

恒瑞医药(600276)

2018年01月05日

JAK1 抑制剂授权海外企业，公司创新及国际化持续推进 买入(维持)

证券分析师 全铭
S0600517010002
021-60199793
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)	11,093.7	13,401.2	16,227.5	19,778.1
同比	19.1%	20.8%	21.1%	21.9%
净利润(百万元)	2,589.0	3,156.3	3,805.6	4,624.1
同比	19.2%	21.9%	20.6%	21.5%
ROE	20.9%	20.6%	20.2%	20.0%
每股收益(元)	1.10	1.12	1.35	1.64
P/E	76.8	63.0	52.2	43.0
P/B	16.0	13.0	10.6	8.6

投资要点

一、事件:

2018年1月4日，公司与美国 Arcutis 公司在美国达成协议，恒瑞将具有自主知识产权的用于治疗免疫系统疾病的 JAK1 抑制剂(代号“SHR0302”)项目有偿许可给美国 Arcutis 公司。

SHR0302 为恒瑞自主研发且具有知识产权的 JAK1 小分子抑制剂，具有高选择性、高效和延长的血浆半衰期的特点，这样优化的特性旨在提供更大的治疗窗。恒瑞已在中国健康受试者中完成了 I 期临床试验，目前正在 II 期临床试验中继续开发 SHR0302 通过口服给药治疗自身免疫疾病。

恒瑞将自主研发且具有知识产权的用于治疗免疫系统疾病的 JAK1 抑制剂项目有偿许可给美国 Arcutis 公司，Arcutis 公司将获得在美国、欧盟和日本的独家临床开发、注册和市场销售的权利。美国 Arcutis 公司被许可进行研发和销售的 SHR0302 剂型范围为用于皮肤疾病治疗的局部外用制剂。恒瑞最多可获得共 2.23 亿美元的首付款和里程碑款，外加销售提成。

二、我们的观点:

1. SHR0302 许可 Arcutis 有望提升收入。

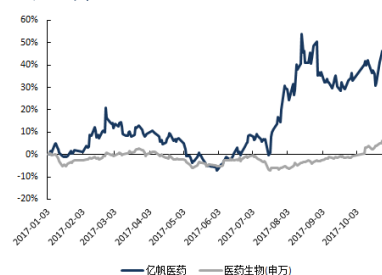
恒瑞最多可获得共 2.23 亿美元的首付款和里程碑款，外加销售提成，收入弹性大。

首付款方面，Arcutis 公司在 2017 年 7 月支付给恒瑞 10 万美元以获得 3 个月的独家协议谈判权。协议签订后 30 天内，Arcutis 公司将向恒瑞支付首付款 40 万美元。从协议签订日起，Arcutis 公司将获得 18 个月的评估期，进行外用制剂的研发和最多至临床 IIa 期的药效概念验证试验。当 Arcutis 公司决定正式引进 SHR0302 时，Arcutis 公司需再向恒瑞支付 150 万美元。

里程碑付款方面:

(1) **开发和上市里程碑付款**: 当 SHR0302 进入美国 Arcutis 公司的 III 期临床试验时，恒瑞可获得 300 万美元。SHR0302 在美国、欧盟和日本成功上市后，Arcutis 公司向恒瑞支付累计不超过 1,750 万美元的里程碑款。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	70.57
一年最低/最高价	37.45/76.92
市净率(倍)	13.78
流通 A 股市值(亿元)	1987

基础数据

每股净资产(元)	5.12
资本负债率(%)	9.38
总股本(百万股)	2,817
流通 A 股(百万股)	2,816

相关研究

1. 推出限制性股票激励计划，业绩承诺高彰显公司发展雄心 -20171104
2. 三季报业绩符合预期，国内外研发创新攻城拔寨 -20171019
3. 公司业绩符合预期，加大研发力度提升公司产品线竞争力 -20170830

(2) **销售业绩里程碑付款**: SHR0302 的年销售额达到不同的目标后, Arcutis 公司向恒瑞支付累计不超过 2 亿美元的里程碑款。

销售提成: SHR0302 在美国、欧盟和日本上市后, 恒瑞按照约定比例从其年销售额中获取提成。

图表 1: 恒瑞与 Arcutis 协议款项



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

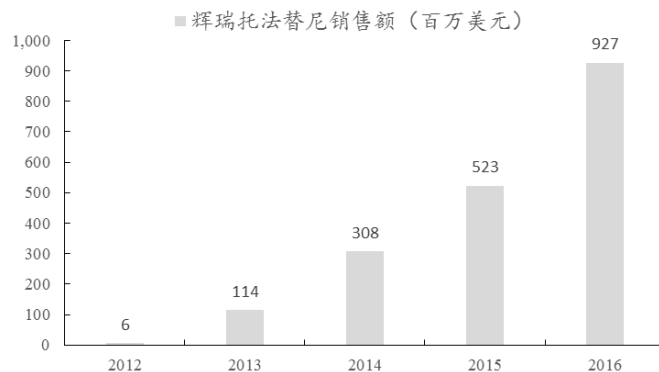
通过许可 Arcutis, 有望进一步提升公司创新品牌和海外业绩。

2 SHR0302 通过海外合作有助于拓宽适应症

SHR0302 为恒瑞自主研发且具有知识产权的 JAK1 小分子抑制剂, 具有高选择性、高效和延长的血浆半衰期的特点, 这样优化的特性旨在提供更大的治疗窗。

恒瑞已在中国健康受试者中完成了 I 期临床试验, 目前正在 II 期临床试验中继续开发 SHR0302 通过口服给药治疗自身免疫疾病类风湿性关节炎, 对标辉瑞的托法替尼, 其是中国唯一上市的 JAK 激酶抑制剂, 托法替尼 2016 年全球销售额约为 9.27 亿美元。公司 SHR0302 潜在市场广泛。

图表 2: 辉瑞托法替尼销售额



资料来源：辉瑞公告，东吴证券研究所

JAK-STAT 信号通路是免疫和造血功能均不可或缺的，多种不同的致炎因子激活此细胞内信号通路引起炎症反应。越来越多的证据表明抑制 JAK 信号通路可被广泛用于治疗皮肤疾病。本次协议中，Acutis 公司被许可进行研发和销售的 SHR0302 剂型范围为用于皮肤疾病治疗的局部外用制剂。

Acutis 位于美国加利福尼亚州门洛公园市。该生物科技公司主要从事医疗性皮肤外用产品的研发和销售。2008 年 11 月 FDA 已批准其 1.2%克林霉素磷酸酯+2.5%过氧化苯甲酰复方凝胶（clindamycinphosphate+benzoylperoxide,Acanya）用于年龄在 12 岁及以上寻常型痤疮患者的新药申请，公司在皮肤外用产品的研发能力可见一斑。Acutis 为美国著名风险投资基金 FrazierHealthcarePartners 投资的公司。

本次协议签订，对 SHR0302 在皮肤科的适用症拓展有非常积极的作用，有利于公司创新以及国际化策略的推进，同时也开拓了新的国际创新合作方式，探索公司后续产品研发上市及海外推广模式。

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 31.56 亿元、38.06 亿元和 46.24 亿元，EPS 分别为 1.12 元、1.35 元、1.64 元，对应 PE 为 63.0X、52.2X、43.0X。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)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11393.2	14392.8	19117.6	23578.1	营业收入	11093.7	13401.2	16227.5	19778.1
现金	4912.2	6973.2	10313.9	13252.5	营业成本	1434.6	1487.5	1849.9	2296.2
应收票据&账款	3447.3	4675.4	5160.4	6827.5	营业税金及附加	202.7	244.8	296.4	361.3
其它应收款	347.9	307.7	486.2	481.5	营业费用	4351.6	5293.5	6409.9	7812.4
预付账款	455.2	276.7	633.5	496.3	管理费用	2266.4	2747.2	3326.6	4054.5
存货	636.6	565.7	929.5	926.5	财务费用	-165.9	-154.2	-215.0	-285.6
其他	1594.0	1594.0	1594.0	1594.0	资产减值损失	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
非流动资产	2936.8	2526.7	2116.6	1708.8	公允价值变动收 益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	14.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	1676.9	2097.3	1720.7	1344.1	营业利润	3024.3	3787.5	4564.8	5544.5
无形资产	284.7	253.5	222.4	191.2	营业外损益	-11.1	-9.3	-9.3	-9.3
其他	975.2	175.9	173.5	173.5	利润总额	3013.2	3778.2	4555.4	5535.2
资产总计	14330.1	16919.5	21234.2	25287.0	所得税	379.0	566.7	683.3	830.3
流动负债	1364.9	980.3	1709.1	1404.8	净利润	2634.2	3211.5	3872.1	4704.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	45.2	55.2	66.5	80.8
应付账款	755.0	552.5	1073.6	944.7	归属母公司净利 润	2589.0	3156.3	3805.6	4624.1
其他	609.8	427.8	635.5	460.0	EBITDA	3142.5	4059.8	4776.3	5683.0
非流动负债	90.8	90.8	90.8	90.8	EPS (元)	1.10	1.12	1.35	1.64
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	90.8	90.8	90.8	90.8	主要财务比率				
负债合计	1455.7	1071.0	1799.9	1495.6	营业收入增速	19.1%	20.8%	21.1%	21.9%
发行在外股本	2347.5	2816.9	2816.9	2816.9	归母公司净利润 增速	19.2%	21.9%	20.6%	21.5%
少数股东权益	486.4	541.6	608.1	688.9	毛利率	87.1%	88.9%	88.6%	88.4%
归属母公司股东权益	12388.0	15306.8	18826.2	23102.5	净利率	23.7%	24.0%	23.9%	23.8%
负债和股东权益	14330.1	16919.5	21234.2	25287.0	ROE	20.9%	20.6%	20.2%	20.0%
现金流量表					ROIC	48.4%	38.9%	41.6%	48.8%
经营活动现金流	2592.6	2172.7	3440.4	3029.2	资产负债率	10.2%	6.3%	8.5%	5.9%
折旧摊销	255.4	415.3	415.3	413.0	总资产周转率	0.77	0.79	0.76	0.78
营运资金变动	99.1	3384.2	3996.0	4764.9	P/E	76.8	63.0	52.2	43.0
投资活动现金流	-2649.6	-7.9	-7.9	-7.9	P/B	16.0	13.0	10.6	8.6
筹资活动现金流	-194.9	-103.7	-91.8	-82.7	EV/EBITDA	51.3	47.4	39.6	32.8
现金净增加额	-221.0	2061.1	3340.7	2938.6	每股净资产(元)	5.28	5.43	6.68	8.20

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>

