



2020年10月20日 恒瑞医药(600276): 三季度业绩增速回升, 创新药格局良好 推荐(维持)

医药生物

当前股价: 91.01元

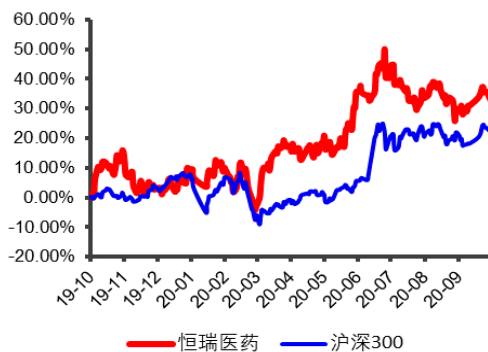
主要财务指标(单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23,289	27,979	38,093	49,772
(+/-)	33.7%	20.1%	36.1%	30.7%
营业利润	6,150	7,554	10,322	13,522
(+/-)	33.8%	22.8%	36.6%	31.0%
归属母公司净利润	5,328	6,559	8,985	11,792
(+/-)	31.1%	23.1%	37.0%	31.2%
EPS(元)	1.20	1.24	1.69	2.22
市盈率	75.5	73.6	53.8	41.0

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(万股)	530675 / 529574
流通市值(亿元)	4,820
每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	12.7

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

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:

● **三季度业绩增速回升。**公司2020前三季度实现营业收入194.13亿元,同比增长14.57%;归属于母公司股东净利润42.59亿元,同比增长14.02%;扣非后归属于母公司股东净利润41.41亿元,同比增长17.11%,对应EPS0.80元。其中2020Q3单季实现营业收入81.04亿元(+17.13%)、归母净利润15.97亿元(+20.74%)。公司三季度营收和利润增速回升,业绩符合预期。

● **创新药格局良好,研发持续高投入。**2020上半年,麻醉和造影产品受疫情影响较大,随着门诊和手术量的逐步恢复,麻醉和造影管线有所回暖。吡咯替尼和19K新进医保,PD-1适应症扩大,创新药快速放量,肿瘤管线预计维持30%以上的高增长。目前公司已有6项创新药上市,氟唑帕利、瑞格列汀、恒格列净等多项创新药处于报产和III期临床阶段,未来几年将陆续上市,贡献新的业绩增量。公司创新药布局良好,逐步成为公司业绩的核心增长力,公司PD-1等产品有望通过医保谈判进一步放量。2020前三季度公司研发投入达33.44亿元,占销售收入比重上升至17.23%,持续的高研发投入保障创新药研发进程的稳步推进。

● **费用维持稳定,经营性现金流良好。**2020前三季度,公司产品的销售毛利率为87.72%,同比上升0.54pp;销售净利率为21.86%,同比下降0.17pp。公司销售费用率为35.58%,同比下降0.79pp;管理费用率为26.94%,同比上升0.85pp;财务费用率为-0.94%,同比下降0.31pp。总体来看,公司费用控制良好,经营状况稳健。2020前三季度,公司经营性现金流为39.87亿元,同比增长52.85%。

- **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 65.59 亿元、89.85 亿元、117.92 亿元，对应 EPS 分别为 1.24 元、1.69 元、2.22 元，当前股价对应 PE 分别为 73.6/53.8/41.0 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)				
	2019A	2020E	2021E	2021E		2019A	2020E	2021E	2021E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>23,289</b>	<b>27,979</b>	<b>38,093</b>	<b>49,772</b>
货币资金	5,044	8,582	11,768	16,589	营业成本	2,913	3,447	4,636	5,982
应收款	6,329	7,539	10,158	13,134	营业税金及附加	216	216	216	216
存货	1,607	1,886	2,511	3,190	销售费用	8,525	10,128	13,675	17,769
其他流动资产	9,332	10,265	11,291	12,420	管理费用	2,241	2,714	3,714	4,878
流动资产合计	22,311	28,272	35,728	45,334	财务费用	-134	-198	-295	-411
<b>非流动资产：</b>					费用合计	10,632	12,645	17,094	22,235
固定资产+在建工程	4,075	4,168	4,230	4,259	资产减值损失	-19	-20	-21	-22
无形资产+商誉	350	385	423	466	公允价值变动	38	39	41	43
其他非流动资产	821	903	993	1,092	投资收益	309	325	341	358
非流动资产合计	5,245	5,455	5,646	5,817	<b>营业利润</b>	<b>6,150</b>	<b>7,554</b>	<b>10,322</b>	<b>13,522</b>
资产总计	27,556	33,727	41,375	51,152	加：营业外收入	1	1	1	1
<b>流动负债：</b>					减：营业外支出	95	104	115	126
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>6,056</b>	<b>7,451</b>	<b>10,208</b>	<b>13,397</b>
应付账款、票据	1,289	1,484	1,970	2,492	所得税费用	729	894	1,225	1,608
其他流动负债	1,183	1,302	1,432	1,575	<b>净利润</b>	<b>5,326</b>	<b>6,557</b>	<b>8,983</b>	<b>11,789</b>
流动负债合计	2,473	2,786	3,402	4,067	少数股东损益	-2	-2	-2	-2
<b>非流动负债：</b>					<b>归母净利润</b>	<b>5,328</b>	<b>6,559</b>	<b>8,985</b>	<b>11,792</b>
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	146	161	177	195					
非流动负债合计	146	161	177	195					
负债合计	2,619	2,947	3,579	4,262					
<b>所有者权益</b>									
股本	4,423	5,307	5,307	5,307					
资本公积金	1,663	1,663	1,663	1,663					
未分配利润	16,548	20,851	26,968	34,883					
少数股东权益	162	162	162	162					
所有者权益合计	24,938	30,780	37,796	46,889					
负债和所有者权益	27,556	33,727	41,375	51,152					

现金流量表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2021E
净利润	5326	6557	8983	11789
折旧与摊销	646	496	556	621
财务费用	0	-198	-295	-411
存货的减少	-582	-280	-625	-679
营运资本变化	-1475	-1015	-2133	-2454
其他非现金部分	-99	-917	-1009	-1110
经营活动现金净流量	3817	4644	5477	7756
投资活动现金净流量	-1945	-589	-619	-650
筹资活动现金净流量	-719	-517	-1673	-2284
现金流量净额	1,165	3,538	3,186	4,822

主要财务指标				
	2019A	2020E	2021E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	33.7%	20.1%	36.1%	30.7%
营业利润增长率	33.8%	22.8%	36.6%	31.0%
归母净利润增长率	31.1%	23.1%	37.0%	31.2%
总资产增长率	23.2%	22.4%	22.7%	23.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	87.5%	87.7%	87.8%	88.0%
营业利润率	26.4%	27.0%	27.1%	27.2%
三项费用/营收	45.7%	45.2%	44.9%	44.7%
EBIT/销售收入	0.0%	26.6%	26.8%	26.9%
净利润率	22.9%	23.4%	23.6%	23.7%
ROE	21.4%	21.3%	23.8%	25.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	84.5%	83.0%	92.1%	97.3%
<b>资产结构</b>				
资产负债率	9.5%	8.7%	8.7%	8.3%
<b>现金流质量</b>				
经营净现金流/净利润	0.72	0.71	0.61	0.66
<b>每股数据（元/股）</b>				
每股收益	1.20	1.24	1.69	2.22
每股净资产	5.64	5.80	7.12	8.84

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部



## 分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，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。

## 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>