



2020年3月24日

恒瑞医药 (600276): 创新药快速放量, 业绩高增长

医药生物

推荐(维持)

当前股价: 80.16元

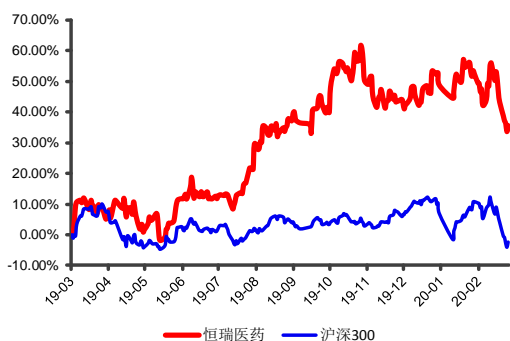
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23,289	27,979	38,093	49,772
(+/-)	33.7%	20.1%	36.1%	30.7%
营业利润	6,150	7,541	10,295	13,495
(+/-)	33.8%	22.6%	36.5%	31.1%
归属母公司净利润	5,328	6,547	8,962	11,768
(+/-)	31.1%	22.9%	36.9%	31.3%
EPS (元)	1.20	1.48	2.03	2.66
市盈率	68.3	55.6	40.6	30.9

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	442281 / 441311
流通市值 (亿元)	3,632
每股净资产 (元)	5.60
资产负债率 (%)	9.5

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

联系人: 陈成

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@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年实现营业收入232.89亿元,同比增长33.70%;归属于母公司股东净利润53.28亿元,同比增长31.05%;扣非后归属于母公司股东净利润49.79亿元,同比增长30.94%,对应EPS 1.20元;公司经营性现金流为38.17亿元,同比增长37.58%,现金流良好,公司业绩符合预期。

- 创新药放量,肿瘤线高增长。2019年公司抗肿瘤产品实现营收105.76亿元,同比增长43.02%,主要受益于白蛋白紫杉醇等新品的快速放量,推动公司业绩实现高增长。当前公司已有六个创新药上市,其中卡瑞利珠单抗(PD-1)和甲苯磺酸瑞马唑仑为2019年新上品种;重磅品种PD-1的另一重大适应症——二线肝癌已于近期获批,成为国内首个上市的治疗肝癌的PD-1药物;二线食道癌、一线非小细胞癌适应症也已纳入优先审批,有望于年内正式获批。报告期内,创新药吡咯替尼和硫培非格司亭注射液通过谈判首次纳入2019医保目录,阿帕替尼也续谈成功,医保的覆盖将助力产品实现快速放量,预计公司肿瘤产品线将持续高增速,创新药的占比将进一步扩大。报告期内,公司麻醉产品实现营收55.07亿元(+18.35%),增速有所放缓,预计与右美托咪定纳入集采目录有关;造影剂产品实现32.30亿元(+38.97%),碘克沙醇新品上市增长迅速。报告期内,公司积极参与带量采购,醋酸阿比特龙片、盐酸曲美他嗪缓释片、替吉奥胶囊、注射用紫杉醇成功中标第二批带量采购。

- 研发持续高投入,积极拓展海外市场。公司2019年研发投入38.96亿元,同比增长45.90%,占营业收入的比重达到

16.73%。报告期内取得创新药生产批件 2 个，仿制药制剂生产批件 11 个；创新药临床批件 29 个，仿制药临床批件 2 个；完成 8 种产品的一致性评价申报。创新药方面，氟唑帕利 BRCA 突变卵巢癌适应症已申请上市并获得优先审评，吡咯替尼的非小细胞肺癌和乳腺癌、PD-1 的乳腺癌等项目已进入三期临床。同时，公司也在布局大分子创新药，搭建了具有自主知识产权的抗体毒素融合物（ADC）技术平台。报告期内，公司继续加快国际化布局，多项仿制药在海外获批上市，阿帕替尼与 PD-1 联合用药、SHR3680、SHR0302、SHR1459 等产品获准在海外开展国际多中心临床试验；此外，公司还引进了美国 Mycovia 公司抗真菌感染的专利先导化合物 VT-1161 以及德国 Novaliq 公司治疗干眼症的药物 Cyc1ASol 和 NOV03，获得了以上创新药在中国临床开发、生产和销售的独家权利。

● **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 65.47 亿元、89.62 亿元、117.68 亿元，对应 EPS 分别为 1.48 元、2.03 元、2.66 元，当前股价对应 PE 分别为 55.6/40.6/30.9 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(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>23,289</b>	<b>27,979</b>	<b>38,093</b>	<b>49,772</b>
货币资金	5,044	7,686	10,853	15,658	营业成本	2,913	3,447	4,636	5,982
应收款	6,329	7,539	10,158	13,134	营业税金及附加	216	216	216	216
存货	1,607	1,886	2,511	3,190	销售费用	8,525	10,128	13,675	17,769
其他流动资产	9,332	10,265	11,291	12,420	管理费用	2,241	2,714	3,714	4,878
流动资产合计	22,311	27,376	34,813	44,403	财务费用	-134	-185	-269	-384
<b>非流动资产：</b>					费用合计	10,632	12,658	17,121	22,262
固定资产+在建工程	4,075	4,168	4,230	4,259	资产减值损失	-19	-20	-21	-22
无形资产+商誉	350	385	423	466	公允价值变动	38	39	41	43
其他非流动资产	821	903	993	1,092	投资收益	309	325	341	358
非流动资产合计	5,245	5,455	5,646	5,817	<b>营业利润</b>	<b>6,150</b>	<b>7,541</b>	<b>10,295</b>	<b>13,495</b>
资产总计	27,556	32,832	40,460	50,220	加：营业外收入	1	1	1	1
<b>流动负债：</b>					减：营业外支出	95	104	115	126
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>6,056</b>	<b>7,438</b>	<b>10,182</b>	<b>13,370</b>
应付账款、票据	1,289	1,484	1,970	2,492	所得税费用	729	893	1,222	1,604
其他流动负债	1,183	1,302	1,432	1,575	<b>净利润</b>	<b>5,326</b>	<b>6,546</b>	<b>8,960</b>	<b>11,766</b>
流动负债合计	2,473	2,786	3,402	4,067	少数股东损益	-2	-2	-2	-2
<b>非流动负债：</b>					<b>归母净利润</b>	<b>5,328</b>	<b>6,547</b>	<b>8,962</b>	<b>11,768</b>
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	146	161	177	195	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2021E</b>
非流动负债合计	146	161	177	195	<b>成长性</b>				
负债合计	2,619	2,947	3,579	4,262	营业收入增长率	33.7%	20.1%	36.1%	30.7%
<b>所有者权益</b>					营业利润增长率	33.8%	22.6%	36.5%	31.1%
股本	4,423	4,423	4,423	4,423	归母净利润增长率	31.1%	22.9%	36.9%	31.3%
资本公积金	1,663	1,663	1,663	1,663	总资产增长率	23.2%	19.1%	23.2%	24.1%
未分配利润	16,548	20,840	26,940	34,841	<b>盈利能力</b>				
少数股东权益	162	162	162	162	毛利率	87.5%	87.7%	87.8%	88.0%
所有者权益合计	24,938	29,885	36,881	45,958	营业利润率	26.4%	27.0%	27.0%	27.1%
负债和所有者权益	27,556	32,832	40,460	50,220	三项费用/营收	45.7%	45.2%	44.9%	44.7%
					EBIT/销售收入	0.0%	26.6%	26.7%	26.9%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2021E</b>	净利润率	22.9%	23.4%	23.5%	23.6%
净利润	5326	6546	8960	11766	ROE	21.4%	21.9%	24.3%	25.6%
折旧与摊销	646	496	556	621	<b>营运能力</b>				
财务费用	0	-185	-269	-384	总资产周转率	84.5%	85.2%	94.1%	99.1%
存货的减少	-582	-280	-625	-679	<b>资产结构</b>				
营运资本变化	-1475	-1015	-2133	-2454	资产负债率	9.5%	9.0%	8.8%	8.5%
其他非现金部分	-99	-917	-1009	-1110	<b>现金流质量</b>				
经营活动现金净流量	3817	4646	5481	7759	经营净现金流/净利润	0.72	0.71	0.61	0.66
投资活动现金净流量	-1945	-589	-619	-650	<b>每股数据(元/股)</b>				
筹资活动现金净流量	-719	-1414	-1695	-2304	每股收益	1.20	1.48	2.03	2.66
现金流量净额	1,165	2,643	3,166	4,805	每股净资产	5.64	6.76	8.34	10.39

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部



## 分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，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>