

恒瑞医药 (600276.SH)

业绩逐季恢复, 关注新产品医保谈判

核心观点:

- **疫情影响逐渐弱化, 三季度经营靓丽。**公司近日发布三季度报告, 2020 年前三季度收入 194.13 亿元, 同比增长 14.57%, Q1-Q3 单季度增速分别为 11%、14%和 17%; Q3 收入 81 亿元, 在去年同期高基数下增长提速。前三季度归母净利润 42.59 亿元, 同比增长 14.02%; Q3 归母净利润 15.97 亿元, 同比增长 21%; 前三季度和 Q3 扣非归母净利润分别为 41.41 亿元和 15.79 亿元, 分别同比增长 17%和 27%。前三季度经营现金流净额同比增长 53%; 剔除股权激励费用影响, 三季度经营表现更靓丽。
- **研发投入继续加强, 强化基础科学临床转化。**前三季度研发投入 34.44 亿元, 费用率 17.23%, 费用率较上年同期继续提升; 其中 Q3 研发投入 14.81 亿元, 费用率 18.27%。新聘任廖成先生为公司副总经理, 主管转化医学研究; 加码基础科学与临床需求相互转化, 促进公司研发体系持续升级。
- **创新药开发推进顺利, 多个品种有望被纳入医保。**公司不断强化新药临床开发, 高筑产品竞争壁垒; 早期研发立项前移, 国内拓展眼科、抗病毒等领域; 卡瑞利珠、SHR0302、吡咯替尼等新药国际化快速推进。2020 年国家医保谈判, 卡瑞利珠、瑞马唑仑、艾司氯胺酮等多个新产品(新适应症)有望纳入医保; 研发体系仍在快速进化, 国际化开发团队逐步完善, 新药国际化有望加快推进。
- **盈利预测:**受新冠疫情影响, 调整盈利预测, 预计公司 20-22 年业绩分别为 1.21、1.53、1.89 元/股, 对应 PE75.71x、59.90x 和 48.37x; 鉴于公司进入新药密集收获期, 且国内领先优势; 早期研发质量不断提升; 研发实力跻身国际前列, 维持合理价值 111.54 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**医保谈判不及预期, 新药放量和国际化进度不及预期。

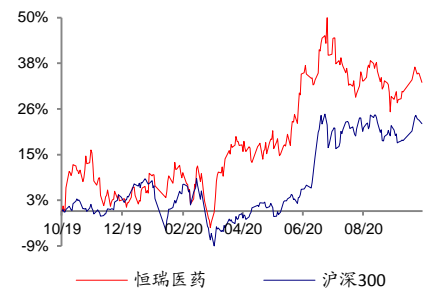
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	17,418	23,289	28,176	35,654	44,277
增长率 (%)	25.9	33.7	21.0	26.5	24.2
EBITDA (百万元)	4,466	6,143	7,445	9,314	11,328
归母净利润 (百万元)	4,066	5,328	6,415	8,109	10,040
增长率 (%)	26.4	31.1	20.4	26.4	23.8
EPS (元/股)	1.10	1.20	1.21	1.53	1.89
市盈率 (P/E)	47.82	72.65	75.71	59.90	48.37
ROE (%)	20.6	21.5	20.6	21.8	22.7
EV/EBITDA	42.66	62.19	63.91	50.64	41.22

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	91.52 元
合理价值	111.54 元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-20

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

相关研究:

恒瑞医药 (600276.SH):业绩 2020-08-02

逐季恢复, 研发投入持续强化

恒瑞医药 (600276.SH):新药 2020-05-12

获批临床, 创新水平跻身国际

前列

恒瑞医药 (600276.SH):增长 2020-04-27

符合预期, 逐渐回归高增长

联系人:

李安飞 021-38003669

lianfei@gf.com.cn

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	18,069	22,311	28,725	35,388	43,178	经营活动现金流	2,774	3,817	5,714	6,648	8,194
货币资金	3,890	5,044	9,880	14,014	18,750	净利润	4,061	5,326	6,396	8,084	10,010
应收及预付	5,000	6,026	7,086	8,926	11,084	折旧摊销	381	646	559	610	614
存货	1,031	1,607	1,860	2,242	2,783	营运资金变动	-1,422	-1,874	-1,103	-1,890	-2,188
其他流动资产	8,149	9,635	9,898	10,206	10,560	其它	-246	-281	-138	-157	-243
非流动资产	4,292	5,245	5,586	5,646	5,732	投资活动现金流	-2,856	-1,945	-762	-513	-457
长期股权投资	1	60	60	60	60	资本支出	-526	-560	-1,100	-870	-900
固定资产	2,329	2,542	2,492	2,192	1,892	投资变动	-2,578	-1,693	0	0	0
在建工程	1,357	1,533	1,833	2,083	2,333	其他	248	307	338	357	443
无形资产	273	350	441	551	687	筹资活动现金流	-368	-719	-116	-2,000	-3,000
其他长期资产	332	761	761	761	761	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	22,361	27,556	34,311	41,034	48,910	股权融资	134	97	884	0	0
流动负债	2,494	2,473	2,947	3,586	4,452	其他	-502	-816	-1,000	-2,000	-3,000
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	-396	1,165	4,836	4,134	4,737
应付及预收	1,626	1,512	1,817	2,207	2,739	期初现金余额	4,262	3,866	5,044	9,880	14,014
其他流动负债	868	961	1,131	1,380	1,713	期末现金余额	3,866	5,031	9,880	14,014	18,750
非流动负债	70	146	146	146	146						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	70	146	146	146	146						
负债合计	2,563	2,619	3,093	3,733	4,598						
股本	3,686	4,423	5,307	5,307	5,307						
资本公积	1,479	1,663	1,663	1,663	1,663						
留存收益	15,207	19,103	24,518	30,626	37,667						
归属母公司股东权益	19,728	24,775	31,074	37,183	44,223						
少数股东权益	70	162	143	119	89						
负债和股东权益	22,361	27,556	34,311	41,034	48,910						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	17,418	23,289	28,176	35,654	44,277	成长能力					
营业成本	2,335	2,913	3,395	4,092	5,079	营业收入增长	25.9%	33.7%	21.0%	26.5%	24.2%
营业税金及附加	237	216	282	357	443	营业利润增长	20.7%	33.8%	21.5%	25.7%	23.3%
销售费用	6,464	8,525	10,011	12,643	15,665	归母净利润增长	26.4%	31.1%	20.4%	26.4%	23.8%
管理费用	1,626	2,241	2,733	3,441	4,273	获利能力					
研发费用	2,670	3,896	4,869	6,418	8,103	毛利率	86.6%	87.5%	87.9%	88.5%	88.5%
财务费用	-124	-134	-149	-239	-328	净利率	23.3%	22.9%	22.7%	22.7%	22.6%
资产减值损失	25	-5	0	0	0	ROE	20.6%	21.5%	20.6%	21.8%	22.7%
公允价值变动收益	0	38	0	0	0	ROIC	18.6%	19.4%	19.4%	20.5%	21.3%
投资净收益	248	309	338	357	443	偿债能力					
营业利润	4,597	6,150	7,472	9,392	11,582	资产负债率	11.5%	9.5%	9.0%	9.1%	9.4%
营业外收支	-98	-94	-200	-200	-200	净负债比率	12.9%	10.5%	9.9%	10.0%	10.4%
利润总额	4,499	6,056	7,272	9,192	11,382	流动比率	7.25	9.02	9.75	9.87	9.70
所得税	438	729	876	1,108	1,372	速动比率	6.60	8.13	8.88	9.01	8.85
净利润	4,061	5,326	6,396	8,084	10,010	营运能力					
少数股东损益	-4	-2	-19	-24	-30	总资产周转率	0.78	0.85	0.82	0.87	0.91
归属母公司净利润	4,066	5,328	6,415	8,109	10,040	应收账款周转率	4.62	4.75	4.87	4.87	4.87
EBITDA	4,466	6,143	7,445	9,314	11,328	存货周转率	16.90	14.49	15.14	15.90	15.91
EPS (元)	1.10	1.20	1.21	1.53	1.89	每股指标 (元)					
						每股收益	1.10	1.20	1.21	1.53	1.89
						每股经营现金流	0.75	0.86	1.08	1.25	1.54
						每股净资产	5.35	5.60	5.86	7.01	8.33
						估值比率					
						P/E	47.82	72.65	75.71	59.90	48.37
						P/B	9.86	15.62	15.63	13.06	10.98
						EV/EBITDA	42.66	62.19	63.91	50.64	41.22

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：研究助理，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李东升：研究助理，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。