

# 恒瑞医药（600276）：分线改革提升销售水平，创新成果拉动业绩增长

2019年09月02日

推荐/维持

恒瑞医药 公司报告

## ——恒瑞医药 2019 年中报点评

### 报告摘要：

公司发布 2019 年半年度报告，报告期内实现营收 100.26 亿，同比增长 29.19%；归母净利润 24.12 个亿，同比增 26.32%；扣非后 22.88 亿，同比 25.21%；经营现金流净额 14.52 亿元，同比增长 9.43%。

### 创新成果+结构优化拉动公司业绩增长

公司近年来创新成果不断收获，产品管线得到较大补充，产品结构持续优化，新品种快速放量+老产品持续增长拉动业绩快速增长。公司下辖肿瘤、麻醉、造影和综合四大业务板块，抗肿瘤领域新获批品种如吡咯替尼、卡瑞利珠、硫酸非格司亭等释放新增量，未来如若进入医保将加速放量；麻醉板块上半年收入增速超过 20%，布托菲诺因为去年提价今年增速较快，卡泊芬净等其他品种也有一定增长；造影剂板块去年因产能问题供货不足，今年已经得到解决，上半年收入增速超过 40%；综合板块相对其他板块增速较慢，主要因为老品种较多，其中艾瑞西布和非布司他近两年增速较快。

### 分线改革提升专业水平，夯实销售基础

2018 年期起公司进行销售分线改革，按产品分线成立肿瘤、影像和综合产品事业部，转变营销模式，建立专业化营销体系，当前公司已经构建遍及全国的销售网络，人员专业化水平不断提升，为做大做强产品夯实基础。我们认为公司营销体系已经发生质的改变，由传统终端导向向产品导向转变，学术推广更精细，临床响应度更高，不仅满足公司创新药临床推广的需求，还为产品放量提供新的增长极，预计未来对销量增长促进作用更大。

此外公司持续加强综合板块人员布局，开发零售终端获取新的盈利增长点，现在综合线人员超过 1000 人，未来规划将达到 3000 人。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,835.6	17,417.9	22,643.2	29,209.8	37,388.5
增长率(%)	24.72%	25.89%	30.00%	29.00%	28.00%
净利润(百万元)	3,292.95	4,061.18	5,321.49	6,855.97	8,625.30
增长率(%)	25.01%	23.33%	31.53%	28.63%	25.82%
净资产收益率(%)	20.93%	20.61%	25.32%	32.59%	40.48%
每股收益(元)	1.14	1.10	1.20	1.55	1.95
PE	70.22	72.77	66.52	51.63	41.04
PB	14.76	14.96	16.85	16.83	16.62

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介：

恒瑞医药以抗肿瘤药起家，目前下辖四大板块：抗肿瘤、手术麻醉、造影剂和综合线，公司大力投入研发，是国内制药行业中研发投入最多、创新药最多的企业，在抗肿瘤、心血管、风湿等领域积累了众多重磅品种，销售专业水平高，制剂板块放量基础扎实，后续管线储备充分。

### 交易数据

52 周股价区间(元)	80.05-67.99
总市值(亿元)	3540.46
流通市值(亿元)	3525.33
总股本/流通 A 股(万股)	442281/440392
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.52

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：胡博新

010-66554032

Huboxin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

研究助理：许睿

010-66554049

**研发投入继续加码，重磅品种积累丰厚，推动未来业绩增长**

报告期内公司研发投入 14.8 亿，同比增 49.13%，全年研发投入占比有望再创新高。报告期内公司提交国内新申请专利 74 件，提交国际 PCT 新申请 21 件，获得国内授权 13 件，获得国外授权 22 件。公司是国内制药行业中研发投入最多、创新药最多的企业，在抗肿瘤、麻醉、风湿、糖尿病等领域积累了众多重磅品种，后续陆续上市有望进一步充实公司产品线，推动公司未来业绩增长。

**盈利预测：**公司长期发展稳健且盈利水平优异，为 A 股核心标的，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 53.21 亿元、68.56 亿元和 86.25 亿元；EPS 分别为 1.20 元、1.55 元和 1.95 元；对应 PE 分别为 66.52x、51.63x 和 41.04x，维持“推荐”评级。

**风险提示：**销售不及预期；研发不及预期，其他系统性风险

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	14469	18069	19321	18974	18974	<b>营业收入</b>	13836	17418	22643	29210	37389
货币资金	4267	3890	4348	4348	4348	<b>营业成本</b>	1850	2335	3023	3885	4954
应收账款	3189	3773	4237	4237	4237	营业税金及附加	254	237	317	409	523
其他应收款	233	970	1095	1095	1095	营业费用	5189	6464	8378	10749	13759
预付款项	330	569	803	455	455	管理费用	2953	1626	2038	2629	3365
存货	790	1031	637	637	637	财务费用	-37	-124	-90	-90	-90
其他流动资产	4644	7135	7680	7680	7680	研发费用	0	2670	3396	4381	5608
<b>非流动资产合计</b>	3571	4292	4110	4500	4800	资产减值损失	15.11	25.34	15.00	15.00	15.00
长期股权投资	0	1	1	1	1	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1998	2329	2311	2311	2311	投资净收益	38.72	247.94	283.00	298.00	227.00
无形资产	279	273	269	269	269	加: 其他收益	155.42	163.04	180.00	200.00	220.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	3808	4597	6031	7731	9703
<b>资产总计</b>	18039	22361	23431	23474	23774	营业外收入	1.71	0.42	2.00	1.00	1.00
<b>流动负债合计</b>	2050	2494	2255	2262	2271	营业外支出	50.35	98.00	98.00	98.00	98.00
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	3759	4499	5935	7634	9606
应付账款	734	1381	1200	1200	1200	所得税	466	438	593	763	961
预收款项	211	223	186	186	186	<b>净利润</b>	3293	4061	5341	6871	8645
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	少数股东损益	76	-4	20	15	20
<b>非流动负债合计</b>	46	70	70	70	70	归属母公司净利润	3217	4066	5321	6856	8625
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	2096	2563	2325	2332	2341	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	575	70	90	105	125	营业收入增长	24.72%	25.89%	30.00%	29.00%	28.00%
实收资本 (或股本)	2833	3686	4423	4423	4423	营业利润增长	25.91%	20.72%	31.20%	28.19%	25.50%
资本公积	987	1479	1579	1579	1579	归属于母公司净利	30.89%	28.84%	30.89%	28.84%	25.81%
未分配利润	10545	13115	14083	15100	16023	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	15368	19728	21017	21037	21308	毛利率 (%)	86.63%	86.60%	86.60%	86.60%	86.60%
<b>负债和所有者权益</b>	18039	22361	23431	23474	23774	净利率 (%)	23.80%	23.32%	23.59%	23.52%	23.12%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	20.93%	20.61%	25.32%	32.59%	40.48%	
<b>经营活动现金流</b>	2547	2774	4121	7064	8562	<b>偿债能力</b>					
净利润	3293	4061	5341	6871	8645	资产负债率 (%)	12%	11%	10%	10%	
折旧摊销	589.89	645.52	0.00	186.30	186.30	流动比率				8.39	8.35
财务费用	-37	-124	-90	-90	-90	速动比率				8.11	8.07
应付账款的变化	0	0	-465	0	0	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	-37	0	0	总资产周转率	0.85	0.86	0.99	1.25	1.58
<b>投资活动现金流</b>	-3376	-2856	449	266	195	应收账款周转率	5	5	6	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.59	16.47	17.54	24.34	31.16
长期股权投资减少	0	0	155	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	39	248	283	298	227	每股收益 (最新摊)	1.14	1.10	1.20	1.55	1.95
<b>筹资活动现金流</b>	220	-368	5126	4387	5588	每股净现金流 (最新)	-0.21	-0.12	2.19	2.65	3.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	5.43	5.35	4.75	4.76	4.82
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	485	853	737	0	0	P/E	70.22	72.77	66.52	51.63	41.04
资本公积增加	549	492	100	0	0	P/B	14.76	14.96	16.85	16.83	16.62
<b>现金净增加额</b>	-609	-450	9696	11717	14346	EV/EBITDA	51.02	56.88	56.92	44.59	35.63

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：胡博新

药学专业，10年证券从业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

## 研究助理简介

### 研究助理：许睿

医药生物行业分析师，复旦大学药学硕士，曾就职于凯盛产业研究院，2019年加盟东兴证券研究所，主要覆盖原料药、化学药、制剂出口等领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。