

# 恒瑞医药 (600276.SH)

## 动态分析

### 业绩符合预期，国内外双线布局将助力公司进一步成长

#### 投资要点

- ◆ **深耕抗肿瘤、麻醉、造影三大板块，业绩稳健增长：**公司发布 2017 年年报，全年实现营业收入 86.63 亿元，同比增长 24.72%；归母净利润 32.2 亿元，同比增长 24.25%。抗肿瘤药物、手术麻醉药物、造影剂合计贡献了 80% 以上的收入，是公司目前主要的收入来源。其中，阿帕替尼、右美托咪定、碘克沙醇分别是 2017 年抗肿瘤药物、麻醉药物和造影剂增长的重要因素。在费用端，近几年销售费用率相对稳定，持续增长的研发投入导致管理费用率不断增长，但同时也是公司在研产品陆续上市的重要保障。
- ◆ **重点品种市场格局稳定向好：(1) 抗肿瘤药物：**阿帕替尼是公司自主研发的 VEGFR 小分子靶向创新药，上市时间还不长，增长潜力很大；伊立替康的市场份额稳步增长，多西他赛、来曲唑、替吉奥的市场份额相对稳定，奥沙利铂和环磷酰胺受原研厂家的竞争市场份额有所下滑，但已基本止住继续下滑的趋势。在抗肿瘤药物板块，公司成熟的品种大多市场份额稳定，新晋品种增长较快，将持续享受抗肿瘤药物市场需求增长带来的红利。(2) **手术麻醉药品：**随着恩华药业等竞争对手陆续进入市场，公司右美托咪定的市场份额遭到部分蚕食，但从体量上来看，公司仍是市场上绝对的龙头，市场地位难以撼动。阿曲库铵的市场份额相对稳定，而七氟烷的市场份额则呈现快速增长的趋势。在麻醉镇静领域，公司始终稳坐市场的头把交椅，地位稳固。(3) **造影剂：**公司碘佛醇的市场份额已经很高，2017 年达到 90%；碘克沙醇市场份额快速增长，目前也已超过 50%。造影剂业务未来有望持续保持较高的增长水平。
- ◆ **国内外布局稳步推进，变革浪潮中将享受政策红利：**公司拥有丰富的在研产品储备，我们预计吡咯替尼、紫杉醇（白蛋白结合型）、聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子（HHPG-19K）等重磅品种有望今年获批上市，同时 PD-1 单抗不出意外的话也将于年内申报生产。同时公司也通过海外授权和产品海外申报上市的方式积极开拓海外市场，坚持走国际化的发展路线。此外，在医保控费、鼓励创新和高端仿制的医改大背景下，公司受到的负面影响非常有限，反而会在国内医药环境的变革浪潮中进一步成长，未来几个重点布局的药物板块也有望继续维持健康的成长。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.35、1.69 和 2.24 元。基于（1）已上市重点产品销售的稳健增长（2）公司丰富的在研产品管线和国内创新药龙头的估值溢价（3）在医改的变革中公司有望享受政策红利，我们维持公司买入-A 评级。
- ◆ **风险提示：**研发风险，政策风险，市场竞争加剧。

医药 | 化学制剂 III

投资评级

**买入-A(维持)**

股价(2018-04-17)

80.87 元

#### 交易数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元)  | 229,076.25    |
| 流通市值 (百万元) | 227,801.33    |
| 总股本 (百万股)  | 2,832.65      |
| 流通股本 (百万股) | 2,816.88      |
| 12 个月价格区间  | 48.41/89.23 元 |

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 4.89  | 20.94 | 84.95 |
| 绝对收益 | -1.32 | 9.97  | 80.12 |

#### 分析师

 王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

 李伟  
 liwei@huajinsec.cn  
 021-20377053

#### 相关报告

恒瑞医药：地氟烷美国首仿上市，国际化征程再进一步 2018-03-01

恒瑞医药：BTK 抑制剂授权 TG Therapeutics，“走出去”战略加速推进 2018-01-11

## 财务数据与估值

| 会计年度      | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入(百万元) | 11,093.7 | 13,835.6 | 16,896.1 | 21,153.9 | 27,923.1 |
| 同比增长(%)   | 19.1%    | 24.7%    | 22.1%    | 25.2%    | 32.0%    |
| 营业利润(百万元) | 3,024.3  | 3,807.8  | 4,475.8  | 5,636.7  | 7,460.2  |
| 同比增长(%)   | 18.2%    | 25.9%    | 17.5%    | 25.9%    | 32.4%    |
| 净利润(百万元)  | 2,589.0  | 3,216.6  | 3,813.7  | 4,800.7  | 6,356.8  |
| 同比增长(%)   | 19.2%    | 24.2%    | 18.6%    | 25.9%    | 32.4%    |
| 每股收益(元)   | 0.91     | 1.14     | 1.35     | 1.69     | 2.24     |
| PE        | 88.5     | 71.2     | 60.1     | 47.7     | 36.0     |
| PB        | 18.5     | 14.9     | 11.9     | 9.7      | 7.9      |

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 一、深耕抗肿瘤、麻醉、造影三大板块，业绩稳健增长 ..... | 4 |
| 二、重点品种市场格局稳定向好 .....           | 5 |
| 三、国内外布局稳步推进，变革浪潮中将享受政策红利 ..... | 7 |
| 四、盈利预测 .....                   | 8 |
| 五、风险提示 .....                   | 8 |

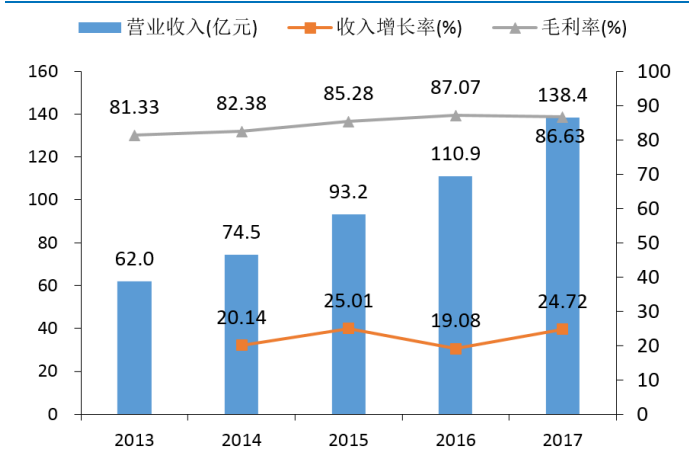
## 图表目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 图 1：2013-2017 年公司营业收入和毛利率 .....     | 4 |
| 图 2：2013-2017 年公司（扣非）归母净利润 .....    | 4 |
| 图 3：2017 年公司各业务收入占比 .....           | 4 |
| 图 4：2017 年公司各业务毛利率 .....            | 4 |
| 图 5：2013-2017 年公司“三费”情况 .....       | 5 |
| 图 6：2013-2017 年公司研发费用 .....         | 5 |
| 图 7：2013-2017 年公司部分抗肿瘤药物市场份额 .....  | 6 |
| 图 8：2013-2017 年公司部分手术麻醉药物市场份额 ..... | 6 |
| 图 9：2013-2017 年公司部分造影药物市场份额 .....   | 7 |
| 表 1：恒瑞医药获 FDA 批准上市产品 .....          | 7 |

## 一、深耕抗肿瘤、麻醉、造影三大板块，业绩稳健增长

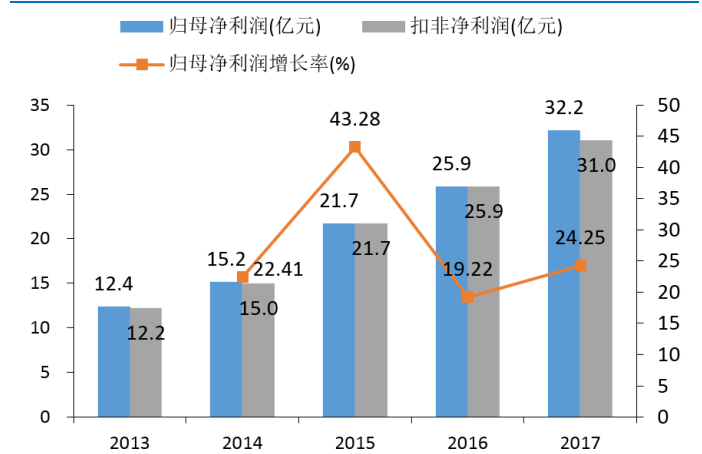
公司发布 2017 年年报，全年实现营业收入 86.63 亿元，同比增长 24.72%；归母净利润 32.2 亿元，同比增长 24.25%。近五年来，公司的营业收入一直维持在 20% 左右的稳定增长，毛利率水平在前期的上涨后逐渐趋于稳定，保持在 86% 附近；归母净利润也持续增长。然而，2017 年非经常性损益高达 1.15 亿，远高于前几年的水平，主要由于政府补助计入当期损益数额较大（1.55 亿）所致。因此，2017 年扣非净利润增速为 19.76%，低于归母净利润的增长，但也保持相对稳定。

图 1：2013-2017 年公司营业收入和毛利率



资料来源：公司年报，华金证券研究所

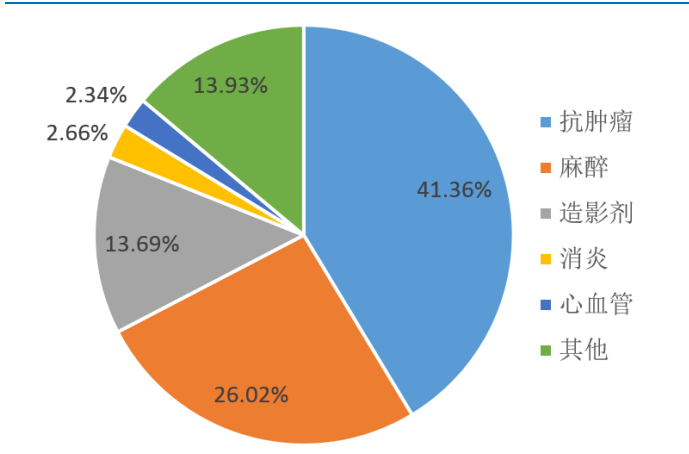
图 2：2013-2017 年公司（扣非）归母净利润



资料来源：公司年报，华金证券研究所

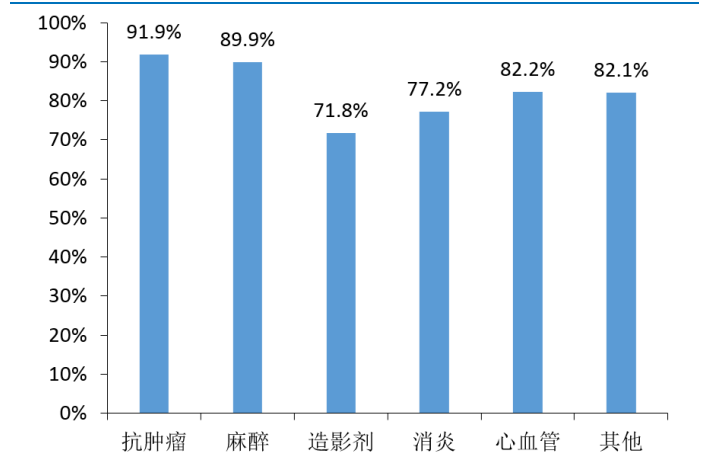
把收入进行拆分，抗肿瘤药物、手术麻醉药物、造影剂合计贡献了 80% 以上的收入，是公司目前主要的收入来源。2017 年，抗肿瘤药物销售额增长 18.47%，其中阿帕替尼销量增长 73.55%，是该类药物增长的重要助力，也是该业务板块未来一个较大的增长点；手术麻醉药物销售额增长 19.71%，其中右美托咪定的销量增速为 30.66%，是该类药物增长的关键因素；造影剂销售额增长 44.85%，碘克沙醇 66.40% 的销量增长是一个重要原因。横向比较各业务板块，抗肿瘤药物和手术麻醉药物的毛利率较高，均在 90% 左右，领先其他几类药品。

图 3：2017 年公司各业务收入占比



资料来源：公司年报，华金证券研究所

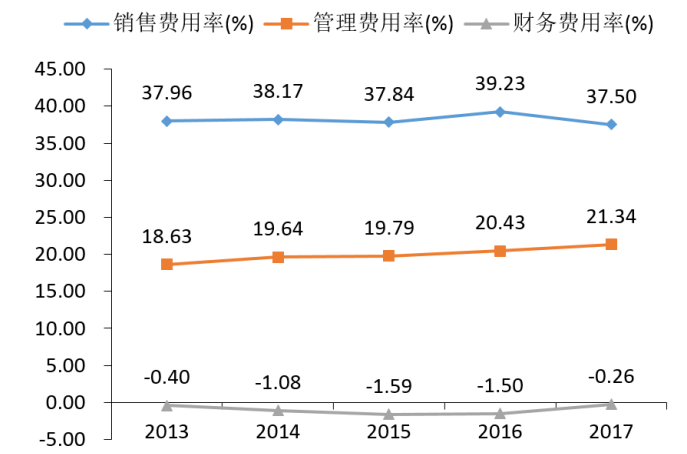
图 4：2017 年公司各业务毛利率



资料来源：公司年报，华金证券研究所

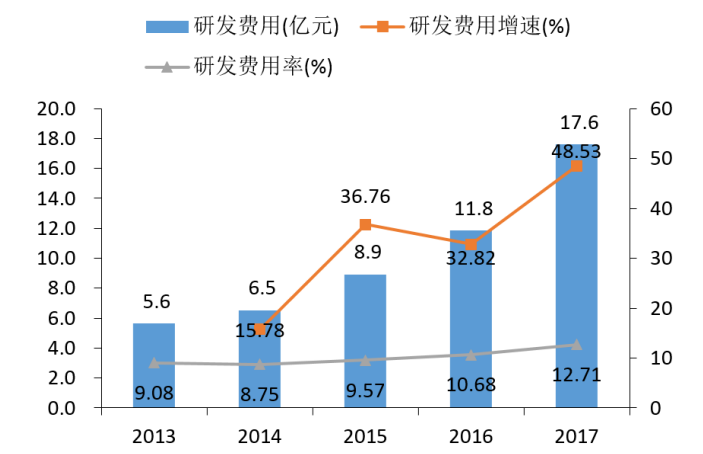
在费用端，近几年销售费用率相对稳定；管理费用率有所增长，研发费用增长较快是重要因素。2017年研发费用高达17.6亿，同比增长48.53%。较高的研发投入也是公司多年来持续不断地有新产品面世的重要保障。随着未来在研产品的陆续上市，前期高投入的研发费用将逐渐得到回报，形成良性循环。

图 5: 2013-2017 年公司“三费”情况



资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 6: 2013-2017 年公司研发费用

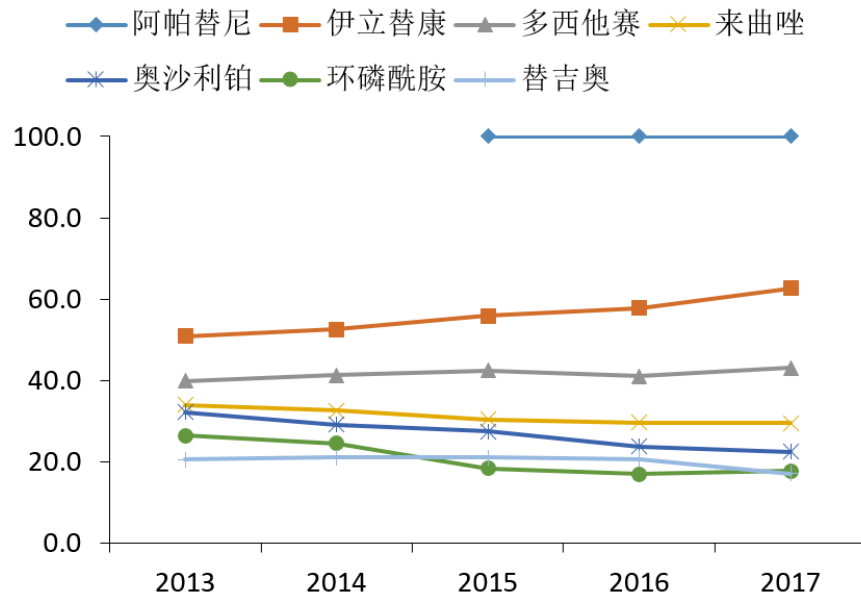


资料来源：公司年报，华金证券研究所

## 二、重点品种市场格局稳定向好

公司的抗肿瘤药物主要包括阿帕替尼、伊立替康、多西他赛、来曲唑、奥沙利铂、环磷酰胺、替吉奥等，产品线丰富。阿帕替尼是公司自主研发的 VEGFR 小分子靶向创新药，上市时间还不长，增长潜力很大；除此之外，根据 2013-2017 年国内样本医院的数据，其他几个更加成熟的抗肿瘤药物中，伊立替康的市场份额稳步增长，2017 年已达到 62.7%；多西他赛、来曲唑、替吉奥的市场份额相对稳定；奥沙利铂和环磷酰胺的市场份额有所下滑，均是由于原研厂家市场份额增长所致。根据近两年的市场数据，公司奥沙利铂和环磷酰胺市场份额下滑的趋势已经基本止住。综合来看，在抗肿瘤药物板块，公司成熟的品种大多市场份额稳定，新晋品种增长较快，将持续享受抗肿瘤药物市场需求增长带来的红利。

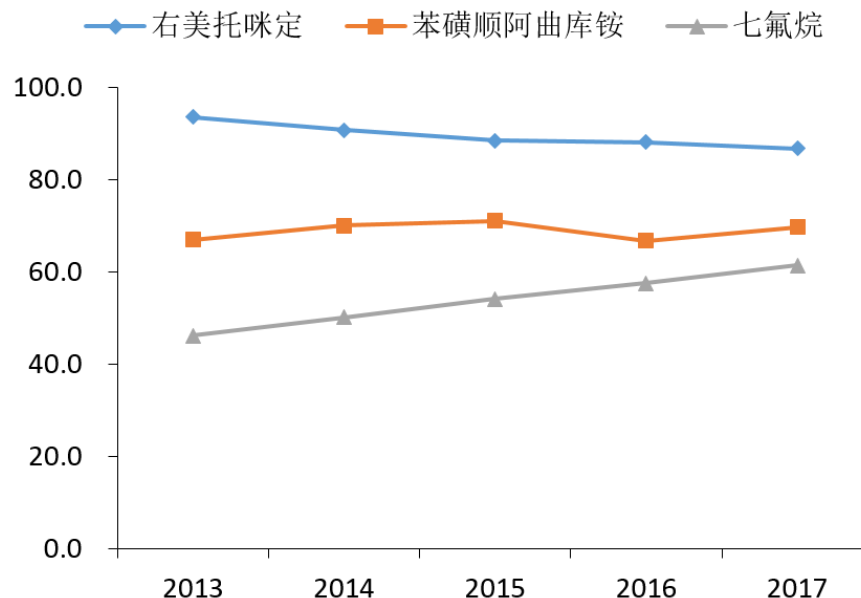
图 7: 2013-2017 年公司部分抗肿瘤药物市场份额



资料来源: PDB, 华金证券研究所

公司深耕手术麻醉药品领域多年, 主要产品包括右美托咪定、阿曲库铵、七氟烷等。右美托咪定一直以来都是公司麻醉药物板块最重要的产品, 市场份额更是长年保持在 85%以上。随着恩华药业等竞争对手陆续进入市场, 公司右美托咪定的市场份额遭到部分蚕食, 但从体量上来看, 公司仍是市场上绝对的龙头, 市场地位难以撼动。阿曲库铵的市场份额相对稳定, 而七氟烷的市场份额则呈现快速增长的趋势。在麻醉镇静领域, 公司始终稳坐市场的头把交椅, 地位稳固。

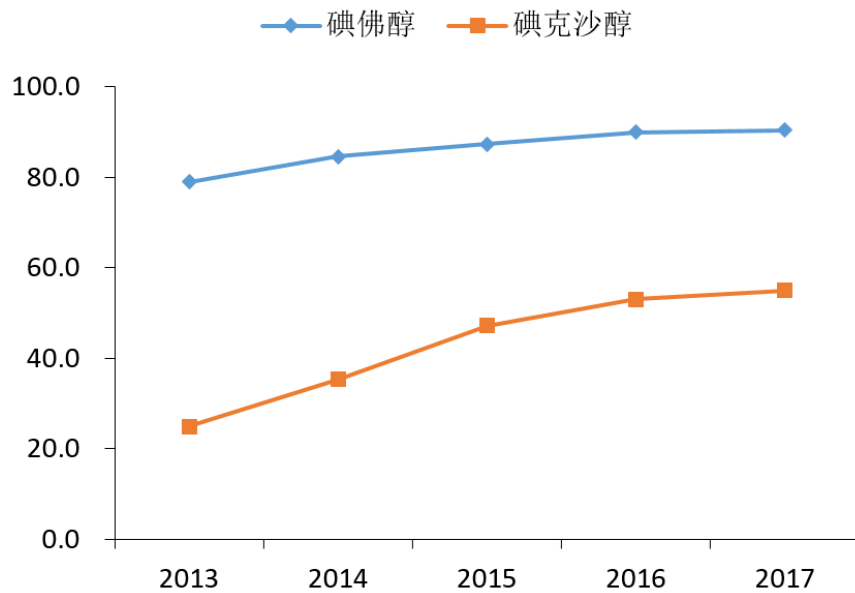
图 8: 2013-2017 年公司部分手术麻醉药物市场份额



资料来源: PDB, 华金证券研究所

造影剂同样也是公司早年就开始大力发展的业务板块, 主要以碘佛醇和碘克沙醇为代表。公司碘佛醇的市场份额已经很高, 随着近年的持续增长, 2017 年达到 90%; 碘克沙醇市场份额快速增长, 目前也已超过 50%。造影剂业务未来有望持续保持较高的增长水平。

图 9: 2013-2017 年公司部分造影药物市场份额



资料来源: PDB, 华金证券研究所

### 三、国内外布局稳步推进，变革浪潮中将享受政策红利

除了已经上市的几大类产品，公司还有丰富的在研产品储备。我们预计吡咯替尼、紫杉醇（白蛋白结合型）、聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子（HHPG-19K）等重磅品种有望今年获批上市，同时 PD-1 单抗不出意外的话也将于年内申报生产。公司目前已经基本形成了“高端仿制+创新药”的产品线布局，根据产品的研发进度，未来几年将持续有新产品上市。

在布局国内市场的同时，公司近年来也大力开拓海外市场，坚持走国际化的发展路线。（1）积极推进海外授权，包括 PD1 单抗授权给 Incyte 公司（由于 Incyte 之后收购了另一个 PD1 单抗产品，该项目现已终止）、JAK1 抑制剂药物授权给美国 Arcutis 公司、BTK 抑制剂药物授权给 TG 公司等；（2）产品海外申报上市，目前共有 10 个品种获得 FDA 批准，未来还有卡泊芬净、卡培他滨、磺达肝葵钠等品种有望陆续获得 FDA 批准上市，从而逐步实现公司与国际的接轨。

表 1: 恒瑞医药获 FDA 批准上市产品

| 药品       | 剂型   | 批准日期       | 适应症  |
|----------|------|------------|------|
| 伊立替康     | 注射剂  | 2011.12.16 | 大肠癌  |
| 来曲唑      | 片剂   | 2013.5.16  | 乳腺癌  |
| 奥沙利铂     | 注射剂  | 2014.6.18  | 结直肠癌 |
| 环磷酰胺     | 注射剂  | 2014.10.31 | 肿瘤   |
| 七氟烷      | 吸入制剂 | 2015.11.3  | 麻醉   |
| 顺苯磺酸阿曲库铵 | 注射剂  | 2017.1.27  | 肌肉松弛 |
| 多西他赛     | 注射剂  | 2017.2.15  | 乳腺癌  |
| 右美托咪定    | 注射剂  | 2017.9.19  | 麻醉   |
| 加巴喷丁     | 胶囊剂  | 2017.10.26 | 癫痫   |
| 地氟烷      | 吸入制剂 | 2018.2.26  | 麻醉   |

资料来源: 医药魔方, 华金证券研究所

另一方面，国内日益老龄化的人口结构决定了未来几十年里医保收入难以维持稳定增长，要防止医保资金出现缺口，只能减少医保支出。而老年人口的数量是持续增长的，在保证刚性支出的前提下，调整医保费用结构、减少疗效不明确的药物和辅助用药的使用几乎成了唯一的调控手段。相应地，这两年来监管部门陆续出台了多项鼓励创新和推动高端仿制的医药政策，引导行业良性发展。公司的药物产品线基本由临床疗效明确的治疗性药物组成，符合医改的方向，因此在医保控费的大环境下，公司受到的负面影响非常有限，反而会在国内医药环境的变革浪潮中进一步成长，未来几个重点布局的药物板块也有望继续维持健康的成长。

## 四、盈利预测

我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.35、1.69 和 2.24 元。基于（1）已上市重点产品销售的稳健增长（2）公司丰富的在研产品管线和国内创新药龙头的估值溢价（3）在医改的变革中公司有望享受政策红利，我们维持公司买入-A 评级。

## 五、风险提示

研发风险，政策风险，市场竞争加剧。



## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn