

最新获批



医药/必需消费

恒瑞医药 (600276)

## PD-1 单抗获批临床，创新药开启新篇章

|                                                                                   |                   |                    |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------|--------------------|
|  | 丁丹 (分析师)          | 于溯洋 (研究助理)         |
|  | 0755-23976735     | 0755-23976115      |
|  | dingdan@gtjas.com | yusuyang@gtjas.com |
| 证书编号                                                                              | S0880514030001    | S0880115070047     |

### 本报告导读:

公司公告其包括 PD-1 单抗抑制剂 SHR-1210 在内的多个品种获得临床批件，创新药研发管线日益丰富，有望开启新的成长周期，维持增持评级。

### 投资要点:

**多品种获临床批件，维持增持评级。**公司公告其包括PD-1单抗抑制剂 SHR-1210在内的多个品种获得临床批件。在全行业临床研究几乎停顿，整体面临“研发管线悬崖”的大背景下，公司凭借其强劲的研发实力，创新药梯队日益丰富，有望开启新的成长周期。维持2015-2017年 EPS 预测 1.07/ 1.27/1.57元，维持目标价63元，维持增持评级。

**潜在重磅品种 PD-1 单抗获批，奠定先发优势。**PD-1 单抗抑制剂是肿瘤免疫治疗领域的革命性药物，目前国外市场已有默沙东 Keytruda® 和 BMS 的 Opdivo® 获批治疗黑色素瘤和 NSCLC 适应症，另有阿斯利康 Durvalumab 新晋获批膀胱癌。Keytruda® 和 Opdivo® 2015 年前三季度全球销售额分别达到 2.79 亿、4.07 亿美元，有望成为超过百亿美元的超级重磅品种。目前国内暂无 PD-1 单抗获批生产，公司和君实成为目前唯二的取得临床批件的国内厂商，公司该品种此前以总额 7.9 亿美元价格许可给美国 Incyte，证明了其强劲的研发实力。另有潜在竞争品种 Opdivo® 已获一项进口临床申请，而 Keytruda® 的进口临床申请以及百济神州 BGB-A317 (已通过美国 FDA 的 IND 申请) 仍处于在评审状态。公司在肿瘤领域深耕已久，临床研究实力强劲，有望率先分享国内免疫治疗盛宴。

**创新药梯队日益壮大，步入收获期。**公司潜在重磅新药 19K 预计近期将获批生产，后续另有法米替尼、吡咯替尼、CDK4/6 抑制剂、MEK 抑制剂、瑞格列汀等 10 多个创新药品种形成强大的肿瘤和糖尿病线产品梯队。

**风险提示:** 新产品市场拓展速度低于预期;在研品种研发失败的风险。

| 财务摘要 (百万元)  | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E  | 2017E  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入        | 6,203 | 7,452 | 9,567 | 11,307 | 13,648 |
| (+/-)%      | 14%   | 20%   | 26%   | 20%    | 21%    |
| 经营利润 (EBIT) | 1,428 | 1,699 | 2,307 | 2,894  | 3,590  |
| (+/-)%      | 15%   | 19%   | 36%   | 25%    | 24%    |
| 净利润         | 1,238 | 1,516 | 2,077 | 2,479  | 3,075  |
| (+/-)%      | 15%   | 22%   | 37%   | 25%    | 24%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.71  | 0.78  | 1.07  | 1.27   | 1.57   |
| 每股股利 (元)    | 0.20  | 0.20  | 0.20  | 0.20   | 0.20   |

| 利润率和估值指标    | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 23.1% | 22.9% | 24.6% | 25.7% | 26.4% |
| 净资产收益率 (%)  | 19.5% | 19.1% | 20.3% | 20.6% | 20.7% |
| 投入资本回报率 (%) | 20.6% | 19.9% | 22.3% | 24.9% | 27.9% |
| EV/EBITDA   | 11.3  | 9.1   | 7.4   | 6.0   | 4.9   |
| 市盈率         | 64.1  | 58.4  | 42.6  | 35.9  | 29.0  |
| 股息率 (%)     | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.3%  | 0.4%  |

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 63.00**

上次预测: 63.00

**当前价格: 45.53**

2016.02.22

### 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 34.47-68.08 |
| 总市值 (百万元)        | 89,078      |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 1,956/1,950 |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 100%        |
| 日均成交量 (百万股)      | 660.92      |
| 日均成交值 (百万元)      | 314.93      |

### 资产负债表摘要

|            |         |
|------------|---------|
| 股东权益 (百万元) | 9,407   |
| 每股净资产      | 4.81    |
| 市净率        | 9.5     |
| 净负债率       | -49.21% |

| EPS (元) | 2014A | 2015E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.20  | 0.28  |
| Q2      | 0.19  | 0.26  |
| Q3      | 0.18  | 0.26  |
| Q4      | 0.20  | 0.27  |
| 全年      | 0.77  | 1.07  |

### 52周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M | 3M   | 12M |
|--------|----|------|-----|
| 绝对升幅   | 3% | -11% | 43% |
| 相对指数   | 8% | 10%  | 55% |

### 相关报告

《业绩持续高增长，产品梯队日益丰富》  
2015.10.28

《拓展适应症，阿帕替尼引领创新药梯队》  
2015.09.24

《PD-1 单抗授权海外，创新药国际化加速》  
2015.09.07

《业绩持续高增长，创新+出口步入收获期》  
2015.08.25

《国际授权引进第一步，开启全球化之路》

模型更新时间: 2016.02.21

## 股票研究

必需消费

医药

## 恒瑞医药 (600276)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **63.00**

上次预测: 63.00

当前价格: 45.53

公司网址

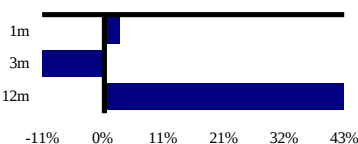
www.hrs.com.cn

### 公司简介

公司是国内最大的抗肿瘤药和手术用药的研究和生产基地,国内最具创新能力的大型制药企业之一,致力于在抗肿瘤药、手术用药、内分泌治疗药、心血管药及抗感染药等领域的创新发展,并逐步形成品牌优势。

公司在美国、上海和连云港建有四大研究中心和一个临床医学部,并建立了国家级企业技术中心和博士后科研工作站。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

34.47-68.08

市值 (百万)

89,078

### 财务预测 (单位: 百万元)

#### 损益表

##### 营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

#### 资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

#### 现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

#### 财务指标

##### 成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

##### 收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

##### 运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

##### 偿债能力

资产负债率

净负债率

##### 估值比率

PE

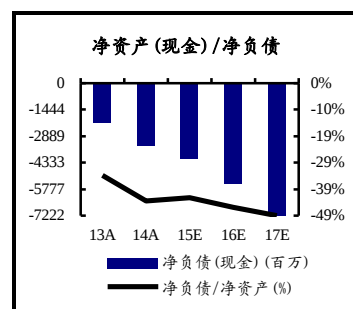
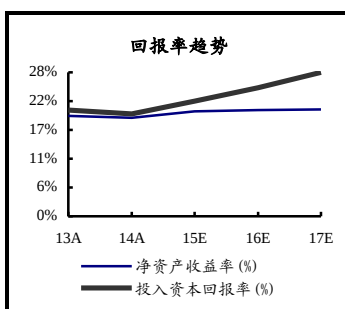
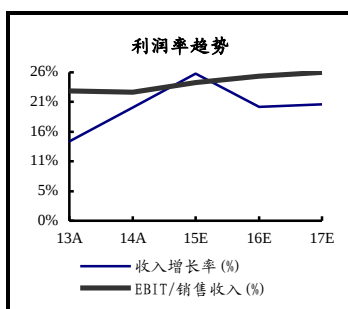
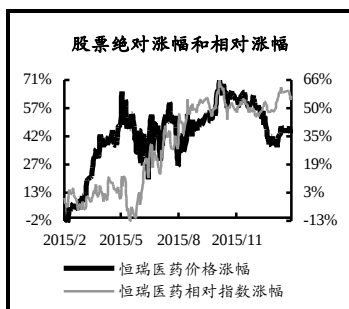
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

|               | 2013A  | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入         | 6,203  | 7,452  | 9,567  | 11,307 | 13,648 |
| 营业成本          | 1,158  | 1,313  | 1,573  | 1,823  | 2,118  |
| 税金及附加         | 106    | 133    | 168    | 201    | 243    |
| 销售费用          | 2,355  | 2,844  | 3,542  | 4,200  | 5,029  |
| 管理费用          | 1,156  | 1,464  | 1,819  | 2,189  | 2,668  |
| EBIT          | 1,428  | 1,699  | 2,307  | 2,894  | 3,590  |
| 公允价值变动收益      | -3     | -7     | -7     | -7     | -7     |
| 投资收益          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 财务费用          | 25     | 81     | 56     | 71     | 95     |
| 营业利润          | 1,451  | 1,772  | 2,356  | 2,959  | 3,678  |
| 所得税           | 186    | 227    | 335    | 419    | 520    |
| 少数股东损益        | 54     | 57     | 76     | 95     | 118    |
| 净利润           | 1,238  | 1,516  | 2,077  | 2,479  | 3,075  |
| 货币资金、交易性金融资产  | 2,169  | 3,449  | 4,127  | 5,487  | 7,237  |
| 其他流动资产        | 3,243  | 3,751  | 4,821  | 5,762  | 6,920  |
| 长期投资          | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产合计        | 1,564  | 1,624  | 1,917  | 2,074  | 2,209  |
| 无形及其他资产       | 243    | 263    | 256    | 249    | 243    |
| 资产合计          | 7,220  | 9,087  | 11,121 | 13,572 | 16,609 |
| 流动负债          | 554    | 715    | 867    | 962    | 1,076  |
| 非流动负债         | 10     | 82     | 82     | 82     | 82     |
| 股东权益          | 6,357  | 7,934  | 9,747  | 12,015 | 14,829 |
| 投入资本(IC)      | 6,675  | 8,300  | 9,504  | 10,500 | 11,672 |
| NOPLAT        | 1,251  | 1,488  | 1,988  | 2,494  | 3,093  |
| 折旧与摊销         | 171    | 213    | 114    | 142    | 165    |
| 流动资金增量        | -56    | 348    | 918    | 845    | 1,044  |
| 资本支出          | 0      | 267    | 400    | 300    | 300    |
| 自由现金流         | 1,366  | 2,317  | 3,421  | 3,781  | 4,602  |
| 经营现金流         | 1,555  | 1,505  | 1,246  | 1,871  | 2,311  |
| 投资现金流         | 0      | -266   | -400   | -300   | -300   |
| 融资现金流         | -716   | 40     | -168   | -210   | -261   |
| 现金流净增加额       | 840    | 1,280  | 678    | 1,360  | 1,750  |
| 收入增长率         | 14.1%  | 20.1%  | 26.2%  | 20.2%  | 20.7%  |
| EBIT 增长率      | 15.4%  | 19.0%  | 35.9%  | 25.4%  | 24.0%  |
| 净利润增长率        | 14.9%  | 22.4%  | 37.1%  | 25.2%  | 24.0%  |
| 利润率           |        |        |        |        |        |
| 毛利率           | 79.6%  | 80.6%  | 81.5%  | 82.1%  | 82.7%  |
| EBIT 率        | 23.1%  | 22.9%  | 24.6%  | 25.7%  | 26.4%  |
| 净利率           | 20.0%  | 20.3%  | 21.1%  | 21.9%  | 22.5%  |
| 净资产收益率(ROE)   | 19.5%  | 19.1%  | 20.3%  | 20.6%  | 20.7%  |
| 总资产收益率(ROA)   | 17.1%  | 16.7%  | 17.8%  | 18.3%  | 18.5%  |
| 投入资本回报率(ROIC) | 20.6%  | 19.9%  | 22.3%  | 24.9%  | 27.9%  |
| 存货周转天数        | 134    | 151    | 166    | 166    | 167    |
| 应收账款周转天数      | 90     | 115    | 102    | 92     | 82     |
| 总资产周转天数       | 419    | 439    | 426    | 432    | 438    |
| 净利润现金含量       | 1.26   | 0.99   | 0.63   | 0.75   | 0.75   |
| 资本支出/收入       | 0%     | 4%     | 4%     | 3%     | 2%     |
| 资产负债率         | 7.8%   | 8.8%   | 8.5%   | 7.7%   | 7.0%   |
| 净负债率          | -33.8% | -43.3% | -42.2% | -45.6% | -48.7% |
| PE            | 64.1   | 58.4   | 42.6   | 35.9   | 29.0   |
| PB            | 11.3   | 9.1    | 7.4    | 6.0    | 4.9    |
| EV/EBITDA     | 11.3   | 9.1    | 7.4    | 6.0    | 4.9    |
| P/S           | 15.8   | 13.7   | 10.6   | 9.0    | 5.8    |
| 股息率           | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.4%   |



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |