恒瑞医药（600276）

业绩略低于预期，造影剂保持稳定增长

买入（维持）

2020 年 7 月 31 日

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	23,289	29,356	37,309	50,599
同比（%）	33.7%	26.1%	27.1%	35.6%
归母净利润（百万元）	5,328	6,579	8,459	11,055
同比（%）	31.2%	23.9%	28.3%	30.7%
每股收益（元/股）	1.00	1.24	1.59	2.08
P/E（倍）	94.00	76.12	59.21	45.31

投资要点

- **公司公布 2020 年半年报：**实现收入 113.09 亿元，同比增长 12.79%；实现归母净利润 26.62 亿元，同比增长 10.34%；实现扣非归母净利润 25.62 亿元，同比增长 11.94%；实现经营性现金流净额 33.77 亿元，同比增长 132.47%。

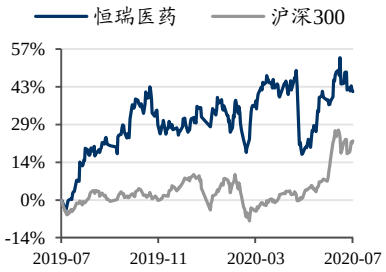
- **业绩略低于预期，创新成果转化以及产品结构调整是指标稳步增长主要驱动力。**公司 2020 年上半年各项经济指标稳步增长，主要驱动因素有以下两个方面：第一，创新成果逐步实现商业化对公司业绩的增长起到了关键拉动作用；第二，随着公司产品结构调整，造影剂为代表的非抗肿瘤药产品保持稳定增长态势。纵观过去 6 年年中业绩，营收和归母净利润同比增速始终维持在 20%左右。我们认为，疫情可能是影响业绩增速放缓的主要原因，其中麻醉领域受到的影响较大。随着 2020H1 公司 PD-1 产品卡瑞利珠单抗再获 3 大适应症（食管鳞癌、非小细胞肺癌和肝癌）、麻醉领域 1 类新药瑞马唑仑也获批新适应症，同时由于下半年国内疫情形势转好，公司营业收入受疫情影响程度会进一步减小。

- **研发投入持续加大，创新研发和国际化进程进一步加快。**2020H1 累计研发投入 18.63 亿元，比上年同期增长 25.56%，研发投入占销售收入的比重达到 16.48%。（2019H1 占比为 14.8%）。截至 2020H1，取得创新药制剂生产批件 3 个，仿制药制剂生产批件 1 个，取得创新药临床批件 37 个，取得 3 个品种的一致性评价批件，完成 2 种产品的一致性评价申报工作。国际化方面，仿制药盐酸右美托咪定氯化钠注射液在美国获批；分别向美国 FDA 递交了 3 个原料药、1 个中间体、2 个制剂的注册申请；其他新兴市场也逐步加强注册力度。公司将具有自主知识产权的用于肿瘤免疫治疗的注射用卡瑞利珠单抗项目有偿许可给韩国 CrystalGenomics Inc.公司。公司现有包括注射剂、口服制剂和吸入性麻醉剂在内的 20 个制剂产品获准在欧美日获批，1 个制剂产品在美国获得临时性批准。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年的收入分别为 294 亿、373 亿、506 亿元，增速分别为 26.1%、27.1%、35.6%，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 66 亿、85 亿、110 亿元，增速分别为 24%、28%、31%，净利润三年复合增速高达 30%，预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.24 元、1.59 元、2.08 元，当前股价对应估值分别为 76X、59X、45X。考虑公司未来研发管线逐渐兑现，参考可比公司估值和增速，维持“买入”投资评级。

- **风险提示：**公司药品招标低于预期；药品审评审批进度低于预期；研发管线进度低于预期；制剂出口低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	94.38
一年最低/最高价	64.1/102.99
市净率(倍)	20.216
流通 A 股市值(百万元)	500851.10

基础数据

每股净资产(元)	5.00
资本负债率(%)	9.99
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）：公司业绩略超预期，肿瘤、造影板块带动业绩增长》2020-03-23

2、《恒瑞医药（600276）：获批肝癌适应症，多个适应症有望 1-2 年上市》2020-03-13

3、《恒瑞医药（600276）：PD-1 等新产品快速放量，加大研发投入，收入增速超预期》2019-10-25

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**	**29,925**	**36,015**	**46,974**
现金	5,044	12,212	15,694	20,221
应收账款	5,435	7,918	8,791	13,747
存货	1,607	954	2,210	1,975
其他流动资产	10,226	8,842	9,319	11,032
非流动资产	**5,245**	**5,869**	**6,862**	**8,507**
长期股权投资	60	60	60	60
固定资产	2,542	3,204	3,915	5,087
在建工程	1,533	1,575	1,711	2,117
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**	**35,794**	**42,877**	**55,481**
流动负债	**2,473**	**4,283**	**4,002**	**6,688**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,289	2,333	2,166	3,740
其他流动负债	1,183	1,950	1,836	2,948
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**	**4,387**	**4,114**	**6,803**
少数股东权益	162	184	196	216
归属母公司股东权益	24,775	31,222	38,567	48,463
负债和股东权益	**27,556**	**35,794**	**42,877**	**55,481**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,817	3,687	6,457	8,064
投资活动现金流	-1,945	3,485	-2,056	-2,606
筹资活动现金流	-719	-4	-919	-931
现金净增加额	1,165	7,168	3,483	4,526
折旧和摊销	646	500	699	974
资本开支	561	796	934	1,666
营运资本变动	-2,057	-2,895	-2,179	-3,392

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**23,289**	**29,356**	**37,309**	**50,599**
减:营业成本	2,913	4,059	4,984	6,550
营业税金及附加	216	273	347	471
营业费用	8,525	10,568	13,058	17,710
管理费用	6,138	7,633	10,073	14,168
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**	**7,533**	**9,642**	**12,595**
加:营业外净收支	-94	-88	-91	-91
利润总额	**6,056**	**7,445**	**9,551**	**12,504**
减:所得税费用	729	844	1,080	1,430
少数股东损益	-2	22	12	20
归属母公司净利润	**5,328**	**6,579**	**8,459**	**11,055**
EBIT	5,904	7,187	9,132	11,966
EBITDA	6,550	7,686	9,831	12,939

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.00	1.24	1.59	2.08
每股净资产(元)	4.67	5.72	7.10	8.97
发行在外股份(百万股)	4423	5307	5307	5307
ROIC(%)	48.4%	47.1%	48.7%	48.9%
ROE(%)	21.4%	21.6%	22.4%	23.2%
毛利率(%)	87.5%	86.2%	86.6%	87.1%
销售净利率(%)	22.9%	22.4%	22.7%	21.8%
资产负债率(%)	9.5%	12.3%	9.6%	12.3%
收入增长率(%)	33.7%	26.1%	27.1%	35.6%
净利润增长率(%)	31.2%	23.9%	28.3%	30.7%
P/E	94.00	76.12	59.21	45.31
P/B	20.22	16.51	13.29	10.53
EV/EBITDA	74.44	63.06	48.88	36.76

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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