

业绩增长符合预期, 静待大品种获批

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年半年报, 2017年上半年实现营业收入与归母净利润分别为63.4亿、15.7亿元, 同比增长20.2%、19.7%。
- **经营稳健, 业绩符合预期。** 2017H1 营收与归母净利润同比增长20.2%、19.7%, 基本符合市场预期; 2017Q2 实现营收与归母净利润分别为31.7亿元、7.6亿元, 同比增长21.6%、20.9%, 同比增速略高于一季度。根据样本医院数据分析, 在阿帕替尼、右美托咪定、碘克沙醇等产品高增长的驱动下, 抗肿瘤、麻醉药、造影剂产品线增长明显。上半年期间费用率保持稳定, 2017H1 销售费用率为35.9%, 同比下降1.2个百分点; 管理费用率为20.3%, 与2016H1基本持平; 财务费用受银行存款利息减少而增长50%。
- **阿帕替尼、艾瑞昔布等品种新进国家医保目录, 有望实现快速放量。** 公司艾瑞昔布、右美托咪定、非布司他等多个产品新进目录; 阿帕替尼进入首批医保谈判目录并成功进入国家医保, 价格降幅37%。艾瑞昔布是公司首个获批的1.1类新药, 受医保影响一直未取得销售突破, 进入医保后有望实现快速放量, 未来三年或将达到5亿元; 公司右美市占率排名第一, 进入医保能够进一步巩固该产品的市场地位并扩大其销售体量。阿帕替尼自2015年上市以来实现了快速放量, 2016年实现约10亿元销售; 降价成功进入国家医保后, 市场渗透率将快速提高, 有望达到30%以上, 峰值销售额或将达到25亿元。
- **研发投入加大, 研发产出丰富。** 2017H1, 公司研发投入为7.8亿元, 占营收12.3%比例, 同比增长60%。报告期内共取得创新药临床批件9个, 仿制药临床批件8个, 仿制药制剂生产批件2个; 近两年, 公司创新药品种申报数量明显增加, 仅2017H1即新增8个1类创新药临床申报, 可以预见未来研发投入占营收10%以上的比例将成为常态。随着公司研发的不断投入, 公司即将进入创新药的收获期, 硫培非格司亭(19K)、吡咯替尼、紫杉醇(白蛋白结合型)等重磅产品已经进入报产流程, 未来1年内均将大概率获批, 将驱动公司新一轮快速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为1.11元、1.41元、1.83元, 对应PE分别为49倍、38倍、30倍。我们坚定看好公司未来在国内医药行业中的龙头地位, 强者恒强效应逐步凸显, 近几年将有多个重磅品种待获批, 给予55倍PE, 对应目标价为61.00元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新药获批进度或低于预期, 药品销售或低于预期, 药品降价风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11093.72	13372.55	16626.33	21069.80
增长率	19.08%	20.54%	24.33%	26.73%
归属母公司净利润(百万元)	2588.95	3123.37	3970.67	5152.04
增长率	19.22%	20.64%	27.13%	29.75%
每股收益EPS(元)	0.92	1.11	1.41	1.83
净资产收益率ROE	20.46%	20.40%	20.87%	21.62%
PE	59	49	38	30
PB	11.82	9.58	7.72	6.16

数据来源: Wind, 西南证券

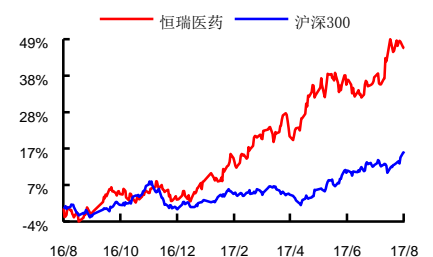
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃
执业证号: S1250515080001
电话: 021-68413878
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	28.17
流通A股(亿股)	28.16
52周内股价区间(元)	42.68-60.2
总市值(亿元)	1,521.12
总资产(亿元)	157.35
每股净资产(元)	4.85

相关研究

1. 恒瑞医药(600276): 超重磅吡咯替尼报产, 上市预期大概率提前 (2017-08-25)
2. 恒瑞医药(600276): 阿帕替尼新进国家医保, 放量或将加速 (2017-07-24)
3. 恒瑞医药(600276): 地氟烷欧盟获批上市, 制剂出口步伐加快 (2017-07-17)
4. 恒瑞医药(600276): 紫杉醇重磅剂型进优先审评, 有望获批首仿 (2017-06-26)
5. 恒瑞医药(600276): 19K获优先审评, 过10亿重磅获批可期 (2017-05-25)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11093.72	13372.55	16626.33	21069.80	净利润	2634.19	3240.01	4114.68	5338.90
营业成本	1434.63	1668.33	1945.02	2342.86	折旧与摊销	255.37	321.95	360.02	374.10
营业税金及附加	202.66	236.30	294.44	374.82	财务费用	-165.94	-58.19	-81.12	-106.17
销售费用	4351.62	5161.80	6434.39	8132.94	资产减值损失	-5.19	0.00	0.00	0.00
管理费用	2266.35	2674.51	3341.89	4235.03	经营营运资本变动	-1916.72	-1240.65	-1473.26	-2044.06
财务费用	-165.94	-58.19	-81.12	-106.17	其他	1790.92	-15.41	-18.32	-20.26
资产减值损失	-5.19	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2592.63	2247.71	2902.00	3542.51
投资收益	14.75	16.37	18.17	20.17	资本支出	-706.16	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1943.43	16.37	18.17	20.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2649.59	-23.63	-21.83	-19.83
营业利润	3024.33	3706.17	4709.87	6110.49	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-11.15	-0.01	-3.20	-3.46	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3013.18	3706.16	4706.67	6107.02	股权融资	409.08	469.49	0.00	0.00
所得税	378.99	466.15	591.99	768.12	支付股利	-195.65	-233.25	-281.40	-357.74
净利润	2634.19	3240.01	4114.68	5338.90	其他	-408.33	58.60	81.12	106.17
少数股东损益	45.24	116.64	144.01	186.86	筹资活动现金流净额	-194.89	294.84	-200.28	-251.57
归属母公司股东净利润	2588.95	3123.37	3970.67	5152.04	现金流量净额	-220.97	2518.92	2679.90	3271.12
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4912.15	6961.58	9641.48	12912.60	成长能力				
应收和预付款项	4088.85	4932.36	6086.67	7666.10	销售收入增长率	19.08%	20.54%	24.33%	26.73%
存货	636.59	739.94	863.60	1041.26	营业利润增长率	18.19%	22.54%	27.08%	29.74%
其他流动资产	1755.63	2116.27	2631.19	3334.39	净利润增长率	18.45%	23.00%	27.00%	29.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.26%	27.50%	25.66%	27.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2473.94	2198.69	1885.37	1557.97	毛利率	87.07%	87.52%	88.30%	88.88%
无形资产和开发支出	284.72	278.48	272.24	266.01	三费率	58.16%	58.16%	58.31%	58.20%
其他非流动资产	178.18	177.72	177.25	176.79	净利率	23.74%	24.23%	24.75%	25.34%
资产总计	14330.06	17405.04	21557.81	26955.12	ROE	20.46%	20.40%	20.87%	21.62%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.38%	18.62%	19.09%	19.81%
应付和预收款项	1213.54	1256.71	1547.00	1921.18	ROIC	33.51%	33.60%	37.39%	41.53%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.07%	29.69%	30.01%	30.27%
其他负债	242.13	266.78	295.96	337.93	营运能力				
负债合计	1455.67	1523.48	1842.97	2259.11	总资产周转率	0.86	0.84	0.85	0.87
股本	2347.46	2816.89	2816.89	2816.89	固定资产周转率	7.16	7.36	8.83	12.61
资本公积	438.19	438.25	438.25	438.25	应收账款周转率	5.02	5.08	5.08	5.15
留存收益	9646.15	12066.77	15756.04	20550.34	存货周转率	2.45	2.41	2.41	2.45
归属母公司股东权益	12387.95	15278.48	18967.75	23762.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.29%	—	—	—
少数股东权益	486.44	603.08	747.09	933.95	资本结构				
股东权益合计	12874.39	15881.56	19714.84	24696.00	资产负债率	10.16%	8.75%	8.55%	8.38%
负债和股东权益合计	14330.06	17405.04	21557.81	26955.12	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.35	10.30	10.97	11.51
					速动比率	7.88	9.78	10.48	11.03
					股利支付率	7.56%	7.47%	7.09%	6.94%
					每股指标				
					每股收益	0.92	1.11	1.41	1.83
					每股净资产	4.57	5.64	7.00	8.77
					每股经营现金	0.92	0.80	1.03	1.26
					每股股利	0.07	0.08	0.10	0.13
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	3113.76	3969.93	4988.77	6378.42					
PE	58.75	48.70	38.31	29.52					
PB	11.82	9.58	7.72	6.16					
PS	13.71	11.37	9.15	7.22					
EV/EBITDA	39.08	36.52	28.52	21.80					
股息率	0.13%	0.15%	0.18%	0.24%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn