

2018 年 08 月 27 日

证券研究报告·动态跟踪报告

恒瑞医药 (600276) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 67.97 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

首个胰岛素获批临床, 进一步丰富糖尿病管线

投资要点

- **事件:** 公司及子公司成都盛迪医药、上海恒瑞近日收到国家药监局核准签发的《药物临床试验批件》, 并将于近期开展 I 期临床试验。
- **公司首个胰岛素产品, 丰富糖尿病研发管线。** INS068 注射液于 2017 年 12 月申报临床, 是公司首个申报的胰岛素产品, 该品种是一种长效胰岛素, 临床拟用于 1 型和 2 型糖尿病的治疗。目前临床上使用的长效胰岛素主要有甘精胰岛素、德谷胰岛素和地特胰岛素, 这三个产品国内均已经进口上市。截止目前, 公司在该产品研发项目上已投入研发费用约为 3860 万元人民币。
- **重点布局糖尿病领域, 部分产品研发进展顺利。** 公司战略性布局糖尿病领域, 现有多个在研降糖药物, 设计研发了一系列降糖药物, 包括长效胰岛素、DPP-4 抑制剂、GLP-1 受体激动剂等领域热门产品。目前, 公司有 5 个在研的降糖药物, 分别是 INS068、瑞格列汀、SHR-2042、吡格列酮、恒格列净; 其中, 瑞格列汀与恒格列净正处于 III 期临床研究, 预计 2019 年申报生产, 是公司研发进展最快的两个降糖药物。
- **降糖药市场规模巨大, 国际巨头“必争之地”。** 根据 EvaluatePharma 数据, 2017 年全球糖尿病药物销售额高达 420 亿美元, 其中胰岛素及其同系物以 42% 的比例占据绝对优势。新机制药物如 DPP-4 抑制剂、GLP-1 受体激动剂、SGLT-2 抑制剂的市占率在逐步提升, 分别为 16%、10%、5%, 已经逐步成为 2 型糖尿病主流用药。2017 年全球市场数据显示, 甘精胰岛素以 52.5 亿美元占比全球糖尿病药物市场的 12.5%, 紧随其后的是西格列汀 (37.4 亿美元, 占比 8.9%)、利拉鲁肽 (35.4 亿美元, 占比 8.4%)。诺和诺德凭借其在胰岛素领域的绝对优势成为糖尿病用药领域的绝对领导者, 而赛诺菲也凭借甘精胰岛素成为全球第二大降糖药企业; 全球降糖药物销售额 Top10 企业均有创新大品种加持, 并不断的对降糖药物进行推陈出新。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.06 元、1.41 元、1.84 元, 对应 PE 为 64 倍、48 倍、37 倍。销售改革、销售规模扩容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	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	13835.63	17545.95	22628.69	29458.16
增长率	24.72%	26.82%	28.97%	30.18%
归属母公司净利润 (百万元)	3216.65	3890.78	5189.83	6792.85
增长率	24.25%	20.96%	33.39%	30.89%
每股收益 EPS (元)	0.87	1.06	1.41	1.84
净资产收益率 ROE	20.65%	20.61%	21.96%	22.79%
PE	78	64	48	37
PB	15.70	12.78	10.22	8.10

数据来源: Wind, 西南证券

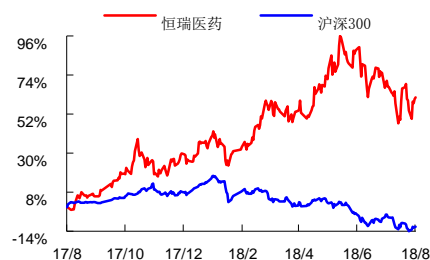
西南证券研究发展中心

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)	36.82
流通 A 股(亿股)	36.62
52 周内股价区间(元)	54.0-101.26
总市值(亿元)	2,502.96
总资产(亿元)	200.65
每股净资产(元)	4.64

相关研究

1. 恒瑞医药(600276): 吡咯替尼疗效突出, 创纪录高效获批上市 (2018-08-21)
2. 恒瑞医药 (600276): 收入增长加速, 创新品种陆续获批 (2018-08-09)
3. 恒瑞医药 (600276): 地氟烷获批, 进一步丰富麻醉产品线 (2018-08-07)
4. 恒瑞医药 (600276): 公司一致性评价进入收获季节 (2018-08-03)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13835.63	17545.95	22628.69	29458.16	净利润	3292.95	4036.08	5378.06	7039.22
营业成本	1849.88	2323.59	2907.85	3684.17	折旧与摊销	320.12	389.71	440.04	457.80
营业税金及附加	253.62	316.51	411.27	534.83	财务费用	-36.63	-90.96	-97.10	-127.81
销售费用	5188.92	6562.19	8485.76	11076.27	资产减值损失	15.11	0.00	0.00	0.00
管理费用	2952.70	3842.56	4797.28	6274.59	经营营运资本变动	-3037.32	-2136.75	-2940.33	-4072.27
财务费用	-36.63	-90.96	-97.10	-127.81	其他	1993.16	-43.31	-47.77	-52.87
资产减值损失	15.11	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2547.39	2154.76	2732.91	3244.07
投资收益	38.72	42.98	47.71	52.96	资本支出	-699.56	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2676.00	42.98	47.71	52.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3375.56	2.98	7.71	12.96
营业利润	3807.82	4635.04	6171.34	8069.07	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-48.63	-27.52	-31.83	-33.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3759.19	4607.53	6139.51	8035.88	股权融资	1033.92	0.00	0.00	0.00
所得税	466.24	571.45	761.46	996.65	支付股利	-316.91	-393.74	-476.26	-635.27
净利润	3292.95	4036.08	5378.06	7039.22	其他	-497.47	90.63	97.10	127.81
少数股东损益	76.31	145.30	188.23	246.37	筹资活动现金流净额	219.54	-303.11	-379.16	-507.47
归属母公司股东净利润	3216.65	3890.78	5189.83	6792.85	现金流量净额	-650.52	1854.63	2361.46	2749.56
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4267.09	6121.72	8483.17	11232.73	成长能力				
应收和预付款项	4740.22	5953.47	7638.39	9970.29	销售收入增长率	24.72%	26.82%	28.97%	30.18%
存货	789.72	993.58	1244.67	1578.14	营业利润增长率	25.91%	21.72%	33.15%	30.75%
其他流动资产	4671.50	5924.27	7640.42	9946.34	净利润增长率	25.01%	22.57%	33.25%	30.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	31.39%	20.59%	32.03%	28.93%
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	3078.75	2735.88	2342.68	1931.71	毛利率	86.63%	86.76%	87.15%	87.49%
无形资产和开发支出	279.26	273.00	266.74	260.48	三费率	58.58%	58.78%	58.27%	58.47%
其他非流动资产	212.85	212.27	211.69	211.11	净利率	23.80%	23.00%	23.77%	23.90%
资产总计	18039.38	22214.18	27827.75	35130.80	ROE	20.65%	20.61%	21.96%	22.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.25%	18.17%	19.33%	20.04%
应付和预收款项	1452.63	1832.35	2355.33	3003.56	ROIC	30.38%	28.57%	32.18%	34.39%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.57%	28.12%	28.79%	28.51%
其他负债	643.54	796.62	985.42	1236.28	营运能力				
负债合计	2096.17	2628.97	3340.74	4239.84	总资产周转率	0.85	0.87	0.90	0.94
股本	2832.65	3682.44	3682.44	3682.44	固定资产周转率	7.53	7.96	9.73	14.23
资本公积	986.92	137.13	137.13	137.13	应收账款周转率	5.02	4.95	5.06	5.06
留存收益	12076.39	15573.43	20286.99	26444.57	存货周转率	2.58	2.59	2.59	2.60
归属母公司股东权益	15367.82	18864.52	23578.09	29735.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.43%	—	—	—
少数股东权益	575.39	720.69	908.92	1155.30	资本结构				
股东权益合计	15943.21	19585.21	24487.01	30890.96	资产负债率	11.62%	11.83%	12.01%	12.07%
负债和股东权益合计	18039.38	22214.18	27827.75	35130.80	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.06	7.35	7.59	7.80
					速动比率	6.67	6.97	7.21	7.43
					股利支付率	9.85%	10.12%	9.18%	9.35%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	4091.31	4933.79	6514.29	8399.06	每股收益	0.87	1.06	1.41	1.84
PE	77.81	64.33	48.23	36.85	每股净资产	4.33	5.32	6.65	8.39
PB	15.70	12.78	10.22	8.10	每股经营现金	0.69	0.59	0.74	0.88
PS	18.09	14.27	11.06	8.50	每股股利	0.09	0.11	0.13	0.17
EV/EBITDA	45.97	49.45	37.09	28.44					
股息率	0.13%	0.16%	0.19%	0.25%					

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	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn