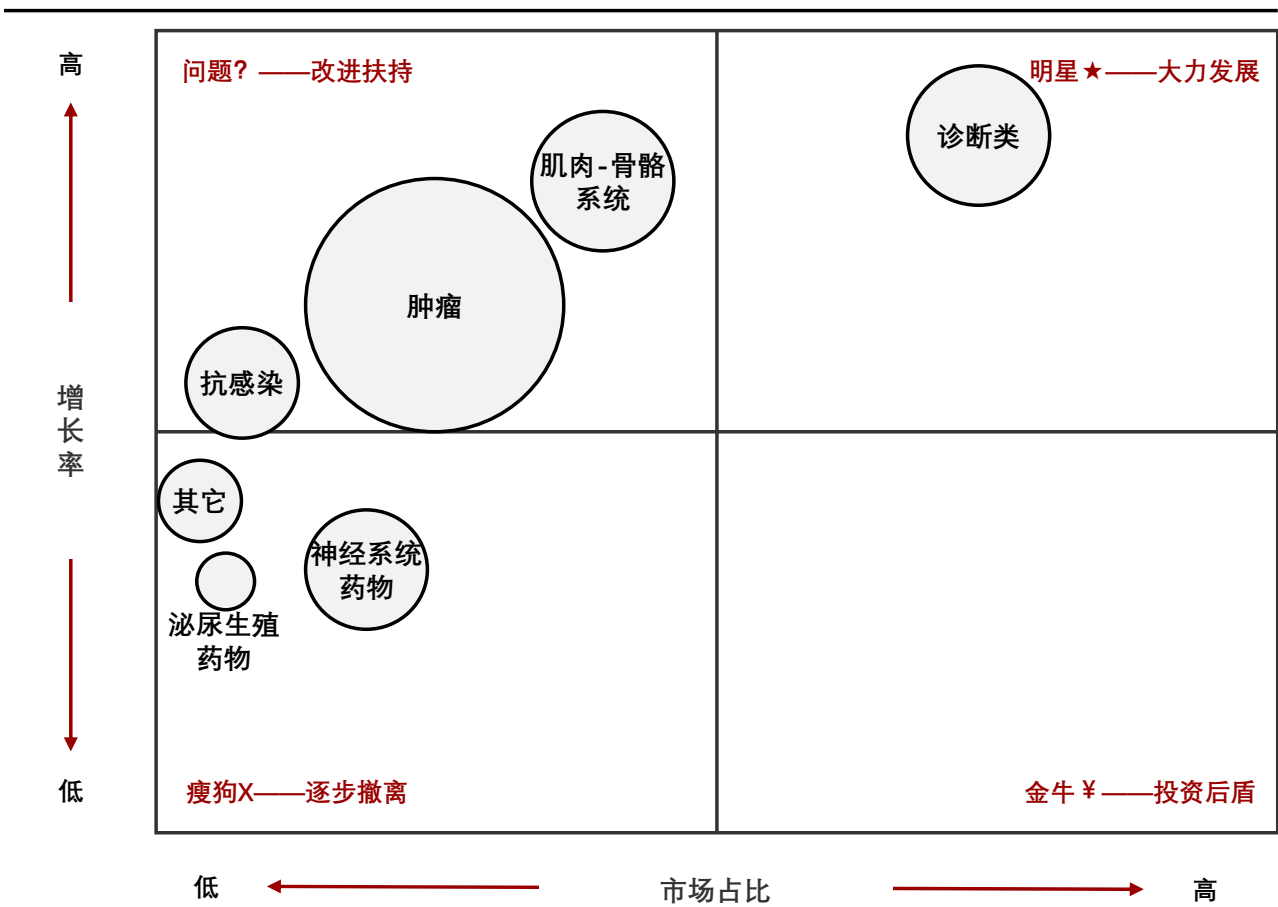
- 诊断类用药为明星业务，但未来受集采影响或有下滑，肿瘤领域营收规模最大且增速高，新品放量及医保纳入支撑其向明星业务过渡
- 恒瑞医药核心竞争力在于“研发支撑销售，销售反哺研发”，并且通过产业链拓展，获得稳定的供应与销售渠道，为“医药创新”发展策略提供保障
- 复星医药利润波动较大，华润三九营收及利润双降，高额的营销投入未换来相匹配的利润增长，而恒瑞医药在高体量下增速依然稳健



恒瑞医药业务模式分析——产品分析

诊断类用药为明星业务，但未来受集采影响或有下滑，肿瘤领域营收规模最大且增速高，新品放量及医保纳入支撑其向明星业务过渡

恒瑞医药产品分析 (BCG Matrix)



分析师观点

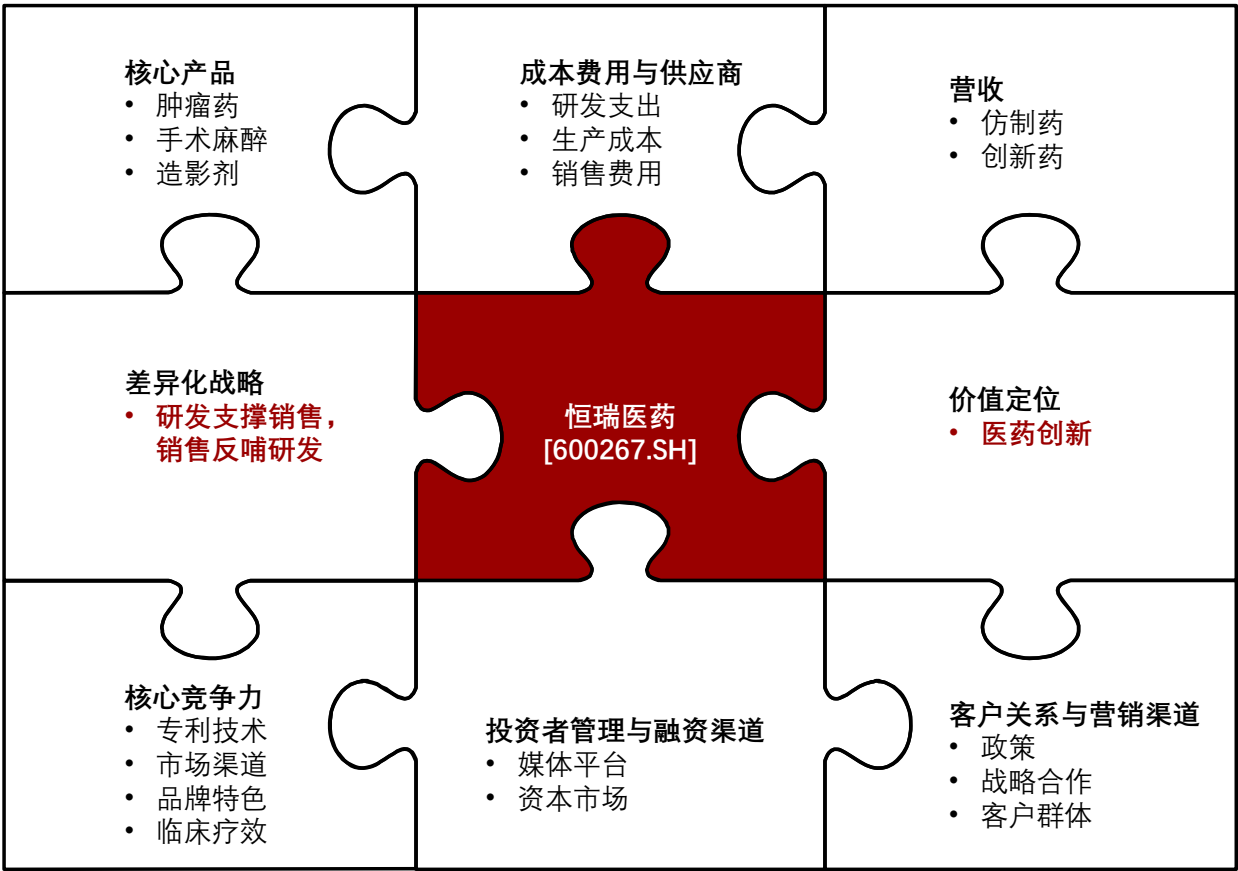
- ❑ 诊断类用药为明星业务，但未来受集采影响或有下滑：恒瑞医药诊断用药市场份额和增速超过30%，属于明星业务，但由于集采影响，未来诊断类用药业务可能下滑。
- ❑ 肿瘤领域营收规模最大且增速高，新品放量及医保纳入支撑其向明星业务过渡：肿瘤领域的营业收入增长快，创新产品上市放量成效显著。
- ❑ 预计2021年，随着卡瑞利珠单抗进入医保后的放量，肿瘤领域收入将快速增长，有望提升市场占有率而成为明星业务。
- ❑ 神经系统药物（含麻醉药物）增速相对较慢，但市场份额相对较低，市场相对比较分散。

来源：IQVIA，头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo

恒瑞医药业务模式分析——商业模式

恒瑞医药核心竞争力在于“研发支撑销售，销售反哺研发”，并且通过产业链拓展，获得稳定的供应与销售渠道，为“医药创新”发展策略提供保障

恒瑞医药商业模式版图



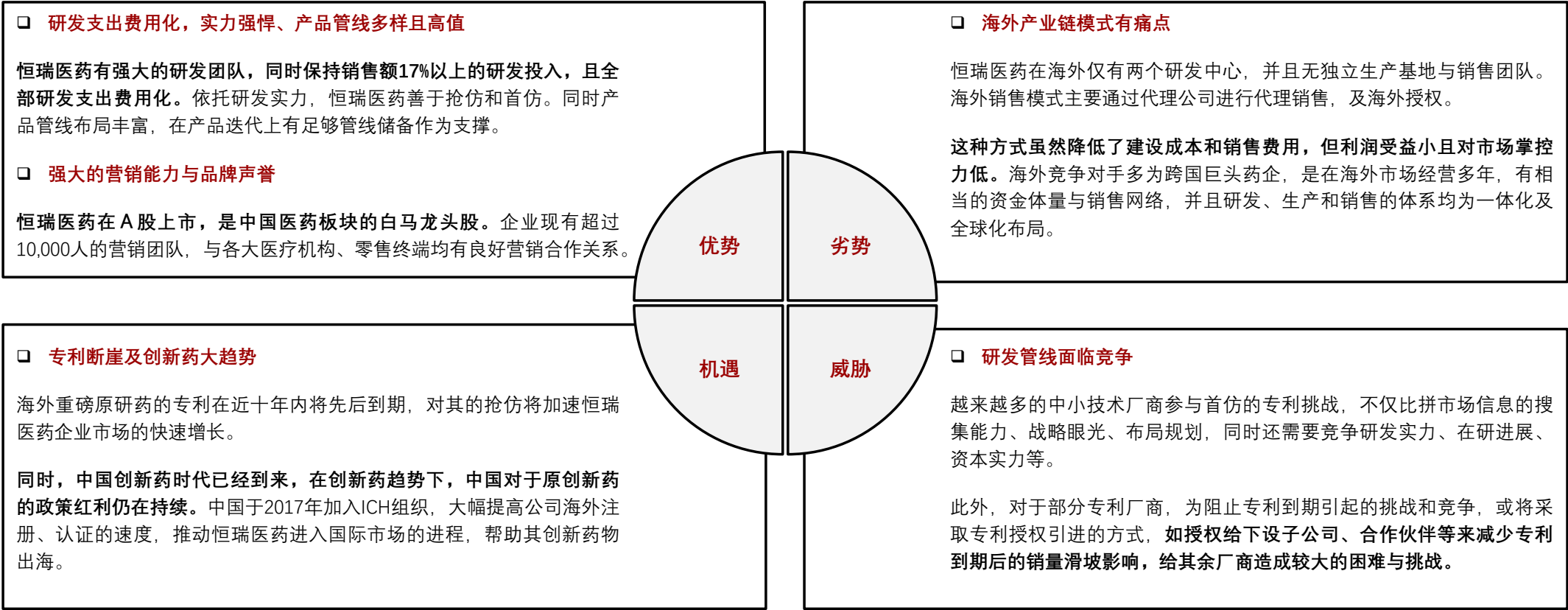
分析师观点

- ❑ **纵观恒瑞医药商业模式版图，其核心竞争力在于“研发支撑销售，销售反哺研发”：**恒瑞医药不仅拥有超过3,400多人的研发团队和一系列的产学研基地，还拥有全球超过14,000人的专业化营销团队，在抗肿瘤药、手术麻醉用药等产品具有强大的品牌优势。
- ❑ **同时，产业链拓展，获得稳定的供应与销售渠道，为发展策略提供保障：**恒瑞医药主要从事价值链上附加值最高的生产、研发和市场推广工作，通过低成本的规模化生产，与其他药企进行协同研发，实施“仿制+创新”的研发战略，在市场上不断推出仿制药和特色创新药，其分销渠道则由两个子公司（江苏科信和江苏新晨）负责，依靠强大的营销团队与政府、县级以上基层医疗机构等进行渠道合作与营销推广，由此获得收入来源。

恒瑞医药业务模式分析——SWOT分析

在创新背景下，虽然面临管线竞争等威胁，但凭借自身强大的研产销能力，恒瑞医药在未来有极具潜力的机遇

恒瑞医药SWOT分析



来源：头豹研究院编辑整理

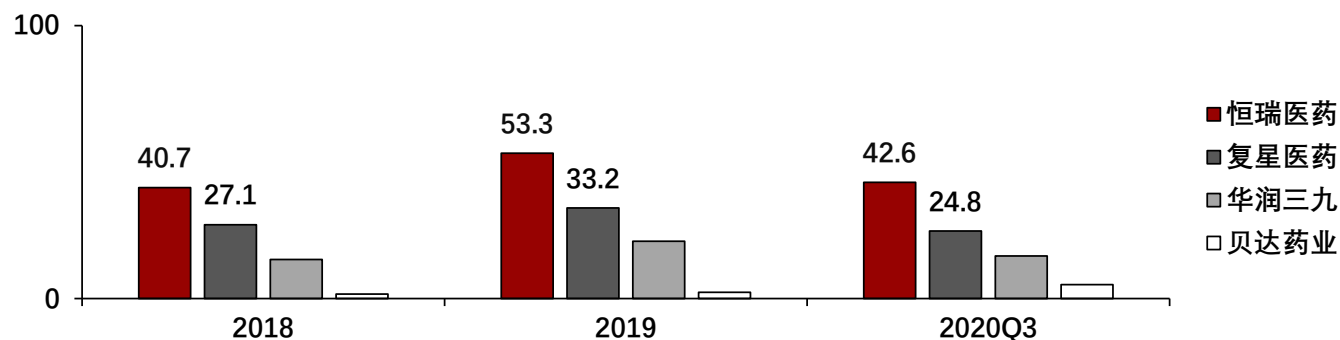
恒瑞医药业务模式分析——利润水平

复星医药利润波动较大，华润三九营收及利润双降，高额的营销投入未换来相匹配的利润增长，而恒瑞医药在高体量下增速依然稳健

医药企业归属净利润对比

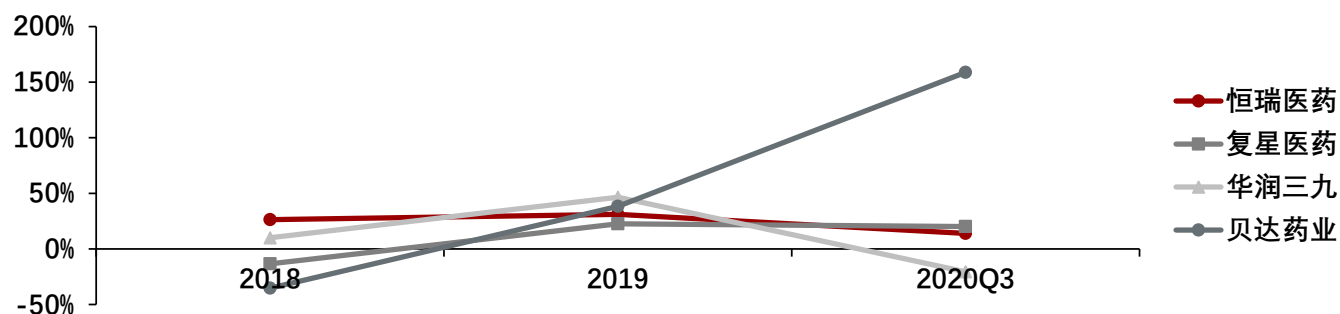
医药企业归属净利润对比，2018-2020Q3

单位：[亿元]



医药企业归属净利润同比，2018-2020Q3

单位：[%]



来源：Wind，公司公告，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

分析师观点

- 利润增速方面，复星医药营收连续实现高增长，但增长速度正逐渐放缓，且净利润一直波动较大。
- 反观恒瑞医药在利润高体量下增速依然稳健，持续保持20%左右的增速。
- 华润三九营收及利润双降，高额的营销投入未换来相匹配的利润增长：华润三九2020Q3实现归母净利润15.97亿元，同比减少23.89%，营收和利润双降。同时，2018-2020年归母净利润增速分别为10.02%、46.56%和-23.89%。

www.leadleo.com

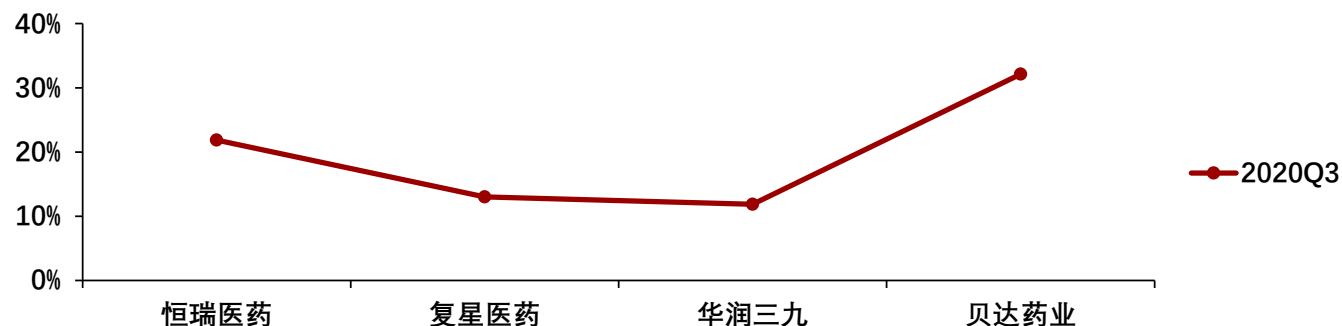
恒瑞医药业务模式分析——利润质量

复星医药较恒瑞医药销售毛利率、净利率均处于行业偏低水平，贝达药业高利润增速依赖股权出售，而恒瑞医药稳健增速的利润来自主营业务

医药企业利润质量对比

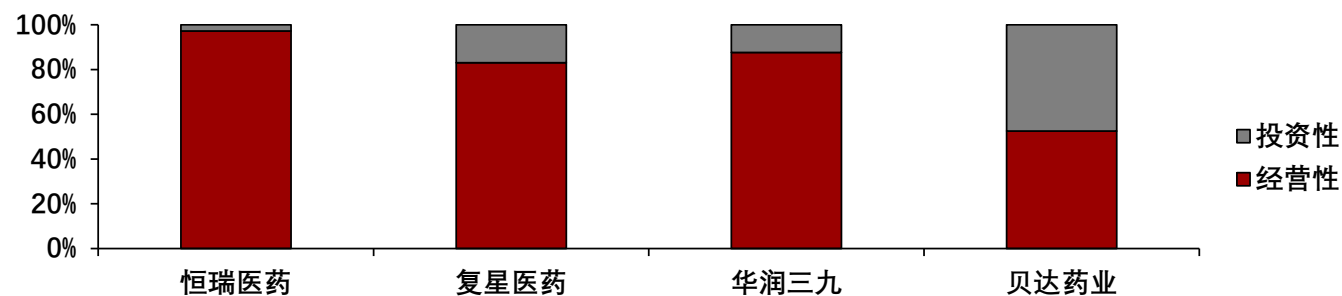
医药企业净利率对比，2020Q3

单位：[%]



医药企业扣非/归属净利润对比，2020Q3

单位：[%]



来源：Wind，公司公告，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

分析师观点

- **净利率方面，复星医药较恒瑞医药销售毛利率、净利率均处于行业偏低水平：**2020年前三季度，复星医药销售毛利率55.87%，而恒瑞医药的毛利率则稳定在87%左右；复星医药的净利率为12.44%，而恒瑞医药为21.86%。
- **利润质量方面，恒瑞医药利润来自主营业务，而贝达药业依赖股权出售：**报告期内扣非净利润与归属净利润之比高达97.2%，说明恒瑞医药主营业务贡献了97.2%的利润来源。而贝达药业的主营业务对利润贡献的比例则仅过50%。
- **2020Q3贝达药业出售浙江贝达医药科技有限公司股权取得投资收益，同比增长10,914.9%，同比利润依赖股权出售。**

法律声明

- ◆ 本报告著作权归头豹所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复刻、发表或引用。若征得头豹同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“头豹研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改。
- ◆ 本报告分析师具有专业研究能力，保证报告数据均来自合法合规渠道，观点产出及数据分析基于分析师对行业的客观理解，本报告不受任何第三方授意或影响。
- ◆ 本报告所涉及的观点或信息仅供参考，不构成任何投资建议。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在法律许可的情况下，头豹可能会为报告中提及的企业提供或争取提供投融资或咨询等相关服务。本报告所指的公司或投资标的的价值、价格及投资收入可升可跌。
- ◆ 本报告的部分信息来源于公开资料，头豹对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本文所载的资料、意见及推测仅反映头豹于发布本报告当日的判断，过往报告中的描述不应作为日后的表现依据。在不同时期，头豹可发出与本文所载资料、意见及推测不一致的报告和文章。头豹不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，头豹对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，读者应当自行关注相应的更新或修改。任何机构或个人应对其利用本报告的数据、分析、研究、部分或者全部内容所进行的一切活动负责并承担该等活动所导致的任何损失或伤害。