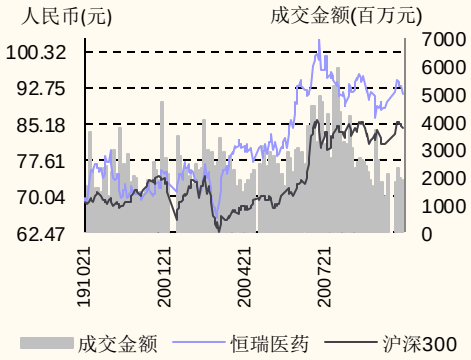
恒瑞医药 (600276.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：91.52 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	53.07
已上市流通 A 股(亿股)	52.96
总市值(亿元)	4,856.74
年内股价最高最低(元)	94.20/87.86
沪深 300 指数	4755
上证指数	3313



相关报告

1.《疫情背景下增速稳健，研发持续投入未来可期-恒瑞医药 2020H...》，2020.8.2
2.《公司业绩符合预期，疫情背景下稳健增长-恒瑞医药 2020Q1 业...》，2020.4.28
3.《公司业绩符合预期，创新药持续放量增长-恒瑞医药 2019 年报点...》，2020.3.23
4.《SHR1210 肝癌二线获批，国内肝癌首个 PD(L)1-恒瑞医...》，2020.3.5
5.《公司业绩超预期，收入环比加速业绩优异-恒瑞医药 2019Q3 季...》，2019.10.25

王麟 分析师 SAC 执业编号：S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

增速稳健业绩符合预期，各项研发顺利进行

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.104	1.205	1.211	1.536	1.947
每股净资产(元)	5.35	5.60	6.83	8.46	10.57
每股经营性现金流(元)	0.75	0.86	1.44	1.70	2.09
市盈率(倍)	82.89	75.97	75.59	59.58	47.00
净利润增长率(%)	26.39%	31.05%	20.58%	26.87%	26.76%
净资产收益率(%)	20.61%	21.51%	21.25%	21.79%	22.09%
总股本(百万股)	3,682.08	4,422.81	5,306.75	5,306.75	5,306.75

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 今日，公司发布 2020 三季报，收入约 194.13 亿元，同比约 14.57%；归母利润约为 42.59 亿元，同比约 14.02%；其中 Q3 收入同比增长 17.13%，归母净利润同比增长 20.74%，整体业绩符合预期，各项研发顺利进行。

点评

- **疫情背景下公司业绩稳健增长，预计 Q3 抗肿瘤新药加速放量：**公司前三季度收入约 194.13 亿元，同比约 14.57%；归母利润约 42.59 亿元，同比约 14.02%；扣非归母净利润同比约 17.11%。预计 Q3 股权激励费用约 1 亿元。疫情背景下公司业绩稳健增长，预计肿瘤板块加速放量明显（得益于新品），麻醉版块、造影版块及综合版块持平或略增。抗肿瘤板块加速放量预计来自卡瑞利珠单抗等创新药品种，未来持续看好创新药品种的快速增长。
- **医保谈判即将开始，公司多项产品有望入选：**9 月 18 日，国家医保局发布通知，将医保谈判中获批新药的截止日期由 2019.12.31 调整为 2020.8.17。公司在 2019 年至 2020.8.17 期间获批的新药品种/新适应症均有望受邀参加国家医保谈判，以价换量，医保或成增长新驱动。具体品种包括卡瑞利珠单抗（2020 年获批肺癌、肝癌、食管癌适应症）、苯磺酸瑞玛替尼等。
- **报告期内各项研发及海外合作进展顺利：**1）PD-1/PD-L1 进展：PD-1 单抗二线鼻咽癌治疗被认定为突破性疗法、PD-L1 单抗用于局限期小细胞肺癌获批临床。2）法米替尼临床进展：新开与舒尼替尼头对头的 3 期临床试验用于二线治疗晚期胃肠道间质瘤、新开联合卡瑞利珠单抗及化疗的 3 期临床试验用于治疗非鳞状 NSCLC、新开联合 SHR1701（PD-L1/TGFβ）2 期临床用于治疗晚期恶性实体瘤。3）SHR1701 临床进展：联合化疗用于一线晚期/转移性胰腺癌的治疗进入临床 2 期、联合化疗用于不可切除的 NSCLC 进入临床 3 期。4）其他进展：氟唑帕利用于复发性晚期乳腺癌的治疗进入临床 3 期、脯氨酸恒格列净加厄贝沙坦用于 2 型糖尿病肾病、HR18034 用于长效局部麻醉获批临床等。5）海外合作：吡咯替尼权益有偿授权给韩国 HLB Life Science Co., Ltd.公司，拓展海外市场。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司创新药将集中上市销售贡献业绩，国内外优质创仿药陆续获批，业绩稳定增长，我们维持公司“买入”评级。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.21/1.54/1.95 元，对应 PE 分别为 76/60/47 倍。

风险提示

- 创新药研发进展存在不确定性。海外仿制药及创新药品种存在不确定性。存货、投资收益等项目的变动存在不确定性。PD-1 医保谈判存在不确定性。

图表 1：恒瑞医药公司财务模型（单位：百万人民币）

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**13,836**	**17,418**	**23,289**	**28,143**	**35,835**	**45,336**
增长率		*25.9%*	*33.7%*	*20.8%*	*27.3%*	*26.5%*
主营业务成本	-1,850	-2,335	-2,913	-3,210	-4,164	-5,150
% 销售收入	*13.4%*	*13.4%*	*12.5%*	*11.4%*	*11.6%*	*11.4%*
毛利	11,986	15,083	20,376	24,933	31,671	40,187
% 销售收入	*86.6%*	*86.6%*	*87.5%*	*88.6%*	*88.4%*	*88.6%*
营业税金及附加	-254	-237	-216	-261	-333	-421
% 销售收入	*1.8%*	*1.4%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
营业费用	-5,189	-6,464	-8,525	-10,272	-12,757	-16,094
% 销售收入	*37.5%*	*37.1%*	*36.6%*	*36.5%*	*35.6%*	*35.5%*
管理费用	-2,953	-4,297	-6,138	-7,345	-9,568	-12,241
% 销售收入	*21.3%*	*24.7%*	*26.4%*	*26.1%*	*26.7%*	*27.0%*
息税前利润（EBIT）	3,591	4,085	5,497	7,054	9,013	11,430
% 销售收入	*26.0%*	*23.5%*	*23.6%*	*25.1%*	*25.2%*	*25.2%*
财务费用	37	124	134	157	270	408
% 销售收入	*-0.3%*	*-0.7%*	*-0.6%*	*-0.6%*	*-0.8%*	*-0.9%*
资产减值损失	-15	-25	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	38	0	0	0
投资收益	39	248	309	185	75	0
% 税前利润	*1.0%*	*5.5%*	*5.1%*	*2.5%*	*0.8%*	*0.0%*
营业利润	3,808	4,597	6,150	7,396	9,358	11,838
营业利润率	*27.5%*	*26.4%*	*26.4%*	*26.3%*	*26.1%*	*26.1%*
营业外收支	-49	-98	-94	-94	-94	-94
税前利润	**3,759**	**4,499**	**6,056**	**7,302**	**9,264**	**11,744**
利润率	*27.2%*	*25.8%*	*26.0%*	*25.9%*	*25.9%*	*25.9%*
所得税	-466	-438	-729	-879	-1,116	-1,414
所得税率	*12.4%*	*9.7%*	*12.0%*	*12.0%*	*12.0%*	*12.0%*
净利润	3,293	4,061	5,326	6,423	8,149	10,330
少数股东损益	76	-4	-2	-2	-2	-3
归属于母公司的净利	**3,217**	**4,066**	**5,328**	**6,425**	**8,151**	**10,333**
净利率	*23.2%*	*23.3%*	*22.9%*	*22.8%*	*22.7%*	*22.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,293	4,061	5,326	6,423	8,149	10,330
少数股东损益	76	-4	-2	-2	-2	-3
非现金支出	335	406	665	543	614	715
非经营收益	-36	-271	-300	-115	19	94
营运资金变动	-1,044	-1,422	-1,874	-462	-1,250	-1,875
经营活动现金净流	**2,547**	**2,774**	**3,817**	**6,389**	**7,531**	**9,263**
资本开支	-379	-526	-560	-363	-819	-854
投资	-3,047	-2,578	-1,693	0	0	0
其他	50	248	307	185	75	0
投资活动现金净流	**-3,376**	**-2,856**	**-1,945**	**-178**	**-744**	**-854**
股权募资	537	134	97	0	0	0
债权募资	0	0	0	-122	0	1
其他	-359	-449	-803	-973	-973	-973
筹资活动现金净流	**178**	**-315**	**-706**	**-1,095**	**-973**	**-972**
现金净流量	**-651**	**-396**	**1,165**	**5,115**	**5,814**	**7,437**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,267	3,890	5,044	10,159	15,973	23,410
应收款项	4,410	5,402	6,329	7,672	8,880	10,886
存货	790	1,031	1,607	1,935	2,282	2,328
其他流动资产	5,002	7,747	9,332	9,383	9,407	9,513
流动资产	14,469	18,069	22,311	29,148	36,542	46,137
% 总资产	*80.2%*	*80.8%*	*81.0%*	*85.4%*	*87.8%*	*90.0%*
长期投资	118	156	60	60	60	60
固定资产	3,079	3,686	4,075	4,336	4,428	4,420
% 总资产	*17.1%*	*16.5%*	*14.8%*	*12.7%*	*10.6%*	*8.6%*
无形资产	285	338	505	509	528	582
非流动资产	3,571	4,292	5,245	4,971	5,083	5,128
% 总资产	*19.8%*	*19.2%*	*19.0%*	*14.6%*	*12.2%*	*10.0%*
资产总计	**18,039**	**22,361**	**27,556**	**34,120**	**41,624**	**51,265**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,542	2,362	2,247	3,025	3,340	3,491
其他流动负债	508	132	226	707	721	854
流动负债	2,050	2,494	2,473	3,732	4,061	4,345
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	46	70	146	0	0	0
负债	**2,096**	**2,563**	**2,619**	**3,732**	**4,061**	**4,346**
普通股股东权益	15,368	19,728	24,775	30,227	37,405	46,765
少数股东权益	575	70	162	160	158	155
负债股东权益合计	**18,039**	**22,361**	**27,556**	**34,120**	**41,624**	**51,265**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.142	1.104	1.205	1.211	1.536	1.947
每股净资产	5.425	5.352	5.602	6.834	8.457	10.573
每股经营现金净流	0.899	0.753	0.863	1.445	1.703	2.094
每股股利	0.140	0.130	0.220	0.220	0.220	0.220
回报率						
净资产收益率	20.93%	20.61%	21.51%	21.25%	21.79%	22.09%
总资产收益率	17.83%	18.18%	19.33%	18.83%	19.58%	20.16%
投入资本收益率	19.73%	18.63%	19.37%	20.42%	21.10%	21.43%
增长率						
主营业务收入增长率	24.72%	25.89%	33.70%	20.84%	27.33%	26.51%
EBIT增长率	26.49%	13.78%	34.55%	28.33%	27.77%	26.82%
净利润增长率	24.25%	26.39%	31.05%	20.58%	26.87%	26.76%
总资产增长率	25.88%	23.96%	23.23%	23.82%	21.99%	23.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.7	72.9	68.0	80.0	75.0	75.0
存货周转天数	140.7	142.3	165.2	220.0	200.0	165.0
应付账款周转天数	146.9	165.3	167.3	170.0	150.0	130.0
固定资产周转天数	52.7	48.8	39.8	29.9	21.3	16.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.76%	-19.65%	-54.39%	-61.47%	-65.21%	-68.05%
EBIT利息保障倍数	-98.0	-33.0	-41.1	-44.8	-33.3	-28.0
资产负债率	11.62%	11.46%	9.50%	10.94%	9.76%	8.48%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-02-16	买入	64.29	74.00～80.00
2	2019-04-17	买入	64.86	N/A
3	2019-08-30	买入	76.94	N/A
4	2019-10-25	买入	82.71	N/A
5	2020-03-05	买入	87.80	N/A
6	2020-03-23	买入	80.16	N/A
7	2020-04-28	买入	96.35	N/A
8	2020-08-02	买入	94.38	N/A

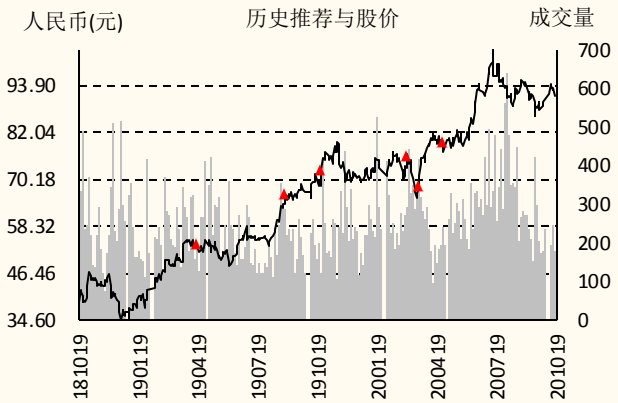
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH