

海外业务驱动业绩较快增长，创新与国际化相辅相成腾焰飞芒

——恒瑞医药（600276）2016 年中报点评

2016 年 08 月 30 日

首次覆盖/推荐

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	010-66554041

事件:

恒瑞医药发布年中报，上半年实现营业收入 52.79 亿元，同比增长 20.36%；归属于上市公司股东的净利润 13.14 亿元，同比增长 23.85%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 13.18 亿元，同比增长 23.59%。实现 EPS 为 0.56 元。

公司 2016 年 Q2 实现营业收入 26.11 亿元，同比增长 19.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.30 亿元，同比增长 22.60%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 6.33 亿元，同比增长 23.04%。实现 EPS 为 0.27 元。

观点:

1、业绩高速增长符合预期，主要受海外业务驱动

公司上半年业绩维持 20%以上高速增长，表现亮眼，并且净利润增速高于收入增速，主要原因是创新药阿帕替尼、艾瑞昔布上市后放量以及海外制剂出口业务的较快增长，同时创新药和制剂出口也有助于净利润率的提升。

分区域来看，公司上半年国内营业收入 49.38 亿元，同比增长 18.81%，维持平稳较快增速，我们认为主要是创新药阿帕替尼、艾瑞昔布放量拉动。海外实现收入 3.36 亿元（去年全年海外收入 3.56 亿元），同比增长 48.11%，继续维持高速增长。

展望全年，随着阿帕替尼（15 年全年约 3 个亿收入，16 年全年有望达到 8 亿）和艾瑞昔布的进一步放量提供业绩弹性以及海外业务的持续增长（七氟烷开始销售），公司收入端有望保持 20%以上的高增速。未来，随着稳步推进的创新研发和制剂出口，可以预期公司业绩增长是可持续的。

财务指标方面: 公司毛利率 86.65%, 比去年同期 84.36% 增长 2.29 个百分点, 主要是毛利率较高的制剂出口业务高速增长所致。三费方面, 公司销售费用同比增长 28.05%, 销售费用率为 37.16%, 同比增长 2.24%, 主要是市场推广费用增长过快所致。管理费用同比增长 23.65%, 管理费用率为 19.99%, 同比增长 0.53%, 主要是研发投入较大, 费用率基本保持稳定。

2、春华秋实, 研发持续投入收获累累创新硕果

公司上半年研发费用投入 4.89 亿元, 同比增长 38.76%, 研究开发费用占销售收入比例高达 9.26%。报告期内公司已递交替吉奥胶囊、厄贝沙坦片、盐酸氨溴索片的参比制剂备案材料。此外, 报告期内共获得临床批件 37 个, 其中 3 个为创新药: SHR1210、SHR7390、SHR1314。报告期内, 提交国内专利申请 64 件、PCT 专利申请 13 件, 获得国内专利授权 11 件、获得国外专利授权 13 件。

SHR1210 即为目前国内外最热靶点 PD-1 单抗, 是目前肿瘤免疫治疗的最核心药物。目前全球只有施贵宝 (Opdivo) 和美国默克 (Keytruda) 两款 PD-1 单抗产品上市, 2015 年销售额分别为 9.42 亿美元和 5.66 亿美元。国内的 PD-1 临床方面, 施贵宝和默克均处于 I 期临床, 而国内企业仅有恒瑞与君实获得临床批件, 恒瑞的 PD-1 目前绝对处于国内的第一梯队, 开创国内创新药研发新纪元, 未来值得期待。

SHR7390 片是 1.1 类新药, 临床申请于 2014 年 12 月 31 日进入 CFDA 药品审评中心, 走特殊审评通道。SHR7390 是靶向 MEK1/2 的选择性小分子抑制剂, 该药品主要适应症为, 拟用于结肠癌、肺癌、黑色素瘤等实体瘤的治疗。目前国外已上市的 MEK-1/2 抑制剂产品有 2 个, 商品名分别为 Mekinist (trametinib) 和 Cotellic (cobimetinib)。2015 年全球市场 trametinib 销售额约为 20265.3 万美元。目前国内暂无 MEK1/2 抑制剂获批生产。GSK 已提交 2 项 trametinib 片的进口临床申请, 已获临床批件。

SHR-1314 是恒瑞医药自主开发的人源化单克隆抗体药物, 以 IL-17A 为靶点, 能特异结合 IL-17A 从而抑制 GRO α 等细胞因子的产生, 达到阻断信号传导通路的作用, 主要用于银屑病的治疗, 其它拟开发适应症还包括克罗恩病、多发性硬化症、哮喘和红斑狼疮、类风湿性关节炎等。截至目前, 全球仅上市 2 个 IL-17 单抗药物, 分别是诺华的 Cosentyx (secukinumab, 150mg/mL) 和礼来的 Taltz (ixekizumab, 80mg/mL)。Cosentyx 于 2015 年 1 月获得 EMA 和 FDA 批准, 成为全球首个上市的 anti-IL-17A 单抗, 2015 年全球销售额约为 2.61 亿美元。

上半年三个创新药获批临床, 其中不乏国际上最新最热门靶点, 创新龙头实力可见一斑, 创新产品群已经逐渐形成。后续持续的创新药布局为公司未来提供更多潜力爆发点, 同时标志着公司由仿制药龙头向创新药龙头转型已进入收获期。

3、“引进来”与“走出去”协同发展, 国际化龙头羽翼渐丰

走出去方面:

公司制剂出口进展良好, 继环磷酰胺之后, 七氟烷去年年底 FDA 获批, 现已从连云港发货销往美国, 今年有望贡献一定业绩。截至目前, 公司已经有包括奥沙利铂、环磷酰胺、伊立替康、七氟烷、来曲唑等 6 个制剂产品获准在欧美日销售。同时公司积极与 Sandoz 等海外公司进一步深化合作并拓展产品线, 共同进行项

目开发。在积极走出去收货硕果的同时, 恒瑞也将因制剂出口而受益于一致性评价政策(免除一致性评价)、优先审评、和招标优势。

引进来方面:

4月, 公司与美国纽约爱因斯坦医学院达成一项长期合作协议, 共同开发先进抗癌治疗药物。双方合作的目标是发现新的癌症治疗靶点和开发创新型肿瘤药物。

5月公司购买了日本 Oncolys BioPharma 溶瘤病毒候选药物 OBP-301 在中国市场的权利。OBP-301 目前正在台湾和韩国与台北基亚生物科技合作进行结合放射疗法治疗食道癌的一/二期试验。

5月, 公司还宣布与美国德州大学安德森癌症中心达成了研究协议, 共同推进癌症免疫疗法与精准医学的研发。这项为期三年的转化研究协议汇集了安德森癌症中心和恒瑞医药的科研和临床能力, 拟研发肿瘤免疫学领域可靠的联合治疗方法以及个性化药物, 推出新的治疗方案。

我们认为, 引进来、走出去、国际化、创新都是相辅相成协同发展的, 未来恒瑞这个创新与国际化的王者有望更上一层, 腾焰飞芒。

结论:

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 27.11 亿元、33.54 亿元、40.64 亿元, 增长分别为 24.85%、23.71%、21.17%。EPS 分别为 1.15 元、1.43 元、1.73 元, 对应 PE 分别为 38x, 31x, 26x。我们认为随着阿帕替尼和艾瑞昔布的进一步放量提供业绩弹性以及海外业务的持续增长, 公司收入端有望保持 20%以上的高增速。公司国际化战略步伐已逐渐加快, 下一个环磷酰胺指日可待。创新方面公司也已进入收获期, 未来研发布局也与国际热门靶点接轨, PD-1 抗体海外权益的出售象征着创新实力得到认可, 医药国际巨头初现雏形。我们看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					现金流量表							
单位:百万元					单位:百万元					单位:百万元							
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	7200	9378	12500	15834	19844	营业收入	7452	9316	11462	13895	16669						
货币资金	3449	5133	7828	10197	13106	营业成本	1313	1372	1605	1945	2334						
应收账款	1796	2092	2198	2665	3197	营业税金及附加	133	156	103	125	150						
其他应收款	105	87	107	130	156	营业费用	2844	3525	4172	5044	6001						
预付款项	213	251	283	322	368	管理费用	1464	1843	2189	2585	3100						
存货	551	523	642	779	934	财务费用	-81	-148	0	0	0						
其他流动资产	0	0	28	28	28	资产减值损失	6.89	7.20	0.00	0.00	0.00						
非流动资产合计	1887	2118	1930	1818	1704	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	0.20	-2.52	0.00	0.00	0.00						
固定资产	1366	1424	1334	1257	1198	营业利润	1772	2559	3393	4196	5084						
无形资产	200	196	176	157	137	营业外收入	41.09	27.75	0.00	0.00	0.00						
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	13.89	24.65	0.00	0.00	0.00						
资产总计	9087	11497	14430	17652	21549	利润总额	1800	2562	3393	4196	5084						
流动负债合计	715	1053	1010	1110	1224	所得税	227	338	679	839	1017						
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1573	2224	2714	3357	4067						
应付账款	396	492	440	533	639	少数股东损益	57	52	3	3	3						
预收款项	23	113	115	117	119	归属母公司净利润	1516	2172	2711	3354	4064						
一年内到期的非流	0	10	10	10	10	EBITDA	2101	2825	3502	4308	5198						
非流动负债合计	82	86	56	56	56	BPS (元)	1.01	1.11	1.15	1.43	1.73						
长期借款	10	0	0	0	0	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E						
负债合计	797	1139	1067	1167	1281	成长能力											
少数股东权益	355	426	429	432	435	营业收入增长	20.14%	25.01%	23.03%	21.23%	19.96%						
实收资本(或股本)	1505	1956	2348	2348	2348	营业利润增长	22.15%	44.37%	32.58%	23.69%	21.15%						
资本公积	508	420	420	420	420	归属于母公司净利润	22.41%	43.28%	24.85%	23.71%	21.17%						
未分配利润	5141	6655	7956	9566	11517	获利能力											
归属母公司股东权益	7934	9931	12933	16053	19832	毛利率(%)	82.38%	85.28%	86.00%	86.00%	86.00%						
负债和所有者权益	9087	11497	14430	17652	21549	净利率(%)	21.11%	23.87%	23.68%	24.16%	24.40%						
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					12.90%	16.68%	18.89%	18.79%	19.00%		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)					19.10%	21.87%	20.96%	20.89%	20.49%		
经营活动现金流	1574	2277	2247	2604	3193	偿债能力											
净利润	1573	2224	2714	3357	4067	资产负债率(%)	9%	10%	7%	7%	6%						
折旧摊销	409	414	0	112	114	流动比率	10.08	8.90	12.37	14.26	16.21						
财务费用	-81	-148	0	0	0	速动比率	9.31	8.41	11.74	13.56	15.44						
应收账款减少	0	0	-106	-467	-532	营运能力											
预收账款增加	0	0	2	2	2	总资产周转率	0.91	0.91	0.88	0.87	0.85						
投资活动现金流	-298	-470	187	0	0	应收账款周转率	4	5	5	6	6						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	21.95	20.98	24.61	28.57	28.44						
长期股权投资减少	0	0	79	0	0	每股指标(元)											
投资收益	0	-3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.01	1.11	1.15	1.43	1.73						
筹资活动现金流	4	-132	261	-235	-284	每股净现金流(最新)	0.85	0.86	1.15	1.01	1.24						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.27	5.08	5.51	6.84	8.45						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	145	451	391	0	0	P/E	43.71	39.60	38.23	30.90	25.50						
资本公积增加	176	-87	0	0	0	P/B	8.37	8.70	8.01	6.46	5.23						
现金净增加额	1280	1675	2695	2369	2908	EV/EBITDA	29.99	28.77	27.36	21.70	17.42						

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。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

北京大学医学部分子药理博士，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、精准医疗等领域投资机会。

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。