

2020年08月04日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

105

公司基本信息

產業別	医药生物
A 股价(2020/8/3)	93.20
上证指数(2020/8/3)	3367.97
股價 12 個月高/低	105/51.42
總發行股數(百萬)	5306.75
A 股數(百萬)	5295.74
A 市值(億元)	4935.63
主要股東	江苏恒瑞医药集团有限公司
	(24.15%)
每股淨值(元)	5.00
股價/賬面淨值	18.63
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.1 17.5 68.0

近期评等

日期	收盘价	评级
2020/06/22	92.98	买入

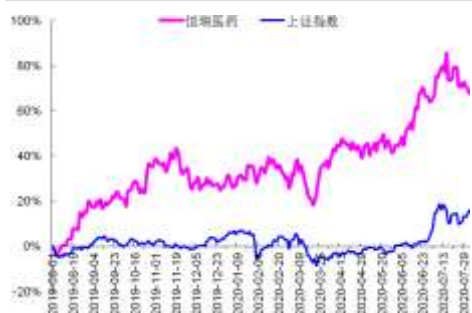
产品组合

针剂药	78.7%
片剂药	19.9%
原料药	1.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.9%
一般法人	67.9%

股价相对大盘走势



恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买入

抗肿瘤线增势不减，麻醉线短期受疫情影响，股权激励发布，保障业绩增长

结论及建议：

- **公司业绩：**公司 2020H1 实现营收 113.1 亿元，同比增长 12.8%，录得净利润 26.6 亿元，同比增长 10.3%，扣非后同比增长 11.9%，公司业绩基本符合预期；分季度来看，Q1/Q2 分别实现营收 55.3 亿元/57.8 亿元，YOY+11.3%和 14.3%，录得净利润分别为 13.2 亿元、13.46 亿元，分别同比增长 10.3%和 10.4%。
- **Q2 主要受抗肿瘤线药物带动，麻醉线短期仍受影响：**公司 Q2 营收端增速较 Q1 略有提升，主要是 PD-1、阿帕替尼、吡咯替尼等抗肿瘤药物不断上量推动所致，6 月公司 PD-1 的肺癌和食管癌大适应症获批，预计后续将会加速上量；麻醉线及造影线受新冠疫情对医院手术开展的影响，有所下滑，但随着疫情控制后手术量的恢复，这部分业务预计也将逐步恢复增长。
- **毛利率提升，销售费用率下降：**公司 2020H1 综合毛利率为 87.9%，继续提升 1.2 个百分点，主要是创新药营收占比提升推动。销售费用率为 35.6%，同比下降 0.8 个百分点，主要是疫情影响了线下销售工作的开展；管理费用率同比增加 0.6 个百分点至 9.3%，财务费用率同比下降 0.7 个百分点至 -1.3%，研发费用率同比增加 1.7 个百分点主要是研发持续发力。期间费用率总体来看同比增加 0.8 个百分点至 60.1%。
- **研发继续加码，践行创新+国际化战略：**虽受疫情影响，但公司积极推动项目研发和创新，研发投入依旧保持了 26%的增长。创新研发方面，公司上半年取得创新药制剂生产批件 3 个，仿制药制剂生产批件 1 个，取得创新药临床批件 37 个，取得 3 个品种的一致性评价批件，完成 2 种产品的一致性评价。国际化方面，公司上半年实现了盐酸右美托咪定注射液在美获批，还向美国递交了 3 个原料药，1 个中间体和 2 个制剂的注册申请。此外，公司还实现创新药 PD-1 对外有偿许可给韩国 CG 公司，彰显了研发实力。
- **股权激励计划保障业绩增长：**公司同时发布 2020 年限制性股票激励计划(草案)，主要针对高管和核心员工等超过 1300 人，授予不超过 2573.6 万股。解禁条件为 2020 年、2021 年、2022 年各年度的净利润较 2019 年增长率分别不低于 20%、42%、67%（即三年复合增速在 18.64%），我们认为股权激励计划将为公司业绩的稳定增长保驾护航。
- **盈利预计：**我们预计公司 2020、2021 年净利润 69 亿元、88 亿元，YOY+29.7%、+27.1%，EPS 分别为 1.3 元/1.66 元，对应 PE 分别为 72 倍/56 倍。公司研发管线丰富，多个创新药产品及适应症陆续获批，将继续推动公司由仿制药向创新药的战略转型，我们看好公司的长期发展，维持“买入”的投资评级。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020F	2021F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3217	4066	5328	6910	8783
同比增减	%	24.25	26.39	31.05	29.70	27.10
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.14	1.10	1.20	1.30	1.66
同比增减	%	3.26	-3.51	9.09	8.52	27.10
市盈率(P/E)	X	81.75	84.73	77.67	71.57	56.31
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.22	0.23	0.26	0.33
股息率 (Yield)	%	0.14	0.24	0.25	0.28	0.36

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

人民币百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
营业收入	13836	17418	23289	30716	39510
经营成本	1850	2335	2913	3944	5188
营业税金及附加	254	237	216	584	751
销售费用	5189	6464	8525	11058	14145
管理费用	2953	1626	2241	2949	3951
财务费用	-37	-124	-134	-154	-198
资产减值损失	15	25		15	15
投资收益	39	248	309	300	340
营业利润	3808	4597	6150	7675	9756
营业外收入	2	0	1	35	35
营业外支出	50	98	95	32	32
利润总额	3759	4499	6056	7678	9759
所得税	466	438	729	768	976
少数股东损益	76	-4	-2	0	0
归母净利润	3217	4066	5328	6910	8783

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
货币资金	4267	3890	5044	5800	6670
存货净额	3189	3773	4906	6133	7666
应收帐款净额	790	1031	1607	2089	2716
流动资产合计	14469	18069	22311	27889	34861
长期投资净额	0	1	60	69	77
固定资产合计	1998	2329	2542	2796	3076
无形资产及其他资产合计	1081	1357	1533	1839	2207
资产总计	3571	4292	5245	6032	6937
流动负债合计	18039	22361	27556	33921	41798
长期负债合计	2050	2494	2473	2967	3561
负债合计	46	70	146	161	177
少数股东权益	2096	2563	2619	3128	3738
股东权益合计	575	70	162	211	274
负债和股东权益总计	15368	19728	24775	30582	37786

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020F	2021F
经营活动所得现金净额	2547	2774	3817	4,199	4,618
投资活动所用现金净额	-3376	-2856	-1945	-1400	-1250
融资活动所得现金净额	220	-368	-719	-920	-1130
现金及现金等价物净增加额	-651	-396	1165	1879	2238

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或许会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。