

恒瑞医药 (600276.SH)

公司快报

年报业绩稳健, “创新+国际化”助力可持续发展

医药 | 化学制剂 III

投资评级

买入-A(维持)

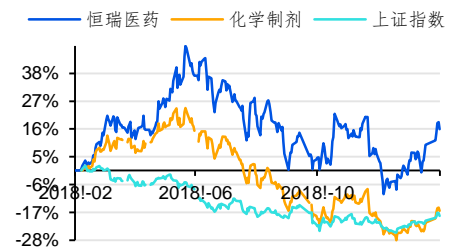
股价(2019-02-15)

64.29 元

交易数据

总市值(百万元)	236,964.07
流通市值(百万元)	235,939.75
总股本(百万股)	3,685.86
流通股本(百万股)	3,669.93
12个月价格区间	49.78/102.87 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.51	-0.44	32.5
绝对收益	11.87	0.09	16.35

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

 李伟
 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布 2018 年年度报告, 实现营业收入 174.18 亿元, 同比增长 25.89%; 归母净利润 40.66 亿元, 同比增长 26.39%。
- ◆ **三大板块持续发力, 研发投入大幅增长:** 从收入端来看, 公司抗肿瘤、麻醉、造影剂三大业务板块继续发力, 分别实现了 29.23%、29.25% 和 22.67% 的同比收入增速, 维持了公司业绩的稳健增长; 从费用端来看, 公司的期间费用率与去年相比基本保持稳定, 费用控制良好, 同时继续加大研发投入, 全年研发费用大幅增长 51.81%, 达到 26.70 亿元, 占营业收入的 15.33%, 为公司项目研发和创新发展提供保障。分季度来看, 在环比口径上, 公司 2018 年的营业收入和归母净利润也一直保持增长, 彰显了公司经营稳定性。
- ◆ **产品线连贯, 业绩增长可持续:** 在公司目前的收入构成中, 仿制药仍占据了较大的比重。随着一致性评价和带量采购政策的逐步落地, 国内仿制药市场正发生着深刻的变化, 产品高毛利时代将一去不复返, 仿制药最终也将回归普通制造业。然而, 带量采购的前提是药品通过一致性评价, 目前通过一致性评价的品种还不多, 因此带量采购向更多品种推广会是一个相对漫长的过程, 再加上公司是国内最早向新药研发转型的一批企业, 艾瑞昔布、阿帕替尼、19K、吡咯替尼的接连上市标志着公司已基本实现转型, 我们认为新品种的上市能够帮助公司顺利渡过本轮行业变革的阵痛期。此外, 公司 2018 年有 56 个创新药处于临床开发阶段, 在创新药开发上已基本形成了每年都有创新药申请临床、每 2-3 年有创新药上市的良好发展态势。公司的瑞马唑仑、PD1 单抗、PDL1 单抗、SHR3680、恒格列净、海曲泊帕等多个产品均已处于上市申请或临床 III 期阶段, 有望于 2019-2020 年陆续上市, 进一步丰富产品线, 加速产品结构的转型升级, 确保公司业绩增长的可持续性。
- ◆ **国际化战略继续推进, 有望实现跨越式发展:** 在研发新产品的同时, 公司也继续加大国际化战略的实施力度, 通过产品授权和海外申报上市等方式积极拓展海外市场, 以期逐步与国际接轨。在仿制药方面, 公司目前共有包括右美托咪定、地氟烷、磺达肝癸钠等在内的 10 多个品种在美国获批上市, 亦有部分产品成功进入欧洲、日本等市场; 同时, 公司在澳大利亚、南非、中东等新兴市场也逐步加强产品注册力度。在创新药方面, 公司的 SHR0302 片、INS068 注射液、SHR0410 注射液等产品也先后获准在海外开展临床试验。海外市场的不断开拓, 一方面能为公司打开新的市场, 带来业绩增量空间, 另一方面也进一步加强公司在国际市场上的影响力和竞争力, 真正实现“走出去”的目标, 助力公司的发展再上一个台阶。
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.35、1.79 和 2.14 元。基于 (1) 近期上市的多款重磅新药陆续放量 (2) 在研产品上市的稳步推进 (3) 公司在海外市场布局的逐步完善, 我们维持公司买入-A 评级。

相关报告

- 恒瑞医药: 中报业绩稳健增长, 多款重磅新药进入收获期 2018-08-10
- 恒瑞医药: 业绩符合预期, 国内外双线布局将助力公司进一步成长 2018-04-18
- 恒瑞医药: 地氟烷美国首仿上市, 国际化征程再进一步 2018-03-01
- 恒瑞医药: BTK 抑制剂授权 TG Therapeutics, “走出去”战略加速推进 2018-01-11

◆ **风险提示：** 研发风险，政策风险，海外市场拓展进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	13,835.6	17,417.9	21,913.5	27,847.6	35,224.5
同比增长(%)	24.7%	25.9%	25.8%	27.1%	26.5%
营业利润(百万元)	3,807.8	4,596.7	5,542.6	7,369.5	8,787.2
同比增长(%)	25.9%	20.7%	20.6%	33.0%	19.2%
净利润(百万元)	3,216.6	4,065.6	4,961.2	6,599.7	7,875.4
同比增长(%)	24.2%	26.4%	22.0%	33.0%	19.3%
每股收益(元)	0.87	1.10	1.35	1.79	2.14
PE	73.7	58.3	47.8	35.9	30.1
PB	15.4	12.0	9.6	7.9	6.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,835.6	17,417.9	21,913.5	27,847.6	35,224.5	年增长率					
减:营业成本	1,849.9	2,334.6	2,900.3	3,713.8	4,693.6	营业收入增长率	24.7%	25.9%	25.8%	27.1%	26.5%
营业税费	253.6	236.8	297.9	422.5	497.4	营业利润增长率	25.9%	20.7%	20.6%	33.0%	19.2%
销售费用	5,188.9	6,464.5	7,877.9	9,880.3	12,744.7	净利润增长率	24.2%	26.4%	22.0%	33.0%	19.3%
管理费用	2,952.7	1,626.3	5,508.4	6,777.3	8,924.9	EBITDA 增长率	26.3%	87.2%	-20.9%	31.0%	18.3%
财务费用	-36.6	-123.6	-124.9	-204.3	-282.3	EBIT 增长率	26.4%	93.1%	-22.4%	32.3%	18.7%
资产减值损失	15.1	25.3	11.8	17.4	18.2	NOPLAT 增长率	32.2%	22.2%	21.1%	32.3%	18.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	47.3%	35.9%	-12.0%	22.4%	-0.3%
投资和汇兑收益	38.7	247.9	100.5	129.0	159.1	净资产增长率	23.8%	24.2%	24.5%	22.7%	21.7%
营业利润	3,807.8	4,596.7	5,542.6	7,369.5	8,787.2	盈利能力					
加:营业外净收支	-48.6	-97.6	-52.5	-66.2	-72.1	毛利率	86.6%	86.6%	86.8%	86.7%	86.7%
利润总额	3,759.2	4,499.1	5,490.2	7,303.3	8,715.1	营业利润率	27.5%	26.4%	25.3%	26.5%	24.9%
减:所得税	466.2	437.9	534.4	710.8	848.2	净利润率	23.2%	23.3%	22.6%	23.7%	22.4%
净利润	3,216.6	4,065.6	4,961.2	6,599.7	7,875.4	EBITDA/营业收入	28.4%	42.2%	26.6%	27.4%	25.6%
						EBIT/营业收入	26.1%	40.1%	24.7%	25.7%	24.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	11.6%	11.5%	11.7%	6.8%	10.6%
货币资金	4,267.1	3,889.7	10,633.5	13,120.2	19,700.7	负债权益比	13.1%	12.9%	13.2%	7.4%	11.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	7.06	7.25	7.33	12.83	8.43
应收帐款	3,421.4	3,772.7	4,897.7	5,297.6	6,539.8	速动比率	6.67	6.83	6.94	12.07	7.96
应收票据	988.8	658.9	1,257.3	955.0	1,021.5	利息保障倍数	-98.66	-56.44	-43.38	-35.08	-30.13
预付帐款	330.1	568.9	478.6	826.4	708.4	营运能力					
存货	789.7	1,030.6	1,250.0	1,643.2	2,025.8	固定资产周转天数	48	45	37	28	21
其他流动资产	4,671.5	8,148.6	4,858.6	5,892.9	6,300.1	流动营业资本周转天数	173	205	174	142	126
可供出售金融资产	117.5	154.6	117.7	130.0	134.1	流动资产周转天数	336	336	340	330	327
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	77	74	71	66	60
长期股权投资	-	1.0	1.3	1.8	2.4	存货周转天数	19	19	19	19	19
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	421	418	413	390	376
固定资产	1,997.9	2,328.8	2,234.0	2,100.8	1,911.8	投资资本周转天数	250	279	241	197	171
在建工程	1,080.8	1,357.3	1,694.3	1,993.4	2,297.5	费用率					
无形资产	279.3	272.7	291.2	288.5	289.0	销售费用率	37.5%	37.1%	36.0%	35.5%	36.2%
其他非流动资产	95.3	177.5	181.5	205.9	239.1	管理费用率	21.3%	9.3%	25.1%	24.3%	25.3%
资产总额	18,039.4	22,361.2	27,895.9	32,455.5	41,170.1	财务费用率	-0.3%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.8%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	58.6%	45.7%	60.5%	59.1%	60.7%
应付帐款	1,331.5	-	1,825.9	508.2	2,277.5	投资回报率					
应付票据	-	-	9.5	2.0	4.8	ROE	20.9%	20.6%	20.2%	21.9%	21.4%
其他流动负债	718.9	2,493.6	1,353.0	1,651.0	2,024.6	ROA	18.3%	18.2%	17.8%	20.3%	19.1%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	42.4%	35.2%	31.4%	47.2%	45.8%
其他非流动负债	45.8	69.9	68.8	61.5	66.7	分红指标					
负债总额	2,096.2	2,563.5	3,257.2	2,222.7	4,373.7	DPS(元)	0.10	0.22	0.20	0.27	0.35
少数股东权益	575.4	69.6	64.2	57.0	48.4	分红比率	11.4%	19.9%	14.5%	15.3%	16.6%
股本	2,832.6	3,685.9	3,685.9	3,685.9	3,685.9	股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%
留存收益	13,063.3	16,686.0	20,888.7	26,490.0	33,062.2						
股东权益	15,943.2	19,797.7	24,638.7	30,232.8	36,796.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.87	1.10	1.35	1.79	2.14
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	4.17	5.35	6.67	8.19	9.97
净利润	3,293.0	4,061.2	4,961.2	6,599.7	7,875.4	PE(X)	73.7	58.3	47.8	35.9	30.1
加:折旧和摊销	320.1	380.8	403.4	458.3	513.1	PB(X)	15.4	12.0	9.6	7.9	6.4
资产减值准备	15.1	25.3	-	-	-	P/FCF	-512.3	-5,042.	34.7	67.1	29.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	17.1	13.6	10.8	8.5	6.7
财务费用	-	-	-124.9	-204.3	-282.3	EV/EBITDA	45.3	31.6	38.8	29.3	24.1
投资损失	-38.7	-247.9	-100.5	-129.0	-159.1	CAGR(%)	26.0%	24.7%	23.4%	26.0%	24.7%
少数股东损益	76.3	-4.4	-5.4	-7.2	-8.6	PEG	2.8	2.4	2.0	1.4	1.2
营运资金的变动	-3,838.0	-3,447.5	2,126.7	-2,932.1	136.7	ROIC/WACC	4.0	3.4	3.0	4.5	4.4
经营活动产生现金流量	2,547.4	2,774.2	7,260.6	3,785.4	8,075.2						
投资活动产生现金流量	-3,375.6	-2,855.5	-526.8	-504.6	-473.8						
融资活动产生现金流量	219.5	-368.4	10.1	-794.1	-1,021.0						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn