

瑞马唑仑获批, 麻醉线再获大品种

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 1类化学药注射用甲苯磺酸瑞马唑仑获得国家药品监督管理局核准签发的《药品注册批件》, 正式获批生产。
- **麻醉领域重磅产品, 产品优势明显, 适应症将逐步拓展。** 瑞马唑仑于2012年6月首次申报临床, 2013年3月获批临床批件, 并于2018年3月申请生产上市。瑞马唑仑是新型的苯二氮卓类镇静/麻醉药物, 是在咪达唑仑的结构基础之上进行修饰改良的产品。瑞马唑仑在体内快速被水解为唑仑丙酸, 唑仑丙酸几乎不具有药理活性, 这使得瑞马唑仑的恢复时间比咪达唑仑显著缩短; 而咪达唑仑的缺陷在于其代谢产物仍具有活性, 使得病人恢复苏醒的时间大为延长。公司产品本次获批的适应症为常规胃镜检查的镇静, 根据公司瑞马唑仑的临床方案, 上市后期将向“肠镜诊疗镇静”、“择期全麻手术”这两个适应症拓展。
- **超短效麻醉药临床应用广泛, 有望成为20亿级重磅麻醉产品。** 瑞马唑仑是一种短效的GABA_A受体激动剂, 是由Paion AG开发, 公司经过大量的前期筛选和研究工作, 开发了瑞马唑仑的甲苯磺酸盐(区别于原研); 该药是一种超速效的镇定/麻醉药, 结合了咪达唑仑的安全性与丙泊酚的有效性。相比现有无痛胃镜麻醉方案(全程需要1小时左右), 瑞马唑仑具有苏醒快(5分钟半衰期)、更安全与更有效等特点, 是无痛胃肠镜检查的优效麻醉药物, 具有很大的替代空间。在麻醉药领域, 产品更替频率远低于其他用药领域, 以丙泊酚、七氟烷为代表的现有产品大多是成熟的、临床使用多年的产品。根据样本医院数据, 目前国内全麻药品整个市场规模约100亿元, 丙泊酚与七氟烷合计占据约90%市场份额; 公司产品若顺利获批三个适应症, 有望改变全麻市场格局, 获得全麻市场的20%以上的市场份额, 峰值销售额有望突破20亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为1.22元、1.60元、2.03元, 对应PE分别为72、55、43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、创新药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	23517.37	30638.79	38478.35
增长率	25.89%	35.02%	30.28%	25.59%
归属母公司净利润(百万元)	4065.61	5393.32	7095.02	8989.41
增长率	26.39%	32.66%	31.55%	26.70%
每股收益EPS(元)	0.92	1.22	1.60	2.03
净资产收益率ROE	20.51%	21.96%	22.82%	22.86%
PE	95	72	55	43
PB	19.59	15.65	12.38	9.81

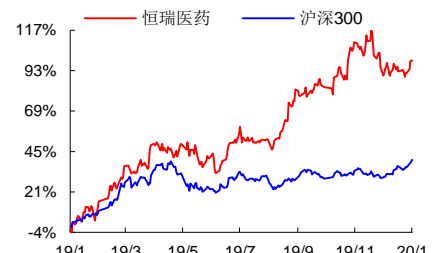
数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	44.23
流通A股(亿股)	44.04
52周内股价区间(元)	51.07-95.63
总市值(亿元)	3877.92
总资产(亿元)	259.53
每股净资产(元)	5.24

相关研究

1. 恒瑞医药(600276): 布局眼科领域, 积极拓展产品研发多元化 (2019-11-09)
2. 恒瑞医药(600276): 稀缺的医药创新王者 (2019-11-01)
3. 恒瑞医药(600276): 创新推动成长加速, 研发投入持续创新高 (2019-10-26)
4. 恒瑞医药(600276): 收入增长持续加速, 研发投入持续大幅增长 (2019-08-30)
5. 恒瑞医药(600276): 抗肿瘤重磅首仿获批, 持续完善肿瘤产品 (2019-07-10)
6. 恒瑞医药(600276): 超级重磅PD-1单抗获批, 成长最强动力就位 (2019-06-02)

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	23517.37	30638.79	38478.35	净利润	4061.18	5443.32	7145.02	9039.41
营业成本	2334.57	2889.12	3620.78	4434.72	折旧与摊销	380.84	470.53	532.81	554.15
营业税金及附加	236.78	375.15	476.81	591.19	财务费用	-123.64	-113.18	-118.94	-153.89
销售费用	6464.49	8701.43	11336.35	14236.99	资产减值损失	25.34	0.00	0.00	0.00
管理费用	1626.32	5644.17	7353.31	9234.80	经营营运资本变动	-3597.98	-3640.66	-4840.28	-5205.27
财务费用	-123.64	-113.18	-118.94	-153.89	其他	2028.47	-261.86	-259.62	-259.88
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	1898.15	2458.99	3974.52
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	6280.69	8230.47	10394.54	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	6213.83	8156.42	10318.96	股权融资	1345.05	0.00	0.00	0.00
所得税	437.90	770.52	1011.40	1279.55	支付股利	-368.24	-465.43	-617.43	-812.24
净利润	4061.18	5443.32	7145.02	9039.41	其他	-1345.19	122.82	118.94	153.89
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	-342.61	-498.49	-658.35
归属母公司股东净利润	4065.61	5393.32	7095.02	8989.41	现金流量净额	-395.90	1775.54	2180.50	3536.16
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	5665.25	7845.75	11381.91	成长能力				
应收和预付款项	5970.87	7558.45	9959.13	12499.80	销售收入增长率	25.89%	35.02%	30.28%	25.59%
存货	1030.57	1279.22	1604.44	1966.55	营业利润增长率	20.72%	36.64%	31.04%	26.29%
其他流动资产	7178.23	9691.94	12626.80	15857.63	净利润增长率	23.33%	34.03%	31.26%	26.51%
长期股权投资	1.00	1.00	1.00	1.00	EBITDA 增长率	18.64%	36.76%	30.22%	24.88%
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	3268.30	2788.30	2286.95	毛利率	86.60%	87.71%	88.18%	88.47%
无形资产和开发支出	272.68	266.42	260.17	253.91	三费率	45.74%	60.52%	60.61%	60.60%
其他非流动资产	332.14	325.59	319.04	312.49	净利率	23.32%	23.15%	23.32%	23.49%
资产总计	22361.23	28056.17	35404.63	44560.24	ROE	20.51%	21.96%	22.82%	22.86%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.16%	19.40%	20.18%	20.29%
应付和预收款项	1757.59	2290.16	2880.35	3552.18	ROIC	26.71%	28.00%	29.93%	30.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.87%	28.23%	28.21%	28.05%
其他负债	805.90	980.74	1211.42	1468.04	营运能力				
负债合计	2563.49	3270.90	4091.77	5020.22	总资产周转率	0.86	0.93	0.97	0.96
股本	3685.86	4422.81	4422.81	4422.81	固定资产周转率	8.05	9.07	11.10	15.68
资本公积	1478.75	741.80	741.80	741.80	应收账款周转率	5.00	5.26	5.13	5.06
留存收益	15207.23	20135.11	26612.70	34789.87	存货周转率	2.55	2.49	2.50	2.47
归属母公司股东权益	19728.18	24665.71	31143.30	39320.46	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	24785.27	31312.86	39540.02	资产负债率	11.46%	11.66%	11.56%	11.27%
负债和股东权益合计	22361.23	28056.17	35404.63	44560.24	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.25	7.56	7.97	8.42
					速动比率	6.83	7.16	7.57	8.03
					股利支付率	9.06%	8.63%	8.70%	9.04%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4853.85	6638.04	8644.34	10794.80	每股收益	0.92	1.22	1.60	2.03
PE	95.38	71.90	54.66	43.14	每股净资产	4.48	5.60	7.08	8.94
PB	19.59	15.65	12.38	9.81	每股经营现金	0.63	0.43	0.56	0.90
PS	22.26	16.49	12.66	10.08	每股股利	0.08	0.11	0.14	0.18
EV/EBITDA	65.73	57.53	43.92	34.84					
股息率	0.09%	0.12%	0.16%	0.21%					

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
	持有：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-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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	yll@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn