

恒瑞医药 (600276.SH)

2017年3月16日

国际化提升企业发展弹性 创新药推动公司业绩增长 买入 (首次覆盖)

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

010-66573567

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

jiadzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

xuwy@dwzq.com.cn

投资要点

一、事件:

公司近日获得英国药品和健康产品管理局以及德国联邦药物与医疗器械所颁发的注射用醋酸卡泊芬净的药物上市许可。

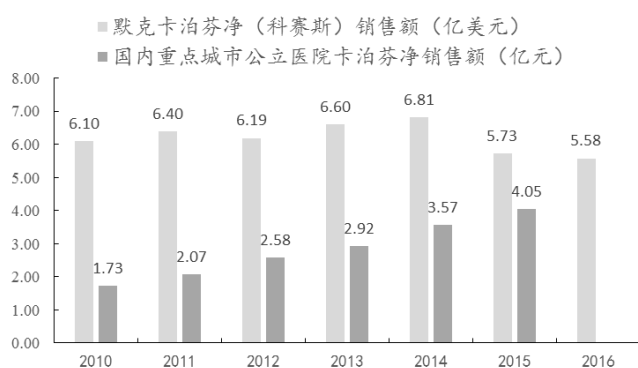
二、我们的观点:

1、海外市场再传捷报, 坚定国际化战略, 制剂出口+品种引进迎来收获期

醋酸卡泊芬净主要针对成人患者和儿童患者(三个月及三个月以上)经验性治疗中性粒细胞减少、伴发热病人的可疑真菌感染以及治疗对其它治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌, 是由美国默克开发的首个上市棘白菌素类抗真菌剂, 2001年1月率先获美国FDA批准上市, 产品同样获准用于治疗念珠菌血症和其他念珠菌感染、食道念珠菌病以及发热性中性粒细胞减少症患者真菌感染。目前已在全球广泛上市销售, 2015年全球市场销售额约为5.34亿美元, 其中国内销售额约7501.5万美元。

公司注射用醋酸卡泊芬净获得英国、德国的上市许可, 不仅仅是公司始终坚持国际化路线的努力成果, 同时也充分说明公司产品的高品质, 为将来公司产品在国内外的推广奠定良好的品牌基础, 而公司卡泊芬净1月份国内刚获批生产, 国外市场及监管部门认可将提升其在国内竞争力。

图表 1: 卡泊芬净市场销售情况

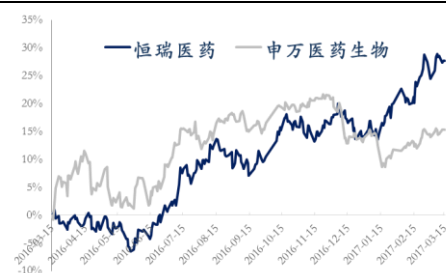


资料来源: pdb, 默克年报, 东吴证券研究所

公司2016年出口业务营收达4.32亿元, 同比增长21.47%, 占整体营收的3.89%。截至目前, 公司已有加巴喷丁、奥沙利铂、环磷酰胺、七氟烷以及近期获得的顺苯磺酸阿曲库铵、多西他赛等多个ANDA文号。同期, 公司吸入用七氟烷顺利销往美国, 注射用环磷酰胺等系列产品销售也稳步增长。

公司重视创新药物在海外的推广, 瑞格列汀、海曲泊帕、PD-L1单抗 (SHR-1316)、IL-17单抗 (SHR-1314) 等药物分别在美国以及其他海外地区进行临床试验。其中值得关注的是, 公司将在美国继续开展吡咯替尼I期临床试验。与此同时, 公司加大品种引进力度,

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.24
一年最低价/最高价(元)	36.91 / 52.29
市净率	9.90
流通A股市值(亿元)	1224

基础数据

每股净资产(元)	14.97
资产负债率(%)	47.14%
总股本(亿股)	23.47
流通A股(亿股)	23.44

相关报告

已经与日本 OncolysBioPharma 公司合作，引进溶瘤腺病毒产品 Telomelysin，并在美国成立子公司，负责后续海外项目的引进。

随着公司大力推进国际化战略，海外业务营收为公增长点，并通过海外创新药物以及国际化合作，引入更多优质品种药品，形成国内品种出口、海外品种引进的双向机制，做到有效的稳固国内行业领先者+开拓海外新疆域的持续增长逻辑。

2. 公司创新药产品线迎来收获期。

2016 年公司实现营业收入 110.94 亿元，同比上升 19.08%；归属于上市公司所有者的净利润为 25.89 亿元，同比增长 19.22%

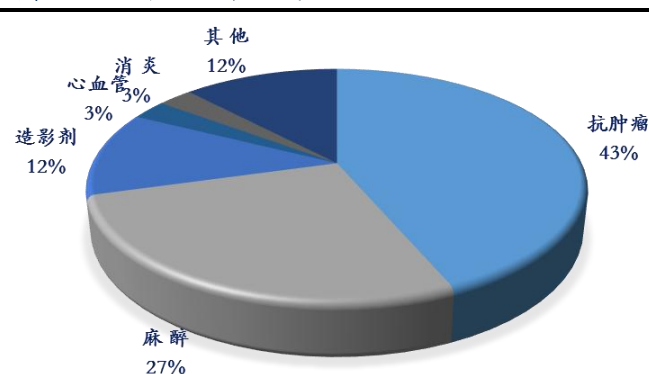
公司销售收入增长主要来自于肿瘤药、造影剂、手术麻醉和输液产品。其中肿瘤药品依然保持着市场领先地位，营业收入同比增长 25.68%，造影剂产品营业收入同比增长 30.05%，手术麻醉产品同比增长 19.14%。同时，公司产品右美托咪定、达托霉素、艾瑞昔布、非布司他被纳入新版医保目录，将明显受益于医保支付带来的销售放量，成为公司推升业绩的又一动力源。

图表 2: 2016 年公司主要产品销量变化

种类	产品名称	同比增速
肿瘤药产品	注射用环磷酰胺	20.55%
	替吉奥胶囊	17.34%
	注射用盐酸伊立替康	15.84%
	来曲唑片	11.72%
	多西他赛注射液	5.94%
	注射用奥沙利铂	-6.27%
造影剂产品	碘克沙醇注射液	57.00%
	碘佛醇注射液	19.28%
手术麻醉产品	盐酸右美托咪定注射液	44.34%
	吸入用七氟烷	19.28%
	注射用顺苯磺酸阿曲库铵	10.51%

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 3: 公司各治疗领域收入占比



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

公司营收以抗肿瘤药品(43%)为主，由于科室推广优势，麻醉(27%)、造影剂(12%)营收占比分别位列第二、三位。

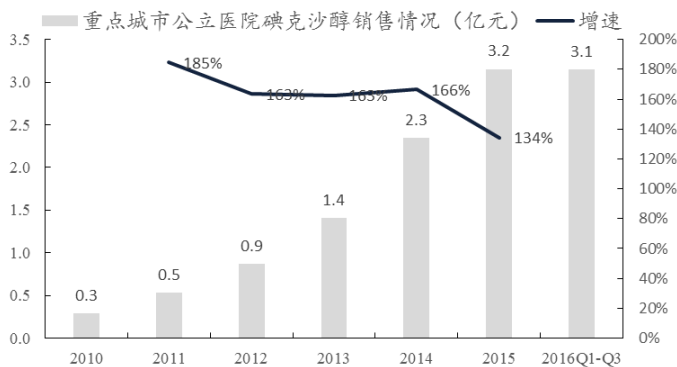
1) 肿瘤药品线：创新药阿帕替尼自 2014 年上市以来增长显著，加

上新一轮药品招标及医保谈判目录的推进，该药品将逐渐迎来放量期。阿帕替尼作为创新靶向小分子抗肿瘤药，经过两年来的营销推广，其在靶向小分子抗肿瘤药中销售占比已经提升至3.77%。随着科室推广的逐步深化，产品的销售将呈现加速增长的趋势。在其他品种的销售方面，环磷酰胺(+20.55%)、替吉奥胶囊(+17.34%)、注射用盐酸伊立替康(+15.84%)、来曲唑片(+11.72%)均保持了稳定的高速增长。

2) 手术麻醉产品: 公司重点品种右美托咪定占国内绝大部分的市场份额，根据重点城市公立医院销售情况，右美托咪定整体市场增速超过25%，2016年公司右美托咪定销量同比增长44.34%，随着市场不断扩容以及右美托咪定被纳入新版医保目录，该产品今年随着药品招标落地仍然具备较大的上涨空间。此外，吸入用七氟烷销量同比增长19.28%，根据重点城市公立医院销售情况，整体市场增速维持在15%左右，公司七氟烷超过市场份额超过50%，未来将保持持续稳定增长。

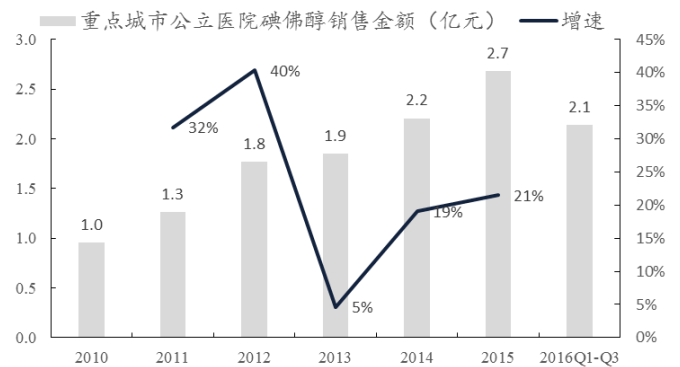
3) 造影剂产品: 主要产品带动造影剂产品线保持30.05%高增速。公司碘克沙醇同比增长57.00%，根据重点城市公立医院销售情况，目前公司与GE基本各占50%左右市场份额，市场增速高带动公司该品类业务飞速发展。此外，碘佛醇注射液同比增长19.28%，目前市场占比超过80%，整体市场增速基本保持在20%左右。

图表 4: 重点城市公立医院碘克沙醇销售情况



资料来源: pdb, 东吴证券研究所

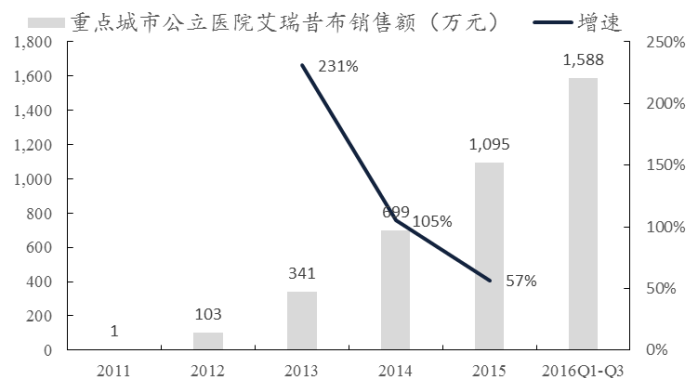
图表 5: 重点城市公立医院碘佛醇销售情况



资料来源: pdb, 东吴证券研究所

4) 其他产品: 艾瑞昔布受益于本次医保目录调整，结合公司强有力的销售团队，该产品将成为公司未来业绩持续增长的亮点。公司重要品种钠钾镁钙葡萄糖注射液2016年销量同比增长15.59%保持稳定增长态势。

图表 6: 公司艾瑞昔布在重点城市公立医院销售情况



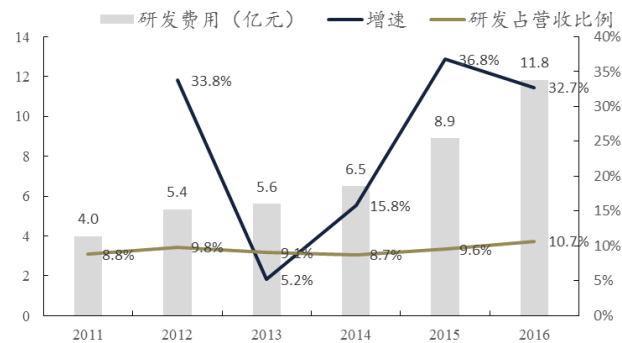
资料来源: pdb, 东吴证券研究所

3. 大力投入研发丰富产品线, 优先审评加快布局进度

研发创新是公司赖以生存的根本。2016 年公司累计投入研发资金 11.8 亿元, 同比增长 32.82%, 强力推进公司的项目研发和产品创新。近年来为提升公司核心竞争力, 公司在研发投入方面位居行业前茅, 同时每年增速保持在 30% 以上, 研发费用占营收比例逐步提升至 10.2%。

公司研发管线中, 包含了 C-Met ADC、PD-1、PD-L1 等新药以及马来酸吡咯替尼片等重磅药品。2016 年公司共取得创新药临床批件 7 个、仿制药临床批件 36 个, 仿制药制剂生产批件 2 个, 已递交 9 项产品参比制剂备案材料, 完成 4 个产品的生物等效性试验工作。公司目前有盐酸右美托咪定鼻喷剂、注射用紫杉醇、醋酸卡泊芬净、注射用醋酸卡泊芬净、磺达肝癸钠注射液、帕立骨化醇注射液等多种药品进入优先审评名单, 大大加快公司产品进度, 为获得先发优势奠定基础。值得关注的是, 公司在研产品聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子注射液 (19K) 等有望重新提交申报。

图表 7: 公司研发费用情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 8: 公司主要在研产品情况

研发项目	研发 (注册) 进展	治疗领域及功效
马来酸吡咯替尼片	临床 III 期	治疗人表皮因子受体 2(ERBB2) 过度表达的晚期或转移性乳腺癌
C-Met ADC	临床前研究	抗体药物偶联物
PD-1	临床 III 期	晚期肝癌
	临床 II 期	与阿帕替尼联用治疗晚期非小细胞肺癌
PD-L1	临床前研究	肿瘤免疫治疗
磺达肝癸钠及注射液	审评完成	抗凝血
钆布醇及注射液	资料补正	造影剂
盐酸右美托咪定鼻喷剂	获准开展临床	镇痛、麻醉
聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子注射液注射液 (19k)	NDA (撤回, 对临床试验进行补偿完成研究)	降低接受骨髓抑制抗肿瘤治疗的恶性肿瘤患者中性粒细胞减少的发生率
磷酸瑞格列汀片	NDA (撤回, 因部分数据存在规范性问题)	改善 2 型糖尿病患者的血糖控制

醋酸卡泊芬净及注射用醋酸卡泊芬净	2017 年 1 月获批生产	全身用抗真菌药
------------------	----------------	---------

资料来源：公司年报、药智网、东吴证券研究所

三、盈利预测与投资建议：

我们预计 2017-2019 年公司销售收入为 134.01 亿元、162.27 亿元和 197.78 亿元，归属母公司净利润为 31.72 亿元、38.29 亿元和 46.57 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 1.35 元、1.63 元和 1.98 元，对应 PE 为 X38、X31、X26。我们认为，公司创新药品逐渐发力，同时医保目录调整以及药品招标将为公司药品带来放量，制剂出口业务稳定提升，丰富的品种储备以及大比例的研发投入为公司持续发展提供源源不断的动力。因此，我们首次覆盖，即给予“买入”评级。

四、风险提示：

公司药品招标低于预期；药品审评审批进度低于预期；研发管线进度低于预期；制剂出口低于预期。

恒瑞医药 (600276) 主要财务数据及估值 (百万元)

利润表	2016	2017E	2018E	2019E	收益率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11093.72	13401.22	16227.54	19778.12	毛利率	87.07%	88.90%	88.60%	88.39%
减:营业成本	1434.63	1487.54	1849.94	2296.24	三费/销售收入	58.16%	58.74%	58.53%	58.38%
营业税金及附加	202.66	244.81	296.44	361.30	EBIT/销售收入	26.02%	27.42%	27.12%	26.91%
营业费用	4351.62	5256.76	6365.41	7758.16	EBITDA/销售收入	28.33%	30.52%	29.68%	29.00%
管理费用	2266.35	2737.76	3315.15	4040.50	销售净利率	23.74%	24.08%	24.01%	23.96%
财务费用	-165.94	-122.64	-182.98	-253.14	ROE	20.90%	20.70%	20.30%	20.10%
资产减值损失	-5.19	0.00	0.00	0.00	ROA	20.72%	22.64%	21.16%	21.67%
加:投资收益	14.75	0.00	0.00	0.00	ROIC	47.26%	38.39%	38.23%	48.02%
营业利润	3024.33	3797.00	4583.58	5575.05	销售收入增长率	19.08%	20.80%	21.09%	21.88%
加:其他非经营损益	-11.15	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	18.53%	27.27%	19.77%	20.94%
利润总额	3013.18	3797.00	4583.58	5575.05	EBITDA 增长率	18.22%	30.14%	17.76%	19.08%
减:所得税	378.99	569.55	687.54	836.26	净利润增长率	18.45%	22.52%	20.72%	21.63%
净利润	2634.19	3227.45	3896.04	4738.80	总资产增长率	24.53%	16.47%	28.17%	18.07%
减:少数股东损益	45.24	55.43	66.92	81.39	股东权益增长率	24.74%	23.68%	23.11%	22.83%
归属母公司股东净利润	2588.95	3172.02	3829.13	4657.41	经营营运资本增长率	57.97%	38.41%	0.70%	34.73%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债率	7.60%	2.24%	6.38%	2.83%
货币资金	4768.86	6132.92	10132.27	12368.96	投资资本/总资产	58.39%	60.29%	45.29%	47.27%
应收和预付款项	4088.85	5549.94	6139.60	8122.91	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
存货	636.59	521.49	918.73	868.95	流动比率	10.48	37.89	14.16	32.99
其他流动资产	1594.01	1594.01	1594.01	1594.01	速动比率	8.37	32.08	12.26	29.45
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	7.56%	7.52%	7.52%	7.52%
固定资产和在建工程	2473.94	2092.14	1710.34	1328.53	收益留存率	92.44%	92.48%	92.48%	92.48%
无形资产和开发支出	284.72	253.54	222.36	191.18	总资产周转率	0.80	0.83	0.78	0.81
其他非流动资产	85.67	83.35	81.04	81.04	固定资产周转率	6.62	6.41	9.49	14.89
资产总计	13932.63	16227.38	20798.33	24555.57	应收账款周转率	3.22	2.52	3.06	2.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	2.25	2.85	2.01	2.64
应付和预收款项	1058.24	364.13	1327.04	695.80	业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	2887.09	3674.36	4400.60	5321.91
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	3142.46	4089.66	4815.90	5734.90
负债合计	1058.24	364.13	1327.04	695.80	净利润	2588.95	3172.02	3829.13	4657.41
资本公积	394.76	394.76	394.76	394.76	EPS	1.10	1.35	1.63	1.98
留存收益	9645.74	12579.17	16120.29	20427.38	BPS	5.28	6.53	8.04	9.87
归属母公司股东权益	12387.95	15321.39	18862.50	23169.59	PE	46.14	37.66	31.20	25.65
少数股东权益	486.44	541.87	608.79	690.17	PB	9.64	7.80	6.33	5.16
股东权益合计	12874.39	15863.26	19471.29	23859.77	PS	10.77	8.91	7.36	6.04
负债和股东权益合计	13932.63	16227.38	20798.33	24555.57	EV/EBIT	39.91	31.01	25.00	20.27
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	EV/EBITDA	36.66	27.86	22.85	18.81
经营性现金净流量	2552.79	1480.00	4104.38	2333.86	EV/NOPLAT	45.42	36.48	29.41	23.85
投资性现金净流量	-2649.59	0.00	0.00	0.00	EV/IC	14.16	11.64	11.68	9.30
筹资性现金净流量	-194.89	-115.94	-105.03	-97.17	ROIC-WACC	47.26%	38.39%	38.23%	48.02%
现金流量净额	-260.81	1364.06	3999.35	2236.69	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

