

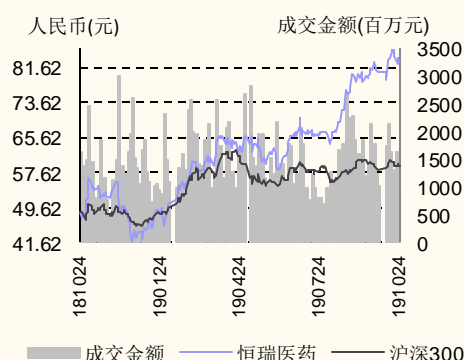
## 恒瑞医药 (600276.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 82.71 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	44.23
已上市流通 A 股(亿股)	44.04
总市值(亿元)	3,658.11
年内股价最高最低(元)	85.97/78.69
沪深 300 指数	3871
上证指数	2941



## 相关报告

- 1.《公司业绩符合预期, PD-1 临床进展超预期-恒瑞医药 2019 中...》, 2019.8.30
- 2.《公司业绩符合预期, 研发大幅增加未来可期-恒瑞医药 2019 年一...》, 2019.4.17
- 3.《业绩符合预期, 新药集中收获期贡献业绩-恒瑞医药 2018 年报点...》, 2019.2.16
- 4.《公司业绩略超预期, 季度环比改善仍将持续-恒瑞医药 2018Q3...》, 2018.10.25

王麟

联系人  
(8621)60230233  
wang\_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

## 公司业绩超预期, 收入环比加速业绩优异

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.142	1.104	1.191	1.537	1.995
每股净资产(元)	5.43	5.35	6.56	8.19	10.36
每股经营性现金流(元)	0.90	0.75	1.08	1.58	2.12
市盈率(倍)	72.43	74.91	69.44	53.80	41.47
净利润增长率(%)	24.25%	26.39%	29.59%	29.05%	29.75%
净资产收益率(%)	20.93%	20.61%	21.78%	22.53%	23.10%
总股本(百万股)	2,816.88	3,682.08	4,423.03	4,423.03	4,423.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 公司业绩

- 今日, 公司公布 2019 年三季报, 收入超预期, 新药放量符合预期, 仿制药略有提速。实现收入 169.5 亿元, 同比 36%; 归母净利润为 37.4 亿元, 同比约 28.3%; 扣非归母 35.4 亿元, 同比 27.3%; 每股收益约 0.84 元。

## 点评

- 公司业绩超预期, 收入环比加速业绩优异, Q3 单季度表现亮眼, 肿瘤新获批品种及造影剂品种快速放量: 公司实现收入同比增速约 36.01%, Q3 季度收入端同比增速约 47%, 我们预计与新批肿瘤、造影剂、部分仿制药品种销售放量有关, 肿瘤新批品种如 PD-1、吡咯替尼、19K、白蛋白紫杉醇等。另外, 造影剂板块前三季度预计高增长(预计同比超 40%)。其次, 其他品种整体维持稳定增长, 预计阿帕替尼与去年持平, 右美托咪定收到带量采购影响略有下降。毛利率约 87.2%, 同比升 0.6%; 销售费用率约 36.4%, 同比降约 0.9%; 研发费用约 28.99 亿, 同比增速约 66.97%。
- 本轮创新药医保谈判正在进行时, 预计公司将有重磅品种进入目录: 此轮医保谈判预计将有 150 余个品种被纳入, 预计 11 月份将有初步结果公布。公司吡咯替尼、19K 预计将成为潜在谈判纳入品种, 有望谈判降价进入医保目录。目前吡咯替尼月用药金额约 2.5 万元, 赠药政策为“3+3”方案; 19K 单支中标价格全国最低价约 3680 元/支。谈判降价被纳入医保后, 预计明年业绩将快速增长, 尤其 19K 为长效剂型替代短效剂型, 预计增速较高。
- 研发费用投入持续加大, 临床早期潜力品种及海外临床值得期待: 前三季度研发费用约 28.99 亿元, 收入占比 17.1%, 同比 67%。研发投入环比提升, Q1/Q2/Q3 分别投入约 6.6 亿、8.2 亿、14 亿。近期, 公司 SHR0302 获批 FDA 临床、SHR1702、SHR1701 等获临床批件、PD-1 联合阿帕替尼 FDA 进入三期临床, PD-L1 联合 IL-15 获 CDE 临床批准。我们预计新进临床品种当中不乏重磅新药, 建议关注国内临床中的 IL-17、PD-L1/TGF $\beta$  等新药临床进展, 及海外 PD-1 联合阿帕替尼肝癌一线临床方案进展。

## 盈利预测与投资建议

- 考虑到公司创新药集中上市销售贡献业绩, 以及国内外优质仿制药陆续获批, 业绩稳定增长, 我们维持公司“买入”评级。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.19/1.54/2.00 元, 对应 PE 分别为 69.4/53.8/41.5 倍。

## 风险提示

- 仿制药带量采购存在不确定性。创新药后续研发进展存在不确定性。海外仿制药及创新药品种临床及获批存在不确定性。抗癌药零关税进入中国的影响存在不确定性。预付、投资收益、营业外支出等项目的变动存在不确定性。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>11,094</b>	<b>13,836</b>	<b>17,418</b>	<b>23,480</b>	<b>30,702</b>	<b>39,060</b>
增长率	87.1%	24.7%	25.9%	34.8%	30.8%	27.2%
主营业务成本	-1,435	-1,850	-2,335	-2,907	-3,747	-4,628
%销售收入	12.9%	13.4%	13.4%	12.4%	12.2%	11.8%
毛利	9,659	11,986	15,083	20,572	26,955	34,433
%销售收入	87.1%	86.6%	86.6%	87.6%	87.8%	88.2%
营业税金及附加	-203	-254	-237	-319	-417	-531
%销售收入	1.8%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-4,352	-5,189	-6,464	-8,758	-11,513	-14,648
%销售收入	39.2%	37.5%	37.1%	37.3%	37.5%	37.5%
管理费用	-2,266	-2,953	-4,297	-5,718	-7,616	-9,715
%销售收入	20.4%	21.3%	24.7%	24.4%	24.8%	24.9%
息税前利润 (EBIT)	2,838	3,591	4,085	5,777	7,408	9,539
%销售收入	25.6%	26.0%	23.5%	24.6%	24.1%	24.4%
财务费用	166	37	124	100	163	272
%销售收入	-1.5%	-0.3%	-0.7%	-0.4%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	5	-15	-25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	15	39	248	50	50	50
%税前利润	0.5%	1.0%	5.5%	0.9%	0.7%	0.5%
营业利润	3,024	3,808	4,597	5,928	7,622	9,860
营业利润率	27.3%	27.5%	26.4%	25.2%	24.8%	25.2%
营业外收支	-11	-49	-98	-98	-98	-98
税前利润	3,013	3,759	4,499	5,830	7,524	9,763
利润率	27.2%	27.2%	25.8%	24.8%	24.5%	25.0%
所得税	-379	-466	-438	-567	-732	-950
所得税率	12.6%	12.4%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
净利润	2,634	3,293	4,061	5,263	6,792	8,813
少数股东损益	45	76	-4	-6	-7	-9
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,589</b>	<b>3,217</b>	<b>4,066</b>	<b>5,268</b>	<b>6,799</b>	<b>8,822</b>
净利率	23.3%	23.2%	23.3%	22.4%	22.1%	22.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,634	3,293	4,061	5,263	6,792	8,813
少数股东损益	45	76	-4	-6	-7	-9
非现金支出	250	335	406	451	553	647
非经营收益	-33	-36	-271	48	48	48
营运资金变动	-259	-1,044	-1,422	-1,782	-1,573	-1,689
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,593</b>	<b>2,547</b>	<b>2,774</b>	<b>3,979</b>	<b>5,820</b>	<b>7,818</b>
资本开支	-1,110	-379	-526	-1,174	-879	-785
投资	-1,543	-3,047	-2,578	-60	0	0
其他	4	50	248	50	50	50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,650</b>	<b>-3,376</b>	<b>-2,856</b>	<b>-1,184</b>	<b>-829</b>	<b>-735</b>
股权募资	14	537	134	0	0	0
债权募资	-10	0	0	-70	0	1
其他	-168	-359	-449	-811	-811	-811
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-164</b>	<b>178</b>	<b>-315</b>	<b>-881</b>	<b>-811</b>	<b>-810</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-221</b>	<b>-651</b>	<b>-396</b>	<b>1,914</b>	<b>4,180</b>	<b>6,274</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,912	4,267	3,890	5,804	9,984	16,257
应收款项	3,634	4,410	5,402	7,417	9,614	12,018
存货	637	790	1,031	1,434	1,642	1,902
其他流动资产	2,211	5,002	7,747	8,050	8,115	8,335
流动资产	11,393	14,469	18,069	22,705	29,355	38,512
%总资产	79.5%	80.2%	80.8%	82.0%	84.9%	88.0%
长期投资	81	118	156	216	216	216
固定资产	2,474	3,079	3,686	4,139	4,390	4,448
%总资产	17.3%	17.1%	16.5%	15.0%	12.7%	10.2%
无形资产	289	285	338	511	489	471
非流动资产	2,937	3,571	4,292	4,978	5,206	5,247
%总资产	20.5%	19.8%	19.2%	18.0%	15.1%	12.0%
<b>资产总计</b>	<b>14,330</b>	<b>18,039</b>	<b>22,361</b>	<b>27,683</b>	<b>34,562</b>	<b>43,759</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,058	1,542	2,362	3,034	3,871	4,861
其他流动负债	307	508	132	399	461	664
流动负债	1,365	2,050	2,494	3,433	4,331	5,525
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	91	46	70	0	0	1
<b>负债</b>	<b>1,456</b>	<b>2,096</b>	<b>2,563</b>	<b>3,433</b>	<b>4,331</b>	<b>5,526</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>12,388</b>	<b>15,368</b>	<b>19,728</b>	<b>24,186</b>	<b>30,174</b>	<b>38,185</b>
少数股东权益	486	575	70	64	57	47
<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,330</b>	<b>18,039</b>	<b>22,361</b>	<b>27,683</b>	<b>34,562</b>	<b>43,759</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.103	1.142	1.104	1.191	1.537	1.995
每股净资产	5.277	5.425	5.352	6.562	8.186	10.360
每股经营现金净流	1.104	0.899	0.753	1.080	1.579	2.121
每股股利	0.140	0.130	0.220	0.220	0.220	0.220
<b>回报率</b>						
净资产收益率	20.90%	20.93%	20.61%	21.78%	22.53%	23.10%
总资产收益率	18.07%	17.83%	18.18%	19.03%	19.67%	20.16%
投入资本收益率	19.27%	19.73%	18.63%	21.51%	22.12%	22.52%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	19.08%	24.72%	25.89%	34.80%	30.76%	27.22%
EBIT增长率	17.28%	26.49%	13.78%	41.42%	28.23%	28.76%
净利润增长率	19.22%	24.25%	26.39%	29.59%	29.05%	29.75%
总资产增长率	24.64%	25.88%	23.96%	23.80%	24.85%	26.61%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	72.7	72.7	72.9	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	147.5	140.7	142.3	180.0	160.0	150.0
应付账款周转天数	158.6	146.9	165.3	190.0	180.0	180.0
固定资产周转天数	55.2	52.7	48.8	38.6	30.1	22.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-38.15%	-26.76%	-19.65%	-23.93%	-33.03%	-42.52%
EBIT利息保障倍数	-17.1	-98.0	-33.0	-57.6	-45.3	-35.1
资产负债率	10.16%	11.62%	11.46%	12.40%	12.53%	12.63%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	22	24	51
增持	0	0	4	7	11
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.00	1.15	1.23	1.30

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

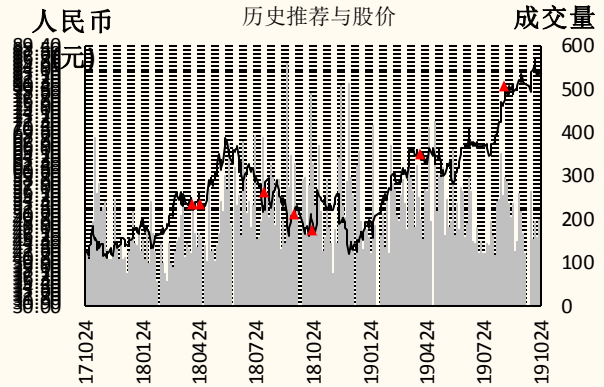
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-04-16	买入	81.08	92.30
2	2018-04-27	买入	83.77	N/A
3	2018-08-09	买入	62.64	N/A
4	2018-09-25	买入	60.82	N/A
5	2018-10-25	买入	58.56	N/A
6	2019-02-16	买入	64.29	74.00~80.00
7	2019-04-17	买入	64.86	N/A
8	2019-08-30	买入	76.94	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH