

恒瑞医药： 2018 迎拐点？

尽管前路坎坷，但仿制药出身的恒瑞医药依然选择了研发与创新之路，在产品结构拐点和利润增速拐点即将同时来临之际，3000 亿市值是起步还是拐点？

文 | 孙斌



“中国医药看江苏，江苏医药看连云港”。在这块 70 多平方公里的土地上，连云港开发区汇集了近 30 家医药生产企业，恒瑞医药则是其中最负盛名的一家。

6 月 5 日，恒瑞医药股价大涨 8%，股价再创历史新高，盘中市值首次突破 3000 亿元，并成为 A 股首只市值超 3000 亿元的医药股。

在投资者欢呼恒瑞医药股价连创纪录的同时，市场中也是质疑声不断：恒瑞医药的 90 倍市盈率的高估值能否维持下去？

在 A 股医药股中，恒瑞医药是率先执行“创新”与“国际化”战略的国内药企，正处于从传统仿制药企向创新型大药企转变的关键时期。未来 5 年，大品种的集中获批和快速放量，或许是公司创新药快速崛起的 5 年，而 2018 年，也被恒瑞医药视为业绩拐点。

48 年蜕变三步走

恒瑞医药的前身是连云港制药厂。1970 年，连云港制药厂成立，主营原料药业务，1997 年实行股份制改造，并在 2000 年 10 月份在上交所正式挂牌交易。2017 年 11 月，公司市值首次突破 2000 亿元大关。其上市和在研产品涵盖抗肿瘤、造影剂、麻醉药、自身免疫疾病、代谢类疾病、心血管疾病等领域。恒瑞医药最大股东为江苏恒瑞医药集团有限公司，持有公司 24.31% 股权，董事长孙飘扬通过持有恒瑞医药集团 89.22% 的股权间接成为公司实际控制人，实际控股比例为 21.69%。

今年 3 月，在北京参加全国两会的孙飘扬表示，作为一家从事主流药物研究近 30 年的企业，恒瑞医药以前主要生产仿制药，现在已经走向创新阶段。

恒瑞医药的发展分为三个阶段：即仿制药、

仿创结合、创新为主。

2000 年以前，公司前身连云港制药在成立初期主要从事原料药的生产销售，以仿制药制剂与原料药业务为主营，产品主要分布在抗肿瘤、麻醉药、抗感染药三大领域。

2000 年开始，恒瑞医药着手创新药的立项工作，并于 2003 年开始第一个创新药艾瑞昔布临床申请。2001~2015 年，累计申报 26 个创新药的临床，为公司在创新药研发体系的建立积累了丰富的经验；期间艾瑞昔布与阿帕替尼分别于 2011 年、2014 年获批上市，公司创新药研发获得阶段性突破，也使公司成为国内唯一拥有 2 个创新药的国产药企。在此期间，公司开始实施仿制药制剂国际化战略，积极拓展海外仿制药市场。

在经历 2015~2016 年临床数据自查、化学药分类改革的短期影响后，恒瑞医药迎来了创新药集中发力阶段，不仅新申报临床品种数量快速增加，即将获批的品种也在增多。在创新药开发上，已基本形成了每年都有多个创新药申请临床，每 2~3 年都有创新药上市的良性发展态势。

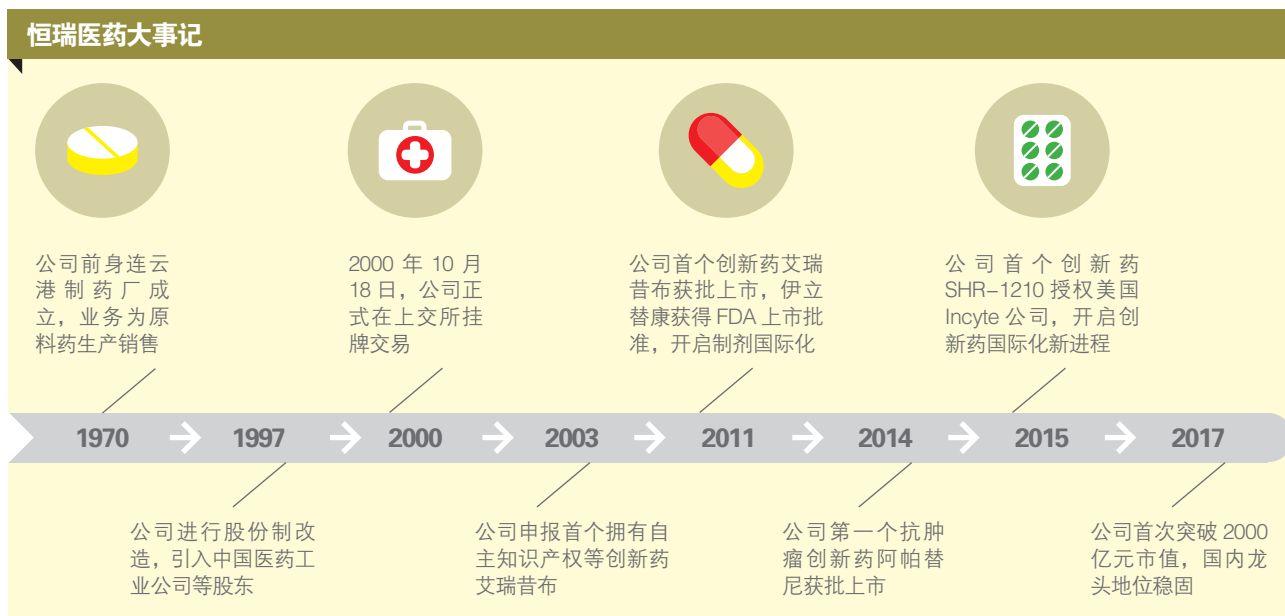
预计到 2025 年，公司有望获批总计 10 个左右的创新药，创新药收入有望达到公司营收的 50%，业绩占比有望达到 70%。届时，恒瑞医药个别创新药有望在海外取得实质性的突破，初步具备国际竞争力，实现仿制药与创新药的初期国际化战略。

重金投入求原创

上市至今，恒瑞医药经历了 18 年的发展。截至 2017 年年底，恒瑞医药实现营业收入 138.36 亿元，同比增长 24.72%；归属上市公司股东净利润 32.17 亿元，同比增长 24.26%。收入增长主要来自肿瘤药、麻醉药和造影剂，分别占营收比重 41.39%、26.04% 和 13.70%。

仿制药受竞争影响，企业产品无法在“量”与“价”层面获得更多主动权，更多需要靠产品数量优势来维持自身的竞争优势。

恒瑞医药大事记



数据来源：公司公告，西南证券整理

而在2000年以前，恒瑞医药主要从事化学原料药及片剂、针剂、胶囊、粉针等西药制剂的开发、制造和销售，系国内第一批生产抗癌仿制药物的企业。当时的孙飘扬，并未满足。在他看来，制药企业要具备核心竞争力，必须回溯源头，生产原创药。

“美国大型药企每年投入一两百亿美元研发，占销售收入的20%，而中国所有企业加起来的研发投入跟人家一个大公司差不多。我们的技术水平、经验、基础研究和西方大医药企业都有很大差距。”孙飘扬坦言。

正是源于多年来坚持产品研发以临床需求为导向，重视研发与销售队伍的建设，成就了当前公司国内医药行业的龙头地位，而对创新药研发

的持续投入已使公司成为国内首屈一指的创新药企。

当然，早期大量仿制药品种为公司积累了足够的研发经验与研发经费。而我国医药工业在经历了“缺医少药”的年代之后，也逐步实现了从产品“数量导向”走向“质量导向”的重大转变。以恒瑞医药为例，其于2003年开始申报首个1.1类化药品种艾瑞昔布，至今已经申报了38个1类化药与生物药，并获批生产2个1.1类品种。从2013年开始，公司申报1类新药速度明显加快，排除2015年临床数据自查事件与2016年新药的化药分类改革的影响，2013年至今，公司申报1类新药26个。仅2017年全年，公司新申报1类创新药品种达到13个，创造公司申报创新

大事记数量历史之最；其中，化药为9个，生物药4个，实现了化药与生物药研发的全面发展。

研发与创新是医药行业的永恒主题，而公司每年的研发投入也能从侧面反映公司强大的研发实力。2011~2016年，公司研发费用从4.3亿元增长至11.8亿元，5年复合增速为22.4%。公司研发投入占总收入比例持续多年维持在9%~10%，未来有望常年维持在10%以上。与国内A股主流大型医药企业相比，公司研发投入连续多年国内排名第一，不仅绝对数额最多，占总收入的比例也是最高。

着眼国际迎拐点

恒瑞医药的3000亿市值，或许让很多国内医药同行多少有些“羡慕、嫉妒、恨”。

与国内同行相比，恒瑞医药遥遥领先，但与国际跨国药企相比，恒瑞医药还有很大差距。

巨额研发费用是生物医药行业的最大特点之一。2016年全球药品研发投入前15强企业，费用最少的安进公司也有38亿美元的研发投入，排名第一第二的罗氏和强生，研发投入分别是97亿和91亿美元，全部15强企业研发费用占整个营业收入比例平均达到19.8%。

要知道，恒瑞医药2017年全年营收只有138亿人民币，就算全部营收都用做研发，也只不过是全球15强药企最后一位安进公司研发费用的一半。

尽管前路坎坷，但仿制药出身的恒瑞医药依然选择了研发与创新之路。究其原因，主要在于仿制药受竞争影响，产品无法在“量”与“价”层面获得更多主动权，更多是靠产品数量优势来维持自身的竞争优势。

纵观全球医药格局，仿制药企业无论在收入水平还是盈利能力均弱于创新药企业，全球最大

仿制药企业TEVA与山德士，拥有仿制药品种均超过1000个，2016年仿制药营业收入仅为100亿美元，单品种收入与盈利能力远低于创新药品种。

与此同时，医药巨头的巨额研发投入带来的回报也是丰厚的，创新药企的销售收入很大部分是依靠少数的重磅品种。以辉瑞公司的立普妥（Lipitor）作为经典案例，该品种2011年专利到期前累计销售额已超过1000亿美元。

而在2016年全球医药收入前十名药企中，这些公司前三大重磅品种销售额占医药收入的平均比例为42%，罗氏与艾伯维这一占比更是达到50%以上，充分说明高额研发投入带来的回报是丰厚的。

对于恒瑞医药来说，2018年将是产品结构和利润增速拐点年：公司目前有8个药物处于临床III期，3个药物处于II期，10个药物处于I期。19K、吡咯替尼已经处于报产审评审批阶段，2018年上半年获批概率较大；PD-1单抗预计2019年一季度获批。上述三个重磅创新品种的获批将有效充实公司获批创新药数量，巩固公司在国内创新药领域的优势。

恒瑞医药的目标是未来将做到每年都有多个创新药申请临床，每2~3年都有创新药上市的良好发展态势。2018~2019年，公司将有多重重磅产品获批上市，其中包含重磅创新药品种和重磅首仿药品种。结合近两年获批的优秀品种（达托霉素、卡泊芬净），预计公司业绩将从2019年进入新的高速成长周期，创新药贡献将逐步凸显。

在产品结构拐点和利润增速拐点即将同时来临之际，恒瑞医药也正在由国内创新药龙头企业，成长为全球化的创新药公司。这或许就是恒瑞医药3000亿市值的最强根基。□

即使恒瑞医药将2017年全年营收138亿人民币都用于研发，也只不过是全球15强药企最后一位安进公司研发费用的一半。