

新品上市销售拉动三季度收入利润均超预期，创新药步入收获期

——恒瑞医药（600276）2018年三季度报点评

2018年10月28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年三季度报告，2018年前三季度公司实现营业收入124.59亿元，同比增长23.77%；归属于上市公司股东的净利润29.12亿元，同比增长25.10%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润27.79亿元，同比增长22.16%。实现EPS为0.79元。

公司Q3单季度营业收入46.98亿元，同比增长26.24%；归属于上市公司股东的净利润10.02亿元，同比增长32.85%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润9.50亿元，同比增长26.08%。实现EPS为0.27元。

观点：

1、三季度收入端和利润提速略超预期，新品上市拉动增速提速

公司前三季度营收124.95亿元，增速23.77%，归母净利润29.12亿元，增速25.10%，收入符合市场预期，利润略超预期。前三季度公司股权激励摊销约2.4亿，研发投入力度进一步加快（前三季度研发费用17.36亿，增速39.68%），在此基础上归母利润增速依然快于收入增速略超预期，一方面有管理费用的控制，另一方面原因还是抗癌药降增值税的弹性（我们推测1亿左右），叠加财务汇兑收益弹性。

分季度来看，Q1, Q2, Q3收入分别为38.57亿元(21.70%)，39.04亿元(+22.94%)，46.98亿(+26.24%)；归母净利润分别为9.49亿(+16.95%)，9.60亿元(+26.09%)，10.02亿元(+32.85%)，前两个季度收入增速稳健，三季度从收入的体量和增速均上了一个台阶。我们认为主要是吡咯替尼、19K、白蛋白紫杉醇在三季度集中开始发货拉动的，推测这三个新品整体收入贡献在1亿左右，扣掉三个新品之后单季度收入增速22%左右，与前两季度一致。而利润增速与收入增速的差异如前所述主要是增值税降税、财务汇兑收益带来，同时新品利润率较高，也有小部分拉动。

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：

- ◆ **肿瘤线增速提速至 20%：**主要增量来源三个新品的拉动。环磷酰胺海外制剂出口持续稳健（增速 20% 左右）、阿帕替尼三季度仍有贡献（增速 40% 左右），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）：**延续中报趋势，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）：**延续中报高增速趋势，碘佛醇增速 15-20%，碘克沙醇增速 40-50%。

展望 2018，公司收入端有望维持 25% 快速增长，基于以下几个方面：

- ◆ **肿瘤线（20%增速）：**吡咯替尼、19K、白蛋白紫杉醇叠加放量拉动肿瘤线提速，阿帕替尼仍有望持续放量（进入医保目录降价仅 30%，全年预计有 18-20 亿收入），多西他赛、奥沙利铂等老品种提速在 2018 年有望延续。
- ◆ **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。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 86.53%，与去年同期（86.55%）保持平稳。公司销售费用率为 37.26%，比去年同期 37.62% 相比略有下降；管理费用率为 21.97%，比去年同期 20.26% 上升 1.71pp，主要是股权激励摊销增加和研发投入增加，扣掉这两块以外其他管理费用控制良好。公司财务费用相较于去年下降较多，主要是汇兑收益。

2、展望 2019 年，PD-1 大概率获批，吡咯替尼、19K、白蛋白紫杉醇将持续拉动公司收入增长，创新步入收获期

公司三季度已经看出吡咯替尼、19K、白蛋白紫杉醇对于收入端的提速作用，明年 PD-1 大概率获批，四大新品叠加放量，公司收入有望再上台阶，同时明年的激励费用减少也会拉动利润进一步增长。

报告期内，公司创新研发加速推进：2018 年前三季度公司研发投入 17.37 亿（收入占比为 13.9%），比去年同期增长 39.68%，国内首屈一指。年初至今（20181025）恒瑞共取得创新药临床批件 12 个（见表 1 梳理），且许多产品国际上也暂无同类靶点上市，国外巨头也处于临床试验阶段。公司的研发体系已经逐步与国际接轨。

表 1:恒瑞 2018 年前三季度创新药临床批件概览

名称	获批临床时间	受理号	靶点	适应症	对标产品情况	对标产品销量	国内情况
SHR0302 片	2018102 2	IND: 140183	JAK1 激酶	溃疡 性结 肠炎	托法替尼	14.57 亿美 元	国内目前有包括 Upadacitinib 等多个 JAK 激酶抑制剂处于临床试验阶段
SHR-1702 注射液	2018101 0	CXSL180007 6	/	肿瘤	无对标产品		
SHR-1701 注射液	2018071 2	CXSL180001 0	/	肿瘤	目前国外有 Merck KGaA 公司的产品处于临床试验阶段	/	暂无同类产品
注射用 SHR-1209	2018071 2	CXSL180001 8	PCSK9	高胆 固醇 血症	REPATHA (evolocumab) 和 Praluent (alirocumab)	REPATHA 全 球 4.43 亿 美元, Praluent 全球 3.15 亿美元	Evolocumab 国内处于审评阶段。国内暂无同类产品获批上市, 有 Innovent Biologics、康融东方等公司的产品处于临床试验阶段
SHR-2042	2018062 8	CXHL160031 2	口服 GLP-1	糖尿 病	国内外暂无口服 GLP-1 类似物获批上市	/	暂无同类产品
SHR0410 注射液	2018052 6	CXHL170026 2	/	急性、 慢性 疼痛 和瘙 痒	国内外暂无同类产品, 有在研的同类产品在美国处于 III 期临床研究阶段	/	暂无同类产品
SHR-1603 注射液	2018062 1	CXSL180001 1	/	恶性 肿瘤	国外有多个同类靶点产品处于临床试验阶段	/	暂无同类产品
SHR-A140 3	2018052 6	CXSL170003 9	c-Met ADC	抗肿 瘤	雅培公司的同类产品 (代号 ABBV-399) 在美国处于 I 期临床研究阶段, Sorrento 公司的同类产品 (代号 STI-D0602) 处于临床前研究阶段	/	暂无同类产品

注射用 SHR-1501	2018052 6	GXSL170011 3	IL-15	晚期 实体 瘤或 血液 肿瘤	国外有 ALT-803、 BNZ-1 等多个相同靶 点产品处于临床试验 阶段	/	暂无同类产品
SHR2554 片	2018051 0	CXHL170026 6	/	恶性 肿瘤	国内外有多个同类产 品处于临床研究或临 床前开发阶段, 但尚 无同类产品获批上市	/	暂无同类产品
SHR7280 片	2018050 4	CXHL170007 1	小分子 GnRH 受体拮抗剂	为雌 激素 依赖 性疾 病	有武田开发的 TAK-385、艾伯维开发 的 Elagolix 和韩国 SK 化工株式会社开发 的 SKI2670	/	暂无同类产品
INS068 注 射液	2018011 7	IND:137543	长效胰岛素	糖尿 病	甘精胰岛素、德谷胰 岛素、地特胰岛素等	甘精胰岛 素全球 123 亿美元, 德 谷胰岛素 全球 7.7 亿 美元, 地特 胰岛素全 球 42.6 亿 美元。	三款原研国内均 已上市, 国内甘 精胰岛素仿制药 的生产厂家有甘 李药业股份有限 公司和珠海联邦 制药股份有限公 司。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3、制剂出口进度再梳理

从 2018 年年初至今, 恒瑞已经有四个 ANDA 获批 (地氟烷、噻替哌、磺达肝癸钠、托伐普坦片-暂时性批准), 新品种大部分为注射剂, 且竞争格局良好 (表 2), 品种叠加有望拉动海外增长。

表 2: 恒瑞已获批 ANDA 概览

ANDA	剂型	批准日期	DMF 日期	适应症	直接竞 争对手 数量	2017 年 总市场 规模估 算(亿美 元)	恒瑞市 场份额 估算	合作销售 方
盐酸伊 立替康	注射剂	2011/12/16	2007/8/1	大肠癌	19	0.5	-	

加巴喷丁(暂时性批准)	胶囊	2013/1/18	2008/9/19	癫痫	13	-	-	
来曲唑	片剂	2013/5/16	2010/5/24	乳腺癌	15	5.3	-	
奥沙利铂	注射剂	2014/6/18	2007/7/9	结直肠癌	11	1.5	10%	SAGENT PHARMA
环磷酰胺	注射剂	2014/10/31	2012/5/11	广谱抗肿瘤	1	5.9	50%	Sandoz
七氟烷	吸入液体制剂	2015/11/3	2011/4/29	全身麻醉	4	3.3	预计 15-20%	
顺苯磺酸阿曲库铵	注射剂	2017/1/27	2011/11/17	肌肉松弛	3	0.8	预计 20-30%	Teva
多西他赛	注射剂	2017/2/15	2010/9/13	乳腺癌、非小细胞肺癌、前列腺癌	11	4.8	预计 5%	
右美托咪定	注射剂	2017/9/19	2012/9/4	麻醉	11	2.18	预计 5%	
地氟烷	吸入剂	2018/2/26	2014/9/23	麻醉	1	1.1	预计 40-50%	
噻替派	注射剂	2018/5/10	1999/7/29	肿瘤	5	0.48	预计 15-20%	
磺达肝癸钠	注射剂	2018/5/19	2013/9/27	静脉血栓	3	0.7	预计 20-30%	
托伐普坦片(暂时性批准)	口服	2018/8/4	2014/1/13	心衰	1	1.04		

资料来源: FDA, 公司公告, 东兴证券研究所

结论:

基于新品放量和创新药获批预期, 我们上调盈利预测, 预计 2018-2020 年归母净利润分别为 40.33 亿元、52.36 亿元、67.11 亿元, 增长分别为 25.38%、29.82%、28.18%。EPS 分别为 1.10 元、1.42 元、1.82 元, 对应 PE 分别为 52x, 40x, 31x。我们认为公司海内外捷报频传, 亮点颇多。吡咯替尼、19K、白蛋白紫杉醇的放量, 叠加受海外七氟烷、阿曲库铵的发力及国内新批卡泊芬净放量及阿帕替尼的持续增长, 公司收入

端有望加速换挡至 25%以上。另外，2018 是恒瑞创新爆发年，吡咯替尼已经获批，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																			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E												
流动资产合计	11393	14469	19870	25163	31872	营业收入	11094	13836	16989	21907	27798	营业成本	1435	1850	2266	2922	3708												
货币资金	4912	4267	12842	16158	20496	营业税金及附加	203	254	153	197	250	营业费用	4352	5189	6184	7952	10007												
应收账款	2325	3189	3258	4201	5331	管理费用	2266	2953	3670	4710	5893	财务费用	-166	-37	0	0	0												
其他应收款	186	233	286	369	468	资产减值损失	-5.19	15.11	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00												
预付款项	455	330	375	434	508	投资净收益	14.75	38.72	50.00	50.00	50.00	营业利润	3024	3808	4766	6175	7989												
存货	637	790	987	1272	1614	营业外收入	31.72	1.71	0.00	0.00	0.00	营业外支出	42.87	50.35	50.00	0.00	0.00												
其他流动资产	1594	4644	28	28	28	利润总额	3013	3759	4716	6175	7989	所得税	379	466	613	865	1198												
非流动资产合计	2937	3571	3299	3143	2984	净利润	2634	3293	4103	5311	6791	少数股东损益	45	76	70	75	80												
长期股权投资	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2589	3217	4033	5236	6711	EBITDA	3391	4361	4921	6331	8148												
固定资产	1677	1998	1871	1758	1663	EPS (元)	1.10	1.14	1.10	1.42	1.82	主要财务比率																	
无形资产	285	279	251	223	195						2016A	2017A	2018E	2019E	2020E														
其他非流动资产	0	0	0	0	0	成长能力																							
资产总计	14330	18039	23169	28305	34856	营业收入增长					19.08%	24.72%	22.79%	28.95%	26.89%														
流动负债合计	1365	2050	1971	2163	2393	营业利润增长					18.19%	25.91%	25.17%	29.56%	29.38%														
短期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润					19.22%	24.25%	25.38%	29.82%	28.18%														
应付账款	755	734	621	801	1016	获利能力																							
预收款项	152	211	213	216	220	毛利率(%)					87.07%	86.63%	86.66%	86.66%	86.66%														
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	净利率(%)					23.74%	23.80%	24.15%	24.24%	24.43%														
非流动负债合计	91	46	56	56	56	总资产净利润(%)					12.90%	18.07%	17.83%	17.41%	18.50%														
长期借款	0	0	0	0	0	ROE(%)					20.90%	20.93%	19.68%	20.64%	21.23%														
应付债券	0	0	0	0	0	偿债能力																							
负债合计	1456	2096	2027	2219	2449	资产负债率(%)					10%	12%	9%	8%	7%														
少数股东权益	486	575	645	720	800	流动比率					8.35	7.06	10.08	11.63	13.32														
实收资本(或股本)	2347	2833	3682	3682	3682	速动比率					7.88	6.67	9.58	11.05	12.65														
资本公积	438	987	987	987	987	营运能力																							
未分配利润	8401	10545	12481	14994	18215	总资产周转率					0.86	0.85	0.82	0.85	0.88														
归属母公司股东权	12388	15368	20496	25366	31607	应收账款周转率					5	5	5	6	6														
负债和所有者权益	14330	18039	23169	28305	34856	应付账款周转率					17.79	18.59	25.08	30.82	30.60														
现金流量表						每股指标(元)																							
单位: 百万元						每股收益(最新摊薄)						1.10																	
2016A						2017A						2018E						2019E						2020E					
经营活动现金流	2593	2547	7274	3632	4757	每股净现金流(最新)	-0.11	-0.21	2.33	0.90	1.18	估值比率																	
净利润	2634	3293	4103	5311	6791	每股净资产(最新摊)	5.28	5.43	5.57	6.89	8.58	P/E					51.45												
折旧摊销	533	590	0	156	158	P/B					10.76					10.47													
财务费用	-166	-37	0	0	0	EV/EBITDA					37.87					35.91													
应收账款减少	0	0	-70	-943	-1130						39.90					30.48													
预收帐款增加	0	0	2	3	4						23.16																		
投资活动现金流	-2650	-3376	195	50	50																								
公允价值变动收益	0	0	0	0	0																								
长期股权投资减少	0	0	118	0	0																								
投资收益	15	39	50	50	50																								
筹资活动现金流	-195	220	1106	-366	-470																								
应付债券增加	0	0	0	0	0																								
长期借款增加	0	0	0	0	0																								
普通股增加	391	485	850	0	0																								
资本公积增加	18	549	0	0	0																								
现金净增加额	-252	-609	8575	3316	4338																								

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。