

## 2020 年年报及 2021 一季报点评：持续加大研发投入，业绩稳健增长

买入（维持）

2021 年 04 月 20 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,735	36,447	45,557	55,441
同比（%）	19.1%	31.4%	25.0%	21.7%
归母净利润（百万元）	6,328	8,029	9,783	12,697
同比（%）	18.8%	26.9%	21.8%	29.8%
每股收益（元/股）	1.19	1.51	1.83	2.38
P/E（倍）	67.66	53.33	43.77	33.72

### 投资要点

- **事件：**2020 年公司实现营业收入 277.35 亿元，同比增长 19.09%，实现归母净利润 63.28 亿元，同比增长 18.78%，2021 年一季度公司营业收入 69.29 亿元，同比增长 25.37%，归母净利润 14.97 亿元，同比增长 13.77%。
- **抗肿瘤板块业务高速增长，麻醉板块略有下滑：**2020 年公司抗肿瘤板块营业收入增长最快，增长 44.37%，造影剂收入略增长 12.40%，受疫情影响，麻醉板块收入下滑 16.63%。在抗肿瘤领域，公司注射用紫杉醇中选第二批集中采购药品，实现销售增长 174.11%，卡瑞利珠单抗实现销售额 45 亿元，销售增长 326.42%，占领国产 PD-1 最大市场份额。
- **研发逐渐步入收获期，预计每 1-2 年都有创新药上市：**2020 年公司研发的 PARP 抑制剂氟唑帕利获批上市，卡瑞利珠单抗治疗一线非小细胞肺癌、二线肝癌、二线食管鳞癌三个新适应症、注射用甲苯磺酸瑞马唑仑治疗结肠镜检查镇静新适应症、甲磺酸阿帕替尼片治疗肝癌新适应症也相继获批上市。在 2020 年医保谈判中，卡瑞利珠单抗治疗肺癌、肝癌、食管癌、淋巴瘤四大适应症全部被纳入医保目录，成为在肺癌、肝癌、食管癌这三大癌种中唯一可医保报销的免疫治疗药物，进一步提高药物可及性并加快放量速度，为公司业绩增长奠定坚实基础。在创新药开发上，公司已基本形成了每年都有创新药申请临床，每 1-2 年都有创新药上市的良性发展态势，前期创新研发投入逐步进入收获期。
- **坚持自主创新，研发投入不断加大，股权激励兑现加速创新：**2020 年公司累计研发投入 49.89 亿元，同比增长 28.04%，2021 年一季度研发投入高达 13.16 亿，同比增加 62.26%。公司的创新模式从创新初期“me-too”、“me-better”逐步走向源头创新，开发了具有自主知识产权的 ADC 技术平台及肿瘤免疫抗体系列产品开发专有技术并成功上市 7 款创新药，目前在研新药 43 个。我们认为，较高的研发投入与公司研发管线的数量净增和海外国际化进程加快，临床开发费用的增加从侧面反映出公司研发布局的持续加速，股权激励费用和研发投入影响净利润增长。
- **加快国际化战略布局，积极推进产品出海：**2020 年公司继续加快国际化战略布局，积极拓展海外市场。公司在瑞士巴塞尔建立欧洲临床中心，进一步完善全球创新体系，加快推进包括癌症治疗在内的创新药开发。同时公司开展包括卡瑞利珠单抗在内的多项国际临床试验，并将卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、SHR-1701 授权给韩国 CrystalGenomics 公司、韩国 HLB-LS 公司、韩国东亚制药公司，进一步提升公司海外业绩及知名度。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司研发投入持续增加以及带量采购影响，我们调整 2021-2022 年 EPS 至 1.51 (-0.08)/1.83 (-0.22) 元，预计 2023 年 EPS 为 2.38 元。当前市值对应 2021~2023 年 PE 为 53/44/34 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品研发不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	80.31
一年最低/最高价	76.19/116.87
市净率(倍)	13.30
流通 A 股市值(百万元)	426146.11

### 基础数据

每股净资产(元)	6.04
资产负债率(%)	10.19
总股本(百万股)	5331.72
流通 A 股(百万股)	5306.26

### 相关研究

- 1、《恒瑞医药 (600276)：恒瑞医药：全球视野下的创新工匠》2021-01-04
- 2、《恒瑞医药 (600276)：逐渐摆脱疫情影响，单季度业绩上扬》2020-10-20
- 3、《恒瑞医药 (600276)：公司激励方案刺激新一轮中长期发展》2020-08-19

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>28,050</b>	<b>34,891</b>	<b>43,873</b>	<b>54,709</b>	<b>营业收入</b>	<b>27,735</b>	<b>36,447</b>	<b>45,557</b>	<b>55,441</b>
现金	10,805	11,236	21,403	25,415	减:营业成本	3,349	3,975	4,862	5,860
应收账款	5,074	9,901	8,516	13,570	营业税金及附加	257	338	422	514
存货	1,778	2,240	2,675	3,248	营业费用	9,803	13,230	15,945	18,296
其他流动资产	10,394	11,514	11,280	12,476	管理费用	8,056	10,701	14,346	17,675
<b>非流动资产</b>	<b>6,680</b>	<b>7,921</b>	<b>8,983</b>	<b>9,932</b>	研发费用	4,989	6,874	9,335	12,131
长期股权投资	60	60	60	60	财务费用	-182	-331	-490	-702
固定资产	3,280	4,266	5,108	5,840	资产减值损失	-7	0	0	0
在建工程	1,305	1,519	1,707	1,881	加:投资净收益	341	347	368	355
无形资产	341	362	370	382	其他收益	208	257	299	272
其他非流动资产	1,693	1,714	1,738	1,768	资产处置收益	3	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>34,730</b>	<b>42,812</b>	<b>52,856</b>	<b>64,641</b>	<b>营业利润</b>	<b>7,007</b>	<b>9,156</b>	<b>11,156</b>	<b>14,444</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,772</b>	<b>3,814</b>	<b>5,222</b>	<b>5,445</b>	加:营业外净收支	-112	-91	-91	-90
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>6,895</b>	<b>9,065</b>	<b>11,066</b>	<b>14,354</b>
应付账款	1,433	1,799	2,154	2,609	减:所得税费用	587	1,025	1,266	1,633
其他流动负债	2,339	2,016	3,068	2,836	少数股东损益	-19	11	17	24
<b>非流动负债</b>	<b>171</b>	<b>171</b>	<b>171</b>	<b>171</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,328</b>	<b>8,029</b>	<b>9,783</b>	<b>12,697</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	6,571	8,734	10,576	13,652
其他非流动负债	171	171	171	171	EBITDA	7,047	9,299	11,352	14,651
<b>负债合计</b>	<b>3,943</b>	<b>3,985</b>	<b>5,393</b>	<b>5,616</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	283	294	311	335	每股收益(元)	1.19	1.51	1.83	2.38
归属母公司股东权益	30,504	38,533	47,152	58,689	每股净资产(元)	5.72	7.23	8.84	11.01
<b>负债和股东权益</b>	<b>34,730</b>	<b>42,812</b>	<b>52,856</b>	<b>64,641</b>	发行在外股份(百万股)	5332	5332	5332	5332
					ROIC(%)	47.3%	38.1%	49.9%	46.0%
					ROE(%)	20.5%	20.7%	20.6%	21.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	87.9%	89.1%	89.3%	89.4%
经营活动现金流	3,432	1,542	12,293	6,045	销售净利率(%)	22.8%	22.0%	21.5%	22.9%
投资活动现金流	1,798	-1,441	-1,452	-1,575	资产负债率(%)	11.4%	9.3%	10.2%	8.7%
筹资活动现金流	291	331	-675	-457	收入增长率(%)	19.1%	31.4%	25.0%	21.7%
现金净增加额	5,432	431	10,166	4,013	净利润增长率(%)	18.4%	27.4%	21.9%	29.8%
折旧和摊销	476	565	776	999	P/E	67.66	53.33	43.77	33.72
资本开支	554	1,242	1,062	948	P/B	14.04	11.11	9.08	7.30
营运资本变动	-3,438	-6,367	2,592	-6,600	EV/EBITDA	58.49	44.28	35.38	27.14

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>