

評級

評級：買入；目標價：80人民幣

公司簡介

恒瑞醫藥是國內最大的抗腫瘤藥、手術用藥和造影劑研究和生產基地之一。產品涵蓋抗腫瘤藥、手術麻醉類用藥、特色輸液、造影劑、心血管藥等領域。

投資亮點

國內創新藥龍頭，銷售改革鞏固市場份額

(1)公司是國內醫藥創新絕對龍頭，在各領域佔據領先地位。根據藥物綜合資料庫顯示，公司多種抗腫瘤藥、造影劑、麻醉藥品市場佔有率排名均為第一。

(2)首季營業收入及淨利潤分別按年增長29%和34%至46.4億元和12.0億元人民幣。強勁增長可歸因於公司轉變營銷模式，推進分線銷售改革，助力產品銷售放量，繼續擴大市場份額，維持龍頭地位。

PD1新藥獲批，市場潛力巨大

(1)腫瘤領域核心創新藥PD1卡瑞利珠單抗近期獲批上市。根據弗若斯特沙利文預測，中國PD1及PDL1抑制劑本地品牌市場規模年可於2030年達688億元。

(2)公司積極佈局PD1與阿帕替尼、艾坦等腫瘤藥的聯用，擴大適應症數量。非小細胞肺癌、肝癌、鼻咽癌等多個適應症已進入3期臨床，預計今年下半年可再提交晚期食管鱗癌二線、非小細胞肺癌一線適應症的上市申請。

創新藥有望入醫保目錄

恒瑞現有艾瑞昔布、阿帕替尼、硫培非格司亭(19K)、吡咯替尼和卡瑞利珠五款創新藥。其中艾瑞昔布和阿帕替尼已於2017年進入醫保目錄。公司正積極爭取其他創新藥進入醫保目錄(如於多個省份主動申請19K降價約半成)。年內19K和吡咯替尼更有可能進入國家醫保目錄，實現銷售量大幅增長。

研發投入大，管道豐富

公司堅持每年將銷售收入的10%以上用作研發。2018年研發投入占銷售收入比重達15.3%，領先行業。經過多年的創新藥佈局，公司逐步踏入收入成期，形成每年有創新藥申請臨床，每2至3年有創新藥上市的良好發展形勢。未來藥物產品組合有望加強及擴張，持續帶動業績增長。

風險因素

- (1) 新藥研發進度低於預期，以及產品質量存在不確定性。
- (2) 行業競爭激烈，「4+7」帶量採購政策落地，仿製藥業務存威脅。
- (3) 藥品製劑價格下降，原材料價格上漲，盈利水準或下降。

彭博盈利分析及預測

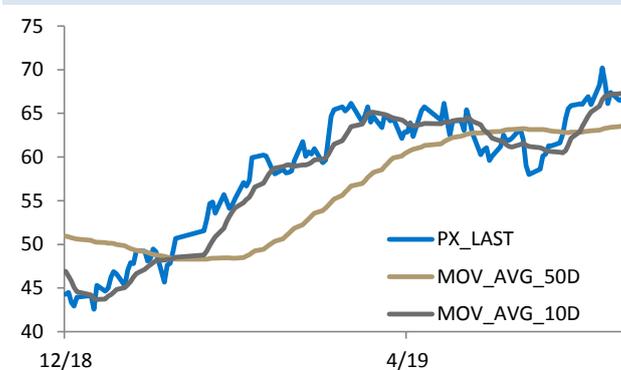
|              | FY17 | FY18 | FY19E | FY20E |
|--------------|------|------|-------|-------|
| 毛利率(%)       | 86.4 | 86.4 | 86.5  | 86.3  |
| EBITDA利潤率(%) | 29.8 | 26.8 | 29.1  | 29.8  |
| 經營利潤率(%)     | 27.5 | 24.6 | 25.5  | 26.4  |
| 淨利潤率(%)      | 23.7 | 23.7 | 23.6  | 24.2  |
| 資產回報率(%)     | 19.9 | 20.1 | 22.1  | 23.1  |
| 股本回報率(%)     | 23.2 | 23.2 | 22.7  | 23.4  |
| 收入增長(%)      | 24.7 | 26.5 | 29.9  | 24.6  |
| 盈利增長(%)      | 24.2 | 26.4 | 29.4  | 28.1  |
| 每股盈利增長(%)    | 23.6 | 25.8 | 32.4  | 28.5  |
| 股息率(%)       | 0.3  | 0.3  | 0.3   | 0.3   |

數據來源：時富、彭博

基本數據(人民幣)

|        |             |         |            |
|--------|-------------|---------|------------|
| 現價     | 67.35       | 市盈率(倍)  | 69.0       |
| 52週低/高 | 41.30-70.47 | 市帳率(倍)  | 14.5       |
| 市值(百萬) | 297,877     | 日均成交(股) | 19,036,880 |

股價表現



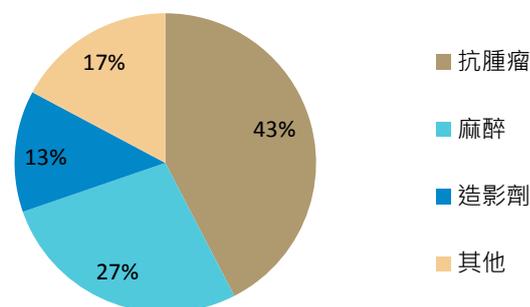
相對市場表現



歷史市盈率



最新按產品劃分的營業收入貢獻





## 參考資料來源

彭博、公司資料、年度報告、新聞稿、藥物綜合資料庫、弗若斯特沙利文研究

## 聯絡資料

|           |                              |                      |
|-----------|------------------------------|----------------------|
| 香港總辦事處:   | 香港皇后大道中181號新紀元廣場低座21樓        | ( 852 ) 2287 8788    |
| 香港服務中心:   | 九龍旺角彌敦道683-685號美美大廈6樓        | ( 852 ) 2748 0110    |
| 中國內地服務中心: | 深圳市福田區華富路1018號中航中心1004A室     | ( 86-755 ) 2216 5888 |
|           | 上海市黃浦區黃陂南路838號中海國際中心A座 2501室 | ( 86-21 ) 3227 9888  |

**免責聲明:**  
上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源,但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致之直接或間接損失,概不負責。此述資料如有任何更改,恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可,客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。