

恒瑞医药(600276)

2018年4月16日

业绩符合预期，研发投入加大推进创新药品上市

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	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,835.6	17,225.4	21,559.3	27,253.1
同比	24.7%	24.5%	25.2%	26.4%
净利润(百万元)	3,216.6	4,002.5	4,982.5	6,248.1
同比	24.2%	24.4%	24.5%	25.4%
ROE	20.9%	20.9%	20.8%	20.9%
每股收益(元)	1.14	1.41	1.76	2.21
P/E	71.4	57.4	46.1	36.8
P/B	14.9	12.0	9.6	7.7

投资要点

一、事件:

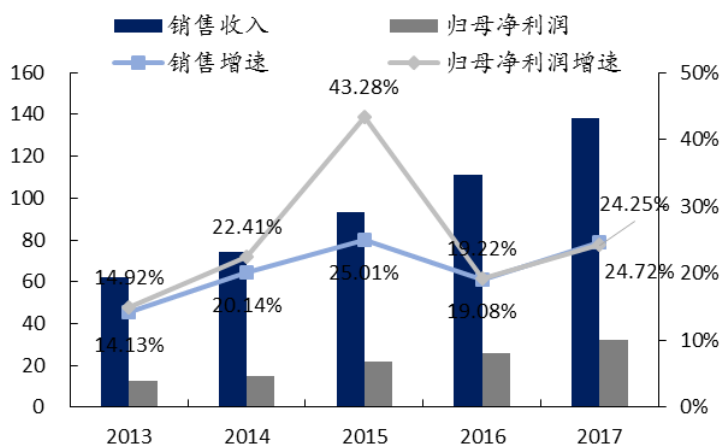
公司公布2017年报,公司2017年营收138.36亿元,同比增长24.72%,归属母公司股东净利润32.17亿元,同比增长24.25%,扣非归属母公司股东净利润31.01亿元,同比增长19.76%,公司第四季度营收37.70亿元,同比增长33.21%,归母净利润8.89亿元,同比增长34.61%,符合预期。

二、我们的观点:

1. 收入增速超预期,2017年Q4业绩加速增长,盈利能力维持稳定

公司2017年营收138.36亿元,同比增长24.72%,归属母公司股东净利润32.17亿元,同比增长24.25%,扣非归属母公司股东净利润31.01亿元,同比增长19.76%。毛利率、净利率分别为86.63%、23.80%,毛利率同比下降0.44个百分点,主要由于心血管类以及其他品类药品毛利率分别下降1.80、1.39个百分点,公司净利率上升0.06个百分点。公司2017Q4营收37.70亿元,同比增长33.21%,归母净利润8.89亿元,同比增长34.61%,环比增长17.90%,呈现出逐年以及逐季加速的过程。

图表1: 公司营业收入及归母净利润(亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

股价走势



市场数据

收盘价(元)	81.08
一年最低/最高价	43.94/89.23
市净率(倍)	14.93
流通A股市值(亿元)	2284

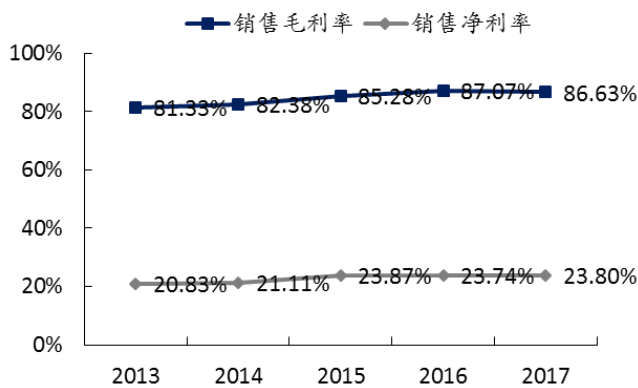
基础数据

每股净资产(元)	5.43
资产负债率(%)	11.62
总股本(百万股)	2833
流通A股(百万)	2817

相关研究

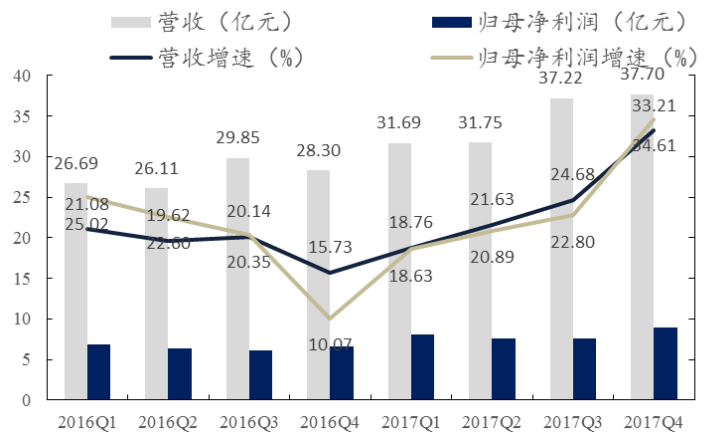
1. 公司业绩符合预期,加大研发力度提升公司产品线竞争力 -20170830
2. 恒瑞医药(600276)事件点评:卡泊芬净获批在英国、德国上市 -20170316

图表 2: 公司毛利率&净利率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 3: 公司 2016Q1-2017Q4 收入利润情况

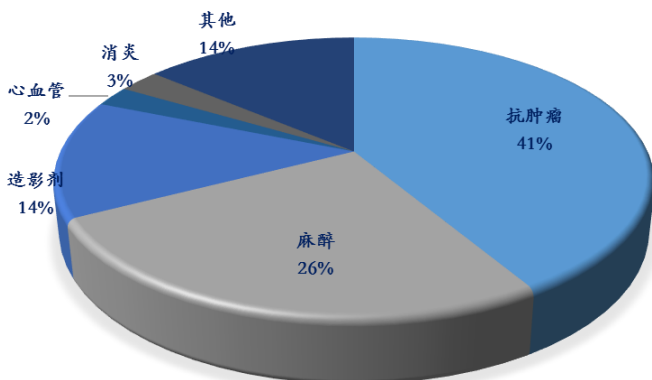


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 公司产品结构多样化, 抗肿瘤麻醉保持高增长, 造影剂占比提升

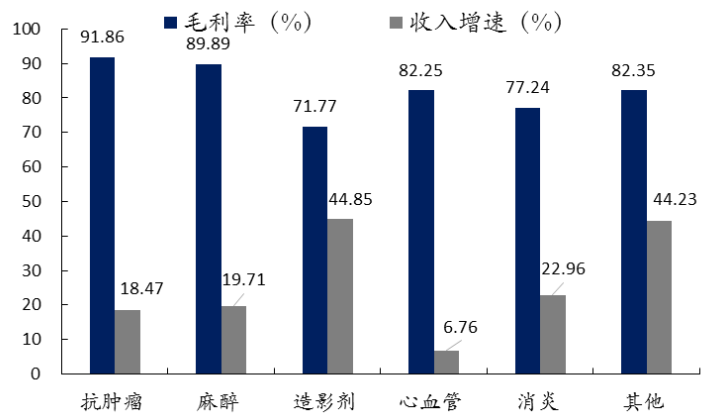
公司以肿瘤药品起家, 2017 年公司抗肿瘤药物占整体收入 41%, 多年来抗肿瘤药一支独大的局面正在被逐步改变。以手术麻醉、造影剂和特色输液为代表的公司非抗肿瘤药产品在各自治疗领域内逐步扩大市场。造影剂 2017 年同比增长 44.85%, 逐步成为公司一大支柱。

图表 4: 2017 年公司收入构成



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 各产品线毛利率及收入增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 2017 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	18.16%
	替吉奥胶囊	10.96%
	注射用盐酸伊立替康	18.18%
	来曲唑片	36.84%
	多西他赛注射液	23.18%
	注射用奥沙利铂	19.30%

	甲磺酸阿帕替尼片	73.55%
造影剂产品	碘克沙醇注射液	66.40%
	碘佛醇注射液	20.52%
手术麻醉产品	盐酸右美托咪定注射液	30.66%
	吸入用七氟烷	21.59%
	注射用顺苯磺酸阿曲库铵	14.93%

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

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落地，该药品迎来放量期。阿帕替尼降价幅度约为 37%，PDB 样本医院阿帕替尼销售金额同比增长 53.52%，逐季度数据看，公司阿帕替尼 Q3、Q4 销量增速较 Q2 呈现再度上升趋势，分别为 140%、157%。

在其他品种的销量方面，环磷酰胺 (+18.16%)、注射用盐酸伊立替康 (+18.18%)、来曲唑片 (+36.84%)、多西他赛注射液 (+23.18%) 均保持了稳定的高速增长。

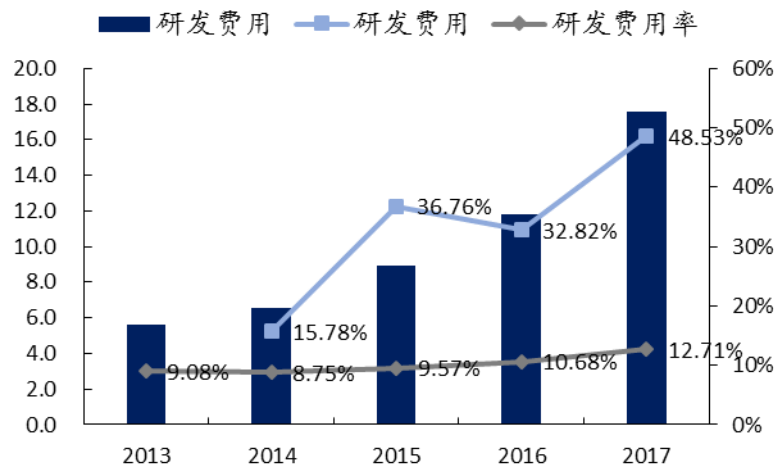
2) 手术麻醉产品：公司重点品种右美托咪定占国内绝大部分的市场份额，2017 年公司右美托咪定销量同比增长 30.66%，随着市场不断扩容以及右美托咪定被纳入新版医保目录，该产品今年随着药品招标落地仍然具备较大的上涨空间。此外，吸入用七氟烷销量同比增长 21.59%，公司七氟烷超过市场份额超过 50%，未来将保持持续稳定增长。

3) 造影剂产品：主要产品带动造影剂产品线保持 44.85% 高增速。公司碘克沙醇销量同比增长 66.40%，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 20.52%，目前市场占比超过 80%，整体市场增速基本保持在 20% 左右。

3. 大力投入研发丰富产品线，重磅品种收获在望

研发创新是公司赖以生存的根本。2017 年公司累计投入研发资金 17.59 亿元，同比增长 48.53%，研发投入占销售收入的比重达到 12.71%，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。

图表 7：公司研发费用情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司目前以抗肿瘤药、手术麻醉用药、造影剂、重大疾病以及尚未有有效治疗药物的领域为重点科研方向，形成了庞大的产品研发管线。2017 年，公司有 17 个创新药正在临床开发。在创新药开发上，已基本形成了每年都有创新药申请临床，每 2-3 年都有创新药上市的良好发

展态势。公司研发管线中,包含了 C-MetADC、PD-1、PD-L1 等新药以及马来酸吡咯替尼片等重磅药品。2017 年,公司注射用 SHR-A1403、SHR-9146、SHR-1316 注射液、SHR-8554 注射液、SHR-1314 注射液等产品获准在海外开展临床试验。

图表 8: 公司主要在研品种

研发项目	药(产)品基本信息	研发(注册)所处阶段	进展情况	累计研发投入(万元)	已申报的厂家数量	已批准的国产仿制厂家数量
马来酸吡咯替尼及片	新化 1	申报生产	CDE 评审中	52,000	1	0
PD-1	治疗用生物制品	临床	III 期	11,152	大于 10	0
脯氨酸恒格列净及片	化 1.1	临床	III 期	5,940	1	0
海曲泊帕乙醇胺及片	化 1.1	临床	III 期	7,575	1	0
ET-743	新化 3	在研	在研	2,417	1	0
阿齐沙坦片	新化 3	申报生产	CDE 评审中	995	1	0
注射用替莫唑胺	新化 3	申报生产	CDE 评审中	361	1	0
吸入用地氟烷	化 6	申报生产	CDE 评审中	3,090	1	0
地氟烷	化 3.1	申报临床	CDE 评审中	1	0	
苯磺顺阿曲库铵注射液	化 6	申报生产	CDE 评审中	2,170	1	0
注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	化 6	申报生产	CDE 评审中	3,042	3	0

资料来源:公司公告、东吴证券研究所

4. 坚定国际化战略, 制剂出口+品种引进迎来收获期

2017 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,实现海外销售收入 6.37 亿元。

创新药国际化: 注射用 SHR-A1403、SHR9146、SHR-1316 注射液、SHR8554 注射液、SHR-1314 注射液等产品获准在海外开展临床试验。

仿制药国际化: 苯磺顺阿曲库铵注射液、多西他赛注射液、盐酸右美托咪定注射液在美国获批,注射用卡泊芬净和地氟烷在欧洲获批,注射用环磷酰胺等系列产品销售稳步增长。欧、美、日高端法规市场各项目按计划开展注册申报工作,2017 年分别向美国 FDA 递交了 4 个注射剂、2 个原料药,向日本递交 1 个注射剂,向欧洲递交 1 个片剂、1 个原料药的注册申请;其他新兴市场如澳大利亚、南非、中东地区等国家也逐步加强注册力度。

三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2018-2020 年公司销售收入为 172.25 亿元、215.59 亿元和 272.53 亿元,归属母

公司净利润为 40.03 亿元、49.83 亿元和 62.48 亿元，EPS 分别为 1.41 元、1.76 元、2.21 元，对应 PE 为 57.4X、46.1X、36.8 X。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。

恒瑞医药盈利预测表 (百万元)

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	利润表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	14468.5	18835.8	23964.0	30728.6	营业收入	13835.6	17225.4	21559.3	27253.1
现金	4267.1	6781.3	10544.7	14456.3	营业成本	1849.9	2273.3	2807.8	3501.9
应收票据&账款	4177.4	5315.3	6565.7	8453.1	营业税金及附加	253.6	306.1	383.1	484.2
其它应收款	260.0	496.9	450.4	747.1	营业费用	5188.9	6266.4	7921.5	10113.7
预付账款	330.1	635.0	557.0	929.6	管理费用	2952.7	3565.8	4507.6	5755.1
存货	789.7	963.0	1201.8	1498.2	财务费用	-36.6	-61.1	-115.8	-181.2
其他	4644.3	4644.3	4644.3	4644.3	资产减值损失	15.1	5.7	5.7	5.7
非流动资产	3570.9	3454.2	3337.5	3223.7	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	38.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	1997.9	2965.0	2851.2	2737.4	营业利润	3650.8	4869.2	6049.4	7573.7
无形资产	279.3	279.3	279.3	279.3	营业外损益	(48.6)	(48.6)	(48.6)	(48.6)
其他	1293.7	209.9	207.1	207.1	利润总额	3602.1	4820.5	6000.8	7525.1
资产总计	18039.4	22289.9	27301.5	33952.3	所得税	427.3	723.1	900.1	1128.8
流动负债	2050.4	2442.6	2594.1	3150.3	净利润	3174.8	4097.5	5100.7	6396.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	76.3	94.9	118.2	148.2
应付账款	733.7	1095.8	1163.9	1654.4	归属母公司净利润	3216.6	4002.5	4982.5	6248.1
其他	1316.7	1346.8	1430.2	1496.0	EBITDA	3834.8	4807.2	5916.8	7351.9
非流动负债	45.8	0.0	0.0	0.0	EPS (元)	1.14	1.41	1.76	2.21
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	45.8	0.0	0.0	0.0					
负债合计	2096.2	2442.6	2594.1	3150.3	主要财务比率				
发行在外股本	2832.6	2832.6	2832.6	2832.6	营业收入增速	24.7%	24.5%	25.2%	26.4%
少数股东权益	575.4	670.3	788.5	936.8	归母公司净利润增 速	24.2%	24.4%	24.5%	25.4%
归属母公司股东权益	15367.8	19177.0	23918.9	29865.3	毛利率	86.6%	86.8%	87.0%	87.2%
负债和股东权益	18039.4	22289.9	27301.5	33952.3	净利率	23.8%	23.8%	23.7%	23.5%
					ROE	20.9%	20.9%	20.8%	20.9%
现金流量表					ROIC	40.7%	34.5%	37.9%	43.5%
经营活动现金流	2547.4	2670.3	3850.5	3973.4	资产负债率	11.6%	11.0%	9.5%	9.3%
折旧摊销	320.1	111.0	111.0	108.1	总资产周转率	0.77	0.77	0.79	0.80
营运资金变动	-660.5	3975.1	4976.7	6208.4	P/E	71.4	57.4	46.1	36.8
投资活动现金流	-3375.6	-87.1	-41.3	-41.3	P/B	14.9	12.0	9.6	7.7
筹资活动现金流	219.5	-69.0	-45.7	-20.5	EV/EBITDA	58.9	46.5	37.2	29.4
现金净增加额	4267.1	6781.3	10544.7	14456.3	每股净资产(元)	5.43	6.77	8.44	10.54

数据来源: wind 资讯, 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>

