

创新获重大突破, 推动成长加速

投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年实现营业收入174.2亿元, 同比增长25.9%; 实现归母净利润40.7亿元, 同比增长26.4%; 扣非后净利润为38亿元, 同比增长22.6%。
- **全年收入与业绩增长加速, 三大主营业务增长势头良好。** 2018Q4实现收入与归母净利润分别为49.6亿、11.5亿, 同比增长31.6%、29.5%, 销售分线改革与新品种获批销售是Q4收入与业绩增速加快的主要原因。三大业务增长明显, 抗肿瘤与麻醉药业务增长加快, 造影剂增长稳定。抗肿瘤销售收入73.9亿元, 同比增长29.2%; 麻醉产品收入46.5亿元, 同比增长29.3%, 继续保持稳定增长态势; 造影剂收入23.2亿元, 同比增长22.7%, 持续稳固市占率第一地位。受新进医保品种推动作用, 以非布司他、艾瑞昔布为首的其他产品实现高速增长, 其他线实现30.3亿总收入, 同比增长76%。制剂出口与2017基本持平, 实现6.5亿收入, 同比增长2.2%, 主要原因为近两年新获批品种未贡献明显收入。2018年, 公司计提股权激励费用3.1亿元, 剔除股权激励费用影响后归母净利润同比增长33.2%, 呈现明显的加速成长趋势。
- **研发投入再创新高, 创新药2018年喜获丰收。** 2018年, 公司研发投入26.7亿元, 同比增长51.8%, 占收入比例15.3%, 创公司历史新高。2018年是公司创新药研发重要年份, 19K与吡咯替尼两个重磅创新药获批上市; 其中, 吡咯替尼凭借优异的乳腺癌临床数据成为公司首个以II期临床数据获批的创新药品种, 未来有望获批HER2阳性乳腺癌的全阶段治疗适应症。2018H1, PD-1单抗也以霍奇金淋巴瘤的II期临床数据申报生产上市, 目前已完成所有技术审评工作, 有望于2019Q1获批, 成为国内首批获批的第三家国产PD-1。此外, 重磅仿制药紫杉醇(白蛋白结合型)成功获批, 瑞马唑仑进入申报上市阶段; PD-L1、贝伐珠单抗、CDK4/6抑制剂等多重磅品种临床已进入III期; 2018年新申报8个1类创新药品种, 获批创新药临床批件16个, 两者数量国内均遥遥领先。
- **创新转型加速, 积极防御仿制药带量采购影响。** 首批“4+7”城市已试点带量采购政策, 入选品种报价降幅明显, 未来仿制药低价趋势不可逆, 唯有创新才是出路。公司核心仿制药品种均为注射剂, 在一致性评价进程中要晚于固体口服制剂; 我们认为, 仿制药带量采购对公司影响比其他企业延迟1-2年, 而未来2年公司创新药即将从数量和销售额上快速崛起, 快速实现仿制向创新的战略转型, 将有效抵御仿制药降价带量采购对公司收入和业绩造成的负面影响。2017-2018年公司累计申报21个创新药品种, 在研创新品种总数达到30个左右, 未来每年仍将申报多个创新品种, 这些品种也将加速推动公司的创新转型。
- **盈利预测与评级。** 预计2019-2021年EPS分别为1.47元、1.93元、2.43元, 对应PE分别为44倍、33倍、26倍。销售改革与创新品种获批催化公司进入新的发展周期, 推动公司由传统仿制药企向创新药企战略转变中, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 肿瘤药集中采购降价、药品研发进度不达预期等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17417.90	22913.12	29925.78	37658.39
增长率	25.89%	31.55%	30.61%	25.84%
归属母公司净利润(百万元)	4065.61	5408.11	7096.07	8964.73
增长率	26.39%	33.02%	31.21%	26.33%
每股收益EPS(元)	1.10	1.47	1.93	2.43
净资产收益率ROE	20.51%	21.60%	22.05%	21.76%
PE	58	44	33	26
PB	11.97	9.38	7.31	5.72

数据来源: Wind, 西南证券

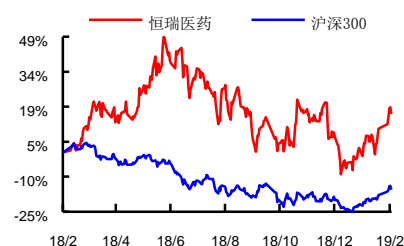
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈进
执业证号: S1250517100002
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

联系人: 张祝源
电话: 021-58351907
邮箱: zzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	36.86
流通A股(亿股)	36.70
52周内股价区间(元)	50.09-101.26
总市值(亿元)	2,369.64
总资产(亿元)	223.61
每股净资产(元)	5.35

相关研究

1. 恒瑞医药(600276): 重磅创新药陆续获批, 收入与业绩增长加速 (2018-10-25)
2. 恒瑞医药(600276): 伊立替康进入优先审评, 打开出口转内申报通道 (2018-10-24)
3. 恒瑞医药(600276): 紫杉醇(白蛋白结合型)获批, 抗肿瘤再添大品种 (2018-09-07)
4. 恒瑞医药(600276): 首个长效胰岛素获批临床, 进一步丰富糖尿病管线 (2018-08-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17417.90	22913.12	29925.78	37658.39	净利润	4061.18	5458.11	7146.07	9014.73
营业成本	2334.57	2713.88	3414.01	4196.93	折旧与摊销	380.84	280.12	342.40	363.75
营业税金及附加	236.78	365.51	465.72	578.59	财务费用	-123.64	-112.11	-120.49	-157.46
销售费用	6464.49	8477.86	11072.54	13933.60	资产减值损失	25.34	0.00	0.00	0.00
管理费用	1626.32	5430.41	7122.34	9000.36	经营营运资本变动	-3589.61	-3262.31	-4765.77	-5136.43
财务费用	-123.64	-112.11	-120.49	-157.46	其他	2020.11	-257.67	-260.31	-260.23
资产减值损失	25.34	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2774.21	2106.13	2341.90	3824.36
投资收益	247.94	260.00	260.00	260.00	资本支出	-608.35	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2247.16	260.00	260.00	260.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2855.51	220.00	220.00	220.00
营业利润	4596.65	6297.57	8231.67	10366.36	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-97.57	-66.86	-74.06	-75.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4499.08	6230.72	8157.62	10290.79	股权融资	1345.05	0.00	0.00	0.00
所得税	437.90	772.61	1011.54	1276.06	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	4061.18	5458.11	7146.07	9014.73	其他	-1713.44	121.75	120.49	157.46
少数股东损益	-4.43	50.00	50.00	50.00	筹资活动现金流净额	-368.39	121.75	120.49	157.46
归属母公司股东净利润	4065.61	5408.11	7096.07	8964.73	现金流量净额	-395.90	2447.89	2682.39	4201.82
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3889.71	6337.60	9019.98	13221.80	成长能力				
应收和预付款项	5970.87	7341.83	9699.29	12200.94	销售收入增长率	25.89%	31.55%	30.61%	25.84%
存货	1030.57	1195.69	1505.07	1850.92	营业利润增长率	20.72%	37.00%	30.71%	25.93%
其他流动资产	7178.23	9442.91	12332.96	15519.71	净利润增长率	23.33%	34.40%	30.93%	26.15%
长期股权投资	1.00	1.00	1.00	1.00	EBITDA 增长率	18.64%	33.21%	30.75%	25.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3686.02	3457.90	3167.50	2855.75	毛利率	86.60%	88.16%	88.59%	88.86%
无形资产和开发支出	272.68	267.23	261.78	256.32	三费率	45.74%	60.21%	60.40%	60.48%
其他非流动资产	332.14	325.59	319.04	312.49	净利率	23.32%	23.82%	23.88%	23.94%
资产总计	22361.23	28369.76	36306.62	46218.94	ROE	20.51%	21.60%	22.05%	21.76%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.16%	19.24%	19.68%	19.50%
应付和预收款项	1757.59	2178.77	2748.83	3399.57	ROIC	26.71%	28.27%	30.18%	30.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.87%	28.22%	28.25%	28.08%
其他负债	805.90	925.49	1146.23	1393.07	营运能力				
负债合计	2563.49	3104.27	3895.06	4792.65	总资产周转率	0.86	0.90	0.93	0.91
股本	3685.86	3685.86	3685.86	3685.86	固定资产周转率	8.05	8.52	9.83	12.86
资本公积	1478.75	1478.75	1478.75	1478.75	应收账款周转率	5.00	5.20	5.14	5.06
留存收益	15207.23	20615.34	27711.41	36676.14	存货周转率	2.56	2.44	2.52	2.50
归属母公司股东权益	19728.18	25145.93	32242.00	41206.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.50%	—	—	—
少数股东权益	69.56	119.56	169.56	219.56	资本结构				
股东权益合计	19797.74	25265.49	32411.56	41426.29	资产负债率	11.46%	10.94%	10.73%	10.37%
负债和股东权益合计	22361.23	28369.76	36306.62	46218.94	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.25	8.01	8.51	9.06
					速动比率	6.83	7.62	8.12	8.67
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.10	1.47	1.93	2.43
					每股净资产	5.37	6.85	8.79	11.24
					每股经营现金	0.75	0.57	0.64	1.04
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	4853.85	6465.59	8453.58	10572.65					
PE	58.29	43.82	33.39	26.43					
PB	11.97	9.38	7.31	5.72					
PS	13.60	10.34	7.92	6.29					
EV/EBITDA	47.96	35.63	26.93	21.14					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn