恒瑞医药（600276）

逐渐摆脱疫情影响，单季度业绩上扬

买入（维持）

2020 年 10 月 19 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	23,289	27,946	35,517	48,169
同比（%）	33.7%	20.0%	27.1%	35.6%
归母净利润（百万元）	5,328	6,290	8,083	10,558
同比（%）	31.2%	18.5%	28.3%	30.7%
每股收益（元/股）	1.00	1.19	1.52	1.99
P/E（倍）	91.15	77.22	60.09	46.00

投资要点

- **公司公布 2020 年三季报：**实现收入 194.13 亿元，同比增长 14.57%；实现归母净利润 42.59 亿元，同比增长 14.02%；实现扣非归母净利润 41.41 亿元，同比增长 17.11%；实现经营性现金流净额 39.87 亿元，同比增长 52.85%；公司研发费用 33.44 亿，同比增长 15.35%。

- **公司逐渐摆脱疫情影响，创新成果转化以及产品结构调整是指标稳步增长主要驱动力。**公司 2020 年前三季度各项经济指标稳步增长，主要驱动因素有以下两个方面：第一，创新成果逐步实现商业化对公司业绩的增长起到了关键拉动作用；第二，随着公司产品结构调整，造影剂为代表的非抗肿瘤药产品保持稳定增长态势。从单季度看，2020Q3 实现营业收入 81.04 亿元，同比增长 17.13%，高于 2020Q1 和 2020Q2 的营收增速 11.27%和 14.29%。2020Q3 实现归母净利润 15.97 亿元，同比增长 20.80%，高于 2020Q1 和 2020Q2 的利润增速 10.23%和 10.33%。随着前三季度公司 PD-1 产品卡瑞利珠单抗再获 4 大适应症（食管鳞癌、非小细胞肺癌、肝癌和鼻咽癌）、麻醉领域 1 类新药瑞马唑仑也获批新适应症，4 类新药缬沙坦氨氯地平片和吉非替尼获批上市，非布司他、卡培他滨、来曲唑、盐酸坦索罗辛缓释胶囊中标第三轮集采，公司业绩将进一步优化上扬。

- **研发投入持续加大，创新研发和国际化进程进一步加快。**2020 前三季度累计研发投入 33.44 亿元，比上年同期增长 15.35%，研发投入占销售收入的比重达到 17.23%。2020 年前三季度，公司及子公司共获批 40 余项药品临床试验，合计 50 个临床试验项目，其中 30 余项为针对恶性肿瘤的单药或联合用药治疗方案，包括卡瑞利珠单抗。公司除在肿瘤领域继续保持强劲优势的同时，临床试验项目仍覆盖哮喘、术后镇痛、白癜风、慢性乙型肝炎、斑秃等疾病领域。本月恒瑞抗胆碱能药物格隆溴铵注射液获得药品注册证书，成为国内首个获批的格隆溴铵注射剂型，截至目前，公司对该产品已累计投入研发费用约 0.15 亿元。虽然疫情影响下，公司销售收入受影响明显，营业收入增速有所放缓，但研发费用率依然呈上升趋势。前三季度，公司卡瑞利珠单抗和吡咯替尼先后 License out 给韩国 CrystalGenomics(CG)和 HLB-LS 公司，公司国际化布局正进一步加快。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年的收入分别为 279 亿、355 亿、482 亿元，增速分别为 20.0%、27.1%、35.6%，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 63 亿、81 亿、106 亿元，增速分别为 18.5%、28.3%、30.7%。预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.19 元、1.52 元、1.99 元，当前股价对应估值分别为 77X、60X、46X。维持“买入”投资评级。

- **风险提示：**公司药品招标低于预期；研发管线进度低于预期。

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	91.52
一年最低/最高价	64.16/105.00
市净率(倍)	17.19
流通 A 股市值(百万元)	484665.93

基础数据

每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	12.69
总股本(百万股)	5306.75
流通 A 股(百万股)	5295.74

相关研究

1、《恒瑞医药（600276）：公司激励方案刺激新一轮中长期发展》2020-08-19

2、《恒瑞医药（600276）：业绩略低于预期，造影剂保持稳定增长》2020-08-03

3、《恒瑞医药（600276）：公司业绩略超预期，肿瘤、造影板块带动业绩增长》2020-03-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**22,311**	**29,593**	**35,572**	**45,762**
现金	5,044	12,814	15,494	20,350
应收账款	5,435	7,276	8,630	12,826
存货	1,607	831	2,181	1,803
其他流动资产	10,226	8,672	9,266	10,783
非流动资产	**5,245**	**5,609**	**6,564**	**8,136**
长期股权投资	60	60	60	60
固定资产	2,542	3,025	3,703	4,822
在建工程	1,533	1,494	1,625	2,012
无形资产	350	376	409	444
其他非流动资产	761	653	768	798
资产总计	**27,556**	**35,201**	**42,136**	**53,898**
流动负债	**2,473**	**3,981**	**3,928**	**6,269**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,289	2,159	2,124	3,498
其他流动负债	1,183	1,822	1,804	2,771
非流动负债	**146**	**104**	**112**	**115**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	146	104	112	115
负债合计	**2,619**	**4,085**	**4,040**	**6,385**
少数股东权益	162	183	195	213
归属母公司股东权益	24,775	30,933	37,901	47,300
负债和股东权益	**27,556**	**35,201**	**42,136**	**53,898**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,817	4,014	5,582	8,272
投资活动现金流	-1,945	3,760	-1,983	-2,485
筹资活动现金流	-719	-4	-919	-931
现金净增加额	1,165	7,770	2,681	4,856
折旧和摊销	646	485	664	926
资本开支	561	536	896	1,593
营运资本变动	-2,057	-2,263	-2,642	-2,638

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**23,289**	**27,946**	**35,517**	**48,169**
减:营业成本	2,913	3,864	4,745	6,236
营业税金及附加	216	260	330	448
营业费用	8,525	10,061	12,431	16,859
管理费用	6,138	7,266	9,590	13,487
财务费用	-134	-159	-190	-226
资产减值损失	-5	0	0	0
加:投资净收益	309	328	347	368
其他收益	190	221	257	299
营业利润	**6,150**	**7,205**	**9,217**	**12,033**
加:营业外净收支	-94	-88	-91	-91
利润总额	**6,056**	**7,118**	**9,126**	**11,943**
减:所得税费用	729	807	1,031	1,366
少数股东损益	-2	21	11	19
归属母公司净利润	**5,328**	**6,290**	**8,083**	**10,558**
EBIT	5,904	6,850	8,701	11,405
EBITDA	6,550	7,335	9,365	12,330

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.00	1.19	1.52	1.99
每股净资产(元)	4.67	5.66	6.98	8.75
发行在外股份(百万股)	4423	5307	5307	5307
ROIC(%)	48.4%	48.0%	47.7%	49.6%
ROE(%)	21.4%	20.9%	21.8%	22.7%
毛利率(%)	87.5%	86.2%	86.6%	87.1%
销售净利率(%)	22.9%	22.5%	22.8%	21.9%
资产负债率(%)	9.5%	11.6%	9.6%	11.8%
收入增长率(%)	33.7%	20.0%	27.1%	35.6%
净利润增长率(%)	31.2%	18.5%	28.3%	30.7%
P/E	91.15	77.22	60.09	46.00
P/B	19.60	16.16	13.12	10.46
EV/EBITDA	72.13	63.93	49.71	37.34

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn