

恒瑞医药 (600276.SH) 创新药快速放量，研发投入不断增强

2021年04月20日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

苑建 (分析师)

蔡明子 (分析师)

王斌 (分析师)

yuanjian@kysec.cn

caimingzi@kysec.cn

wangbin@kysec.cn

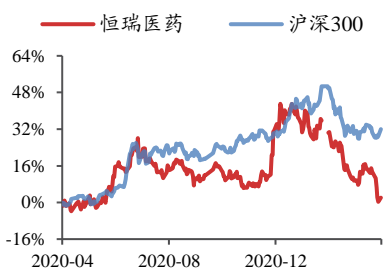
证书编号: S0790520070009

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790520070005

日期	2021/4/19
当前股价(元)	82.09
一年最高最低(元)	116.87/77.33
总市值(亿元)	4,376.81
流通市值(亿元)	4,355.91
总股本(亿股)	53.32
流通股本(亿股)	53.06
近3个月换手率(%)	34.03

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-前瞻进取的中国创新药龙头》-2020.11.11

● 研发投入和股权激励费用增长影响短期业绩，中长期增长动力充足

公司发布2020年报，实现营业收入277.35亿元(+19.09%)，归母净利润63.28亿元(+18.78%)，扣非后归母净利润59.61亿元(+19.73%)。同时发布2021年1季报，实现营业收入69.29亿元(+25.37%)，归母净利润14.97亿元(+13.77%)，扣非后归母净利润14.71亿元(+15.27%)。考虑到研发投入和股权激励费用增长影响，我们下调2021-2022年盈利预测，预计2021-2023年公司归母净利润分别为76.40(-4.49)亿元、92.64(-6.35)亿元和114.65亿元，EPS分别为1.43(-0.09)元、1.74(-0.12)元和2.15元，当前股价对应PE为57.3倍/47.2倍/38.2倍。公司创新药研发管线丰富，中长期增长动力充足，维持“买入”评级。

● 肿瘤药有望保持快速增长，麻醉线、造影线有望边际改善

2020年公司抗肿瘤药实现收入153.68亿元(+44.37%)，预计主要由卡瑞利珠单抗、吡咯替尼和硫培非格司亭等创新药驱动。我们认为卡瑞利珠单抗治疗晚期肝癌(2L)、非鳞状非小细胞肺癌(1L)和食管鳞癌(2L)3大适应症已进入医保，吡咯替尼和硫培非格司亭继续快速增长，氟唑帕利开始放量，预计2021年抗肿瘤药仍有望保持较快增长。麻醉线受疫情影响2020年收入分别为45.91亿元(-16.63%)，我们认为在艾司氯胺酮、瑞马唑仑等新产品放量和老产品需求恢复正常的带动下，2021年有望重回增长。造影线受疫情影响2020年收入为36.30亿元(+12.40%)，2021年医疗机构诊疗秩序恢复正常后也有望回到增长轨道。

● 研发费用、股权激励费用拖累业绩但利好长期发展

2021年1季度利润增速低于收入增速，主要是由于:(1)计提股权激励费用1.86亿元，剔除股权激励费用影响归母净利润同比增长24.24%;(2)研发费用同比增长62.26%;研发费用率提升至19.00%，同比提升4.32个百分点，我们认为研发费用高投入有助于巩固公司国内创新药龙头地位，打造适应全球化布局的创新研发体系。

● **风险提示:** 仿制药大品种纳入集采; PD-1/L1 单抗竞争加剧; 创新药研发失败。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,289	27,735	35,506	43,086	50,579
YOY(%)	33.7	19.1	28.0	21.3	17.4
归母净利润(百万元)	5,328	6,328	7,640	9,264	11,465
YOY(%)	31.1	18.8	20.7	21.3	23.8
毛利率(%)	87.5	87.9	88.4	88.8	89.1
净利率(%)	22.9	22.8	21.5	21.5	22.7
ROE(%)	21.4	20.5	19.9	19.7	19.9
EPS(摊薄/元)	1.00	1.19	1.43	1.74	2.15
P/E(倍)	82.1	69.2	57.3	47.2	38.2
P/B(倍)	17.7	14.3	11.5	9.4	7.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

表1: 公司创新药研发管线储备丰富

药物	靶点	适应症	阶段
艾瑞昔布	COX-2	缓解骨关节炎疼痛	已获批
阿帕替尼	VEGF	晚期胃癌 (3L)	已获批
		晚期肝细胞癌 (2L)	已获批
硫培非格司亭	G-CSF	化疗引起的中型粒细胞减少	已获批
马来酸吡咯替尼	HER2	复发或转移性乳腺癌患者	国内已上市; 国际多中心临床 III 期
		HER2+乳腺癌辅助/新辅助治疗	国内临床 III 期
		既往一线化疗失败的 HER2 异常的晚期/转移性胆道癌	国内临床 II 期获批
		含铂化疗失败的 HER2 基因外显子 20 突变的晚期非鳞状非小细胞肺癌	国内/美国临床 III 期
甲苯磺酸瑞马唑仑	GABA _A 受体	结肠镜检查的镇静/常规胃镜检查的镇静	已获批
		支气管镜诊疗镇静	国内临床 III 期
注射用卡瑞利珠单抗	PD-1	联合培美曲塞和卡铂适用于表皮生长因子受体 (EGFR) 基因突变阴性和间变性淋巴瘤激酶 (ALK) 阴性的、不可手术切除的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 的一线治疗; 用于既往接受过一线化疗后疾病进展或不可耐受的局部晚期或转移性食管鳞癌患者的治疗; 既往接受过索拉非尼治疗和/或含奥沙利铂系统化疗的晚期肝细胞癌患者的治疗; 复发难治性经典型霍奇金淋巴瘤。	已获批
		局部复发或转移性鼻咽癌患者/二线及以上化疗后疾病进展或不可耐受的晚期鼻咽癌	NDA(优先审批)
		晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	临床 III 期 (达到方案预设的优效标准)
		晚期食管癌一线治疗	临床 III 期 (达到方案预设的优效标准)
		晚期肝细胞癌一线治疗	国际多中心临床 III 期
		一线及以上治疗失败的复发转移性宫颈癌 (联合法米替尼)	国内临床 III 期 (突破性治疗品种)
		非小细胞肺癌 (联合法米替尼)	国内临床 II 期
		肝细胞癌辅助治疗/胃癌 (联合阿帕替尼)、三阴性乳腺癌、食管鳞癌 (联合放疗)	国内临床 III 期
晚期肾细胞癌 (单药/联合法米替尼)、一线治疗晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (联合法米替尼)	获准国内临床 III 期		
磷酸瑞格列汀	DPP-4	II 型糖尿病	NDA
氟唑帕利	PARP	既往经过二线及以上化疗的伴有胚系 BRCA 突变 (gBRCAm) 的铂敏感复发性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	已获批
		铂敏感的复发性上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌在含铂化疗达到完全缓解或部分缓解后的维持治疗	NDA(优先审批)
		去势抵抗性前列腺癌 (联合阿帕替尼)	获批临床
		去势抵抗性前列腺癌 (联合阿比特龙片和泼尼松片)	国内临床 III 期; 获批美国 FDA 国

药物	靶点	适应症	阶段
			际多中心临床试验
		复发性卵巢癌（联合阿帕替尼）	临床 II 期
		复发性小细胞肺癌（联合 SHR-1314+替莫唑胺）	临床 I/II 期
		胰腺癌	临床 I 期
		原发性免疫性血小板减少症	NDA
海曲泊帕乙醇胺	TPO	恶性肿瘤化疗所致血小板减少症/儿童和青少年慢性原发性免疫性血小板减少症	现场核查已完成（纳入优先审评）
脯氨酸恒格列净	SGLT-2	II 型糖尿病	NDA
SHR3680	AR 抑制剂	激素敏感性前列腺癌	国内临床 III 期；澳洲 I 期；欧洲 III 期
		高瘤负荷的转移性激素敏感性前列腺癌	获批临床
SHR6390	CDK4/6	经内分泌治疗后疾病进展的局部晚期或晚期 HR+/HER2-乳腺癌（联合氟维司群）	申报上市（纳入突破性治疗）；澳洲临床 I 期
		HR+/HER2-乳腺癌辅助治疗（联合内分泌治疗）	获批临床
SHR-1316	PD-L1	局限期小细胞肺癌/广泛期小细胞肺癌/可切除非小细胞肺癌围手术期治疗	国内临床 III 期
苹果酸法米替尼	多靶点	胃肠间质瘤	临床 III 期；国际多中心临床 III 期
		肝内胆管癌	国内临床 II 期
SHR4640	URAT1	痛风	临床 III 期；澳洲临床 I 期
		中至重度活动性类风湿关节炎	国内临床 III 期
		白癜风	国内临床 II/III 期
SHR0302	JAK1	溃疡性结肠炎	全球多中心临床 II 期（达到主要及关键次要研究终点）
		特应性皮炎	国内临床 I/II 期
		斑秃	国内临床 II 期
		中重度克罗恩病/斑秃/中重度溃疡性结肠炎	美国临床 II 期
SHR-1314	IL-17A	中重度银屑病	国内/美国/澳大利亚临床 III 期
		强直性脊柱炎适应症	获批临床
		非小细胞肺癌（联合法米替尼/单药/联合化疗）	国内临床 II 期
		头颈部鳞状细胞癌	国内临床 II 期
SHR-1701	PD-L1/TGF-β	晚期恶性实体瘤（联合法米替尼）	国内临床 I/II 期
		晚期恶性实体瘤（联合贝伐珠单抗）	获批临床
		晚期实体瘤	澳大利亚临床 I 期
INS068	长效胰岛素	II 型糖尿病	国内临床 II 期
诺利糖肽	GLP-1	II 型糖尿病	国内临床 II 期
		肥胖或超重合并至少一个体重相关并发症适应症	获批临床
SHR-1209	PCSK9	高胆固醇血症/纯合子家族性高胆固醇血症	国内临床 II 期
SHR8554	MOR	镇痛	国内临床 Ib/II 期
SHR0410	KOR	镇痛	国内临床 II 期；澳大利亚临床 I 期
SHR1459	BTK	B 细胞淋巴瘤；自身免疫性疾病；类风湿性关节炎	国内临床 I 期
SHR2554	E2H2	恶性肿瘤	国内临床 I 期
SHR-1501	IL-15	肿瘤	国内临床 I 期；澳大利亚临床 I 期
SHR-1702	Tim-3	骨髓增生异常综合征或急性髓系白血病/晚期实体瘤	国内临床 I 期

药物	靶点	适应症	阶段
SHR-A1811	HER2	HER2 表达或突变肿瘤	国内临床 I 期
SHR-1802	LAG-3	晚期实体瘤	国内临床 I 期
SHR-1806	OX40	肿瘤	国内临床 I 期
SHR0532	ROMK	高血压	国内临床 I 期
SHR7280	GmRH	子宫内膜异位	国内临床 I 期
SHR2285	FXIa	抗血栓	国内临床 I 期
DDO-3055	PHI	慢性肾病所致贫血	国内临床 I 期
SHR-1222	SOST	骨质疏松	国内临床 I 期
HRS5091	HBV 核衣壳组 装调节剂	慢性乙型肝炎	国内临床 I 期
HRS9950	TLR8		国内临床 I 期
HRS4800	---	镇痛	获批临床
SHR2150	TLR-7	肿瘤 HIV-1 感染	国内临床 I 期 获批临床
SHR-1703	IL-5	哮喘	国内临床 I 期
SHR9549	雌激素受体	ER+与 HER2 -乳腺癌	国内临床 I 期
SHR-1603	CD47	恶性肿瘤	国内临床 I 期
HR18034	---	术后镇痛	国内临床 I 期
SHR5126	A2aR	肿瘤	获批临床
SHR8008	CYP51	外阴阴道假丝酵母菌病	国内临床 III 期
SHR8028	1%环孢菌素 A 制剂	干眼症	国内临床 III 期
SHR8058	全氟己基辛烷	干眼症	国内临床 III 期
SHR-1916	PEG 修饰 IL-2	晚期恶性肿瘤	获批临床
SHR-1819	---	哮喘	国内临床 I 期
RS1805	---	溃疡性结肠炎/克罗恩病	国内临床 I 期
YY-20394	PI3kδ	血液肿瘤	国内临床 I 期
HR19042	---	原发性 IgA 肾病	获批临床
HRS2543	---	晚期恶性肿瘤	获批临床

资料来源：公司公告、药智网、clinicaltrials、药物临床试验登记与信息公示平台、开源证券研究所

表2: 恒瑞医药 PD-1 单抗适应症布局领先

厂家	产品	靶点	I 期	II 期	III 期	NDA	获批
默沙东	帕博利珠单抗	PD-1	---	---	III 期 NSCLC(与放疗/化疗联合); 头颈部鳞状细胞癌 (单药或单药+仑伐替尼); 宫颈癌(单药+放疗/化疗); 肝癌 (联合仑伐替尼); 胃癌 (联合化疗); 去势抵抗前列腺癌 (联合多西	---	不可切除或转移性黑色素瘤 (2L)、EGFR/ALK 阴性转移性非鳞状

厂家	产品	靶点	I 期	II 期	III 期	NDA	获批
					他赛)、食管癌(与放疗/化疗联合)、晚期尿路上皮癌(联合仑伐替尼); 黑色素瘤(联合仑伐替尼); 子宫内膜癌(联合仑伐替尼)、非鳞状 NSCLC(单药+仑伐替尼+化疗)、肝癌(术后辅助治疗)、新辅助治疗 NSCLC(联合化疗)、ER+/HER2-乳腺癌(辅助/新辅助治疗)、HER2-胃癌(联合化疗)、HER2+胃癌(联合曲妥珠单抗)。		NSCLC(1L)、EGFR/ALK 阴性转移性 NSCLC、转移性鳞状 NSCLC(1L)、食管癌
BMS	纳武单抗	PD-1	---	转移性去势抵抗性前列腺癌; 复发性或转移性结肠癌; 膀胱癌。	dMMR/MSI-H 转移性结肠癌; II-III 期非小细胞肺癌; 局部晚期非小细胞肺癌; 晚期肝癌(单药); 晚期肝癌(联合 Ipilimumab/索拉非尼或仑伐替尼); 尿路上皮癌; 食管癌或胃食管连接部癌; 局限性肾细胞癌; 晚期食管鳞状细胞癌。	---	EGFR/ALK 阴性局部晚期或转移性 NSCLC(2L)、复发性或转移性头颈部鳞状细胞癌(2L)、胃癌或胃食管连接部腺癌(3L)
罗氏	Atezolizumab	PD-L1	---	广泛期小细胞肺癌; EGFR-非鳞状非小细胞肺癌(联合贝伐珠单抗); 局限期非小细胞肺癌(联合放疗); 晚期胸腺癌; 晚期或转移性黏膜黑色素瘤(联合贝伐珠单抗)。	晚期食管鳞癌(联合 Tiragolumab); 三阴性乳腺癌; 转移性三阴性乳腺癌(联合 ipatasertib); 肝细胞癌辅助治疗(联合贝伐珠单抗); 早期 HER2+乳腺癌; 晚期肝癌(联合 Cabozantinib); IV 期非鳞状非小细胞肺癌。	---	SCLC(1L)、晚期肝细胞癌(1L)
阿斯利康	Durvalumab	PD-L1	---		广泛期小细胞肺癌; 晚期胆道癌; 局部晚期宫颈癌; 肝细胞癌辅助治疗(单药或联合贝伐珠单抗); 晚期或转移性尿路上皮癌(联合	---	不可切除 III 期非小细胞肺癌

厂家	产品	靶点	I 期	II 期	III 期	NDA	获批
					Tremelimumab); 局限 期小细胞肺癌; 不适合 根治治疗的局灶性肝细 胞癌。		
君实 生物	特瑞普 利单抗	PD-1	--	胃癌	EGFR-/EGFR TKI 耐药 非小细胞肺癌; 三阴乳 腺癌; 小细胞肺癌; 肾 癌; 肝癌 (联合贝伐珠 单抗或仑伐替尼); 黑 色素瘤; 肝癌辅助治 疗; 非小细胞肺癌新辅 助治疗; 晚期鳞状和非 鳞状非小细胞肺癌	尿路上皮癌(2L 及以后)、 晚期一线未接受过系统性 治疗的复发转移性鼻咽癌	不可切除、转移 性恶性黑色素瘤 (2L 及以上)、 既往接受过二线 及以上系 统治 疗失败的复发/ 转移性鼻咽癌
信达 生物	信迪利 单抗	PD-1	难治性胃肠道癌; 一线/二线黑色素 瘤; 实体瘤/结直 肠癌 (联合呋喹 替尼); 实体瘤/ 胆管癌 (联合索 凡替尼); 结直 肠癌 (3L, 联合 西达本胺); 肝 细胞癌 (2L, 联 合 siRNA); 神 经内分泌瘤 (1L/2L); 胃癌 (1L)、非小细胞 肺癌 (2L)。	食管鳞癌 (2L); r/r NK/T 细胞淋巴瘤; 结直肠癌 (3L); 宫 颈癌 (2L 及以上); 肝细胞癌 (2L)、结 直肠癌 (3L)。	EGFR+ TKI 耐药非小细 胞肺癌 (联合贝伐珠单 抗); 胃癌 (1L, 联合卡 培他滨和奥沙利铂); 胃 癌 (CPS \geq 10,1L, 联合雷 莫芦单抗); 食管癌 (1L, 联合化疗); 经典型霍奇 金淋巴瘤(2L);黑色素瘤 辅助治疗 (联合 IBI- 310); 肝细胞癌 (1L, 联 合 IBI-310)。	鳞状非小细胞肺癌 (1L、 2L)、肝细胞癌 (1L, 联 合贝伐珠单抗)	难治性霍奇金淋 巴瘤难治性霍奇 金淋巴瘤 (3L)、 非鳞状 NSCLC (1L)
恒瑞 医药	卡瑞利 珠单抗	PD-1	局限性小细胞肺 癌	晚期实体瘤 (联合 法米替尼); 泌尿、 妇科肿瘤 (联合法 米替尼)。	三阴性乳腺癌 (联合化 疗); 局部晚期食管鳞 癌 (联合放疗); 复 发或难治性经典型霍奇 金淋巴瘤 (联合化 疗); 晚期胃或胃食管 结合部腺癌 (2L, 联合 阿帕替尼); 复发或晚 期 NSCLC (联合阿帕 替尼); 三阴性乳腺癌 (联合白蛋白紫杉醇、 阿帕替尼); 局部晚期 食管鳞癌 (1L, 联合化 疗); 晚期肝癌 (1L, 联合化疗); 晚期或转 移性胃癌 (GC) 或胃食	局部复发或转移性鼻咽癌 患者/二线及以上化疗后疾 病进展或不可耐受的晚期 鼻咽癌	联合培美曲塞 和卡铂适用于 表皮生长因子 受体 (EGFR) 基因突变阴性 和间变性淋巴 瘤激酶 (ALK) 阴性 的、不可手术 切除的局部晚 期或转移性非 鳞状非小细胞 肺 (NSCLC) 的一线治疗; 用于既往接受 过一线化疗后

厂家	产品	靶点	I 期	II 期	III 期	NDA	获批
					管交界处癌（1L，联合化疗）；晚期肝癌（1L，联合阿帕替尼）；复方/转移性三阴乳腺癌（联合阿帕替尼、氟唑帕利）；IV 期鳞状非小细胞肺癌（联合化疗，1L）。		疾病进展或不可耐受的局部晚期或转移性食管鳞癌患者的治疗；既往接受过索拉非尼治疗和/或含奥沙利铂系统化疗的晚期肝细胞癌患者的治疗；复发难治性经典型霍奇金淋巴瘤。
	SHR-1316	PD-L1	可切除的 II 期或 III 期非小细胞肺癌；局限期小细胞肺癌。	复发性小细胞肺癌（联合氟唑帕利/替莫唑胺）；小细胞肺癌（2L，联合氟唑帕利）。	可切除的非小细胞肺癌；晚期食管癌（1L）；广泛期小细胞肺癌（1L，联合卡铂和依托泊苷）。	---	---
百济神州	替雷利珠单抗	PD-1	实体瘤、实体瘤（帕米帕利联合用药）、血液肿瘤（泽布替尼联合用药）	复发/难治性 NK/T 细胞淋巴瘤、MSI-H/dMMR 实体瘤、	二线 NSCLC、一线 SCLC（化疗方案联合）、II/III 阶段 NSCLC（化疗方案联合、一线 HCC、HCC、一线非鳞状二线 ESCC、一线 ESCC（化疗方案联合）、局部 ESCC（化疗方案联合）、一线 GC（化疗方案联合）、一线 UC、一线 NPC（化疗方案联合）	二线或三线不可切除 NSCLC（化疗方案联合）；二或三线局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）	复发/难治性 cHL、二线或二线以上 UC、一线鳞状 NSCLC（化疗方案联合）
	BGB-A333	PD-L1	---	实体瘤（单药疗法+替雷利珠单抗联合用药）	---	---	---
嘉和生物	GB226	PD-1	---	原发纵隔大 b 淋巴瘤（2L 及以上）、宫颈癌（2L 及以上）、腺泡状软组织肉瘤（2L）、肝癌（联合仑伐替尼）、EGFR+ 非小细胞肺癌（2L/3L，联合呋喹替尼）、转移性结直肠癌（2L，联合呋喹替尼）	---	复发/难治外周 T 细胞淋巴瘤（2L 及以上）	---
康方生物	Penpulimab	PD-1	---	dMMR 实体瘤（联合安罗替尼）、鼻咽		难治或复发性性霍奇金淋巴瘤（3L）	

厂家	产品	靶点	I 期	II 期	III 期	NDA	获批
	(AK-105)			癌 (1L, 联合化疗/安罗替尼; 单药 3L 及以上)、辅助/新辅助治疗非小细胞肺癌、小细胞肺癌、头颈癌、甲状腺癌、间皮瘤和胸腺癌、管鳞状细胞癌、尿路上皮癌、转移性胃癌或食管管交界腺癌、胆管癌、神经内分泌肿瘤等。	鳞状非小细胞肺癌 (1L, 联合化疗); 非鳞状非小细胞肺癌(1L, 联合化疗); 非鳞状非小细胞肺癌(1L, 联合安罗替尼); 肝癌(1L, 联合安罗替尼); 复发/难治经典霍奇金淋巴瘤 (3L)、鼻咽癌 (3L 及以上)、胃癌 (2L, 联合安罗替尼)、食管鳞癌 (1L, 联合化疗)		---
广州誉衡	GLS-010	PD-1	晚期实体瘤	复发或转移性宫颈癌	---	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤	---
复宏汉霖	HLX-10	PD-1	---	MSI-H 或 dMMR 实体瘤; 慢性乙肝; 宫颈癌; 头颈部鳞状细胞癌、肝癌	转移性食道鳞状上皮癌; 鳞状非小细胞肺癌; 广泛期小细胞肺癌; 胃癌新辅助; 非鳞状非小细胞肺癌	---	---
	HLX-20	PD-L1	实体瘤	---	---	---	---
神州细胞	SCT-110A	PD-1	食管鳞癌; 结直肠癌等	头颈鳞癌 (2L, 单药)	鳞状非小细胞肺癌 (联合用药); 胃腺癌 (1L, 单药); 头颈鳞癌 (1L, 联合用药); 头颈鳞癌 (2L, 单药)。	---	---
康宁杰瑞	KN-035	PD-L1	---	---	胆管癌	既往标准治疗失败的微卫星不稳定(MSI-H)/错配修复功能缺陷(dMMR) 晚期结直肠癌、胃癌及其他晚期实体瘤	---
科伦药业	KL-A167	PD-L1	血液瘤; 实体瘤	经典霍奇金淋巴瘤; 鼻咽癌	---	---	---
正大天晴	TQB2450	PD-L1	卵巢癌 (联合安罗替尼)	复发或转移性宫颈癌; 晚期寡转移非小细胞肺癌	晚期肾癌 (联合安罗替尼); 三阴性乳腺癌 (联合安罗替尼); 晚期非小细胞肺癌; 广泛期小细胞肺癌 (联合联合安罗替尼+化疗)。	---	---
基石药业	CS1003	PD-1	---	---	肝细胞癌	---	---
	CS1001	PD-L1	---	---	非小细胞肺癌, 胃癌, 食管癌 复发/难治性自	---	---

厂家	产品	靶点	I 期	II 期	III 期	NDA	获批

然杀伤 T 细胞淋巴瘤

资料来源：相关公司公告、药智网、米内网、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	22311	28050	34867	43525	53776
现金	5044	10805	12699	21915	27340
应收票据及应收账款	5435	5074	8379	7946	11218
其他应收款	894	651	1327	1074	1745
预付账款	591	562	914	877	1226
存货	1607	1778	2367	2532	3066
其他流动资产	8741	9180	9180	9180	9180
非流动资产	5245	6680	7742	8540	9107
长期投资	60	60	60	60	60
固定资产	2542	3280	4139	4788	5240
无形资产	350	341	362	370	382
其他非流动资产	2293	2998	3182	3322	3425
资产总计	27556	34730	42610	52064	62883
流动负债	2473	3772	4019	4992	5150
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1289	1433	1901	2039	2463
其他流动负债	1183	2339	2119	2953	2687
非流动负债	146	171	171	171	171
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	146	171	171	171	171
负债合计	2619	3943	4190	5163	5321
少数股东权益	162	283	275	266	254
股本	4423	5332	5332	5332	5332
资本公积	1663	3143	3143	3143	3143
留存收益	19103	23530	30199	38259	48435
归属母公司股东权益	24775	30504	38144	46636	57308
负债和股东权益	27556	34730	42610	52064	62883

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3817	3432	2901	10786	6719
净利润	5326	6309	7632	9255	11454
折旧摊销	646	476	556	743	928
财务费用	-134	-182	-279	-397	-634
投资损失	-309	-341	-320	-330	-340
营运资金变动	-2057	-3438	-4675	1532	-4668
其他经营现金流	344	608	-14	-17	-21
投资活动现金流	-1945	1798	-1285	-1193	-1134
资本支出	561	554	1063	797	567
长期投资	-1693	2007	0	0	0
其他投资现金流	-3077	4359	-222	-396	-567
筹资活动现金流	-719	291	279	-376	-160
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	737	909	0	0	0
资本公积增加	184	1480	0	0	0
其他筹资现金流	-1640	-2098	279	-376	-160
现金净增加额	1165	5432	1894	9216	5425

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23289	27735	35506	43086	50579
营业成本	2913	3349	4101	4847	5538
营业税金及附加	216	257	448	482	536
营业费用	8525	9803	12143	15080	17450
管理费用	2241	3067	4048	4826	5564
研发费用	3896	4989	6746	8186	9610
财务费用	-134	-182	-279	-397	-634
资产减值损失	-5	-7	0	0	0
其他收益	190	208	0	0	0
公允价值变动收益	38	16	14	17	21
投资净收益	309	341	320	330	340
资产处置收益	1	3	0	0	0
营业利润	6150	7007	8632	10409	12876
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	95	113	89	99	99
利润总额	6056	6895	8544	10311	12778
所得税	729	587	912	1056	1324
净利润	5326	6309	7632	9255	11454
少数股东损益	-2	-19	-8	-9	-11
归母净利润	5328	6328	7640	9264	11465
EBITDA	6550	7047	8748	10534	12967
EPS(元)	1.00	1.19	1.43	1.74	2.15

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	33.7	19.1	28.0	21.3	17.4
营业利润(%)	33.8	13.9	23.2	20.6	23.7
归属于母公司净利润(%)	31.1	18.8	20.7	21.3	23.8
获利能力					
毛利率(%)	87.5	87.9	88.4	88.8	89.1
净利率(%)	22.9	22.8	21.5	21.5	22.7
ROE(%)	21.4	20.5	19.9	19.7	19.9
ROIC(%)	20.9	19.6	19.1	18.8	18.8
偿债能力					
资产负债率(%)	9.5	11.4	9.8	9.9	8.5
净负债比率(%)	-19.7	-34.6	-32.7	-46.4	-47.3
流动比率	9.0	7.4	8.7	8.7	10.4
速动比率	8.0	5.9	7.0	7.3	8.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	4.7	5.3	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.19	1.43	1.74	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.64	0.54	2.02	1.26
每股净资产(最新摊薄)	4.65	5.72	7.15	8.75	10.75
估值比率					
P/E	82.1	69.2	57.3	47.2	38.2
P/B	17.7	14.3	11.5	9.4	7.6
EV/EBITDA	64.8	59.8	48.0	39.0	31.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn