

恒瑞医药(600276)

收入增速符合预期,股权激励费用影响业绩,优先审评有望加快 PD-1 单抗报产进度
买入(维持)

2018 年 4 月 27 日

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	4,005.0	4,989.6	6,259.4
同比	24.2%	24.5%	24.6%	25.4%
ROE	20.9%	21.0%	21.1%	21.3%
每股收益(元)	1.14	1.41	1.76	2.21
P/E	73.8	59.2	47.6	37.9
P/B	15.4	12.5	10.0	8.1

投资要点

一、事件:

公司公布 2018 年一季报,公司 2018Q1 营收 38.57 亿元,同比增长 21.70%, 归属母公司股东净利润 9.49 亿元,同比增长 16.95%, 扣非归属母公司股东净利润 9.04 亿元,同比增长 12.28%, 符合预期。

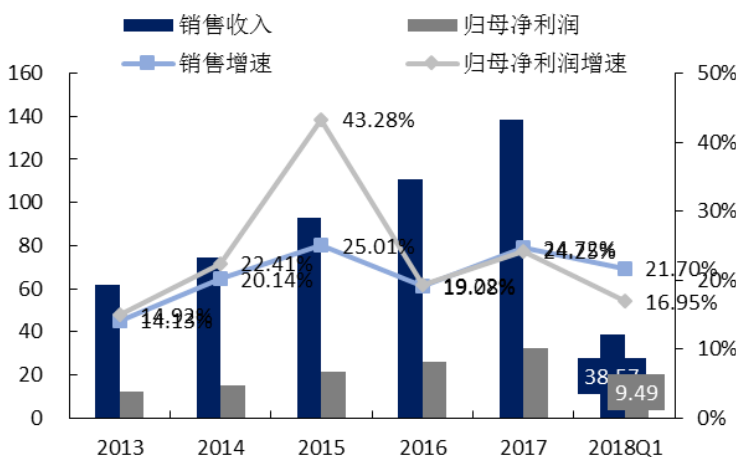
二、我们的观点:

1. 收入符合预期, 2018Q1 收入符合预期, 股权激励费用影响略微当期利润

公司公布 2018 年一季报,公司 2018Q1 营收 38.57 亿元,同比增长 21.70%, 归属母公司股东净利润 9.49 亿元,同比增长 16.95%, 扣非归属母公司股东净利润 9.04 亿元,同比增长 12.28%。

公司收入端在麻醉线、肿瘤线以及造影剂等产品线高速增长驱动下实现稳健增长。

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)	83.77
一年最低/最高价	43.94/89.23
市净率(倍)	14.47
流通 A 股市值(亿元)	2360

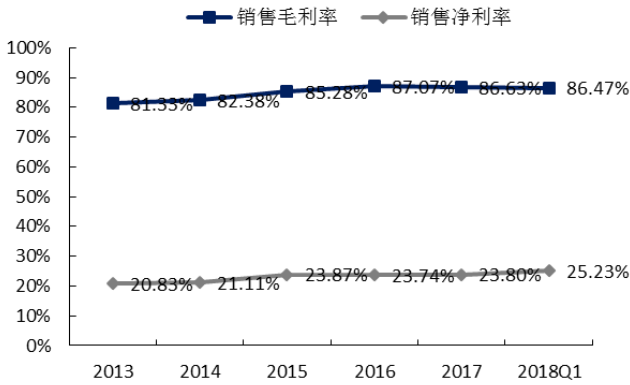
基础数据

每股净资产(元)	5.79
资产负债率(%)	10.09
总股本(百万股)	2833
流通 A 股(百万)	2817

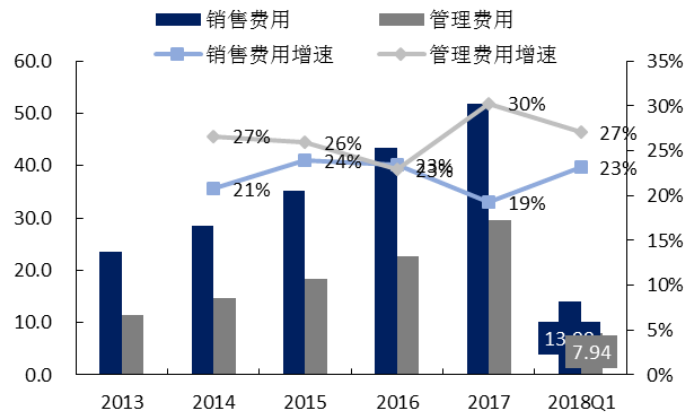
相关研究

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



图表 3: 公司销售费用及管理费用情况 (亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

公司 2018Q1 管理费用同比增长 27%，管理费用率为 20.58%，较 2017Q1 同比增长 0.87 个百分点，主要系公司最新股权激励费用导致。2017 年 11 月 23 日，公司以 33.22 元/股的价格向 573 名激励对象首次授予 1,596.80 万股限制性股票，2018Q1 剔除股权激励费用影响，我们预计公司 2018Q1 归母净利润同比增速超过 20%，符合预期。

2. 卡瑞利珠单抗、甲苯磺酸瑞马唑仑拟纳入优先审评目录，SHR3680 片顺利进入 III 期临床

公司 PD-1 单抗及甲苯磺酸瑞马唑仑申报生产，被纳入拟纳入优先审评程序药品注册申请名单。注射用卡瑞利珠单抗是人源化抗 PD-1 单克隆抗体，可与人 PD-1 受体结合并阻断 PD-1/PD-L1 通路，恢复机体的抗肿瘤免疫力，从而形成癌症免疫治疗基础。适用于既往接受过至少二线系统性治疗(含自体造血干细胞移植)的复发/难治性经典型霍奇金淋巴瘤患者的治疗。目前国内暂无同类产品获批上市，国外已上市的同类产品有默沙东公司的 Keytruda 和百时美施贵宝公司的 Opdivo，IMS 数据显示，2017 年 Keytruda 和 Opdivo 的全球销售额分别为 35 亿美元和 53 亿美元。本次优先审评有望加快公司 PD-1 单抗等重磅产品上市。

SHR3680 片顺利进入 III 期临床。公司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的 SHR3680 于近期顺利进入 III 期临床，在中国仅有第一代 AR 拮抗剂获批上市。IMS 数据显示，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。

2018 年公司将陆续有重磅产品上市，除了上述的 PD-1 单抗以外，公司的白蛋白紫杉醇、吡咯替尼等产品有望陆续获批生产上市，整个产品储备梯队持续为公司业绩提供发展动力。预计今年整体业绩仍保持 20% 以上增长。

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 40.05 亿元、49.90 亿元和 62.59 亿元，EPS 分别为 1.41 元、1.76 元、2.21 元，

对应 PE 为 59.2X、47.6X、37.9 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	19101.3	24467.3	31432.0	营业收入	13835.6	17225.4	21559.3	27253.1
现金	4267.1	7046.8	11048.0	15159.7	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	-64.1	-124.4	-194.8
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	3059.5	2548.2	2039.8	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	38.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	1997.9	2601.6	2124.5	1647.4	营业利润	3650.8	4872.2	6058.0	7587.3
无形资产	279.3	248.0	216.7	185.4	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	4823.5	6009.4	7538.7
资产总计	18039.4	22160.8	27015.6	33471.8	所得税	427.3	723.5	901.4	1130.8
流动负债	2050.4	2442.6	2594.1	3150.3	净利润	3174.8	4100.0	5108.0	6407.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	76.3	95.0	118.4	148.5
应付账款	733.7	1095.8	1163.9	1654.4	归属母公司净利润	3216.6	4005.0	4989.6	6259.4
其他	1316.7	1346.8	1430.2	1496.0	EBITDA	3834.8	5201.8	6311.5	7746.5
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	670.4	788.8	937.2	归母公司净利润增速	24.2%	24.5%	24.6%	25.4%
归属母公司股东权益	15367.8	19047.9	23632.7	29384.2	毛利率	86.6%	86.8%	87.0%	87.2%
负债和股东权益	18039.4	22160.8	27015.6	33471.8	净利率	23.8%	23.8%	23.7%	23.5%
					ROE	20.9%	21.0%	21.1%	21.3%
现金流量表					ROIC	40.8%	34.5%	39.1%	46.0%
经营活动现金流	2547.4	3064.5	4243.8	4366.0	资产负债率	11.6%	11.0%	9.6%	9.4%
折旧摊销	320.1	505.6	505.6	502.7	总资产周转率	0.77	0.78	0.80	0.81
营运资金变动	-660.5	4240.6	5214.5	6408.4	P/E	73.8	59.2	47.6	37.9
投资活动现金流	-3375.6	-87.1	-41.3	-41.3	P/B	15.4	12.5	10.0	8.1
筹资活动现金流	219.5	-197.7	-201.3	-213.0	EV/EBITDA	60.9	44.4	36.0	28.8
现金净增加额	-645.1	2779.7	4001.2	4111.6	每股净资产(元)	5.43	6.72	8.34	10.37

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>