

研发费用高增长影响短期利润，核心品种医保放量

恒瑞医药(600276)

事件概述

公司公布2020年报及2021年一季报：公司2020年实现营业收入277.35亿元(+19.09%)、归母净利润63.28亿元(+18.78%)，剔除报告期计提的3.32亿元股权激励费用，扣非归母净利润增长21.49%。公司2021Q1实现营业收入69.29亿元(+25.37%)、归母净利润14.97亿元(+13.77%)。

研发费用高增长影响短期利润，核心品种医保放量

2020Q1公司研发费用13.16亿元，同比增长62.26%，对短期利润影响较大。公司核心品种卡瑞利珠单抗、艾司氯胺酮2020年底国家谈判进入医保，处于高速放量过程。硫培非格司亭、吡咯替尼等品种医保放量收入增长明显。

加快技术平台建设，加速国际化

公司拥有4700人的研发团队，在美国、日本、欧洲和中国多地建有研发中心，拥有ADC、肿瘤免疫抗体等具有知识产权的技术平台公司。公司加速打造专业化、属地化的海外研发团队，加快海外临床的进度，积极引进和对外授权创新药，坚定公司国际化战略。

投资建议

预计公司2021-2022年营业收入345/427亿元调整为2021-2023年分别为345/415/510亿元，归母净利润由2021-2022年80/100亿元调整为2021-2023年分别为77/93/112亿元，EPS分别为1.44/1.74/2.11元，对应PE为57/47/39倍，维持“买入”的投资评级。

风险提示

药品集采导致仿制药收入大幅下滑、医保谈判大幅降价风险

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,289	27,735	34,549	41,496	51,040
YoY (%)	33.7%	19.1%	24.6%	20.1%	23.0%
归母净利润(百万元)	5,328	6,328	7,693	9,299	11,237
YoY (%)	31.1%	18.8%	21.6%	20.9%	20.8%
毛利率 (%)	87.5%	87.9%	88.0%	88.4%	88.5%
每股收益(元)	1.00	1.19	1.44	1.74	2.11
ROE	21.5%	20.7%	20.1%	19.6%	19.1%
市盈率	82.15	69.16	56.89	47.07	38.95

资料来源：wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	82.09
股票代码：	600276
52周最高价/最低价：	116.87/77.33
总市值(亿)	4,376.81
自由流通市值(亿)	4,355.91
自由流通股数(百万)	5,306.26



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

分析师：王帅

邮箱：wangshuai@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119110064

相关研究

- [华西医药]恒瑞医药(600276)三季报点评：业绩符合预期，营收逐渐恢复高速增长
2020.10.20
- [华西医药]恒瑞医药(600276)半年报点评：疫情影响业绩，股权激励彰显信心
2020.08.02
- 肺癌、食管癌适应症获批，卡瑞利珠优势继续扩大
2020.06.21

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	27,735	34,549	41,496	51,040	净利润	6,309	7,676	9,277	11,209
YoY (%)	19.1%	24.6%	20.1%	23.0%	折旧和摊销	476	782	1,176	1,281
营业成本	3,349	4,139	4,799	5,857	营运资金变动	-3,023	-3,526	-1,076	-1,296
营业税金及附加	257	380	490	612	经营活动现金流	3,432	3,027	6,578	8,032
销售费用	9,803	12,179	14,648	17,997	资本开支	-551	1,054	2,245	2,363
管理费用	3,067	3,648	4,328	5,334	投资	2,007	360	390	430
财务费用	-182	-119	-130	-129	投资活动现金流	1,798	1,416	2,666	2,902
资产减值损失	-7	0	0	0	股权募资	1,320	0	0	0
投资收益	341	432	531	679	债务募资	0	0	0	0
营业利润	7,007	8,748	10,584	12,851	筹资活动现金流	291	0	0	0
营业外收支	-112	-94	-89	-84	现金净流量	5,432	4,443	9,244	10,935
利润总额	6,895	8,654	10,495	12,767	主要财务指标				
所得税	587	978	1,217	1,558	成长能力	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	6,309	7,676	9,277	11,209	营业收入增长率	19.1%	24.6%	20.1%	23.0%
归属于母公司净利润	6,328	7,693	9,299	11,237	净利润增长率	18.8%	21.6%	20.9%	20.8%
YoY (%)	18.8%	21.6%	20.9%	20.8%	盈利能力				
每股收益	1.19	1.44	1.74	2.11	毛利率	87.9%	88.0%	88.4%	88.5%
资产负债表 (百万元)					净利率率	22.7%	22.2%	22.4%	22.0%
货币资金	10,805	15,248	24,492	35,426	总资产收益率 ROA	18.2%	17.9%	17.6%	17.2%
预付款项	562	848	921	1,102	净资产收益率 ROE	20.7%	20.1%	19.6%	19.1%
存货	1,778	2,103	2,544	3,064	偿债能力				
其他流动资产	14,905	18,288	19,441	21,384	流动比率	7.44	8.61	9.81	9.87
流动资产合计	28,050	36,486	47,398	60,976	速动比率	6.82	7.91	9.10	9.20
长期股权投资	60	80	130	200	现金比率	2.86	3.60	5.07	5.73
固定资产	3,280	2,618	1,581	498	资产负债率	11.4%	10.3%	9.5%	9.7%
无形资产	341	205	-38	-228	经营效率				
非流动资产合计	6,680	6,386	5,343	4,322	总资产周转率	0.80	0.81	0.79	0.78
资产合计	34,730	42,873	52,741	65,298	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.19	1.44	1.74	2.11
应付账款及票据	1,433	2,030	2,177	2,678	每股净资产	5.72	7.16	8.91	11.02
其他流动负债	2,339	2,209	2,653	3,499	每股经营现金流	0.64	0.57	1.23	1.51
流动负债合计	3,772	4,238	4,830	6,177	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	171	171	171	171	PE	69.16	56.89	47.07	38.95
非流动负债合计	171	171	171	171	PB	19.48	11.46	9.22	7.45
负债合计	3,943	4,409	5,001	6,348					
股本	5,332	5,332	5,332	5,332					
少数股东权益	283	266	244	216					
股东权益合计	30,787	38,463	47,741	58,950					
负债和股东权益合计	34,730	42,873	52,741	65,298					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

王帅：中国药科大学本硕，药学与药事法规专业复合背景，有过药品研发、生产、销售经历。曾就职于财通证券、新时代证券，2019年10月加入华西证券，主要负责A+H股创新药标的。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。