

一季报业绩稳健符合预期，海内外捷报频传

——恒瑞医药（600276）2017年一季报点评

2017年04月21日

推荐/维持

恒瑞医药

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	Hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件:

恒瑞医药发布 2017 年第一季度报告，2017 年一季度公司实现营业收入 31.69 亿元，同比增长 18.76%；归属于上市公司股东的净利 8.12 亿元，同比增长 18.63%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 8.05 亿元，同比增长 17.43%。实现 EPS 为 0.34 元。

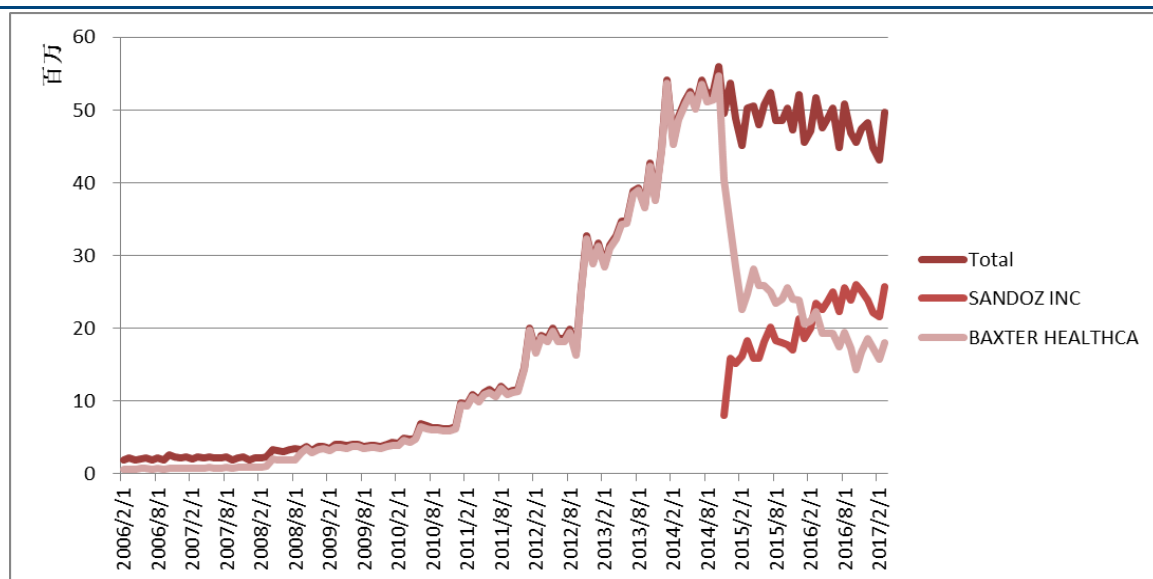
观点:

1、业绩稳健符合预期，七氟烷有望为海外板块贡献弹性

公司一季度营收 31.69 亿元，同比增长 18.76%，归母净利润 8.12 亿，增速 18.63%，符合市场预期。

分国内外来看，我们根据彭博终端推断海外板块收入增速 20%以上（环磷酰胺市场份额达到 51.6%，增速逐渐维持平稳）。国内收入增速 18.5%左右。

图 1: 彭博终端环磷酰胺销售收入情况 (institutional, WAC, 百万美金)



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

值得注意的是, 彭博终端 2 月份最新数据中, 七氟烷的出现了 Sandoz 的销售数据, 虽然量不大, 但我们推测七氟烷这个品种恒瑞也和 Sandoz 合作, 开始销往海外, 未来有望为海外收入增长带来弹性。后续我们将持续跟踪彭博终端销售收入情况。

分产品来看, 我们综合第三方样本医院终端 (PDB) 推断各产品大致增速:

- ◆ **肿瘤线:** 主要增量来源于环磷酰胺海外制剂出口的贡献 (增速 20%以上) 和阿帕替尼国内的放量 (仍处于快速放量期, 增速 100%以上), 伊立替康、替吉奥、来曲唑增速在 15-20%, 多西他赛收保持 0-5% 平稳增长, 奥沙利铂略有下滑。
- ◆ **麻醉线:** 右美托咪定和七氟烷表现突出, 右美增速在 40%以上, 七氟烷增速 20%左右, 阿曲库铵收入仍有超过 10%增速。
- ◆ **造影剂:** 碘佛醇增速 15-20%, 碘克沙醇增速 40-50%。

财务指标方面, 公司综合毛利率 86.8%, 较去年全年 87.07%下降 0.27pp。公司销售费用率为 35.94%, 比去年同期 36.52%下降了 0.68pp; 管理费用率为 19.71%, 比去年同期 18.38%上升 1.33pp, 管理费用略有上升。公司财务费用也有所上升, 主要由于报告期应收银行存款利息减少及汇率变动影响。

展望 2017-2018 公司业绩有望维持 20%左右的快速增长, 主要看点如下:

海外制剂出口方面 2017 有望成为 ANDA+收入双爆发年

其中存量 ANDA 有望高速增长。环磷酰胺市场份额提高, 七氟烷、阿曲库铵、多西他赛开始销售逐渐放量。

增量源于新获批 ANDA, 我们通过 DMF 文号的分析预计 2017-2018 年地氟烷、卡培他滨、磺达肝癸钠、噻替啉、卡泊芬净等品种有望获批。

国内制剂方面看点颇多

肿瘤线: 阿帕替尼已经进入谈判目录的范围, 若进入到医保目录, 考虑到阿帕替尼的属性, 有望迅速以价换量, 维持高速增长; 若最终未进入医保目录, 凭借阿帕替尼产品的独特属性 (胃癌药物的稀缺), 仍有望维持高速增长。多西他赛海外 ANDA 获批反哺国内市场进一步进口替代。

麻醉线: 右美托咪定进入医保维持高速增长。

抗感染线: 卡泊芬净通过优先审评获批生产, 销售规模有望在 1-2 年内达到 2-3 亿。

其他: 首个创新药艾瑞昔布进入新版医保目录, 处于高速增长期 (图 2) 17 年销售规模有望过亿, 未来稳定状态下有望达到 2-3 亿。

优先审评带来国内新增长点: 后续恒瑞在优先审评队列中的首仿药还有盐酸右美托咪定鼻喷剂、磺达肝癸钠注射液、钆布醇注射液、帕立骨化醇注射液、注射用紫杉醇(白蛋白结合型), 其中磺达肝癸钠、帕立骨化醇都已进入新版医保目录, 获批后有望伴随原研的推广迅速放量。

2、海内外捷报频传, 创新逐渐进入收获期

国内方面:

- ◆ **报告期内, 恒瑞的肿瘤药阿帕替尼进入医保谈判目录公示范围。**阿帕替尼目前主要适用于晚期胃癌的小分子 VEGFR 抑制剂, 16 年销售收入在 8 亿元以上。目前阿帕替尼在 5 省中标, 但广泛通过备案采购方式进入医院, 未进入任何省份的医保增补。目前我国每年胃癌患者超过 40 万人(每年死于胃癌 30 万, 因此暂不考虑存量), 按进入医保后患者渗透率 20% 来算, 每个患者用药 3 个周期, 每周期 28 天, 假设降价幅度 50%, 我们预计阿帕替尼销售潜力可达 20-25 亿元。同时, 阿帕替尼对晚期肺癌、晚期肝癌的 III 期临床试验正在进行, 未来销售潜力更大。
- ◆ **PD-1 进入 III 期, 国内首家。**4 月 13 日, 恒瑞医药的 PD-1 单抗 SHR-1210 公布了“SHR-1210 联合化疗一线治疗晚期非小细胞肺癌患者的 III 期临床研究”的试验公示, **意味着该药物成为国内首个进入三期临床的 PD-1 单抗药物, 未来有望抢占先机率先上市, 成为另一创新重磅炸弹。**

海外方面: **SHR8554 注射液通过美国 FDA 批准, 可以在美国开始进行临床试验。**SHR8554 注射液是一种靶向 μ 阿片受体 (MOR) 的小分子药物, 可激活 MOR 受体, 适用于疼痛的治疗。目前国外在研的同类产品为 Trevena 公司开发的 Oliceridine® (TRV130), 该产品目前在美国处于 III 期临床研究阶段。目前我国尚无同类药处于临床研究阶段或者上市。

3、建立创新及国际化基地项目, 国内创新药龙头未来将持续发力

报告期内, 公司公告拟在江苏设立子公司, 公司名称暂定为苏州盛迪医药有限公司, 注册资本 15 亿元人民币。

苏州盛迪医药是公司计划在苏州工业园区建立苏州创新及国际化基地项目的第一期。整体项目包括新药制剂转化基地、全球临床实验中心和临床数据科学中心、创新药和高端制剂生产基地以及恒瑞大学等。

全球临床实验中心作为恒瑞临床实验全球管理总部,负责并协调恒瑞公司所有创新药品的临床研究和开发; 临床数据科学中心将整合全球数据资源, 负责临床数据的采集、管理、分析、研究、挖掘与储存等工作, 最大程度满足恒瑞全球新药研发的需要, 建筑面积约 5 万平方米。

创新药和高端制剂生产基地主要负责恒瑞公司未来 5 年内上市的创新药以及部分出口欧美的高端制剂的生产。

我们认为经过多年的积累, 公司制剂出口正逐步形成丰富且强大的产品集群, 已经开始大步前行, 公司创新药也已经进入到收获期, 继阿帕替尼后未来多个重磅品种有望接力发力。

结论:

我们预计2017-2019年归母净利润分别为31.23亿元、38.39亿元、47.20亿元, 增长分别为20.64%、22.92%、22.95%。EPS分别为1.33、1.64、2.01, 对应PE分别为42x, 34x, 28x。我们认为公司近期海内外捷报频传, 亮点颇多。受益于海外七氟烷、阿曲库铵的发力及国内新批卡泊芬净、新进入医保右美托咪定的放量, 公司收入端有望保持20%左右高增速。另外, 2017有望成为恒瑞ANDA爆发年, 同时多个首仿品种有望受益于优先审评加速上市。我们看好公司长期发展, 维持“推荐”评级。

风险提示:

海外业务增速低于预期, 创新药研发风险

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	9378	11393	14305	18132	22798	营业收入	9316	11094	13202	16062	19357
货币资金	5133	4912	8641	11309	14637	营业成本	1372	1435	1848	2249	2710
应收账款	2092	2325	2532	3080	3712	营业税金及附加	156	203	119	145	174
其他应收款	87	186	222	270	325	营业费用	3525	4352	4806	5830	6969
预付款项	251	455	492	537	591	管理费用	1843	2266	2522	3036	3600
存货	523	637	762	928	1118	财务费用	-148	-166	0	0	0
其他流动资产	0	1594	28	28	28	资产减值损失	7.20	-5.19	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2118	2937	2721	2585	2446	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-2.52	14.75	0.00	0.00	0.00
固定资产	1424	1677	1571	1478	1403	营业利润	2559	3024	3908	4802	5904
无形资产	196	285	256	228	199	营业外收入	27.75	31.72	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	24.65	42.87	0.00	0.00	0.00
资产总计	11497	14330	17026	20716	25244	利润总额	2562	3013	3908	4802	5904
流动负债合计	1053	1365	1143	1261	1396	所得税	338	379	782	960	1181
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	2224	2634	3126	3842	4723
应付账款	492	755	506	616	742	少数股东损益	52	45	3	3	3
预收款项	113	152	154	156	159	归属母公司净利润	2172	2589	3123	3839	4720
一年内到期的非流	10	0	0	0	0	EBITDA	2825	3391	4042	4939	6043
非流动负债合计	86	91	56	56	56	BPS (元)	1.11	1.10	1.33	1.64	2.01
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1139	1456	1200	1317	1453	成长能力					
少数股东权益	426	486	489	492	495	营业收入增长	25.01%	19.08%	19.00%	21.66%	20.52%
实收资本(或股本)	1956	2347	2347	2347	2347	营业利润增长	44.37%	18.19%	29.21%	22.89%	22.94%
资本公积	420	438	438	438	438	归属于母公司净利润	43.28%	19.22%	20.64%	22.92%	22.95%
未分配利润	6655	8401	9900	11743	14009	获利能力					
归属母公司股东权	9931	12388	15336	18907	23296	毛利率(%)	85.28%	87.07%	86.00%	86.00%	86.00%
负债和所有者权益	11497	14330	17026	20716	25244	净利率(%)	23.87%	23.74%	23.68%	23.92%	24.40%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	12.90%	18.89%	18.07%	18.34%	18.53%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	21.87%	20.90%	20.36%	20.30%	20.26%
经营活动现金流	2277	2593	3695	2937	3659	偿债能力					
净利润	2224	2634	3126	3842	4723	资产负债率(%)	10%	10%	7%	6%	6%
折旧摊销	414	533	0	136	139	流动比率	8.90	8.35	12.51	14.38	16.33
财务费用	-148	-166	0	0	0	速动比率	8.41	7.88	11.84	13.65	15.53
应收账款减少	0	0	-207	-548	-632	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2	2	3	总资产周转率	0.91	0.86	0.84	0.85	0.84
投资活动现金流	-470	-2650	243	0	0	应收账款周转率	5	5	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	20.98	17.79	20.93	28.62	28.50
长期股权投资减少	0	0	81	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-3	15	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.11	1.10	1.33	1.64	2.01
筹资活动现金流	-132	-195	-209	-269	-330	每股净现金流(最新)	0.86	-0.11	1.59	1.14	1.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.08	5.28	6.53	8.05	9.92
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	451	391	0	0	0	P/E	50.03	50.53	41.92	34.11	27.74
资本公积增加	-87	18	0	0	0	P/B	10.99	10.57	8.54	6.93	5.62
现金净增加额	1675	-252	3728	2668	3329	EV/EBITDA	36.82	37.16	30.25	24.22	19.25

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球第一名团队组长, 公募榜单第一名, 非公募榜单第二名。2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

胡偌碧

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员, 公募榜单第一名, 非公募榜单第二名。北京大学医学部分子药理学博士, 和君商学院六届学子。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。