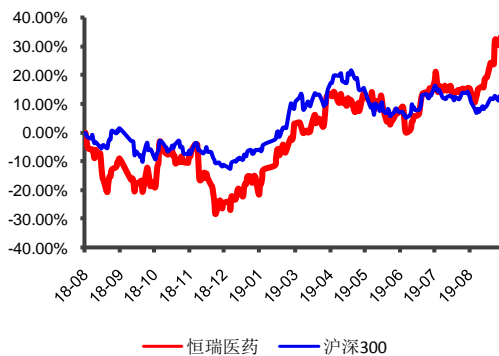


2019年8月30日 恒瑞医药(600276): 肿瘤管线高增长, 业绩符合预期 推荐(维持)
医药生物
当前股价: 80.05 元
主要财务指标(单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,418	22,277	27,689	34,027
(+/-)	25.9%	27.9%	24.3%	22.9%
营业利润	4,597	5,924	7,380	9,069
(+/-)	20.7%	28.9%	24.6%	22.9%
归属母公司净利润	4,066	5,193	6,504	8,024
(+/-)	26.4%	27.7%	25.2%	23.4%
EPS(元)	0.92	1.17	1.47	1.81
市盈率	87.1	68.2	54.4	44.1

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(万股)	442281 / 440392
流通市值(亿元)	3,388.4
每股净资产(元)	4.92
资产负债率(%)	10.5

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

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2019上半年实现营业收入100.26亿元,同比增长29.19%;归属于上市公司股东净利润24.12亿元,同比增长26.32%;扣非后归属于上市公司股东净利润22.89亿元,同比增长25.21%,对应EPS 0.54元。其中,第二季度实现营业收入50.59亿元,同比增长29.61%;实现归母净利润12.20亿元,同比增长27.03%。报告期内公司销售毛利率小幅提升,销售净利率则因研发费用的增长而有所下降,经营性现金流同比增长9.43%,公司经营状况良好,业绩表现优秀。

- **肿瘤产品线保持高增长。**随着公司创新药的陆续上市,对业绩的贡献度逐渐加大,预计公司抗肿瘤管线上半年实现30%以上的快速增长,主要受益于去年新上市的白蛋白紫杉醇、19K和吡咯替尼等产品的快速放量,几个新产品未来都希望通过医保谈判进入目录,高增长可期。报告期内,公司卡瑞利珠单抗以经典霍奇金淋巴瘤适应症正式获批上市,同时卡瑞利珠单抗在肝癌、肺癌和食管癌等重大适应症领域的临床进展超预期,随着其他适应症完成临床申报生产,卡瑞利珠单抗有望成为公司明星级重磅品种,放量可期。报告期内,公司的造影剂产品线和麻醉产品线预计维持良好增长态势。

- **研发持续高投入。**2019年上半年公司研发投入达到14.84亿元,同比增长49.13%,占营业收入的比重达到14.80%。创新药研发进展顺利,瑞马唑仑已纳入优先审评,瑞格列汀、恒格列净、海曲泊帕等均处在III期临床或报产阶段。在创新药开发上,公司基本形成每年都有创新药申请临床,每2-3年都有创新药上市的良好发展态势。一致性评价持续推进,报告

期内取得 1 种产品的一致性评价批件，完成 7 种产品的一致性评价申报。报告期内，公司海外市场开拓顺利，硫酸氢伊伐布雷定片在英国、德国和荷兰获批；向美国和新西兰递交 1 项原料药申请；抗 PD-1 抗体 SHR-1210 联合甲磺酸阿帕替尼一线治疗肝细胞癌的临床试验有序开展。

● **盈利预测：**我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 51.93 亿元、65.04 亿元、80.24 亿元，对应 EPS 分别为 1.17 元、1.47 元、1.81 元，当前股价对应 PE 分别为 68.2/54.4/44.1 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					利润表				
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	17,418	22,277	27,689	34,027
货币资金	3,890	6,489	9,424	13,342	营业成本	2,335	3,005	3,655	4,447
应收款	5,402	6,498	7,691	8,979	营业税金及附加	237	237	237	237
存货	1,031	1,335	1,604	1,989	销售费用	6,464	8,176	10,106	12,318
其他流动资产	7,747	8,000	9,000	10,000	管理费用	1,626	5,235	6,645	8,337
流动资产合计	18,069	22,322	27,719	34,310	财务费用	-124	-83	-127	-182
非流动资产:					费用合计	7,967	13,328	16,624	20,472
可供出售金融资产	155	155	155	155	资产减值损失	25	32	40	50
固定资产+在建工程	3,686	3,816	3,944	4,066	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	273	273	273	273	投资收益	248	248	248	248
其他非流动资产	178	200	210	220	营业利润	4,597	5,924	7,380	9,069
非流动资产合计	4,292	4,443	4,581	4,713	加: 营业外收入	0	0	0	0
资产总计	22,361	26,765	32,300	39,023	减: 营业外支出	98	98	98	98
流动负债:					利润总额	4,499	5,826	7,283	8,971
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	438	583	728	897
应付账款、票据	1,402	1,753	2,081	2,471	净利润	4,061	5,243	6,554	8,074
其他流动负债	1,092	1,100	1,200	1,300	少数股东损益	-4	50	50	50
流动负债合计	2,494	2,853	3,281	3,771	归母净利润	4,066	5,193	6,504	8,024
非流动负债:					主要财务指标				
长期借款	0	0	0	0		2018E	2019E	2020E	2020E
其他非流动负债	70	70	80	90	成长性				
非流动负债合计	70	70	80	90	营业收入增长率	25.9%	27.9%	24.3%	22.9%
负债合计	2,563	2,923	3,361	3,861	营业利润增长率	20.7%	28.9%	24.6%	22.9%
所有者权益					归母净利润增长率	26.4%	27.7%	25.2%	23.4%
股本	3,686	4,423	4,423	4,423	总资产增长率	24.0%	19.7%	20.7%	20.8%
资本公积金	1,479	1,500	1,600	1,700	盈利能力				
未分配利润	13,115	16,614	20,955	26,271	毛利率	86.6%	86.5%	86.8%	86.9%
少数股东权益	70	70	70	70	营业利润率	26.4%	26.6%	26.7%	26.7%
所有者权益合计	19,798	23,843	28,939	35,162	三项费用/营收	45.7%	59.8%	60.0%	60.2%
负债和所有者权益	22,361	26,765	32,300	39,023	EBIT/销售收入	24.2%	25.8%	25.8%	25.8%
现金流量表					净利润率	23.3%	23.5%	23.7%	23.7%
(百万元)	2018E	2019E	2020E	2021E	ROE	20.5%	22.0%	22.6%	23.0%
净利润	4061	5243	6554	8074	营运能力				
折旧与摊销	381	420	472	528	总资产周转率	77.9%	83.2%	85.7%	87.2%
财务费用	0	-83	-127	-182	资产结构				
存货的减少	-244	-305	-269	-385	资产负债率	11.5%	10.9%	10.4%	9.9%
营运资本变化	-1490	-745	-865	-899	现金流质量				
其他非现金部分	66	-266	-900	-900	经营净现金流/净利润	0.68	0.81	0.74	0.77
经营活动现金净流量	2774	4265	4865	6237	每股数据(元/股)				
投资活动现金净流量	-2856	-550	-600	-650	每股收益	0.92	1.17	1.47	1.81
筹资活动现金净流量	-368	-1115	-1331	-1669	每股净资产	4.48	5.39	6.54	7.95
现金流量净额	-396	2,600	2,935	3,918					

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。

免责声明

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>