



2021年4月21日

恒瑞医药 (600276): 创新药快速放量, 业绩符合预期

推荐 (维持)

医药生物

当前股价: 83.18 元

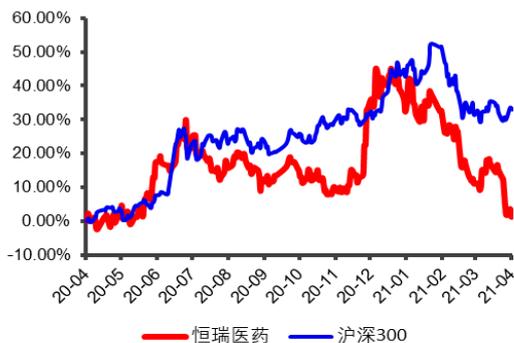
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,735	34,920	41,315	49,308
(+/-)	19.1%	25.9%	18.3%	19.3%
营业利润	7,007	8,943	10,589	12,894
(+/-)	13.9%	27.6%	18.4%	21.8%
归属母公	6,328	7,914	9,376	11,428
司净利润				
(+/-)	18.8%	25.1%	18.5%	21.9%
EPS (元)	1.19	1.48	1.76	2.14
市盈率	70.1	56.0	47.3	38.8

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	533172 / 530626
流通市值 (亿元)	4,414
每股净资产 (元)	6.04
资产负债率 (%)	11.4

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

分析师: 陈成

执业证书编号: S1050520080001

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

投资要点:

- **公司业绩符合预期。**公司 2020 全年实现营业收入 277.35 亿元, 同比增长 19.09%; 归属于母公司股东净利润 63.28 亿元, 同比增长 18.78%; 扣非后归属于母公司股东净利润 59.61 亿元, 同比增长 19.73%, 对应 EPS1.19 元。其中 2020Q4 单季实现营业收入 83.21 亿元 (+31.16%); 归母净利润 20.70 亿元 (+29.92%), 公司业绩逐季恢复, 全年业绩符合预期。公司同时发布 2021 年一季报, 2021Q1 实现营业收入 69.29 亿元 (+25.37%); 归母净利润 14.97 亿元 (+13.77%), 一季度计提股权激励费用 1.86 亿元, 剔除此项费用, 公司归母净利润增速达到 24.24%; 且 21Q1 公司研发投入达 13.16 亿元 (+62.27%)。
- **肿瘤管线高增长, 创新药快速放量。**报告期内, 公司肿瘤管线实现收入 152.68 亿元 (+44.37%); 麻醉管线实现收入 45.91 亿元 (-16.63%); 造影剂管线实现收入 36.30 亿元 (+12.40%); 其他产品实现收入 41.23 亿元 (+4.78%)。疫情影响门诊和手术量, 麻醉管线和造影剂管线增速下降。吡咯替尼和 19K 进医保、白蛋白紫杉醇进集采, 卡瑞利珠单抗也处于快速放量阶段, 创新药拉动肿瘤管线高增长。在 2020 年国家医保谈判中, 卡瑞利珠单抗四大适应症全部纳入, 预计在 21 年 3 月开始执行新版医保目录后能进加速放量。目前公司已有 7 个创新药上市。报告期内, 氟唑帕利成功上市; 卡瑞利珠新增一线非小细胞肺癌、二线肝癌、二线食管鳞癌三个适应症; 瑞马唑仑新增治疗结肠镜检查镇静适应症; 阿帕替尼新增肝癌适应症。
- **研发持续高投入, 在研产品稳步推进。**2020 年公司研发投入 49.89 亿元, 同比增长 28.04%, 占收入比重达到 17.99%。

在研管线中，PD-1 鼻咽癌适应症和海曲泊帕乙醇胺已纳入优先审评；瑞格列汀、恒格列净、SHR6390 处于申报上市阶段；另外还有 8 个产品处于临床三期阶段。在研产品稳步推进，预计未来每年都有 1-2 个创新药上市，创新药占比有望进一步提升。国际化方面，公司通过 license in 和 license out 方式开展战略合作，也有多个产品在进行国际多中心临床试验。第五批国家药品集采中，公司部分麻醉和造影剂产品可能被纳入；但公司产品种类丰富，且创新药品种处于快速放量阶段，能够抵消仿制药下滑带来的负面影响。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现归属于母公司净利润分别为 79.14 亿元、93.76 亿元、114.28 亿元，对应 EPS 分别为 1.48 元、1.76 元、2.14 元，当前股价对应 PE 分别为 56.0/47.3/38.8 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**药品降价幅度超预期风险；创新药研发进度不达预期风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	27,735	34,920	41,315	49,308
货币资金	10,805	14,489	19,638	26,138	营业成本	3,349	4,276	5,268	6,339
应收款	8,827	10,864	12,624	14,655	营业税金及附加	257	257	257	257
存货	1,778	2,257	2,736	3,257	销售费用	9,803	12,047	13,964	16,272
其他流动资产	6,640	6,972	7,321	7,687	管理费用	3,067	3,771	4,338	5,029
流动资产合计	28,050	34,582	42,319	51,738	财务费用	-182	-253	-341	-458
非流动资产:					研发费用	4,989	6,460	7,850	9,615
金融类资产	1,442	1,587	1,745	1,920	费用合计	17,676	22,026	25,811	30,458
固定资产+在建工程	4,585	4,676	4,735	4,762	资产减值损失	-14	-15	-17	-19
无形资产+商誉	341	348	355	362	公允价值变动	16	17	18	19
其他非流动资产	311	342	376	413	投资收益	341	358	376	395
非流动资产合计	6,680	6,952	7,211	7,458	营业利润	7,007	8,943	10,589	12,894
资产总计	34,730	41,534	49,530	59,195	加: 营业外收入	1	1	1	1
流动负债:					减: 营业外支出	113	124	136	150
短期借款	0	0	0	0	利润总额	6,895	8,820	10,454	12,745
应付账款、票据	1,433	1,805	2,195	2,606	所得税费用	587	926	1,098	1,338
其他流动负债	2,339	2,456	2,579	2,708	净利润	6,309	7,894	9,356	11,407
流动负债合计	3,772	4,261	4,774	5,313	少数股东损益	-19	-20	-20	-21
非流动负债:					归母净利润	6,328	7,914	9,376	11,428
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	171	174	178	181	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	171	174	178	181	成长性				
负债合计	3,943	4,436	4,952	5,495	营业收入增长率	19.1%	25.9%	18.3%	19.3%
所有者权益					营业利润增长率	13.9%	27.6%	18.4%	21.8%
股本	5,332	5,332	5,332	5,332	归母净利润增长率	18.8%	25.1%	18.5%	21.9%
资本公积金	3,143	3,143	3,143	3,143	总资产增长率	26.0%	19.6%	19.3%	19.5%
未分配利润	20,844	26,366	32,911	40,892	盈利能力				
少数股东权益	283	283	283	283	毛利率	87.9%	87.8%	87.2%	87.1%
所有者权益合计	30,787	37,098	44,579	53,700	营业利润率	25.3%	25.6%	25.6%	26.1%
负债和所有者权益	34,730	41,534	49,530	59,195	三项费用/营收	63.7%	63.1%	62.5%	61.8%
					EBIT/销售收入	24.9%	25.3%	25.3%	25.8%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	22.7%	22.6%	22.6%	23.1%
净利润	6309	7894	9356	11407	ROE	20.5%	21.3%	21.0%	21.2%
折旧与摊销	476	480	521	563	营运能力				
财务费用	0	-253	-341	-458	总资产周转率	79.9%	84.1%	83.4%	83.3%
存货的减少	-174	-479	-480	-521	资产结构				
营运资本变化	-3264	-1665	-1370	-1621	资产负债率	11.4%	10.7%	10.0%	9.3%
其他非现金部分	79	-250	-263	-278	现金流质量				
经营活动现金净流量	3432	5728	7422	9092	经营净现金流/净利润	0.54	0.73	0.79	0.80
投资活动现金净流量	1798	-714	-739	-765	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	291	-1330	-1534	-1828	每股收益	1.19	1.48	1.76	2.14
现金流量净额	5,432	3,684	5,149	6,500	每股净资产	5.77	6.96	8.36	10.07

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部



分析师简介

杜永宏：华鑫证券行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

陈成：华鑫证券行业分析师，2018年7月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>