

2020年08月03日

恒瑞医药 (600276.SH)

公司快报

医药 | 化学制剂 III

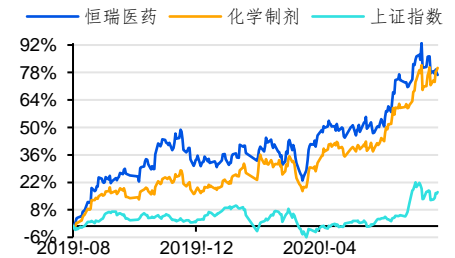
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2020-07-31) **94.38 元**

交易数据

总市值(百万元)	500,851.10
流通市值(百万元)	499,811.74
总股本(百万股)	5,306.75
流通股本(百万股)	5,295.74
12个月价格区间	61.85/105.00 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.44	6.34	54.13
绝对收益	3.66	22.07	69.55

分析师

王睿
 SAC 执业证书编号: S0910519080003
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

相关报告

- 恒瑞医药: 业绩略超预期, 研发投入再创新高 2020-03-23
- 恒瑞医药: 业绩超预期, 研发持续高投入 2019-10-25
- 恒瑞医药: 中报业绩符合预期, 四大业务线总体增长良好 2019-08-30
- 恒瑞医药: 年报业绩稳健, “创新+国际化”助力可持续发展 2019-02-17
- 恒瑞医药: 中报业绩稳健增长, 多款重磅新药进入收获期 2018-08-10

业绩受疫情影响, 肿瘤产品仍强劲

事件: 公司公告 2020 年半年报, 实现营业收入 113.09 亿元, 同比增长 12.79%; 归母净利润 26.62 亿元, 同比增长 10.34%; 扣非后归母净利润 25.62 亿元, 同比增长 11.94%; 经营性现金流量 33.77 亿元, 同比增长 132.47%。

◆ **肿瘤产品增长仍强劲, 麻醉产品有所下滑:** 分季度看, 2020Q2 公司实现营业收入 57.82 亿元, 同比增长 14.28%; 归母净利润 13.46 亿元, 同比增长 10.38%。分产品看, 预计公司刚需的肿瘤线产品继续维持较快增长势头, 卡瑞利珠单抗、阿帕替尼、吡咯替尼等产品放量带动板块整体增长 50%左右。受疫情和右美托咪定集采降价影响, 预计麻醉线产品销售收入有所下滑。预计造影剂产品与去年基本持平, 其他产品线维持稳定增长。

◆ **毛利率有所提升, 整体财务指标保持稳定:** 2020 年 H1 公司整体毛利率 87.94%, 同比提升 1.25 个百分点, 销售费用率 35.62%, 同比下降 0.80 个百分点; 管理费用率 9.32%, 同比上升 0.62 个百分点; 财务费用率-1.27%, 同比下降 0.74 个百分点。公司经营活动现金流量净额达到 33.77 亿元, 同比增长 132.47%, 一方面因为上半年销售回款有所增加, 另一方面和去年会计准则调整有关。

◆ **研发投入持续增加, 研发管线不断增厚:** 公司 2020H1 研发费用 18.63 亿元, 同比增长 25.56%, 占收入比重 16.48%。研发进度方面, 公司卡瑞利珠单抗一线治疗非小细胞肺癌、二线治疗肝癌、二线治疗食管鳞癌 6 月获批, 下半年有望加速放量。卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼二线治疗胃癌, 联合阿帕替尼及白蛋白紫杉醇治疗三阴性乳腺癌等处于临床 III 期, 此外还有多个联合疗法临床研究正在开展。阿帕替尼二线治疗肝癌适应症于 2 月申报上市、贝伐珠单抗生物类似药于 4 月申报上市, 海曲泊帕报产 6 月申报上市, 公司在创新药领域管线布局持续增厚。

◆ **股权激励方案奠定未来业绩增长基础:** 公司发布 2020 年股权激励方案, 拟向 1302 名激励对象授予不超过 2573.6 万股限制性股票, 约占公司总股本 0.485%。解锁业绩条件为 2020-2022 年净利润相对 2019 年增长分别不低于 20%、18.3%、17.6%, 即同比增长 20%、18.33%、17.61%; 满足解除限售条件后将在 36 个月内按 40%、30%、30%的比例分三期解除限售。此次股权激励计划进一步提升员工的积极性, 加强对人才的吸引力, 为公司业绩的持续稳定增长奠定基础。

◆ **投资建议:** 我们预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 64.85 亿元、82.85 亿元、101.75 亿元, 增速分别为 21.7%、27.7%、22.8%。2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.22 元、1.56 元、1.92 元。鉴于公司创新药步入放量期, 公司作为创新药行业龙头给与一定估值溢价, 我们维持公司买入-A 建议。

◆ **风险提示:** 产品降价超预期, 研发进度不及预期, 核心产品销售不及预期

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,418	23,289	28,869	35,981	44,502
YoY(%)	25.9	33.7	24.0	24.6	23.7
净利润(百万元)	4,066	5,328	6,485	8,285	10,175
YoY(%)	26.4	31.1	21.7	27.7	22.8
毛利率(%)	86.6	87.5	87.9	88.3	87.9
EPS(摊薄/元)	0.77	1.00	1.22	1.56	1.92
ROE(%)	20.5	21.4	21.5	22.0	21.7
P/E(倍)	123.2	94.0	77.2	60.5	49.2
P/B(倍)	25.4	20.2	16.6	13.3	10.7
净利率(%)	23.3	22.9	22.5	23.0	22.9

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	18069	22311	28933	35462	45406	营业收入	17418	23289	28869	35981	44502
现金	3890	5044	9531	13599	20194	营业成本	2335	2913	3483	4197	5388
应收票据及应收账款	4432	5435	6796	8448	10406	营业税金及附加	237	216	397	439	523
预付账款	569	591	847	945	1271	营业费用	6464	8525	10277	12953	16051
存货	1031	1607	1547	2252	2626	管理费用	1626	2241	2685	3346	4139
其他流动资产	8149	9635	10212	10218	10910	研发费用	2670	3896	4908	6117	7525
非流动资产	4292	5245	6057	7041	8080	财务费用	-124	-134	-152	-315	-448
长期投资	1	60	119	178	237	资产减值损失	25	-5	0	0	0
固定资产	2329	2542	3268	4039	4814	公允价值变动收益	0	38	9	12	15
无形资产	273	350	371	399	415	投资净收益	248	309	199	252	253
其他非流动资产	1689	2293	2299	2425	2614	营业利润	4597	6150	7479	9508	11592
资产总计	22361	27556	34990	42503	53486	营业外收入	0	1	9	3	3
流动负债	2494	2473	3490	3601	5374	营业外支出	98	95	71	79	86
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	4499	6056	7416	9432	11510
应付票据及应付账款	1402	1289	1929	1948	3030	所得税	438	729	867	1082	1293
其他流动负债	1092	1183	1561	1653	2345	税后利润	4061	5326	6549	8350	10217
非流动负债	70	146	146	146	146	少数股东损益	-4	-2	64	66	41
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	4066	5328	6485	8285	10175
其他非流动负债	70	146	146	146	146	EBITDA	4763	6550	7646	9709	11832
负债合计	2563	2619	3636	3747	5521						
少数股东权益	70	162	226	292	333	主要财务比率					
股本	3686	4423	5307	5307	5307	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	1479	1663	1663	1663	1663	成长能力					
留存收益	15207	19103	24625	31594	39991	营业收入(%)	25.9	33.7	24.0	24.6	23.7
归属母公司股东权益	19728	24775	31128	38464	47632	营业利润(%)	20.7	33.8	21.6	27.1	21.9
负债和股东权益	22361	27556	34990	42503	53486	归属于母公司净利润(%)	26.4	31.1	21.7	27.7	22.8
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	86.6	87.5	87.9	88.3	87.9
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	23.3	22.9	22.5	23.0	22.9
经营活动现金流	2774	3817	5521	6045	8755	ROE(%)	20.5	21.4	21.5	22.0	21.7
净利润	4061	5326	6549	8350	10217	ROIC(%)	20.0	20.9	20.9	21.3	20.8
折旧摊销	381	646	448	624	829	偿债能力					
财务费用	-124	-134	-152	-315	-448	资产负债率(%)	11.5	9.5	10.4	8.8	10.3
投资损失	-248	-309	-199	-252	-253	流动比率	7.2	9.0	8.3	9.8	8.4
营运资金变动	-1734	-2057	-1116	-2351	-1575	速动比率	3.7	8.0	7.5	8.9	7.7
其他经营现金流	438	344	-9	-12	-15	营运能力					
投资活动现金流	-2856	-1945	-1053	-1344	-1601	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
筹资活动现金流	-368	-719	19	-634	-559	应收账款周转率	4.0	4.7	4.7	4.7	4.7
						应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.00	1.22	1.56	1.92	P/E	123.2	94.0	77.2	60.5	49.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.72	1.04	1.14	1.65	P/B	25.4	20.2	16.6	13.3	10.7
每股净资产(最新摊薄)	3.72	4.67	5.70	7.08	8.81	EV/EBITDA	104.4	74.4	63.2	49.4	39.9

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn