恒瑞医药(600276)/化学制药

创新药甲苯磺酸瑞马唑仑获批 III 期临床，麻醉药物产品线将添新重磅成员

评级：增持(维持)

市场价格：51.14

目标价格：55.5

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn

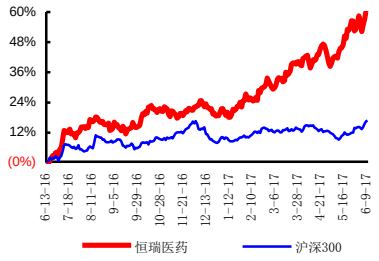
联系人：张天翼

Email：zhangty@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,817
流通股本(百万股)	2,812
市价(元)	51.14
市值(百万元)	144,059
流通市值(百万元)	143,820

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 恒瑞医药(600276)——重磅升白药纳入优先审评，新药研发稳步推进-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170523

2 恒瑞医药(600276)——IDO 抑制剂研发进度国内领先，打造免疫产品组合-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170503

3 恒瑞医药(600276)——业绩符合预期，制剂出口有望带动业绩增速逐渐加快-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170422

4 恒瑞医药(600276)——研发产品线是公司最大看点，为长期增长奠定基础-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170312

公司盈利预测及估值

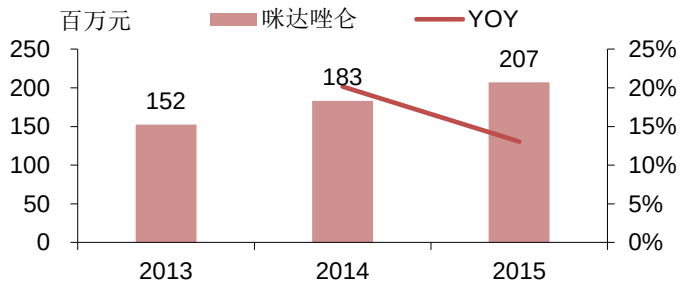
指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	9,316	11,094	13,625	16,356	19,627
增长率 yoy%	25.01%	19.08%	22.82%	20.04%	20.00%
净利润	2,172	2,589	3,139	3,839	4,716
增长率 yoy%	43.28%	19.22%	21.23%	22.33%	22.84%
每股收益（元）	1.11	1.10	1.11	1.36	1.67
每股现金流量	1.16	1.10	0.95	1.25	1.47
净资产收益率	21.86%	20.90%	20.10%	19.73%	19.51%
P/E	44.26	41.26	45.90	37.52	30.54
PEG	1.02	2.15	2.16	1.68	1.34
P/B	9.68	8.62	9.22	7.40	5.96

备注：

投资要点

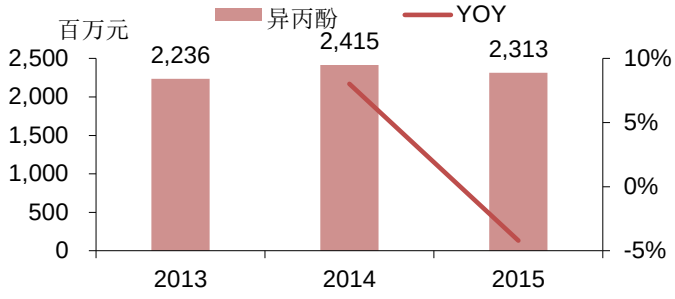
- **公司 2017 年 6 月 9 日公告，注射用甲苯磺酸瑞马唑仑获 CFDA 批准进入 III 期临床、佐米曲普坦口溶膜获得临床试验批件。**
- **创新药甲苯磺酸瑞马唑仑获批临床，安全性有望优于竞争对手。瑞马唑仑由 Paion AG 开发，是一种短效的 GABAa 受体激动剂，结合了咪达唑仑的安全性与异丙酚（丙泊酚）的有效性，用于手术中的全身麻醉。**专利报道瑞马唑仑游离碱不稳定，Paion AG 开发的为苯磺酸盐，目前处于 III 期临床研究。国内市场方面，仅宜昌人福药业苯磺酸瑞马唑仑注射剂于 2015 年 6 月获批临床，目前已完成 II 期临床研究。**公司开发瑞马唑仑的甲苯磺酸盐，理化特性具有很多优点，而且甲苯磺酸盐的毒性低于苯磺酸盐，提高了临床的安全性。**
- **甲苯磺酸瑞马唑仑市场潜力超过 10 亿元，和丙泊酚中/长链脂肪乳协同性强。**甲苯磺酸瑞马唑仑疗效和安全性有望优于咪达唑仑和异丙酚。根据米内网数据，国内咪达唑仑市场约 2 亿元，异丙酚市场约 23 亿元。甲苯磺酸瑞马唑仑如果获批上市，有望凭借其竞争优势强占市场，潜力超过 10 亿元。2017 年 5 月 23 日，公司丙泊酚中/长链脂肪乳获批临床。丙泊酚中/长链脂肪乳疗效和异丙酚（丙泊酚）类似，安全性更好。**未来，甲苯磺酸瑞马唑仑和丙泊酚中/长链脂肪乳有望共同开拓市场，借助公司麻醉药渠道快速放量。**
- **佐米曲普坦口溶膜获批临床，有望成为独家剂型。**佐米曲普坦是一种选择性 5-HT1B/1D 受体激动剂，适用于成人伴或不伴先兆症状的偏头痛的急性治疗。目前国内上市的佐米曲普坦的剂型有片剂、口崩片剂、鼻喷剂等。根据米内网数据，2015 年国内城市公立医院佐米曲普坦市场规模 641 万元，同比增长 101.68%，片剂占据 100%份额。佐米曲普坦口溶膜不仅避免了吸入给药时的抽吸风险还为吞咽困难患者提供了便利，有望提高患者依从性。目前国内仅有公司提交的佐米曲普坦口溶膜的临床申请，有望成为独家剂型。
- **盈利预测与投资建议：**公司是国内创新药龙头企业，制剂出口快速发展，创新药陆续进入收获期，业绩有望保持快速增长。我们预计 2017-2019 年公司归母净利润分别为 31.39 亿元、38.39 亿元、47.16 亿元，同比增长 21.23%、22.33%和 22.84%。维持“增持”评级。
- **风险提示事件：**新药研发不达预期的风险；药品降价风险。

图表 1：城市公立医院咪达唑仑市场规模



来源：米内网，中泰证券研究所

图表 2：城市公立医院异丙酚市场规模



来源：米内网，中泰证券研究所

图表 3：城市公立医院咪达唑仑市场份额

排名	企业名称	2013年	2014年	2015年	2014年增长率	2015年增长率	2013年市场份额	2014年市场份额	2015年市场份额
1	江苏恩华药业	145	174	189	20.08%	8.66%	95.28%	95.21%	91.51%
2	宜昌人福药业	6	8	15	27.89%	89.84%	4.03%	4.29%	7.21%
3	JenaHexal	0	1	2	0.00%	265.39%	0.00%	0.29%	0.94%
4	罗氏	1	0	1	-83.37%	307.24%	0.67%	0.09%	0.33%
5	江苏九旭药业	0	0	0	0.00%	-95.19%	0.00%	0.12%	0.00%

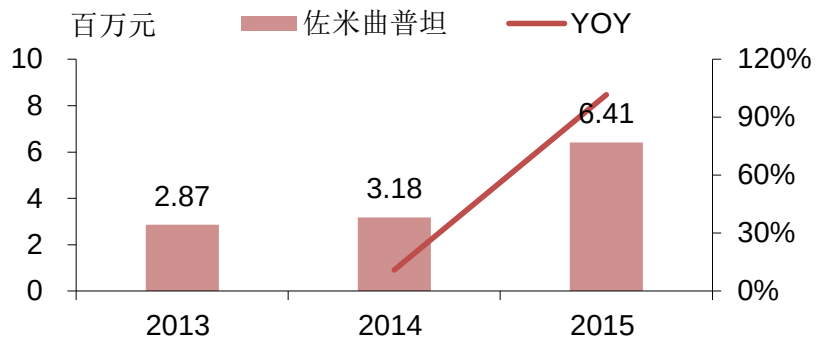
来源：米内网，中泰证券研究所

图表 4：城市公立医院异丙酚市场份额

排名	企业名称	2013年	2014年	2015年	2014年增长率	2015年增长率	2013年市场份额	2014年市场份额	2015年市场份额
1	阿斯利康	1,375	1,436	1,205	4.47%	-16.08%	61.48%	59.46%	52.09%
2	费森尤斯卡比	300	375	500	24.82%	33.41%	13.43%	15.52%	21.61%
3	西安力邦制药	231	251	298	8.74%	18.66%	10.32%	10.39%	12.87%
4	四川国瑞药业	259	292	243	12.76%	-16.88%	11.59%	12.09%	10.49%
5	广东嘉博制药	70	6,062	6,222	-13.84%	2.65%	3.15%	2.51%	2.69%
6	江苏恩华药业	0	1	6	0.00%	1048.01%	0.00%	0.02%	0.25%
7	参天制药	0	0	0	-65.62%	-81.60%	0.01%	0.00%	0.00%

来源：米内网，中泰证券研究所

图表 5：城市公立医院佐米曲普坦市场



来源：米内网，中泰证券研究所

图表 6：恒瑞医药盈利预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**7,452**	**9,316**	**11,094**	**13,625**	**16,356**	**19,627**
增长率	*20.14%*	*25.0%*	*19.1%*	*22.8%*	*20.0%*	*20.0%*
营业成本	-1,313	-1,372	-1,435	-1,703	-1,963	-2,257
% 销售收入	*17.6%*	*14.7%*	*12.9%*	*12.5%*	*12.0%*	*11.5%*
毛利	6,139	7,944	9,659	11,922	14,393	17,370
% 销售收入	*82.4%*	*85.3%*	*87.1%*	*87.5%*	*88.0%*	*88.5%*
营业税金及附加	-133	-156	-203	-238	-292	-347
% 销售收入	*1.8%*	*1.7%*	*1.8%*	*1.7%*	*1.8%*	*1.8%*
营业费用	-2,844	-3,525	-4,352	-5,348	-6,420	-7,704
% 销售收入	*38.2%*	*37.8%*	*39.2%*	*39.3%*	*39.3%*	*39.3%*
管理费用	-1,464	-1,843	-2,266	-2,740	-3,315	-3,962
% 销售收入	*19.6%*	*19.8%*	*20.4%*	*20.1%*	*20.3%*	*20.2%*
息税前利润（EBIT）	1,699	2,420	2,838	3,596	4,366	5,357
% 销售收入	*22.8%*	*26.0%*	*25.6%*	*26.4%*	*26.7%*	*27.3%*
财务费用	81	148	166	91	127	174
% 销售收入	*-1.1%*	*-1.6%*	*-1.5%*	*-0.7%*	*-0.8%*	*-0.9%*
资产减值损失	-7	-7	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	15	6	10	8
% 税前利润	*0.0%*	*—*	*0.5%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.1%*
营业利润	1,772	2,559	3,024	3,693	4,504	5,539
营业利润率	*23.8%*	*27.5%*	*27.3%*	*27.1%*	*27.5%*	*28.2%*
营业外收支	27	3	-11	-4	-8	-6
税前利润	**1,800**	**2,562**	**3,013**	**3,689**	**4,496**	**5,533**
利润率	*24.1%*	*27.5%*	*27.2%*	*27.1%*	*27.5%*	*28.2%*
所得税	-227	-338	-379	-475	-572	-709
所得税率	*12.6%*	*13.2%*	*12.6%*	*12.9%*	*12.7%*	*12.8%*
净利润	1,573	2,224	2,634	3,214	3,924	4,825
少数股东损益	57	52	45	75	84	108
归属于母公司的净利润	**1,516**	**2,172**	**2,589**	**3,139**	**3,839**	**4,716**
净利率	*20.3%*	*23.3%*	*23.3%*	*23.0%*	*23.5%*	*24.0%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,573	2,224	2,634	3,214	3,924	4,825
少数股东损益	0	0	0	75	84	108
非现金支出	220	230	250	285	316	346
非经营收益	-21	-7	-33	-2	-3	-2
营运资金变动	-198	-169	-259	-810	-713	-1,015
经营活动现金净流	**1,574**	**2,277**	**2,593**	**2,761**	**3,609**	**4,262**
资本开支	298	394	1,110	469	639	554
投资	0	-76	-1,543	0	0	0
其他	0	0	4	6	10	8
投资活动现金净流	**-298**	**-470**	**-2,650**	**-463**	**-628**	**-546**
股权募资	136	19	14	0	0	0
债权募资	-10	0	-10	0	0	0
其他	-122	-142	-168	0	-380	0
筹资活动现金净流	**4**	**-123**	**-164**	**0**	**-380**	**0**
现金净流量	**1,280**	**1,684**	**-221**	**2,298**	**2,600**	**3,717**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,449	5,133	4,912	7,135	9,651	13,259
应收款项	2,945	3,364	3,634	4,487	5,250	6,382
存货	551	523	637	677	787	901
其他流动资产	255	358	2,211	2,181	2,312	2,358
流动资产	7,200	9,378	11,393	14,482	18,000	22,901
% 总资产	*79.2%*	*81.6%*	*79.5%*	*82.3%*	*84.0%*	*86.3%*
长期投资	5	79	81	81	81	81
固定资产	1,624	1,770	2,474	2,621	2,878	3,035
% 总资产	*17.9%*	*15.4%*	*17.3%*	*14.9%*	*13.4%*	*11.4%*
无形资产	200	196	289	323	381	426
非流动资产	1,887	2,118	2,937	3,117	3,433	3,634
% 总资产	*20.8%*	*18.4%*	*20.5%*	*17.7%*	*16.0%*	*13.7%*
资产总计	**9,087**	**11,497**	**14,330**	**17,599**	**21,433**	**26,535**
短期借款	0	10	0	0	0	0
应付款项	686	820	1,058	1,068	1,273	1,472
其他流动负债	164	223	307	732	437	515
流动负债	851	1,053	1,365	1,800	1,710	1,988
长期贷款	10	0	0	0	0	0
其他长期负债	-53	86	90	-379	-379	-379
负债	**807**	**1,139**	**1,455**	**1,421**	**1,331**	**1,609**
普通股股东权益	7,934	9,931	12,388	15,616	19,456	24,172
少数股东权益	355	426	486	562	646	754
负债股东权益合计	**9,097**	**11,497**	**14,330**	**17,599**	**21,433**	**26,535**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	1.007	1.110	1.103	1.114	1.363	1.674
每股净资产(元)	5.183	5.077	5.277	5.544	6.907	8.581
每股经营现金净流(元)	1.046	1.164	1.104	0.953	1.251	1.475
每股股利(元)	0.000	0.000	0.135	0.135	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.43%	21.86%	20.90%	20.10%	19.73%	19.51%
总资产收益率	16.81%	19.03%	18.18%	17.46%	17.60%	17.52%
投入资本收益率	31.51%	40.74%	31.48%	34.96%	36.74%	40.31%
增长率						
营业总收入增长率	20.14%	25.01%	19.08%	22.82%	20.04%	20.00%
EBIT增长率	18.92%	42.49%	17.28%	26.69%	21.41%	22.70%
净利润增长率	22.41%	43.28%	19.22%	21.23%	22.33%	22.84%
总资产增长率	26.07%	26.57%	24.77%	22.81%	21.78%	23.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.2	76.2	72.7	74.4	73.5	74.0
存货周转天数	136.3	142.9	147.5	145.2	146.3	145.8
应付账款周转天数	94.3	118.2	158.6	138.4	148.5	143.5
固定资产周转天数	65.3	54.7	51.0	43.3	33.5	25.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.17%	-49.45%	-38.15%	-44.10%	-48.01%	-53.19%
EBIT利息保障倍数	-21.1	-16.3	-17.1	-39.5	-34.3	-30.8
资产负债率	9.54%	9.23%	9.59%	10.01%	7.84%	7.39%

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。