

疫情影响短期业绩，股权激励确保长期增长

2020年中报点评

■ **事件：恒瑞发布2020年中报。**2020年上半年，恒瑞实现营业收入、归母净利润各113.09亿元、26.62亿元，分别同比增长12.79%、10.34%；2020年二季度恒瑞实现营业收入、归母净利润各57.82亿元、13.46亿元，分别同比增长14.28%、10.38%。

■ **受疫情影响业绩低于去年同期，预计肿瘤药是主要增长动力。**主要受到疫情影响，恒瑞一/二季度收入增速下降10-15pct。分板块看，肿瘤事业部预计增速为50%以上，主要是创新药卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、19K、白蛋白紫杉醇维持快速增长；影像事业部和综合事业部预计受到疫情影响基本持平；麻醉事业部上半年受影响最大，上半年获批的创新药甲苯磺酸瑞马唑仑、艾斯氯胺酮入院工作受疫情影响明显。

■ **财务指标保持稳健，经营性现金流大幅改善。**2020年上半年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为35.62%、9.32%、16.48%，分别同比下降0.8pct、提高0.62pct、提高1.68pct。预计未来销售费用率将维持下降趋势，而研发费用率随着管线产品的推进呈持续提高的趋势。2020年上半年经营活动产生的现金流净额为33.77亿元，相比去年同期14.52亿元大幅提升，主要是受到回款改善、票据贴现增加、经营性现金流出减少的影响。

■ **新发限制性股票计划，确保持续成长。**公司同时发布2020年限制性股票激励方案，计划授予不超过2573.6万股的限制性股票，占总股本的0.485%，激励对象总人数为1302人，包括公司董事、高级管理人员、关键岗位人员。解除限售的业绩条件为以2019年净利润为基数，2020/2021/2022年净利润分别增长20%、42%、67%，复合增速18.64%。

■ **研发投入持续，在研管线稳步推进。**2020年上半年恒瑞研发投入18.63亿元，同比增长25.56%，占销售的比例为16.48%。报告期内公司取得创新药制剂生产批件3个，仿制药制剂生产批件1个，取得创新药临床批件37个，取得3个品种的一致性评价批件，完成2种产品的一致性评价申报工作。公司提交国内新申请专利78件，提交国际PCT新申请39件，获得国内授权24件，获得国外授权49件。

■ **盈利预测与投资评级：**进入2020年下半年，综合考虑公司的创新药业务和下半年疫情改善带来的预期，我们预计2020-2022年EPS分别为1.32/1.67/2.03元。维持2021年目标价为119.4元不变，相比最新股价93.20元存在28%的上涨空间，维持“增持”评级不变。

风险提示

■ 疫情影响销售风险；在研产品获批不确定风险；带量采购影响过大风险。

证券研究报告

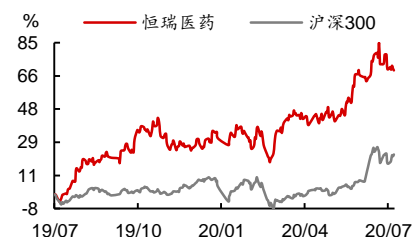
2020年08月03日

评级(维持)	增持
目标价(维持)	119.40元
收盘价(2020/08/03)	93.20元
潜在上行空间	28%

基本数据

总股本(百万股)	5307
流通股本(百万股)	5296
总市值(亿元)	5009
流通市值(亿元)	4998
52周最高/最低价(元)	102.99/64.10
30日日均成交额(百万元)	3456.13

股价走势图



分析师

医药研究团队

吴文华

wenhua.wu@nomuraoi-sec.com

SAC 执业编号: S1720519120005

盈利预测

盈利预测简表

	2019A	2020E		2021E		2022E	
	实际	上次	本次	上次	本次	上次	本次
营业收入	23288.58	31462.09	31462.09	39167.19	39167.19	46536.15	46536.15
营业收入增长率(%)	33.70	35.10	35.10	24.49	24.49	18.81	18.81
净利润	5328.03	7000.98	7000.98	8846.54	8846.54	10793.43	10793.43
净利润增长率(%)	31.05	31.40	31.40	26.36	26.36	22.01	22.01
EPS(元/股)	1.20	1.32	1.32	1.67	1.67	2.03	2.03
市盈率(P/E)	72.65	73.02	70.65	57.79	55.91	47.36	45.82
市净率(P/B)	15.52	16.41	15.87	13.45	13.01	11.04	10.68

资料来源：野村东方国际证券

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23289	31462	39167	46536
%同比增速	34%	35%	24%	19%
营业成本	2913	3704	4476	5043
毛利	20376	27758	34691	41493
%营业收入	87%	88%	89%	89%
税金及附加	216	330	411	489
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	8525	11641	14453	17079
%营业收入	37%	37%	37%	37%
管理费用	2241	3083	3838	4561
%营业收入	10%	10%	10%	10%
研发费用	3896	5443	6815	8144
%营业收入	17%	17%	17%	18%
财务费用	-134	-124	-146	-156
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-5	0	0	0
信用减值损失	-13	0	0	0
其他收益	190	220	274	326
投资收益	309	440	548	652
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	38	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	6150	8045	10142	12354
%营业收入	26%	26%	26%	27%
营业外收支	-94	-89	-89	-89
利润总额	6056	7956	10053	12265
%营业收入	26%	25%	26%	26%
所得税费用	729	955	1206	1472
净利润	5326	7001	8847	10793
%营业收入	23%	22%	23%	23%
归属于母公司的净利润	5328	7001	8847	10793
%同比增速	31%	31%	26%	22%
少数股东损益	-2	0	0	0
EPS (元/股)	1.00	1.32	1.67	2.03

基本指标

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	1.00	1.32	1.67	2.03
BVPS	4.67	5.87	7.16	8.72
PE	87.17	70.65	55.91	45.82
PEG	2.81	2.25	2.12	2.08
PB	18.75	15.87	13.01	10.68
EV/EBITDA	62.19	63.21	50.89	42.09
ROE	22%	22%	23%	23%
ROIC	20%	19%	19%	20%

资料来源: 野村东方国际证券

资产负债表 (百万元)

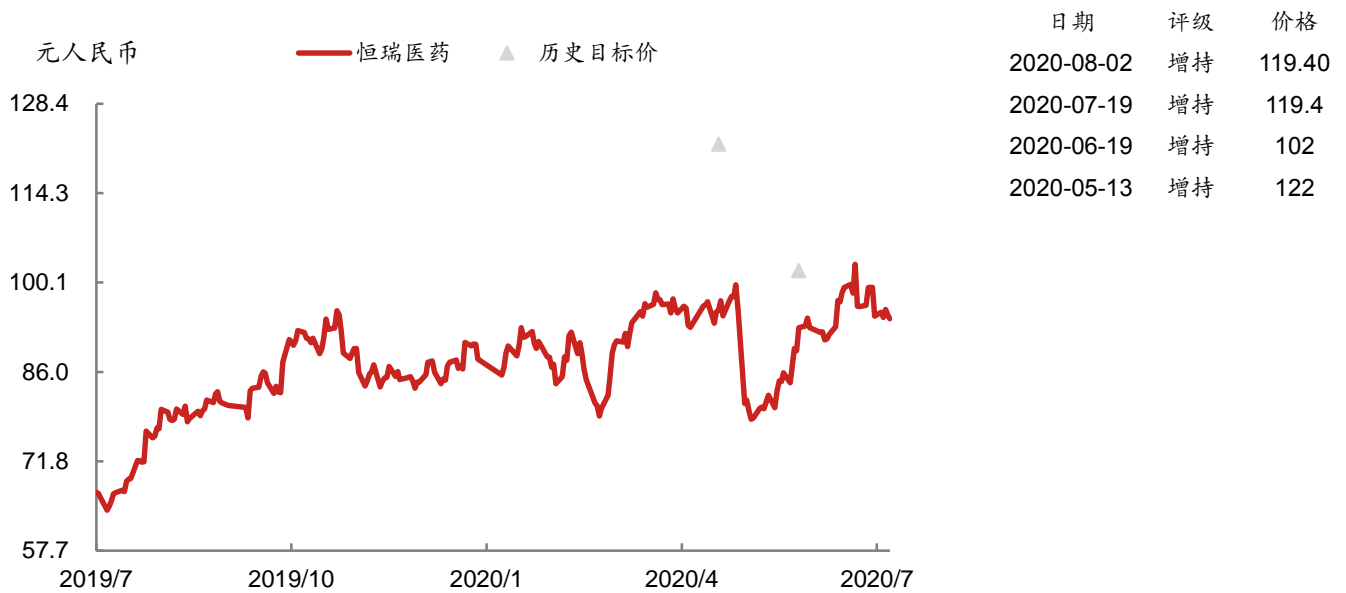
至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5044	6725	6949	7275
交易性金融资产	8520	11520	16520	23520
应收账款及应收票据	5435	6723	7726	8032
存货	1607	2131	2698	3178
预付账款	591	667	761	807
其他流动资产	1115	1341	1616	1878
流动资产合计	22311	29107	36269	44690
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	60	70	80	90
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2542	2392	2242	2092
无形资产	350	392	434	477
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	66	66	66	66
其他非流动资产	2227	2417	2597	2767
资产总计	27556	34445	41689	50182
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1289	1421	1472	1382
预收账款	223	315	392	465
应付职工薪酬	1	0	0	0
应交税费	225	315	392	465
其他流动负债	735	926	1119	1261
流动负债合计	2473	2976	3374	3573
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	24	24	24	24
其他非流动负债	122	122	122	122
负债合计	2619	3122	3520	3719
归属于母公司的所有者权益	24775	31160	38007	46300
少数股东权益	162	162	162	162
股东权益	24938	31322	38169	46462
负债及股东权益	27556	34445	41689	50182

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	3817	5496	7255	9694
投资	-1693	-3010	-5010	-7010
资本性支出	-560	-599	-539	-479
其他	307	410	518	622
投资活动现金流净额	-1945	-3199	-5031	-6868
债权融资	0	0	0	0
股权融资	97	884	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-811	-1500	-2000	-2500
其他	-5	0	0	0
筹资活动现金流净额	-719	-616	-2000	-2500
现金净流量	1165	1681	224	326

附录

绝对股价和历史目标价



资料来源：野村东方国际证券

相关研究

《恒瑞医药观点更新》	2020.07.19
《卡瑞利珠单抗两大新适应症获批》	2020.06.19
《创新龙头，强者恒强》	2020.05.14

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraoi-sec.com	梅煜晖 +86 21 66199041 yuhui.mei@nomuraoi-sec.com	王文凯 +86 21 66199115 wenkai.wang@nomuraoi-sec.com
池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraoi-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraoi-sec.com	王彧 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraoi-sec.com
张亦青 +86 21 66199074 yiqing.zhang@nomuraoi-sec.com		

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	增持	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)涨幅 10%以上。
	中性	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)波动在-10%与 10%。
	减持	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)跌幅超过-10%。
行业评级	强于大市	预期未来 6-12 个月内行业指数超越同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)。
	中性	预期未来 6-12 个月内行业指数基本与同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)持平。
	弱于大市	预期未来 6-12 个月内行业指数明显弱于同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询职业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。此外，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。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推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际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。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际。野村东方国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际亦可能就等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际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野村东方国际的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。野村东方国际对本报告及本免责声明具有修改权和最终解释权。