

恒瑞医药(600276)

公司业绩符合预期，加大研发力度提升公司产品线竞争力

2017年08月30日

买入(维持)

证券分析师 全铭

S0600517010002

010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

S0600516120001

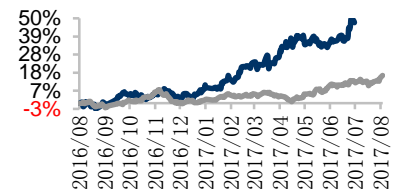
jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,093.72	13401.22	16227.54	19778.12
同比(%)	19.08	20.80	21.09	21.88
净利润(百万元)	2,588.95	3172.02	3829.13	4657.41
同比(%)	19.22	22.52	20.72	21.63
毛利率(%)	87.07	88.90	88.60	88.39
ROE(%)	20.90	20.70	20.30	20.10
每股收益(元)	0.92	1.13	1.36	1.65
P/E	58.75	47.95	39.72	32.66
P/B	12.28	9.93	8.06	6.57

股价走势



恒瑞医药 沪深300

投资要点

一、事件:

公司公布2017年半年报,公司2017年上半年营收63.45亿元,同比增长20.18%,归属母公司股东净利润15.73亿元,同比增长19.71%,扣非归属母公司股东净利润15.72亿元,同比增长19.22%,符合预期。

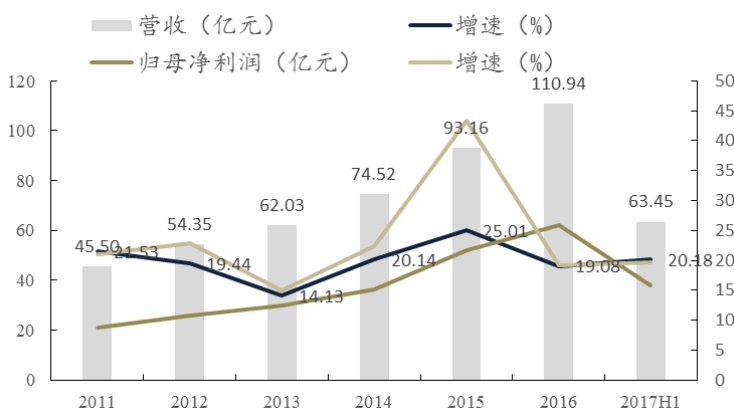
二、我们的观点:

1. 2017H1 业绩稳健增长, 盈利能力稳定上升

公司2017年上半年收入达63.45亿元,同比增长20.18%,归属母公司股东净利润15.73亿元,同比增长19.71%,基本延续近年来稳定的增长速度。

公司业绩增长主要有三个方面支撑。

图表1: 公司营业收入及归母净利润



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

1) 公司研发创新成果不断兑现业绩

公司一直投入巨额资金用于研发,以阿帕替尼为代表的创新药终端销售数据卓越,同时也进一步增强公司致力研发的决心。终端数据显示,

市场数据

收盘价(元)	54.00
一年最低/最高价	35.33/55.65
市净率(倍)	11.13
流通A股市值(亿元)	1521

基础数据

每股净资产(元)	4.85
资产负债率(%)	9.89
总股本(百万股)	2,817
流通A股(百万)	2,816

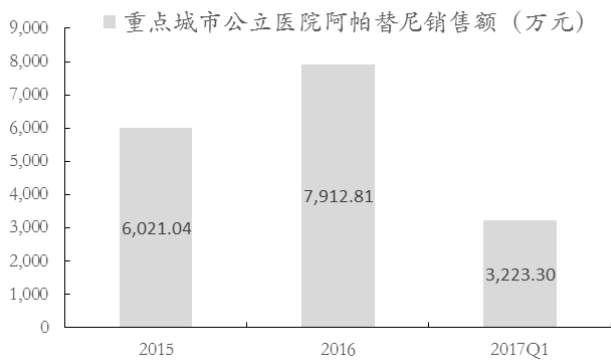
相关研究

- 恒瑞医药(600276)事件点评: 卡泊芬净获批在英国、德国上市 -20170316
- 
- 
- 
-

阿帕替尼上市两三年来凭借公司成熟的科室销售网络以及药品卓越的药效，销量迅速提升，逐渐成为支撑公司业绩的重要保障。根据 PDB 终端数据显示，2017 年样本医院阿帕替尼销售额达 3223 万元，同比增长 192.90%。同时，阿帕替尼通过谈判进入医保目录，谈判医保支付价 136 元（250mg/片）/185.5 元（375mg/片）/204.15 元（425mg/片），较之前最低中标价格降低约 36%，预计公司可能采用取消赠药的策略减小降价对于阿帕替尼销售的影响。截止 2017 年 8 月 8 日，目前全国 13 省公布新医保目录的执行计划，从现有政策来看，进入医保目录的药品在医院销售中的优势还是很明显。青海、山西、海南、吉林、湖北 5 个省份明确提出，未与人社部谈判成功的品种不列入增补名单。因此，通过医保进一步推广阿帕替尼销售，有望受益于招标放量，同时，为后续创新药的推广奠定市场基础。

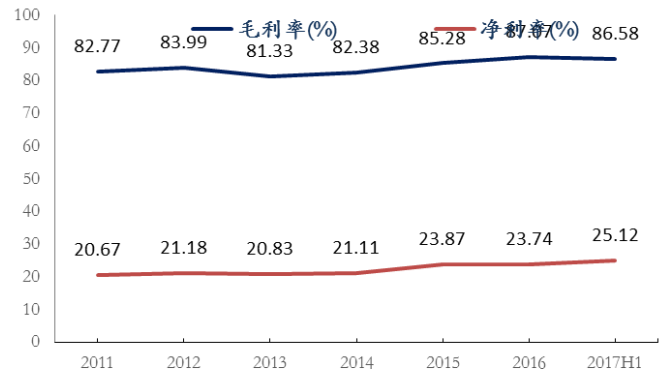
创新药上市也进一步提升公司产品线毛利率水平，强化产品线竞争力量。公司毛利率净利率均有一定提升。

图表 2: 重点城市公立医院阿帕替尼销售情况



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

图表 3: 公司毛利率&净利率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2) 公司海外业务贡献增厚，市场空间大幅提升

2017 年上半年公司继续加大国际化战略的实施力度，积极拓展海外市场。仿制药方面，苯磺顺阿曲库铵注射液、注射用醋酸卡泊芬净等产品获准在海外上市销售。公司注射用醋酸卡泊芬净获得英国、德国的上市许可，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，美国默克原研药 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，市场空间大。此外，出口制剂注射用环磷酰胺等系列产品销售稳步增长。欧、美、日规范市场各项目按计划开展注册申报工作；其他新兴市场如俄罗斯、南美、中东地区等逐步加强注册力度。近期，恒瑞医药向 FDA 申报的多西他赛注射液 ANDA 终于获批，标志着恒瑞具备了在美国市场销售该产品的资格，将对公司拓展美国市场带来积极影响。多西他赛注射液 2016 年全球市场销售额约 9.14 亿美元，美国市场销售额约 1.15 亿美元，中国市场销售额约 3.07 亿美元。

创新药国际化方面，SHR-1316 注射液、注射用 SHR-A1403、SHR9146、SHR8554 注射液

等产品获准在海外开展临床试验。

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。

### 3) 公司产品结构优化，继续加强麻醉、造影等领域产品。

公司以肿瘤药品起家，2016 年公司抗肿瘤药物占整体收入 43%，多年来抗肿瘤药一支独大的局面正在被逐步改变。以手术麻醉、造影剂和特色输液为代表的公司非抗肿瘤药产品在各自治疗领域内逐步扩大市场。

图表 4: 2017Q1 公司样本医院销售额前 20 名药物 (万元)

药物	销售额	类别	药物	销售额	类别
右美托咪定	15392.8	催眠/镇静药	来曲唑	3317.4	激素
多西他赛	12240.1	植物药	阿帕替尼	3223.3	靶向小分子药物
苯磺顺阿曲库铵	11122.5	肌松药	卡培他滨	2307.5	抗代谢药
碘佛醇	9507.5	造影剂	克拉霉素	2010.7	大环内酯和林可酰胺类
碘克沙醇	9142.7	造影剂	培门冬酶	1808.4	其它抗肿瘤药
伊立替康	6839.0	植物药	布托啡诺	1463.8	镇痛药
氯化钠+醋酸钠+枸橼酸钠+氯化钾+氯化镁+葡萄糖酸钙+葡萄糖, 复方	5711.6	静脉输注液及添加剂	唑来膦酸	947.5	骨代谢用药
奥沙利铂	5505.8	铂化合物类	托烷司琼	907.6	止吐药
替加氟+吉美嘧啶+奥替拉西, 复方	4821.1	抗代谢药	七氟烷	902.7	全麻药
头孢噻利	4115.4	头孢菌素类	非布司他	872.9	抗痛风药

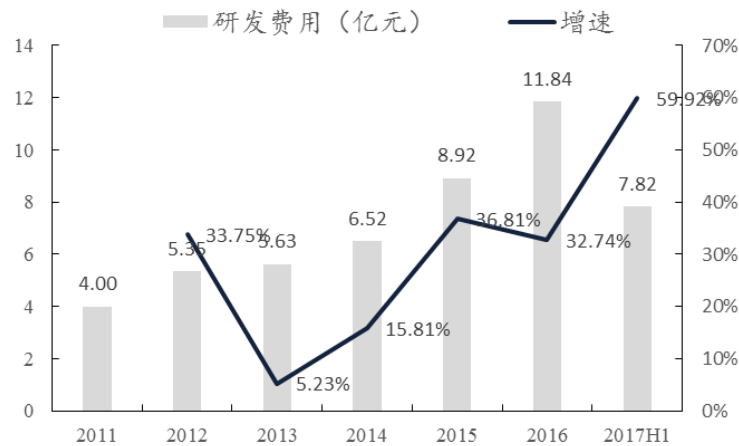
资料来源: PDB、东吴证券研究所

由样本医院数据看出，公司麻醉类药物右美托咪定超过多西他赛，成为恒瑞在样本医院内销售额最高的产品，同时苯磺顺阿曲库铵、碘佛醇、碘克沙醇等肌松药物以及造影剂也成为公司销售的重要组成部分。产品结构优化技能增强发展潜力，同时降低品类单一的风险。

### 2.加大研发力度，丰富公司产品管线，提升国内外竞争力

2017 年上半年公司研发投入 7.82 亿元，同比增长 59.92%，有力地支持了公司的项目研发和创新发展。目前公司有 24 个创新药正处于临床开发阶段，共提交国内新申请 70 件，提交国际 PCT 新申请 21 件，获得中国大陆授权 5 件、台湾授权 3 件、港澳授权 5 件、国外授权 16 件。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，完成 8 个产品的生物等效性试验工作，为药品一致性评价工作奠定基础。

图表 5: 公司研发费用及增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所整理

近期,公司小分子 BTK 抑制剂 SHR1459 获得 CFDA 临床试验批件,并将于近期开展 I 期临床试验,全球唯一一个上市的 BTK 抑制剂为伊布替尼 (ibrutinib) 2013 年获得美国 FDA 的批准,用于 B 细胞淋巴瘤的治疗,2016 年全球销售额达到 21 亿美元,市场空间大。

公司也将于近日开展贝伐珠单抗注射液的 I/II 期临床试验以及注射用甲苯磺酸瑞马唑仑的 III 期临床试验,贝伐珠单抗注射液 2016 年中国市场销售额约为 7035 万美元,中国专利将于 2018 年到期,全球市场 2016 年销售额约为 59 亿美元,同比增长 0.45%。瑞马唑仑是 PaionAG 开发的短效 GABA-A 受体激动剂,该药是一种超速效的镇定/麻醉药,结合了咪达唑仑的安全性与异丙酚的有效性,用于作为手术麻醉剂,恒瑞开发的瑞马唑仑的甲苯磺酸盐,毒性低于苯磺酸盐,这对临床患者来说无疑是提高了安全性。因此,瑞马唑仑未来有望逐渐取代现有麻醉老产品,有望成为销售额超 4 亿的大品种。目前国内仅恒瑞与人福开展瑞马唑仑临床研究,宜昌人福于 2015 年 6 月获批临床,进度晚于公司两年左右。

### 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, EPS 分别为 1.13 元、1.36 元、1.65 元,对应 PE 为 47.95X、39.72X、32.66X。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,我们维持“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。

恒瑞医药三大财务预测表 (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%
<b>营业利润</b>	<b>3024.33</b>	<b>3797.00</b>	<b>4583.58</b>	<b>5575.05</b>	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%
<b>利润总额</b>	<b>3013.18</b>	<b>3797.00</b>	<b>4583.58</b>	<b>5575.05</b>	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%
<b>净利润</b>	<b>2634.19</b>	<b>3227.45</b>	<b>3896.04</b>	<b>4738.80</b>	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%
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2588.95</b>	<b>3172.02</b>	<b>3829.13</b>	<b>4657.41</b>	经营资本增长率	57.97%	38.41%	0.70%	34.73%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>13932.63</b>	<b>16227.38</b>	<b>20798.33</b>	<b>24555.57</b>	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	<b>业绩和估值指标</b>	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
<b>负债合计</b>	<b>1058.24</b>	<b>364.13</b>	<b>1327.04</b>	<b>695.80</b>	净利润	2588.95	3172.02	3829.13	4657.41
资本公积	394.76	394.76	394.76	394.76	EPS	0.92	1.13	1.36	1.65
留存收益	9645.74	12579.17	16120.29	20427.38	BPS	4.40	5.44	6.70	8.23
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>12387.95</b>	<b>15321.39</b>	<b>18862.50</b>	<b>23169.59</b>	PE	58.75	47.95	39.72	32.66
少数股东权益	486.44	541.87	608.79	690.17	PB	12.28	9.93	8.06	6.57
<b>股东权益合计</b>	<b>12874.39</b>	<b>15863.26</b>	<b>19471.29</b>	<b>23859.77</b>	PS	13.71	11.35	9.37	7.69
负债和股东权益合计	13932.63	16227.38	20798.33	24555.57	EV/EBIT	42.43	32.99	26.66	21.65
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EV/EBITDA	38.99	29.64	24.36	20.09
经营性现金净流量	2552.79	1480.00	4104.38	2333.86	EV/NOPLAT	48.30	38.81	31.36	25.47
投资性现金净流量	-2649.59	0.00	0.00	0.00	EV/IC	15.06	12.39	12.45	9.92
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%
<b>现金流量净额</b>	<b>-260.81</b>	<b>1364.06</b>	<b>3999.35</b>	<b>2236.69</b>	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: 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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

