2020 年 8 月 4 日

# 恒瑞医药（600276）：创新药快速增长，研发力度持续加大

推荐（维持）

医药生物

当前股价：93.20 元

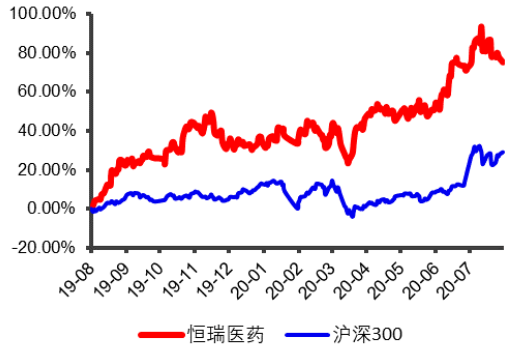
**主要财务指标（单位：百万元）**

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 23,289 | 27,979 | 38,093 | 49,772 |
| （+/-） | 33.7% | 20.1% | 36.1% | 30.7% |
| 营业利润 | 6,150 | 7,554 | 10,322 | 13,522 |
| （+/-） | 33.8% | 22.8% | 36.6% | 31.0% |
| 归属母公司净利润 | 5,328 | 6,559 | 8,985 | 11,792 |
| （+/-） | 31.1% | 23.1% | 37.0% | 31.2% |
| EPS（元） | 1.20 | 1.24 | 1.69 | 2.22 |
| 市盈率 | 77.4 | 75.4 | 55.0 | 41.9 |

**公司基本情况（最新）**

| | |
|---|---|
| 总股本/已流通股（万股） | 530675 / 529574 |
| 流通市值（亿元） | 4,936 |
| 每股净资产（元） | 5.00 |
| 资产负债率（%） | 10.0 |

**股价表现（最近一年）**




**资料来源：Wind，华鑫证券研发部**

分析师：杜永宏
执业证书编号：S1050517060001
电话：021-54967706
邮箱：duyh@cfsc.com.cn
联系人：陈成
电话：021-54967650
邮箱：chencheng@cfsc.com.cn
华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（8621）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

## 投资要点：

● **公司业绩符合预期。**公司 2020 上半年实现营业收入 113.09 亿元，同比增长 12.79%；归属于母公司股东净利润 26.62 亿元，同比增长 10.34%；扣非后归属于母公司股东净利润 25.62 亿元，同比增长 11.94%，对应 EPS0.50 元。其中 2020Q2 单季实现营业收入 57.82 亿元（+14.28%）；归母净利额 13.46 亿元（+10.38%），公司业绩符合预期。

● **创新药快速增长，研发项目稳步推进。**受疫情影响，公司 2020 上半年收入和利润增速有所放缓。从产品上看，预计麻醉管线和造影管线受到疫情冲击较大，下半年随着门诊和手术量的恢复，两条管线有望重回增长态势。在创新药的放量驱动下，肿瘤管线预计维持高增速，拉动公司整体业绩。受益于创新药占比的提高，公司产品的销售毛利率相比去年同期上升 1.25pp，达到 87.94%。2020 上半年公司研发投入 18.63 亿元，同比增长 25.56%，研发投入占销售收入比重达到 16.48%。药品研发稳步推进，2020 上半年 PD-1 新增肝癌、非小细胞肺癌和食管鳞癌适应症；瑞马唑仑新增结肠镜检查镇静适应症；吉非替尼获批上市，用于治疗一线 EGFR 突变非小细胞肺癌。在国际化方面，仿制药右美托咪定在美国获批，创新药卡瑞利珠单抗有偿许可给韩国 CrystalGenomics 公司。

● **股权激励力度大。**公司发布股权激励方案，拟向公司董事、高级管理人员和关键岗位人员授予 2573.60 万股限制性股票，约占公司总股本的 0.49%，授予的激励对象总人数为 1302 人，占公司员工总人数的 5.33%。限制性股票解除限售的业绩条件为：以 2019 年净利润为基数，2020 年、2021 年、2022 年各年度净利润较 2019 年相比，增长率分别不低于

20%、42%、67%，三年净利润复合增长率为 18.64%。从股权激励方案来看，公司对未来三年业绩的快速增长充满信心。按照今年设定的股权激励业绩增长条件来估算，公司 2020 年下半年业绩增速预计在 25%以上。

- **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 65.59 亿元、89.85 亿元、117.92 亿元，对应 EPS 分别为 1.24 元、1.69 元、2.22 元，当前股价对应 PE 分别为 75.4/55.0/41.9 倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**药品降价幅度超预期风险；创新药研发进度不达预期风险。

表附录：三大报表预测值（百万元）

| 资产负债表(百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产：** | | | | |
| 货币资金 | 5,044 | 8,582 | 11,768 | 16,589 |
| 应收款 | 6,329 | 7,539 | 10,158 | 13,134 |
| 存货 | 1,607 | 1,886 | 2,511 | 3,190 |
| 其他流动资产 | 9,332 | 10,265 | 11,291 | 12,420 |
| 流动资产合计 | 22,311 | 28,272 | 35,728 | 45,334 |
| **非流动资产：** | | | | |
| 固定资产+在建工程 | 4,075 | 4,168 | 4,230 | 4,259 |
| 无形资产+商誉 | 350 | 385 | 423 | 466 |
| 其他非流动资产 | 821 | 903 | 993 | 1,092 |
| 非流动资产合计 | 5,245 | 5,455 | 5,646 | 5,817 |
| 资产总计 | 27,556 | 33,727 | 41,375 | 51,152 |
| **流动负债：** | | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款、票据 | 1,289 | 1,484 | 1,970 | 2,492 |
| 其他流动负债` | 1,183 | 1,302 | 1,432 | 1,575 |
| 流动负债合计 | 2,473 | 2,786 | 3,402 | 4,067 |
| **非流动负债：** | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 146 | 161 | 177 | 195 |
| 非流动负债合计 | 146 | 161 | 177 | 195 |
| 负债合计 | 2,619 | 2,947 | 3,579 | 4,262 |
| **所有者权益** | | | | |
| 股本 | 4,423 | 5,307 | 5,307 | 5,307 |
| 资本公积金 | 1,663 | 1,663 | 1,663 | 1,663 |
| 未分配利润 | 16,548 | 20,851 | 26,968 | 34,883 |
| 少数股东权益 | 162 | 162 | 162 | 162 |
| 所有者权益合计 | 24,938 | 30,780 | 37,796 | 46,889 |
| 负债和所有者权益 | 27,556 | 33,727 | 41,375 | 51,152 |

| 现金流量表(百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 5326 | 6557 | 8983 | 11789 |
| 折旧与摊销 | 646 | 496 | 556 | 621 |
| 财务费用 | 0 | -198 | -295 | -411 |
| 存货的减少 | -582 | -280 | -625 | -679 |
| 营运资本变化 | -1475 | -1015 | -2133 | -2454 |
| 其他非现金部分 | -99 | -917 | -1009 | -1110 |
| 经营活动现金净流量 | 3817 | 4644 | 5477 | 7756 |
| 投资活动现金净流量 | -1945 | -589 | -619 | -650 |
| 筹资活动现金净流量 | -719 | -517 | -1673 | -2284 |
| 现金流量净额 | 1,165 | 3,538 | 3,186 | 4,822 |

| 利润表(百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **23,289** | **27,979** | **38,093** | **49,772** |
| 营业成本 | 2,913 | 3,447 | 4,636 | 5,982 |
| 营业税金及附加 | 216 | 216 | 216 | 216 |
| 销售费用 | 8,525 | 10,128 | 13,675 | 17,769 |
| 管理费用 | 2,241 | 2,714 | 3,714 | 4,878 |
| 财务费用 | -134 | -198 | -295 | -411 |
| 费用合计 | 10,632 | 12,645 | 17,094 | 22,235 |
| 资产减值损失 | -19 | -20 | -21 | -22 |
| 公允价值变动 | 38 | 39 | 41 | 43 |
| 投资收益 | 309 | 325 | 341 | 358 |
| **营业利润** | **6,150** | **7,554** | **10,322** | **13,522** |
| 加：营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 减：营业外支出 | 95 | 104 | 115 | 126 |
| **利润总额** | **6,056** | **7,451** | **10,208** | **13,397** |
| 所得税费用 | 729 | 894 | 1,225 | 1,608 |
| **净利润** | **5,326** | **6,557** | **8,983** | **11,789** |
| 少数股东损益 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| **归母净利润** | **5,328** | **6,559** | **8,985** | **11,792** |

| 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | |
| 营业收入增长率 | 33.7% | 20.1% | 36.1% | 30.7% |
| 营业利润增长率 | 33.8% | 22.8% | 36.6% | 31.0% |
| 归母净利润增长率 | 31.1% | 23.1% | 37.0% | 31.2% |
| 总资产增长率 | 23.2% | 22.4% | 22.7% | 23.6% |
| **盈利能力** | | | | |
| 毛利率 | 87.5% | 87.7% | 87.8% | 88.0% |
| 营业利润率 | 26.4% | 27.0% | 27.1% | 27.2% |
| 三项费用/营收 | 45.7% | 45.2% | 44.9% | 44.7% |
| EBIT/销售收入 | 0.0% | 26.6% | 26.8% | 26.9% |
| 净利润率 | 22.9% | 23.4% | 23.6% | 23.7% |
| ROE | 21.4% | 21.3% | 23.8% | 25.1% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 84.5% | 83.0% | 92.1% | 97.3% |
| **资产结构** | | | | |
| 资产负债率 | 9.5% | 8.7% | 8.7% | 8.3% |
| **现金流质量** | | | | |
| 经营净现金流/净利润 | 0.72 | 0.71 | 0.61 | 0.66 |
| **每股数据（元/股）** | | | | |
| 每股收益 | 1.20 | 1.24 | 1.69 | 2.22 |
| 每股净资产 | 5.64 | 5.80 | 7.12 | 8.84 |

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

## 分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017 年 6 月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|---|---|
| 1 | 推荐 | >15% |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15% |
| 3 | 中性 | (-)5%--- (+)5% |
| 4 | 减持 | (-)15%---(-)5% |
| 5 | 回避 | <(-)15% |

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|---|---|
| 1 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| 2 | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| 3 | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn