



# 业绩稳健符合预期，PD-1单抗&瑞马唑仑进入优先审批值得期待

——恒瑞医药（600276）2018 年一季报点评

2018 年 04 月 26 日

推荐/维持

恒瑞医药

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	研究助理	
	Hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

## 事件：

恒瑞医药发布 2018 年第一季度报告，2018 年一季度公司实现营业收入 38.57 亿元，同比增长 21.70%；归属于上市公司股东的净利 9.49 亿元，同比增长 16.95%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 9.04 亿元，同比增长 12.28%。实现 EPS 为 0.33 元。

公司 4 月 25 日发布公告注射用卡瑞利珠单抗、注射用甲苯磺酸瑞马唑仑及原料药纳入第 28 批优先审批名单。

## 观点：

### 1、收入增速20%以上，股权激励摊销略微影响利润增速，整体稳健符合预期

公司一季度营收 38.57 亿元，同比增长 21.70%，归母净利润 9.49 亿，增速 16.95%，收入端符合市场预期，利润端增速慢于收入增速主要原因主要由于今年股权激励摊销多于去年，一季度摊销 8000 万左右。若把股权激励摊销 8000 万加回，整体扣非利润增速为 22.24%，与收入增速基本匹配。归母利润增速高于扣非增速主要是银行理财产品收益 5554 万。

分国内外来看，我们根据彭博终端推断海外板块收入增速 25%以上，国内收入也在 20%以上。

分产品来看，我们综合第三方样本医院终端（PDB）推断各产品大致增速：

- ◆ **肿瘤线 15-20%：**主要增量来源于环磷酰胺海外制剂出口的贡献（增速 20%以上）和阿帕替尼国内的放量（仍处于快速放量期，增速 70-80%），多西他赛、奥沙利铂、伊立替康等老品种增速延续 2017 年报趋势
- ◆ **麻醉线（20%左右）：**右美托咪定和七氟烷表现突出延续 2017 年报趋势，阿曲库铵收入 10-15%
- ◆ **造影剂（35%以上增速）：**碘佛醇增速 20%左右，碘克沙醇增速 50%左右。

展望 2018，公司收入端有望提速至 25-30%，基于以下几个方面：

- ◆ **肿瘤线 (20%左右增速)** 阿帕替尼仍有望持续放量 (进入医保目录降价仅 30%), 多西他赛、奥沙利铂等老品种提速在 2018 年有望延续, 吡咯替尼 2018 年大概率获批并开始贡献收入。
- ◆ **麻醉线 (20%左右增速):** 右美, 七氟烷拉动
- ◆ **造影剂 (40%以上增速, 提速继续):** 碘佛醇增速 15-20%, 碘克沙醇增速 40-50%。
- ◆ **输液 (15-20%增速)**
- ◆ **其他:** 卡泊芬净通过优先审评获批生产, 逐步放量。首个创新药艾瑞昔布进入新版医保目录, 处于高速增长期, 稳定状态下收入有望达到 2-3 亿, 海外看 2017 年获批的多西他赛、地氟烷等叠加放量。

财务指标方面, 公司综合毛利率 86.47%, 较去年全年 86.80%略有下降。公司销售费用率为 36.26%, 比去年同期 35.84%上升 0.42pp; 管理费用率为 20.58%, 比去年同期 19.70%上升 0.88pp, 主要是今年股权激励摊销 8000 万影响管理费用, 除股权激励费用摊销外的其他管理费用控制良好。公司财务费用平稳。

## 2、PD-1 单抗&瑞马唑仑进入优先审批, SHR3680 片即将开展 III 期临床, 国内创新即将进入收获期

报告期内, 公司创新研发加速推进:

- ◆ **PD-1 单抗进入优先审批:** 公司 PD-1 去年 4 月进入 III 期临床, 今年 4 月生产批已进入优先审批, 今年大概率获批病成为公司创新药重磅炸弹。2017 年 Keytruda®和 Opdivo®的全球销售额分别为 35 亿美元和 53 亿美元。国内每年肺癌发病人数 73 万, 其中非小细胞肺癌占比 80%左右; 肝癌每年发病人数约 39 万人; 食管癌每年发病人数约为 28 万人; 其余适应症黑色素瘤、鼻咽癌及经典型霍奇金淋巴瘤每年发病人数加起来在 5 万人左右。PD-1 仅在国内的受众人群众和已超过 145 万人。若渗透率为 3%, 以默沙东 Keytruda 的定价 1/3, PD-1 可为公司贡献的收入可达到 21.8 亿美金。(超百亿元人民币)。公司在该研发项目上已投入研发费用约为 1.56 亿元人民币。
- ◆ **甲苯磺酸瑞马唑仑进入优先审批:** 公司瑞马唑仑去年 8 月进入 III 期临床, 目前生产申请已经进入优先审批, 体现公司项目推进的超高效率, 今年大概率获批。甲苯磺酸瑞马唑仑是一种超短效的静脉镇静和麻醉药物, 作用于 GABA $\alpha$  受体。在结构上瑞马唑仑跟咪达唑仑 (恩华的力月西) 相似, 属于安定类化合物。公司开发瑞马唑仑的甲苯磺酸盐, 理化特性具有很多优点, 而且甲苯磺酸盐的毒性低于苯磺酸盐, 提高了临床的安全性。初步结果显示甲苯磺酸瑞马唑仑比丙泊酚副作用更少, 适合于心血管风险大的病人。预计峰值销售有望超过 20 亿元人民币。公司在该研发项目上已投入研发费用约 4,190 万元人民币。
- ◆ **SHR3680 片即将开展 III 期临床:** SHR3680 是一种 AR 受体拮抗剂, 拟用于去势治疗失败或者采用传统的激素治疗方法失败的前列腺癌的治疗。目前全球已有比卡鲁胺 (第一代)、恩杂鲁胺 (第二代) 和 Apalutamide (新一代) 等 5 个 AR 拮抗剂上市, 在中国仅有第一代 AR 拮抗剂获批上市。经查询 IMS 数据库, 2017 年度该产品的同类药物全球销售额约为 32.77 亿美元, 中国销售额约为 1.09 亿美元。截至目前, 公司在该研发项目上已投入研发费用约为 4250 万元人民币。

**国内优先审评再梳理:** 恒瑞有 10 个品种在优先审评队列中, 国内绝对霸主地位不可动摇。其中首仿优质品种卡泊芬净已于 2017 年 1 月通过优先审评通道获批实现突破, 这是恒瑞第一个通过优先审评获批的首仿品种。

后续恒瑞在优先审评队列中的有盐酸右美托咪定鼻喷剂、磺达肝癸钠注射液、钆布醇注射液、帕立骨化醇注射液、注射用紫杉醇(白蛋白结合型)、苯磺酸顺阿曲库铵注射液(理由为同一生产线生产, 已在美国上市, 申请国内上市的仿制药), 地氟烷(欧盟获批, 同时进入优先审评)、吡咯替尼(1.1 类新药)、卡瑞利珠单抗(PD-1)、甲苯磺酸瑞马唑仑基本情况及看点见表 1, 未来有望持续落地。

表 1:恒瑞优先审评品种概览

药品	分类	适应症	进入优先审评时间	2015 年中国 IMS 销售额	2016 年 PDB 数据	医保	原研	价格	备注
钆布醇注射液	6 类仿制	MRI 对比剂	2016/3/5	795 万	/	无	Bayer	350 元左右/支	一次诊断 1-2 支
盐酸右美托咪定鼻喷剂	2 类新药	镇痛	2016/6/12	/	/	无	/	/	15 年右美托咪定注射剂整体规模 9.1 亿左右, 增速 32%, 恒瑞市场份额 92%
磺达肝癸钠注射液	6 类仿制	预防静脉血栓	2016/7/21	2207 万	1200 万, 增速 18.95%	18 省	GSK	140 元左右/支	术后每天 1 支, 8 天左右, 5-9 支; 2013 年销售收入达到峰值, 1.09 亿
帕立骨化醇注射液	6 类仿制	甲状旁腺功能亢进	2016/7/21	34 万	54 万, 增速 217.36%	无	Abbot	340 左右/支	仅 4 省中标
注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	6 类仿制	转移性乳腺癌	2016/10/28	3.15 亿	1.82 亿, 增速 58.85%	无	Abraxis	5900 元/100mg	仅 7 省中标; 公司公告口径全球 9.97 亿美金销售, 中国 3614 万美金销售
苯磺酸顺阿曲库铵注射液	6 类仿制	肌松药, 用于气管插管	2017/4/13	5.01 亿	0.67 亿, 增速 47%	2017 国家医保乙类	GSK	100 元/10mg	其他国产厂家包括东英药业、仙琚制药

地氟烷 (临床批)/吸入用地氟烷 (生产批)	6 类仿制	手术患者的维持麻醉	2017/7 /11	891 万	0.15 亿, 增速 54.23%	无	Baxter	/	国内仅原研一家, 有望迅速获批
马来酸吡咯替尼片	1.1 类	转移性乳腺癌	2017/9 /26	/	/	/	/	/	1.1 类新药
卡瑞利珠单抗	治疗用生物制品 1 类	霍奇金淋巴瘤	2018/4 /25	/	/	/	BMS&默沙东	/	/
甲苯磺酸瑞马唑仑	1.1 类	术中全身麻醉	2018/4 /25	/	/	/	PAION	/	/

资料来源: CFDA, IMS, PDB, 东兴证券研究所

## 结论:

我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 38.20 亿元、47.19 亿元、58.40 亿元, 增长分别为 18.75%、23.54%、23.76%。EPS 分别为 1.35 元、1.67 元、2.04 元, 对应 PE 分别为 62x, 50x, 41x。我们认为公司海内外捷报频传, 亮点颇多。受益于海外七氟烷、阿曲库铵的发力及国内新批卡泊芬净、新进入医保右美托咪定、进入谈判目录的阿帕替尼的放量, 公司收入端有望加速换挡至 25% 以上。另外, 2018 有望成为恒瑞创新爆发年, 吡咯替尼、PD-1、瑞马唑仑等品种渐行渐近。我们看好公司长期发展, 维持“推荐”评级。

## 风险提示:

海外业务增速低于预期, 创新药研发风险

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	11393	14469	18844	23626	29491	<b>营业收入</b>	11094	13836	17551	21701	26693
货币资金	4912	4267	11595	14701	18547	<b>营业成本</b>	1435	1850	2341	2895	3561
应收账款	2325	3189	3366	4162	5119	营业税金及附加	203	254	158	195	240
其他应收款	186	233	295	365	449	营业费用	4352	5189	6388	7877	9610
预付款项	455	330	377	435	506	管理费用	2266	2953	3791	4731	5873
存货	637	790	1019	1260	1550	财务费用	-166	-37	0	0	0
其他流动资产	1594	4644	28	28	28	资产减值损失	-5.19	15.11	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	2937	3571	3299	3143	2984	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	14.75	38.72	20.00	20.00	20.00
固定资产	1677	1998	1871	1758	1663	<b>营业利润</b>	3024	3808	4892	6022	7430
无形资产	285	279	251	223	195	营业外收入	31.72	1.71	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	42.87	50.35	30.00	30.00	30.00
<b>资产总计</b>	14330	18039	22143	26769	32475	<b>利润总额</b>	3013	3759	4862	5992	7400
<b>流动负债合计</b>	1365	2050	1993	2155	2350	所得税	379	466	972	1198	1480
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	2634	3293	3890	4794	5920
应付账款	755	734	641	793	976	少数股东损益	45	76	70	75	80
预收款项	152	211	213	216	220	归属母公司净利润	2589	3217	3820	4719	5840
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	3391	4361	5047	6179	7588
<b>非流动负债合计</b>	91	46	56	56	56	<b>EPS (元)</b>	1.10	1.14	1.35	1.67	2.06
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	1456	2096	2049	2211	2407	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	486	575	645	720	800	营业收入增长	19.08%	24.72%	26.85%	23.65%	23.01%
实收资本(或股本)	2347	2833	2833	2833	2833	营业利润增长	18.19%	25.91%	28.48%	23.11%	23.37%
资本公积	438	987	987	987	987	归属于母公司净利润	19.22%	24.25%	18.75%	23.54%	23.76%
未分配利润	8401	10545	12378	14643	17447	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	12388	15368	19448	23837	29268	毛利率(%)	87.07%	86.63%	86.66%	86.66%	86.66%
<b>负债和所有者权益</b>	14330	18039	22143	26769	32475	净利率(%)	23.74%	23.80%	22.16%	22.09%	22.18%
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净利润(%)	12.90%	18.07%	17.83%	17.25%	17.63%
<b>经营活动现金流</b>	2593	2547	6891	3416	4236	ROE(%)	20.90%	20.93%	19.64%	19.80%	19.95%
净利润	2634	3293	3890	4794	5920	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	533	590	0	156	158	资产负债率(%)	10%	12%	9%	8%	7%
财务费用	-166	-37	0	0	0	流动比率	8.35	7.06	9.46	10.96	12.55
应收账款减少	0	0	-177	-796	-957	速动比率	7.88	6.67	8.95	10.38	11.89
预收账款增加	0	0	2	3	4	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-2650	-3376	165	20	20	总资产周转率	0.86	0.85	0.87	0.89	0.90
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	5	5	5	6	6
长期股权投资减少	0	0	118	0	0	应付账款周转率	17.79	18.59	25.53	30.25	30.18
投资收益	15	39	20	20	20	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-195	220	271	-330	-409	每股收益(最新摊薄)	1.10	1.14	1.35	1.67	2.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	-0.11	-0.21	2.59	1.10	1.36
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.28	5.43	6.87	8.42	10.33
普通股增加	391	485	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	18	549	0	0	0	P/E	75.88	73.48	62.12	50.28	40.63
<b>现金净增加额</b>	-252	-609	7328	3106	3847	P/B	15.87	15.44	12.20	9.95	8.11
						EV/EBITDA	56.54	53.43	44.72	36.03	28.83

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球第 1 名组长，2015 年新财富第 7 名团队核心成员，2015 年水晶球第 3 名团队核心成员。北京大学药理学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

## 研究助理简介

### 胡偌碧

医药生物行业分析师。2016 年水晶球第 1 名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。