

获得Oncolys溶瘤腺病毒独家许可，期待未来与PD-1联用有所突破

——恒瑞医药（600276）事件点评

2016年12月01日

推荐/维持

恒瑞医药

事件点评

事件：

2016年11月30日，恒瑞与日本Oncolys BioPharma公司达成协议，有偿获得Oncolys研发的溶瘤腺病毒产品Telomelysin在中国大陆、香港和澳门特别行政区的开发、生产及商业化的独家许可权。

Telomelysin TM (OBP-301)是通过引入人类端粒酶反转录酶启动子进行基因修饰，从而可以选择性在肿瘤细胞中进行复制的溶瘤腺病毒。因为溶瘤腺病毒的病毒复制具有很高的免疫原性，其在肿瘤免疫治疗中有很大的潜力。这类病毒引发的溶瘤作用可将肿瘤表位显露出来，从而提供共刺激危险信号。美国已完成的临床I期实验结果表明Telomelysin TM (OBP-301)在黑色素瘤病人中有显著疗效。

主要观点：

1. 抗肿瘤领域再添新兵，未来与PD-1联用有望大放异彩

Oncolys的溶瘤病毒产品Telomelysin是对恒瑞现有肿瘤免疫产品线很好的补充。Telomelysin是基因工程改造后的腺病毒，目前已经在16个患有不同实体瘤的患者中进行I期安全性试验，结果良好。现阶段开展的临床试验如下：

- ◆ Oncolys的Telomelysin在美国开始II期临床（黑色素瘤）。
- ◆ Oncolys和Medigen Biotechnology Corp在韩国和台湾开展Telomelysin的I/II期临床（肝癌）
- ◆ Oncolys的Telomelysin在日本即将开展和放疗联用以及和免疫检查点抑制剂联用的I/II期临床（食道癌）

由于溶瘤病毒与抗肿瘤免疫机理存在不可分割的关系，溶瘤病毒的市场发展将依赖于人们对于肿瘤免疫基础研究的不断深入和肿瘤免疫治疗药物市场的继续扩大。恒瑞此时布局无疑能够增加抗肿瘤领域的竞争力。期待未来与PD-1联用能够有所突破

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：胡偌碧

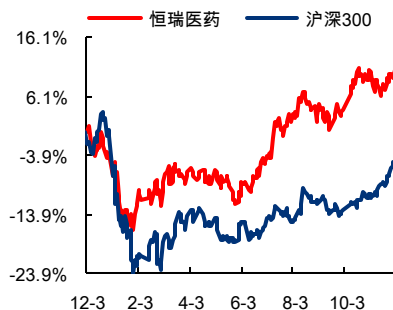
010-66554044

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	36.02-47.10
总市值（亿元）	1100.29
流通市值（亿元）	1098.21
总股本/流通A股（万股）	234753/234309
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.25

52周股价走势图



资料来源：wind, 东兴证券研究所

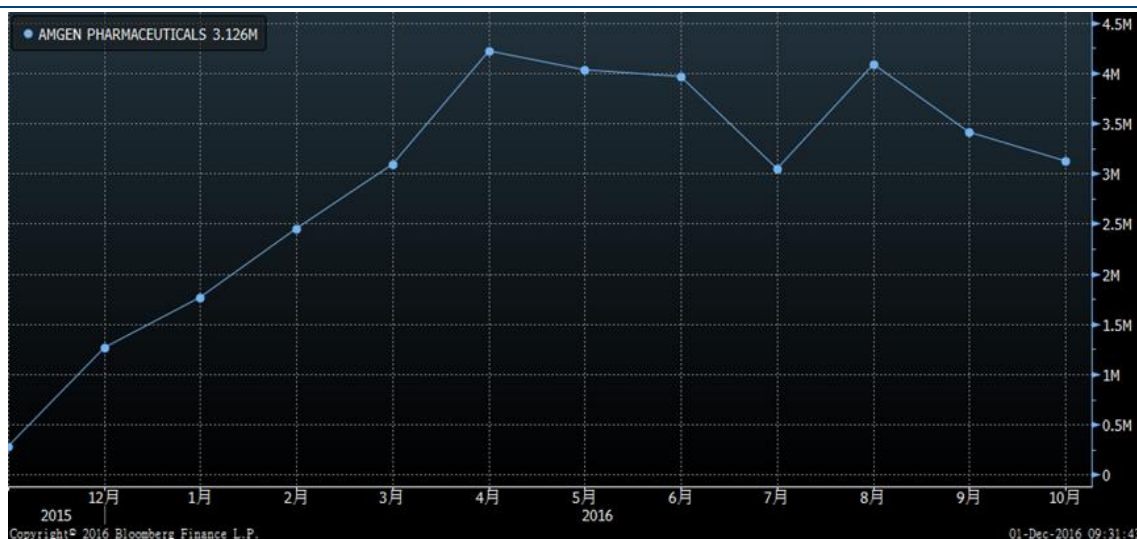
相关研究报告

- 1、《恒瑞医药（600276）2016三季度财报点评：持续性高增长业绩符合预期，创新药+国际化不断推进前景可期》2016-10-31
- 2、《恒瑞医药（600276）中报点评：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》2016-09-01
- 3、《恒瑞医药（600276）调研快报：业绩稳健增长，产品线多点开花》2012-04-05
- 4、《恒瑞医药（600276）2011年报点评：产品结构不断优化，研发进入收获期》2012-03-20

2、FDA 批的首个溶瘤病毒是安进的 Imlygic，推广略低于预期

2015 年 10 月，FDA 批准了第一个溶瘤病毒的治疗法，药物名字叫 Imlygic (talimogene laherparepvec; T-VEC)，是经过基因改造的单纯疱疹病毒 1，用于治疗黑色素瘤。T-VEC 的上市具有里程碑意义。彭博终端显示从去年 11 月获批到今年 10 月底，Imlygic 总共销售额约 3400 万美金，略低于预期，主要原因还是没有治愈性突出疗效。

图 1:Imlygic 上市后销量



资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

在临床测试中，Imlygic 将黑色素瘤患者的生命延长了 4.4 个月，整个疗程的费用为 6.5 万美元，但未改善生存期。从数据上看，Imlygic 的效用并不十分明显，但意义重大。英文原文：Amgen melanoma drug fails to improve overall survival rates。虽然看起来没有惊人疗效，但 FDA 依然批准了它的上市，这说明 FDA 还是比较认可溶瘤病毒疗法的潜力。

3、溶瘤病毒与细胞免疫药物结合使用或能提高疗效

溶瘤病毒 Imlygic 临床试验中疗效如下：

- ◆ Imlygic 单药针对黑色素瘤——有效率 26.4%
- ◆ I 期临床数据 Imlygic 联合 CTLA4 (Yervoy)——有效率 50%
- ◆ I 期临床数据 Imlygic 联合 PD-1 抗体 (Keytruda)——有效率 57%

临床试验结果显示溶瘤病毒 Imlygic 与细胞免疫治疗药物合用提升了治疗有效率，或许能够成为未来研发的趋势。

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 41x, 33x, 27x。我们认为公司肿瘤创新药产品线又下一城, 且有望与 PD-1 联用大放异彩。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, 医药国际巨头初现雏形。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	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	7200	9378	12500	15833	19844	营业收入	7452	9316	11462	13895	16669
货币资金	3449	5133	7828	10197	13105	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	14429	17652	21548	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	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	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	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	7934	9931	12933	16052	19832	毛利率(%)	82.38%	85.28%	86.00%	86.00%	86.00%
负债和所有者权	9087	11497	14429	17652	21548	净利率(%)	21.11%	23.87%	23.68%	24.16%	24.40%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						4.77%	16.68%	18.89%	18.79%	19.00%	
						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					
预收帐款增加	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	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	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	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	46.41	42.04	40.58	32.80	27.07
资本公积增加	176	-87	0	0	0	P/B	8.89	9.23	8.51	6.85	5.55
现金净增加额	1280	1675	2695	2369	2908	EV/EBITDA	31.94	30.65	29.18	23.18	18.65

资料来源: 公司财报、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。