

公司业绩略超预期，肿瘤、造影板块带动业绩增长

买入 (维持)

2020年03月23日

证券分析师 全铭

执业证号: S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	23,289	30,356	39,277	50,652
同比 (%)	33.7%	30.3%	29.4%	29.0%
归母净利润 (百万元)	5,328	6,945	8,990	11,590
同比 (%)	31.1%	30.3%	29.5%	28.9%
每股收益 (元/股)	1.20	1.57	2.03	2.62
P/E (倍)	66.54	51.05	39.43	30.59

投资要点

■ **业绩略超预期，肿瘤、造影板块增长强劲，带动公司业绩增长。**公司发布 2019 年年报，2019 年营业收入 232.89 亿元，同比增长 33.70%；归母净利润 53.28 亿元，同比增长 31.05%，略超市场预期。

抗肿瘤板块：营收 105.76 亿元，同比增加 43.02%，紫杉醇白蛋白和卡瑞利珠有力拉动了肿瘤板块业绩增长。紫杉醇白蛋白于 2018 年 9 月获批上市，2019 年销售量 65.76 万瓶，同比增加 1536.89%，销售额约 15 亿元，放量明显，峰值预期达 30 亿元。卡瑞利珠单抗 (PD-1) 经典型霍奇金淋巴瘤获批上市，为国产第三家获批上市的 PD-1 单抗，销售额约 10 亿元，随着适应症陆续获批，峰值有望达 100 亿元。麻醉板块：营收 55.07 亿元，同比增长 18.35%，右美托咪定受集采影响销售额增速较低，瑞马唑仑获批，预计峰值将达 20 亿元，拉动麻醉板块增长；造影剂板块：营收 32.30 亿元，同比增长 38.97%，碘克沙醇、碘佛醇保持高速增长。

■ **研发费用高速增长，布局热门靶点，拓展重磅药物适应症。**2019 年公司研发费用为 38.96 亿元，同比增长 45.90%，占营业收入的 16.73%，接近国际大药企研发占比。目前，公司共有 47 个在研新药，包括 IL-17、PD-L1/TGFβ、JAK1、CD47、等具有较大潜力的靶点。同时，公司积极拓展卡瑞利珠单抗、阿帕替尼、吡咯替尼等获批药物适应症，布局一线治疗扩大市场空间。

■ **研发成果稳步转化，有望每年上市 2-3 个新药。**2019 年，卡瑞利珠单抗、瑞马唑仑获批上市，卡瑞利珠单抗拓展适应症肝癌获批，联合培美曲塞、卡铂一线治疗晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌、单药二线治疗晚期食管鳞癌两个适应症、氟唑帕利治疗 BRCA1/2 突变的复发性卵巢癌被纳入优先审评审批，处于 NDA 阶段，公司研发成果在逐步有效转化成营业收入。随着公司研发管线的推动，公司有望每年上市 2-3 个新药，推动公司业绩稳定增长。

■ **盈利预测与投资评级：**基于公司稳健的经营风格、多样化的产品线以及丰富的研发管线储备，我们上调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 69.5 亿元、89.9 亿元、115.9 亿元，同比增长 30.3%、29.5%、28.9%，对应 PE 为 51X/39X/31X，PD-1、吡咯替尼、紫杉醇白蛋白等重磅产品上市带来销售增长，丰富的研发管线为公司未来发展提供持续推动力。公司作为行业龙头，受益于政策带来的创新药利好及行业集中度提升，因此我们维持“买入”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)	80.16
一年最低/最高价	57.18/96.47
市净率(倍)	14.31
流通 A 股市值(百万元)	353755.29

基础数据

每股净资产(元)	5.60
资产负债率(%)	9.50
总股本(百万股)	4422.81
流通 A 股(百万股)	4413.11

相关研究

- 1、《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
- 2、《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
- 3、《恒瑞医药 (600276)：新品种逐步放量，研发投入力度加大，业绩符合预期》2019-08-30

1. 事件

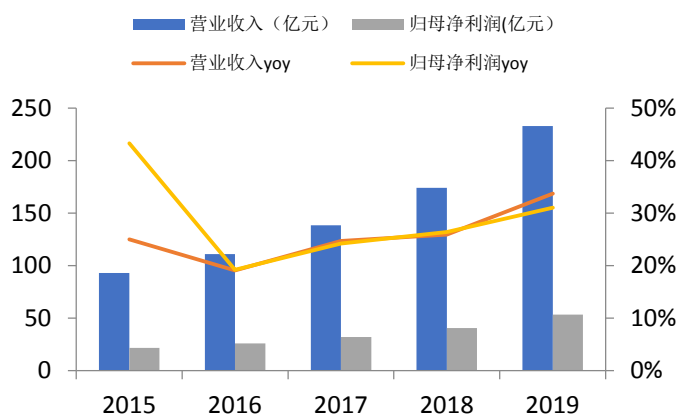
2019年3月22日，公司发布2019年年报，2019年营业收入232.89亿元，同比增长33.70%；归母净利润53.28亿元，同比增长31.05%，扣非净利润49.79亿元，同比增长30.94%，业绩略超预期。

同时，公司公布利润分配方案：每股派发现金红利0.23元（含税），每股派送红股0.2股。

2. 我们的观点

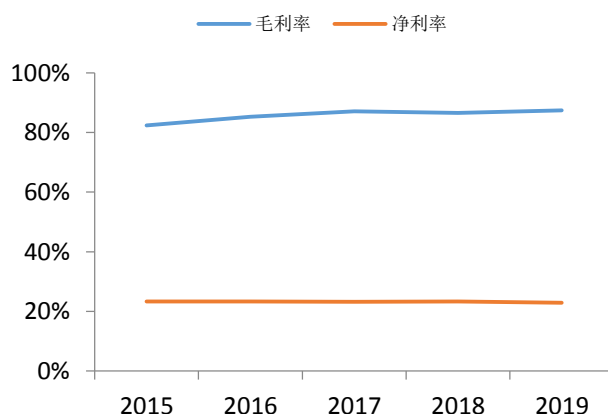
公司2019年营业收入232.89亿元，同比增长33.70%；归母净利润53.28亿元，同比增长31.05%，扣非净利润49.79亿元，同比增长30.94%。2019Q4营业收入63.44亿元，同比增长27.92%，归母净利润15.93亿元，同比增长38.09%，业绩略超预期。

图1：公司营业收入及归母净利润增长情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图2：公司销售毛利率&净利率



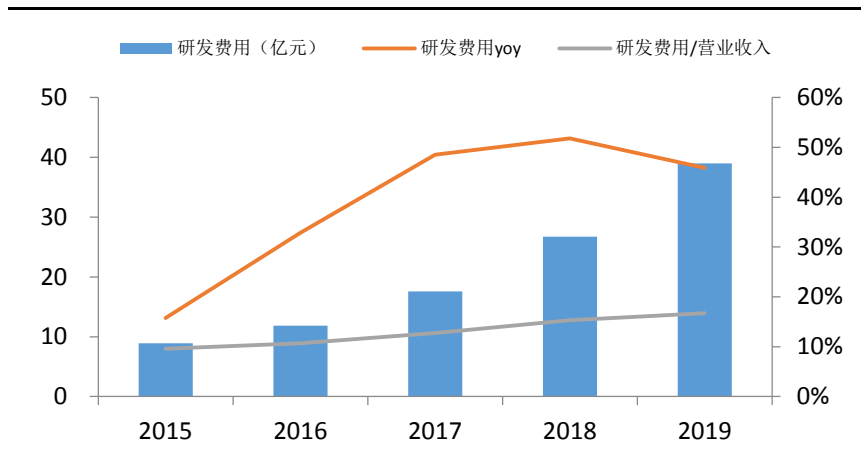
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

肿瘤、造影板块增长强劲，带动公司业绩增长。抗肿瘤板块：营收105.76亿元，同比增加43.02%，紫杉醇白蛋白和卡瑞利珠有力拉动了肿瘤板块业绩增长。紫杉醇白蛋白于2018年9月获批上市，2019年销售量65.76万瓶，同比增加1536.89%，销售额约15亿元，放量明显，峰值预期达30亿元。卡瑞利珠单抗（PD-1）经典型霍奇金淋巴瘤获批上市，为国产第三家获批上市的PD-1单抗，销售额约10亿元，随着适应症陆续获批，峰值有望达100亿元。麻醉板块：营收55.07亿元，同比增长18.35%，右美托咪定受集采影响销售额增速较低，瑞马唑仑获批，预计峰值将达20亿元，拉动麻醉板块增长；造影剂板块：营收32.30亿元，同比增长38.97%，碘克沙醇、碘佛醇保持高速增长。

研发费用高速增长，聚焦肿瘤，布局热门靶点，拓展重磅药物适应症。2019年公司研发费用为38.96亿元，同比增长45.90%，占营业收入的16.73%，接近国际大药企

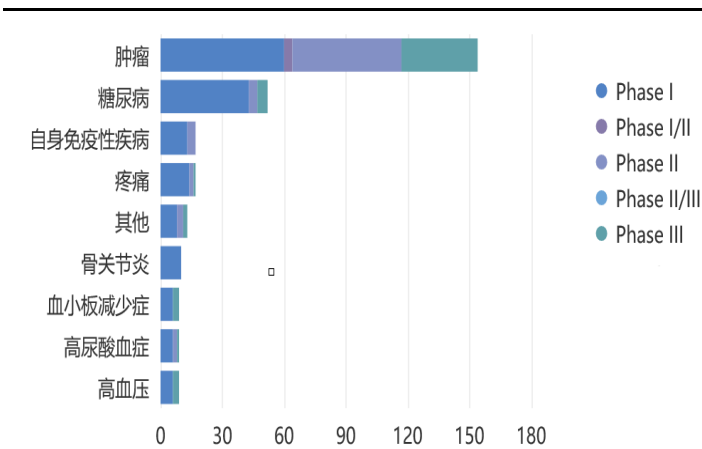
研发占比，为公司药物研发提供了强有力的支持。目前，公司共有 47 个在研新药（注册分类 1、1.1、生物药 2 类）。在研管线中，按照临床适应症划分，公司主要聚焦于肿瘤、糖尿病、自身免疫病领域；按照临床适应症划分，包括 PD-1、PARP、VEGFR、HER2、IL-17、PD-L1/TGFβ、JAK1、CD47 等热门靶点。同时，公司积极拓展卡瑞丽珠单抗、阿帕替尼、吡咯替尼等获批药物适应症，布局一线治疗扩大市场空间。

图 3：公司研发费用及占营业收入比例



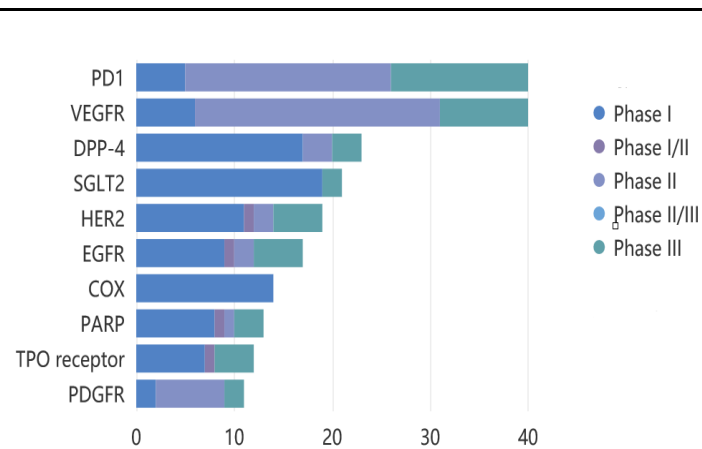
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4：公司在研管线临床适应症分布



数据来源：数据魔方，东吴证券研究所

图 5：公司在研管线靶点分布（按临床数）



数据来源：数据魔方，东吴证券研究所

研发成果稳步转化，有望每年上市 2-3 个新药。2019 年，卡瑞丽珠单抗、瑞马唑仑获批上市，卡瑞丽珠单抗拓展适应症肝癌获批，联合培美曲塞、卡铂一线治疗晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌、单药二线治疗晚期食管鳞癌两个适应症、氟唑帕利治疗 BRCA1/2 突变的复发性卵巢癌被纳入优先审评审批，处于 NDA 阶段，公司研发成果在逐步有效转化成营业收入。随着公司研发管线的推动，公司有望每年上市 2-3 个新药，推动公司业绩稳定增长。

表 1：恒瑞医药研发管线及进度

药物名称	靶点	适应症	状态
------	----	-----	----

卡瑞利珠	PD-1	联合培美曲塞、卡铂一线治疗晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌	NDA
		单药二线治疗晚期食管鳞癌	NDA
氟唑帕利	PARP	BRCA1/2 突变的复发性卵巢癌	NDA
SHR-1316	PD-L1	广泛期小细胞肺癌	III期
贝伐珠单抗	VEGF	非鳞非小细胞肺癌	III期
海曲泊帕乙		原发免疫性血小板减少症	III期
醇胺	TPO-R	恶性肿瘤化疗所致血小板减少症	III期
		重型再生障碍性贫血	III期
SHR-4640	KOR	原发性痛风伴高尿酸血症	III期
SHR-6390	CDK6\CDK4	HR 阳性、HER2 阴性晚期乳腺癌	III期
		HR 阳性、HER2 阴性局部晚期或晚期转移性乳腺癌女性患者	III期
SHR-3680	AR	激素敏感性前列腺癌	III期
恒格列净	SGLT-2	2 型糖尿病	III期

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

基于公司稳健的经营风格、多样化的产品线以及丰富的研发管线储备，我们上调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 69.5 亿元、89.9 亿元、115.9 亿元，同比增长 30.3%、29.5%、28.9%，对应 PE 为 51X/39X/31X，PD-1、吡咯替尼、紫杉醇白蛋白等重磅产品上市带来销售增长，丰富的研发管线为公司未来发展提供持续推动力。公司作为行业龙头，受益于政策带来的创新药利好及行业集中度提升，因此我们维持“买入”评级。

4. 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。

恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	22,311	31,295	36,870	49,367	营业收入	23,289	30,356	39,277	50,652
现金	5,044	9,388	13,243	20,017	减:营业成本	2,913	5,464	7,070	9,117
应收账款	4,906	6,802	8,087	11,280	营业税金及附加	216	347	407	552
存货	1,607	2,971	3,182	4,603	营业费用	8,525	12,446	16,104	20,767
其他流动资产	10,755	12,134	12,358	13,467	管理费用	2,241	4,705	6,088	7,851
非流动资产	5,245	6,187	7,536	8,974	财务费用	-134	-211	-321	-483
长期股权投资	60	90	135	172	资产减值损失	-5	19	7	20
固定资产	2,542	3,485	4,492	5,614	加:投资净收益	309	279	294	286
在建工程	1,533	1,633	1,797	2,078	其他收益	38	19	28	23
无形资产	350	371	399	415	营业利润	6,150	7,883	10,245	13,136
其他非流动资产	761	608	714	695	加:营业外净收支	-94	-96	-95	-95
资产总计	27,556	37,482	44,406	58,340	利润总额	6,056	7,788	10,150	13,041
流动负债	2,473	5,629	4,742	8,310	减:所得税费用	729	848	1,164	1,458
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-2	-5	-4	-7
应付账款	1,289	3,690	2,772	5,549	归属母公司净利润	5,328	6,945	8,990	11,590
其他流动负债	1,183	1,939	1,970	2,761	EBIT	5,904	7,571	9,810	12,542
非流动负债	146	108	127	118	EBITDA	6,550	8,036	10,486	13,473
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	146	108	127	118	重要财务与估值指				
负债合计	2,619	5,737	4,869	8,428	标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	162	157	153	146	每股收益(元)	1.20	1.57	2.03	2.62
					每股净资产(元)	5.60	7.14	8.90	11.25
归属母公司股东权益	24,775	31,587	39,383	49,766	发行在外股份(百万				
负债和股东权益	27,556	37,482	44,406	58,340	股)	4423	4423	4423	4423
					ROIC(%)	20.9%	21.3%	22.0%	22.3%
					ROE(%)	21.4%	21.9%	22.7%	23.2%
					毛利率(%)	87.5%	82.0%	82.0%	82.0%
					销售净利率(%)	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%
					资产负债率(%)	9.5%	15.3%	11.0%	14.4%
					收入增长率(%)	33.7%	30.3%	29.4%	29.0%
					净利润增长率(%)	31.1%	30.3%	29.5%	28.9%
					P/E	66.54	51.05	39.43	30.59
					P/B	14.31	11.22	9.00	7.12
					EV/EBITDA	62.92	51.28	38.72	29.71

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>

