恒瑞医药（600276.SH）

IDO 抑制剂获批进入美国临床试验，全球化创新继续推进

公司评级	买入
当前价格	53.71 元
合理价值	70.00 元
前次评级	买入
报告日期	2017-05-05

核心观点：

- **公司公告 SHR9146 收到美国临床批件，肿瘤免疫治疗再进一步**

公司公告称控股孙公司 Hengrui Therapeutics Inc.收到 FDA 通知，允许公司开展 IDO 抑制剂- SHR9146 的临床试验，此前公司已有 PD-1 抗体、PD-L1 抗体、细胞疗法、溶瘤病毒等，本次 IDO 抑制剂的研发，表示公司肿瘤免疫疗法的布局更进一步。目前 IDO 抑制剂主要是 INCYTE 和 NewLink 参与，候选化合物分别处于 III 期和 I 期临床，此外 BMS 986205 和 PF 06840003 也进入 I 期临床，Epacadostat 目前处于领先地位，SHR9146 跟 Epacadostat 结构类似，而其余分子与 Epacadostat 结构相差很大。

- **公司全球化创新进入新的阶段，未来成长空间进一步打开**

2009-2014 年属于公司国际化的试水阶段，每年仅能申报 1-2 个产品进入美国临床，同时主要以学习经验为主，比如 2009 年进入美国临床开发的瑞格列汀，同类药物西格列汀 2006 年已经在美国上市。此后申报美国临床的创新药也多以国内临床得到初步人体试验数据后进行，而美国创新药贵在时间，相差半年时间对上市后销售额预期也会差别很大，本次 IDO 抑制剂在美国率先进入临床开发意味着真正以美国为目标市场。

2017 年 1-5 月份，公司已收获了 4 个美国临床批件，包括 SHR-1316（抗 PD-L1 抗体）、SHR-A1403（C-Met 的 ADC 单抗）、SHR8554 注射液（靶向 μ 阿片受体）和 SHR9146（IDO 抑制剂）。公司正在致力于构建全面创新优势，综合利用全球优势的创新资源：Hengrui Therapeutics 是恒瑞在美国专门负责临床开发的控股孙公司，与美国著名的高瓴资本合资；2015 年 7 月公司从美国 Tesaro 公司引入新型止吐药，2016 年 11 月从日本 Oncolys BioPharma 公司授权新型溶瘤病毒的中国区权益。

- **盈利预测与投资评级**

公司创新和国际化双轮驱动，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.33 元/1.61 元/1.96 元，对应 PE 分别为 41/35/28 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示**

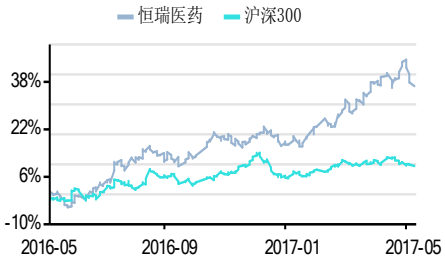
核心产品招标降价；创新药从获得临床试验批准，需要经过 I-III 期临床和注册申报阶段，中间存在一定的不确定性；海外业务拓展低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	9,315.96	11,093.72	13,547.61	16,177.66	19,438.08
增长率(%)	25.01%	19.08%	22.12%	19.41%	20.15%
EBITDA(百万元)	2,642.69	3,093.83	3,807.49	4,595.66	5,540.17
净利润(百万元)	2,171.57	2,588.95	3,116.63	3,785.80	4,598.61
增长率(%)	43.28%	19.22%	20.38%	21.47%	21.47%
EPS（元/股）	0.925	1.103	1.328	1.613	1.959
市盈率（P/E）	53.10	41.26	40.97	34.59	28.47
市净率（P/B）	9.59	8.59	8.21	6.77	5.47
EV/EBITDA	41.69	32.94	32.01	26.80	21.95

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师： 罗佳荣 S0260516090004
021-60750612
luojiarong@gf.com.cn
分析师： 冯 鹏 S0260516090002
010-59136673
fengpeng@gf.com.cn

相关研究：

恒瑞医药（600276.SH）：业绩符合预期，创新和国际化投入不断加大	2017-04-21
恒瑞医药（600276.SH）：业绩符合预期，创新和国际化值得期待	2017-03-13
恒瑞医药（600276.SH）：业绩符合预期，研发管线受益于审评改革	2016-10-31

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	9378	11393	14293	18180	23017
货币资金	5133	4912	5814	7777	9338
应收及预付	3615	4089	4829	5689	6838
存货	523	637	650	714	841
其他流动资产	108	1756	3000	4000	6000
非流动资产	2118	2937	3193	3419	3614
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1424	1677	1641	1565	1449
在建工程	346	797	993	1207	1432
无形资产	196	289	478	566	652
其他长期资产	152	174	81	81	81
资产总计	11586	14374	17530	21643	26675
流动负债	1053	1365	1409	1631	1937
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1043	1365	1409	1631	1937
其他流动负债	10	0	0	0	0
非流动负债	86	91	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	86	91	0	0	0
负债合计	1139	1456	1409	1631	1937
股本	1956	2347	2347	2347	2347
资本公积	420	438	438	438	438
留存收益	7644	9646	12763	16549	21147
归属母公司股东权	10021	12432	15548	19334	23933
少数股东权益	426	486	573	678	806
负债和股东权益	11586	14374	17530	21643	26675

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9316	11094	13548	16178	19438
营业成本	1372	1435	1626	1780	2099
营业税金及附加	156	203	226	270	325
销售费用	3525	4352	5315	6346	7581
管理费用	1843	2266	2872	3527	4276
财务费用	-148	-166	-161	-204	-257
资产减值损失	7	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	15	0	0	0
营业利润	2559	3024	3670	4459	5414
营业外收入	28	32	32	32	32
营业外支出	25	43	37	39	38
利润总额	2562	3013	3665	4452	5408
所得税	338	379	462	561	681
净利润	2224	2634	3203	3891	4726
少数股东损益	52	45	86	105	128
归属母公司净利润	2172	2589	3117	3786	4599
EBITDA	2643	3094	3807	4596	5540
EPS（元）	0.93	1.10	1.33	1.61	1.96

现金流量表 单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2277	2593	1645	2537	2145
净利润	2224	2634	3203	3891	4726
折旧摊销	222	255	299	341	383
营运资金变动	-169	-259	-1954	-1702	-2971
其它	0	-38	97	7	6
投资活动现金流	-470	-2650	-652	-574	-584
资本支出	-394	-1110	-652	-575	-584
投资变动	-76	-1539	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-123	-164	-91	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	-10	-91	0	0
股权融资	19	14	0	0	0
其他	-142	-168	0	0	0
现金净增加额	1684	-221	902	1963	1561
期初现金余额	3449	5133	4912	5814	7777
期末现金余额	5133	4912	5814	7777	9338

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	25.0	19.1	22.1	19.4	20.2
营业利润增长	44.4	18.2	21.3	21.5	21.4
归属母公司净利润增长	43.3	19.2	20.4	21.5	21.5
获利能力（%）					
毛利率	85.3	87.1	88.0	89.0	89.2
净利率	23.9	23.7	23.6	24.1	24.3
ROE	21.7	20.8	20.0	19.6	19.2
ROIC	40.1	31.3	30.0	30.6	29.4
偿债能力					
资产负债率(%)	9.8	10.1	8.0	7.5	7.3
净负债比率	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
流动比率	8.90	8.35	10.15	11.15	11.88
速动比率	8.17	7.55	9.37	10.40	11.14
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.86	0.85	0.83	0.81
应收账款周转率	4.79	5.02	4.94	4.97	4.96
存货周转率	2.55	2.47	2.50	2.49	2.49
每股指标（元）					
每股收益	0.93	1.10	1.33	1.61	1.96
每股经营现金流	1.16	1.10	0.70	1.08	0.91
每股净资产	5.12	5.30	6.62	8.24	10.20
估值比率					
P/E	53.1	41.3	41.0	34.6	28.5
P/B	9.6	8.6	8.2	6.8	5.5
EV/EBITDA	41.7	32.9	32.0	26.8	21.9

广发医药行业研究小组

罗佳荣：　首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
吴文华：　分析师，华东师范大学金融硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心。
冯　鹏：　分析师，北京大学化学生物学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
马　帅：　研究助理，上海交通大学医学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
蔡　强：　联系人，中南大学基础医学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
葛媛媛：　联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。