

## 吡咯替尼临床数据优异, 有望加速获批上市

### 投资要点

- **事件:** 公司子公司上海恒瑞近期完成马来酸吡咯替尼片的 II 期临床试验, 并公布吡咯替尼 II 期临床数据。
- **效果优异, 临床数据远超预期。** 公司经过长期的随访与跟踪, 公司公布的吡咯替尼 II 期临床数据效果远超初期公布的数据。在针对治疗经蒽环类和紫杉类药物治疗失败, 且复发/转移后化疗不超过 2 线的乳腺癌患者的 II 期临床试验中, 吡咯替尼组的客观缓解率为 78.5%, 对照组拉帕替尼组的客观缓解率为 57.1%, 吡咯替尼组提升了约 21%; 吡咯替尼组的中位无进展生存期 (PFS) 为 18.1 个月, 拉帕替尼组的 PFS 为 7.0 个月, 吡咯替尼组 PFS 比拉帕替尼组显著延长, 超出拉帕替尼组 PFS159%; 吡咯替尼组与拉帕替尼组相比, 患者的疾病进展或死亡的风险下降了 63.7%, 而且在患者疗效改善的同时, 耐受性良好。
- **有望成为国内乳腺癌小分子靶向治疗重磅品种。** 吡咯替尼是 EGFR/Her2 靶点小分子药物, 目前国外已上市用于该靶点治疗乳腺癌小分子抑制剂有拉帕替尼 (Tykerb, GSK) 和来那替尼 (Nerlynx, Puma 公司)。拉帕替尼于 2007 年获得 FDA 上市批准, 2013 年获准进口国内销售, 2016 年全球销售额约为 1.6 亿美元; 来那替尼于 2017 年 7 月被 FDA 批准上市, 暂无销售数据, 暂未在国内申报。吡咯替尼临床数据大幅优于拉帕替尼, 在晚期 Her2 阳性乳腺癌治疗领域已领先于国内外其他企业, 有望独享国内晚期转移性 Her 阳性乳腺癌市场。
- **近期有望通过临床数据核查, 加快上市步伐。** 预计吡咯替尼将于 12 月份进行临床数据核查, 2018 年上半年获批概率大, 或将成为公司历史上首个、国内第二个以 II 期临床数据获批的创新药品种。上市初期将以晚期 Her2 阳性乳腺癌作为适应症, 后期将逐步拓展至肺癌、胃癌等适应症, 国内市场空间有望突破 30 亿元, 成为公司超级重磅创新药品种。
- **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 63 倍、49 倍、38 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, 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	76	63	49	38
PB	15.19	12.31	9.92	7.92

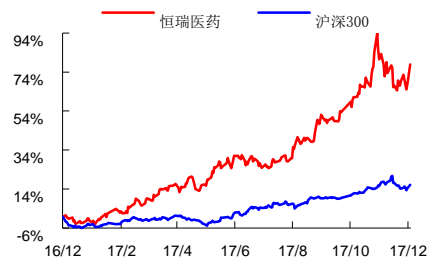
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈进  
执业证号: S1250517100002  
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)	45.26-75.7
总市值(亿元)	1,955.48
总资产(亿元)	165.36
每股净资产(元)	5.12

### 相关研究

1. 恒瑞医药 (600276): 限制性股票激励计划出炉, 高价位执行彰显信心 (2017-11-01)
2. 恒瑞医药 (600276): 业绩符合预期, 大品种研发获突破 (2017-10-19)
3. 恒瑞医药 (600276): 业绩增长符合预期, 静待大品种获批 (2017-08-30)
4. 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)
5. 恒瑞医药 (600276): 阿帕替尼新进国家医保, 放量或将加速 (2017-07-24)
6. 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)

**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	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2592.63</b>	<b>2247.71</b>	<b>2902.00</b>	<b>3542.51</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2649.59</b>	<b>-23.63</b>	<b>-21.83</b>	<b>-19.83</b>
<b>营业利润</b>	<b>3024.33</b>	<b>3706.17</b>	<b>4709.87</b>	<b>6110.49</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>3013.18</b>	<b>3706.16</b>	<b>4706.67</b>	<b>6107.02</b>	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	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-194.89</b>	<b>294.84</b>	<b>-200.28</b>	<b>-251.57</b>
归属母公司股东净利润	2588.95	3123.37	3970.67	5152.04	<b>现金流量净额</b>	<b>-220.97</b>	<b>2518.92</b>	<b>2679.90</b>	<b>3271.12</b>
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	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>资产总计</b>	<b>14330.06</b>	<b>17405.04</b>	<b>21557.81</b>	<b>26955.12</b>	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	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1455.67</b>	<b>1523.48</b>	<b>1842.97</b>	<b>2259.11</b>	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>12874.39</b>	<b>15881.56</b>	<b>19714.84</b>	<b>24696.00</b>	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%
					<b>每股指标</b>				
					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									
EBITDA	3113.76	3969.93	4988.77	6378.42					
PE	75.53	62.61	49.25	37.96					
PB	15.19	12.31	9.92	7.92					
PS	17.63	14.62	11.76	9.28					
EV/EBITDA	50.70	47.46	37.23	28.61					
股息率	0.10%	0.12%	0.14%	0.18%					

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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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