

医药生物

2018 年 08 月 20 日

# 恒瑞医药 (600276)

——吡咯替尼获批上市，乳腺癌产品线再添重磅品种

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点:

- **吡咯替尼基于 II 期临床获 CFDA 有条件批准上市。**近日，公司公告其自主研发的创新药吡咯替尼基于 II 期临床实验结果获 CFDA 有条件批准上市，获批适应症为联合卡培他滨，用于治疗表皮生长因子受体 2 (HER2) 阳性、既往未接受或接受过曲妥珠单抗的晚期或转移性乳腺癌患者，使用本品前患者应接受过蒽环类或紫杉类化疗。
- **临床数据表现优异，销售峰值有望突破 30 亿元。**吡咯替尼 II 期临床试验与同类药物拉帕替尼做对照，数据显示：吡咯替尼组的中位无进展生存期为 18.1 个月，拉帕替尼组的中位无进展生存期为 7.0 个月，吡咯替尼组的中位无进展生存期比拉帕替尼组显著延长。我们于 2018.07.13 发布的《乳腺癌：靶向治疗的“加减法”》深度报告中对中美乳腺癌靶向用药进行了详细梳理和深度解读，按照吡咯替尼目前获批的适应症，其对应治疗每年新发患者约 3 万人，患者人均用药时间预计在 18 月左右，销售峰值有望突破 30 亿元。此外，公司目前在晚期或早期乳腺癌领域正在进行多项马来酸吡咯替尼片的 III 期临床试验，未来吡咯替尼适应症尚有进一步拓展空间。
- **乳腺癌产品线不断丰富，有助于进一步深化分线销售，挖掘市场潜力。**乳腺癌作为公司重点布局的领域之一，布局全面，目前公司已有乳腺癌相关药品卡培他滨、多西他赛等化疗药及内分泌药来曲唑等上市销售，吡咯替尼有望借助公司现有的销售队伍实现快速放量。此外，吡咯替尼获批也将进一步丰富公司乳腺癌产品线，提高公司在乳腺癌领域的影响力，为公司后续 CDK4/6 抑制剂、白蛋白紫杉醇等多个乳腺癌在研重磅药获批后放量打下良好基础。公司已形成了庞大的产品研发管线，创新模式从创新初期“me-too”、“me-better”逐步走向源头创新，创新药布局正在从小分子药物向大分子药物转化，在创新药开发上，已基本形成了每年都有创新药申请临床，每 2-3 年都有创新药上市的良性发展态势。
- **国内创新药龙头企业，维持买入评级。**公司作为国内制药龙头企业，产品梯队完善，研发及销售能力强大，同时公司不断推进制剂出口业务，随着公司多个创新药及仿制药在国内上市，“创新+制剂出口”双轮驱动，公司有望在高基数基础上实现持续稳健增长，经营业绩持续向好。我们维持公司 2018-2020 年 EPS 至 1.06/1.32/1.64 元，同比增长 21%、25%、24%，对应 PE 分别为 61 倍、49 倍、40 倍，公司产品梯队丰富，为“创新+制剂出口”稀缺标的，维持买入评级。
- **风险提示：**医药政策风险，研发失败风险，招标降价风险

财务数据及盈利预测

	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	13,836	7,761	16,805	20,769	25,623
同比增长率 (%)	24.72	22.32	21.50	23.60	23.40
净利润 (百万元)	3,217	1,910	3,898	4,872	6,043
同比增长率 (%)	24.25	21.38	21.20	25.00	24.00
每股收益 (元/股)	1.14	0.52	1.06	1.32	1.64
毛利率 (%)	86.6	86.6	86.2	86.1	86.2
ROE (%)	20.9	11.2	20.7	21.0	21.1
市盈率	57		61	49	40

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据: 2018 年 08 月 17 日

收盘价 (元)	64.88
一年内最高/最低 (元)	102.87/53.57
市净率	14.0
息率 (分红/股价)	0.20
流通 A 股市值 (百万元)	237587
上证指数/深证成指	2668.97/8357.04

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2018 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	4.64
资产负债率%	11.88
总股本/流通 A 股 (百万)	3682/3662
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《恒瑞医药 (600276) 点评: 业绩增长稳健, 研发管线进一步深化》2018/08/10

《恒瑞医药 (600276) 点评: 收入增长符合预期, 创新药不断步入收获期》2018/04/27

证券分析师

闫天一 A0230517060001  
yanty@swsresearch.com

研究支持

暴晓丽 A0230117050002  
baoxl@swsresearch.com

联系人

暴晓丽  
(8621)23297818x7251  
baoxl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

### 财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,316	11,094	13,836	16,805	20,769	25,623
营业收入同比增长率 (yoy)	25.01%	19.08%	24.72%	21.50%	23.60%	23.40%
减: 营业成本	1,372	1,435	1,850	2,325	2,880	3,544
毛利率 (%)	85.28%	87.07%	86.63%	86.20%	86.10%	86.20%
减: 营业税金及附加	156	203	254	308	381	470
主营业务利润	7,789	9,456	11,732	14,172	17,508	21,609
主营业务利润率 (%)	83.61%	85.24%	84.80%	84.33%	84.30%	84.33%
减: 销售费用	3,525	4,352	5,189	6,218	7,685	9,480
减: 管理费用	1,843	2,266	2,953	3,361	4,154	5,125
减: 财务费用	-148	-166	-37	-64	-109	-162
经营性利润	2,569	3,004	3,627	4,657	5,778	7,166
经营性利润同比增长率 (yoy)	44.37%	16.97%	20.73%	28.39%	24.07%	24.02%
经营性利润率 (%)	27.57%	27.08%	26.22%	27.71%	27.82%	27.97%
减: 资产减值损失	7	-5	15	38	10	12
加: 投资收益及其他	-3	15	39	0	0	0
营业利润	2,559	3,024	3,808	4,620	5,770	7,153
加: 营业外净收入	3	-11	-49	-18	-26	-31
利润总额	2,562	3,013	3,759	4,601	5,744	7,122
减: 所得税	338	379	466	602	752	932
净利润	2,224	2,634	3,293	3,999	4,993	6,190
少数股东损益	52	45	76	97	121	151
归属于母公司所有者的净利润	2,172	2,589	3,217	3,898	4,872	6,043
净利润同比增长率 (yoy)	43.28%	19.22%	24.25%	21.20%	25.00%	24.00%
全面摊薄总股本	1,956	2,347	2,833	3,682	3,682	3,682
每股收益 (元)	1.11	1.10	1.14	1.06	1.32	1.64
归属母公司所有者净利润率 (%)	23.31%	23.34%	23.25%	-	-	-
ROE	21.87%	20.90%	20.93%	20.70%	21.00%	21.10%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。