

恒瑞医药 (600276)

证券研究报告

2020年10月20日

三季度业绩继续环比改善，创新+国际化持续推进

公司业绩继续环比改善，Q3 单季度扣非利润增 26.58%

公司公布 2020 年三季报，前三季度实现营收 194.13 亿元，同比增长 14.57%；实现归母净利润 42.59 亿元，同比增长 14.02%；扣非后归母净利润 41.41 亿元，同比增长 17.11%。其中第三季度实现营收 81.04 亿元，同比增长 17.13%；归母净利润 15.97 亿元，同比增长 20.74%；扣非净利润 15.79 亿元，同比增长 26.58%。公司业绩进一步迎来逐季环比改善。前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 39.87 亿元，同比增长 52.85%。

公司肿瘤板块预计保持较高增长，毛利率继续同比增加

我们预计公司肿瘤板块在几大重磅品种带动下保持较高增长（肿瘤增速估计在 40%以上），麻醉板块预计尚未恢复到正常水平，造影剂和综合业务条线预计保持相对稳健。

前三季度公司毛利率为 87.72%，同比增加 0.54pp，净利率为 21.86%，同比下降 0.18pp。期间费用方面，前三季度公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用分别为 69.07 亿、18.85 亿、33.44 亿、-1.83 亿，占总收入的比例为 35.58%、9.71%、17.23%、-0.94%。

“创新+国际化”持续推进，糖尿病新药报产将步入收获期

公司持续研发投入，研发费用增速稍有放缓。前三季度公司研发投入 33.44 亿元，比上年同期增长 15.3%，研发投入占营收的比重达到 17.2%。PD-1 三大核心适应症（肝癌二线、食管癌二线、非鳞 NSCLC 一线）上半年相继获批，甲苯磺酸瑞马唑仑新适应症（结肠镜检查镇静）获批，有望进一步助推以 PD-1 为代表的创新药放量。近期，公司糖尿病新药 SGLT-2 抑制剂恒格列净、DPP-4 抑制剂瑞格列汀提交上市申请获得 CDE 受理。Parp 抑制剂氟唑帕利用于复发性卵巢癌维持治疗有望近期 pre-NDA，其用于 BRCA1/2 突变复发卵巢癌的上市申请已于去年纳入优先审评，有望年底左右获批。

国际化方面，公司继续稳步推进国际化战略的实施，积极拓展海外市场。继公司将卡瑞利珠单抗项目有偿许可给韩国 CrystalGenomics Inc. 公司，公司又将吡咯替尼项目有偿许可给韩国 HLB-LS 公司，有助于公司拓宽吡咯替尼的海外市场，进一步提升公司创新品牌和海外业绩。

创新药保持较快增长，看好长期发展维持“买入”评级

公司作为行业龙头，创新药步入高增长期。2018-2019 年多款创新药集中收获，随着 PD-1 三大核心适应症获批有望助推高增长。今年三方面催化：1、业绩层面，创新药步入高增长期，部分品种销售有望超预期；2、研发层面，重磅品种 Parp 抑制剂有望年底获批；3、政策层面，年底医保谈判有望纳入 PD-1 几大核心适应症。仿制药方面，注射剂集采影响主要明年后体现，业绩测算已考虑。长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长。考虑公司三季报业绩，我们将公司 2020-2022 年归母净利润由 66.15 亿元（+24.16%）、81.73 亿元（+23.55%）、103.36 亿元（+26.46%），微幅下调至 65.61 亿元（+23.14%）、80.17 亿元（+22.20%）、99.13 亿元（+23.64%），对应 P/E 分别为 74、61、49 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品销售低于预期；同类产品竞争的风险；创新药研发具有不确定性

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,417.90	23,288.58	28,988.45	35,575.34	44,022.68
增长率(%)	25.89	33.70	24.47	22.72	23.74
EBITDA(百万元)	7,357.75	10,363.94	7,658.24	9,196.79	11,320.96
净利润(百万元)	4,065.61	5,328.03	6,560.99	8,017.41	9,912.59
增长率(%)	26.39	31.05	23.14	22.20	23.64
EPS(元/股)	0.77	1.00	1.24	1.51	1.87
市盈率(P/E)	119.46	91.15	74.02	60.58	49.00
市净率(P/B)	24.62	19.60	15.60	12.95	10.71
市销率(P/S)	27.88	20.85	16.75	13.65	11.03
EV/EBITDA	25.86	35.98	60.98	50.24	40.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	91.52 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	5,306.75
流通 A 股股本(百万股)	5,295.74
A 股总市值(百万元)	485,673.79
流通 A 股市值(百万元)	484,665.93
每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	12.69
一年内最高/最低(元)	105.00/77.18

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



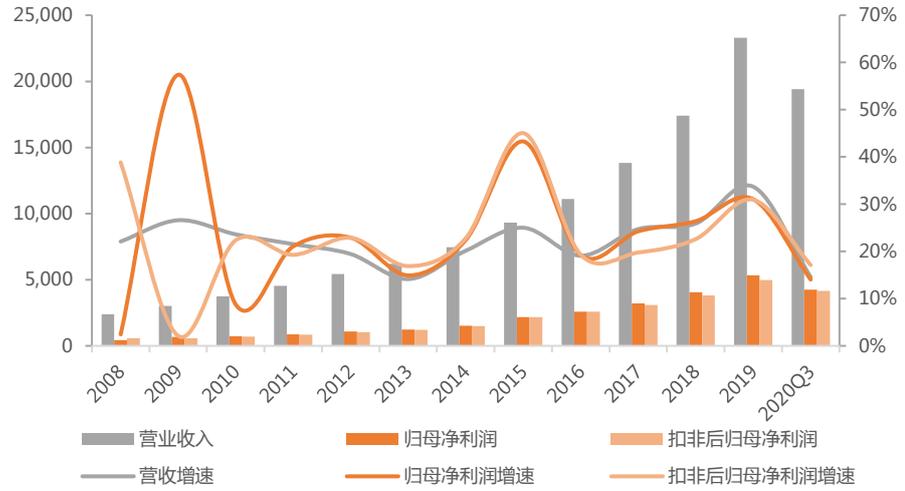
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《恒瑞医药-半年报点评:上半年逐季环比改善现金流大幅增长，创新研发持续兑现》 2020-08-03
- 《恒瑞医药-公司点评:PD-1 两大核心适应症获批，考虑集采影响业绩有望三年翻倍增长》 2020-06-22
- 《恒瑞医药-季报点评:一季度业绩受疫情影响，后续有望恢复较快增长》 2020-04-28

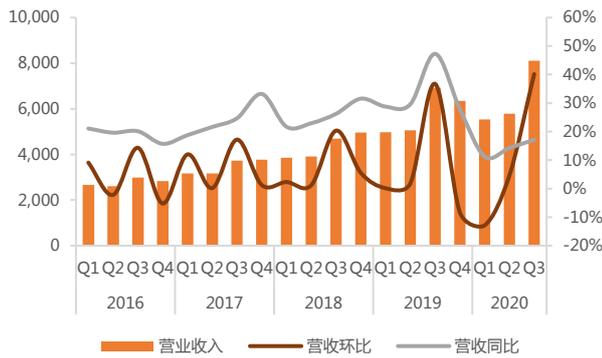
附录

图 1：营业收入、归母净利润、扣非后净利润（百万元）及增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：营业收入（百万元）及其增速（右轴）



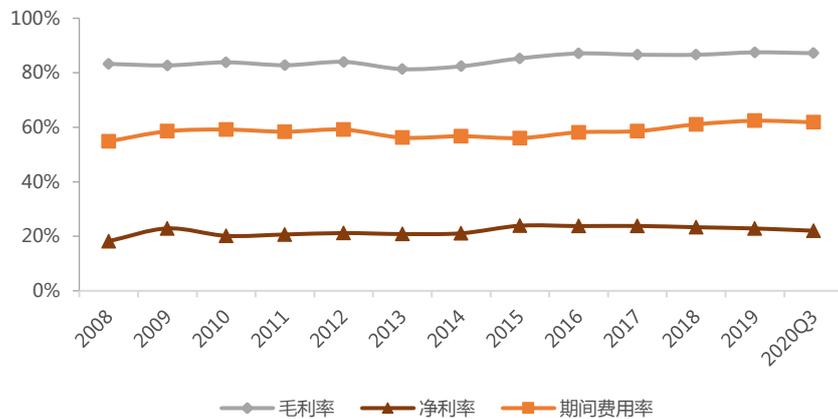
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：归母净利润（百万元）及其增速（右轴）



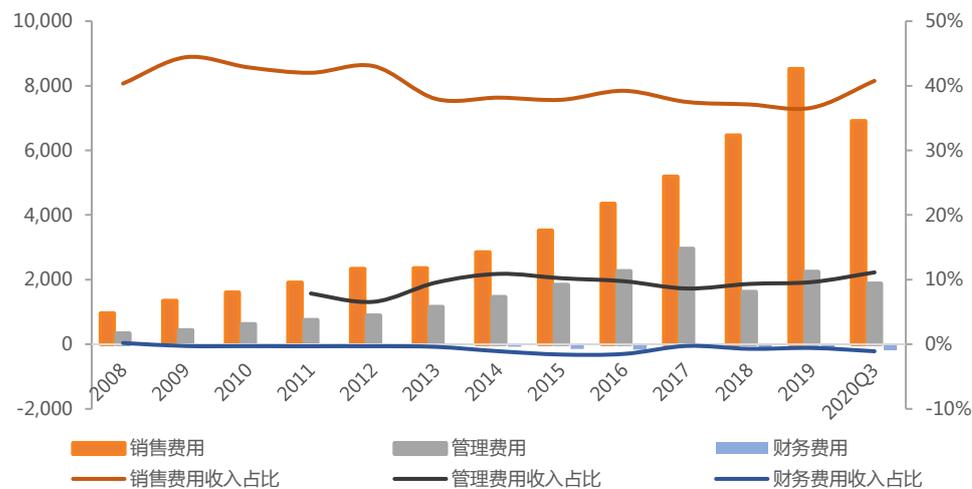
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司毛利率及净利率水平



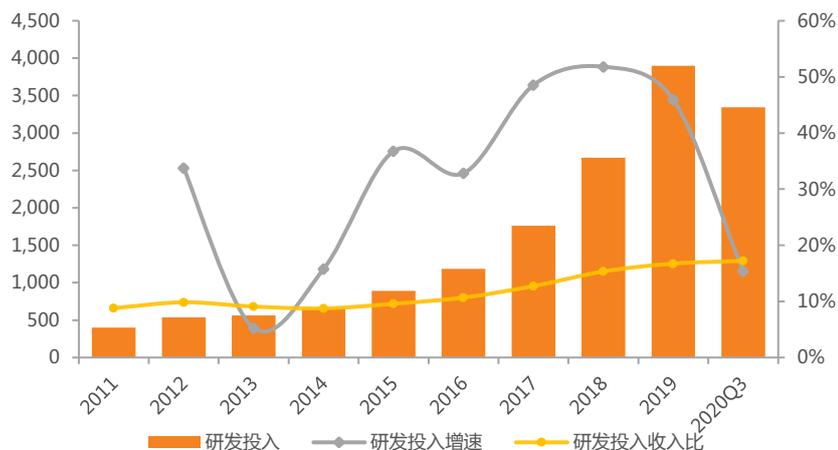
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司销售、管理和财务费用（百万元）及占营收比例（右轴）



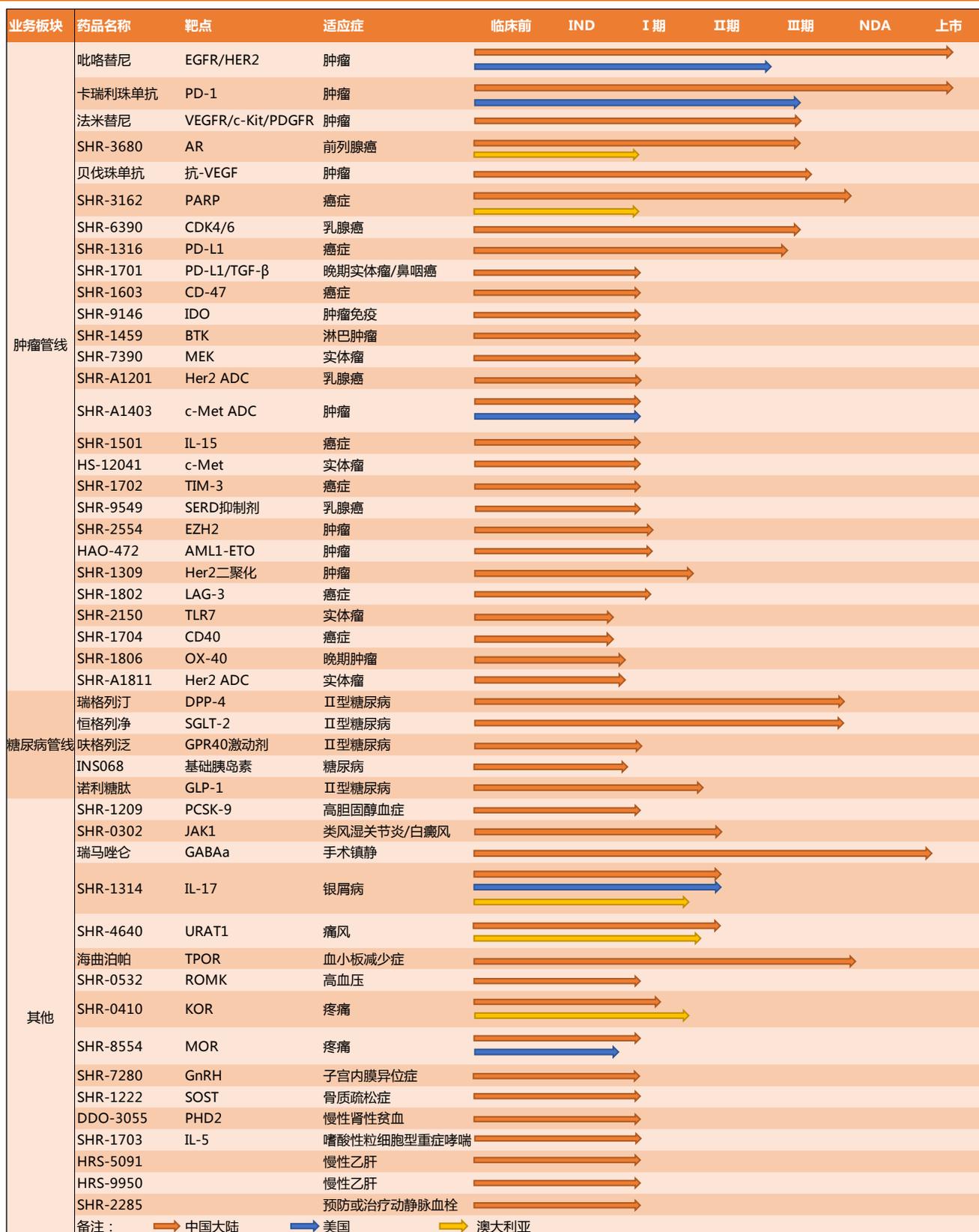
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：研发投入情况（百万元）及增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司研发管线图



资料来源：公司公告，CDE，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,889.71	5,043.65	9,714.94	14,518.85	19,419.15
应收票据及应收账款	4,431.56	5,434.80	7,869.67	7,829.99	11,986.05
预付账款	568.90	591.16	769.78	964.93	1,087.65
存货	1,030.57	1,606.81	1,320.93	2,517.78	1,961.38
其他	8,148.64	9,634.89	10,104.93	10,248.18	10,736.74
流动资产合计	18,069.39	22,311.30	29,780.25	36,079.72	45,190.97
长期股权投资	1.00	60.00	90.00	134.50	171.75
固定资产	2,328.77	2,541.97	3,208.73	3,593.35	3,773.54
在建工程	1,357.25	1,532.83	1,066.85	779.56	598.39
无形资产	272.68	349.76	362.41	383.36	415.70
其他	332.14	760.61	483.16	561.22	446.68
非流动资产合计	4,291.84	5,245.17	5,211.16	5,452.00	5,406.06
资产总计	22,361.23	27,556.48	34,991.41	41,531.72	50,597.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,402.07	1,289.25	1,905.45	2,142.65	2,661.38
其他	1,091.56	1,183.39	1,730.08	1,674.76	2,421.90
流动负债合计	2,493.63	2,472.63	3,635.53	3,817.41	5,083.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	69.86	146.31	108.09	127.20	117.64
非流动负债合计	69.86	146.31	108.09	127.20	117.64
负债合计	2,563.49	2,618.95	3,743.62	3,944.61	5,200.92
少数股东权益	69.56	162.20	117.23	94.56	60.92
股本	3,685.86	4,422.81	5,306.75	5,306.75	5,306.75
资本公积	1,478.75	1,662.97	1,662.97	1,662.97	1,662.97
留存收益	16,685.98	20,765.82	25,823.81	32,185.81	40,028.45
其他	(2,122.42)	(2,076.29)	(1,662.97)	(1,662.97)	(1,662.97)
股东权益合计	19,797.74	24,937.53	31,247.79	37,587.11	45,396.12
负债和股东权益总计	22,361.23	27,556.48	34,991.41	41,531.72	50,597.04

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,061.18	5,326.45	6,560.99	8,017.41	9,912.59
折旧摊销	380.84	645.84	341.87	422.33	489.24
财务费用	0.00	0.00	(216.73)	(351.58)	(489.70)
投资损失	(247.94)	(309.27)	(385.60)	(480.77)	(599.42)
营运资金变动	(4,598.91)	4,533.90	(1,388.00)	(1,417.13)	(2,877.35)
其它	3,179.04	(6,380.09)	(29.01)	(23.06)	(34.40)
经营活动现金流	2,774.21	3,816.83	4,883.52	6,167.20	6,400.96
资本支出	957.01	1,066.93	593.53	521.50	530.15
长期投资	1.00	59.00	30.00	44.50	37.25
其他	(3,813.52)	(3,071.37)	(849.09)	(625.85)	(488.57)
投资活动现金流	(2,855.51)	(1,945.44)	(225.56)	(59.85)	78.83
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,353.16	1,285.35	1,513.98	351.58	489.70
其他	(1,721.56)	(2,003.86)	(1,500.63)	(1,655.03)	(2,069.19)
筹资活动现金流	(368.39)	(718.51)	13.34	(1,303.45)	(1,579.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(449.69)	1,152.88	4,671.30	4,803.90	4,900.30

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,417.90	23,288.58	28,988.45	35,575.34	44,022.68
营业成本	2,334.57	2,912.94	3,474.83	4,392.23	5,218.84
营业税金及附加	236.78	216.34	298.58	348.45	442.31
营业费用	6,464.49	8,524.97	10,489.98	12,765.62	15,745.68
管理费用	1,626.32	2,241.18	2,837.03	3,540.93	4,299.78
研发费用	2,670.48	3,896.34	4,976.38	6,237.54	8,085.73
财务费用	(123.64)	(133.82)	(216.73)	(351.58)	(489.70)
资产减值损失	25.34	(5.47)	(0.80)	(3.13)	(1.97)
公允价值变动收益	0.00	37.53	18.33	0.00	0.00
投资净收益	247.94	309.27	385.60	480.77	599.42
其他	(661.03)	(860.38)	(807.86)	(961.53)	(1,198.84)
营业利润	4,596.65	6,149.68	7,533.11	9,126.04	11,321.42
营业外收入	0.42	0.81	1.46	1.13	1.30
营业外支出	98.00	94.73	183.40	139.06	161.23
利润总额	4,499.08	6,055.76	7,351.17	8,988.12	11,161.48
所得税	437.90	729.31	837.51	993.76	1,283.29
净利润	4,061.18	5,326.45	6,513.65	7,994.35	9,878.19
少数股东损益	(4.43)	(1.58)	(47.34)	(23.06)	(34.40)
归属于母公司净利润	4,065.61	5,328.03	6,560.99	8,017.41	9,912.59
每股收益(元)	0.77	1.00	1.24	1.51	1.87

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	25.89%	33.70%	24.47%	22.72%	23.74%
营业利润	20.72%	33.79%	22.50%	21.15%	24.06%
归属于母公司净利润	26.39%	31.05%	23.14%	22.20%	23.64%
获利能力					
毛利率	86.60%	87.49%	88.01%	87.65%	88.15%
净利率	23.34%	22.88%	22.63%	22.54%	22.52%
ROE	20.61%	21.51%	21.08%	21.38%	21.87%
ROIC	35.22%	33.97%	61.08%	62.62%	69.09%
偿债能力					
资产负债率	11.46%	9.50%	10.70%	9.50%	10.28%
净负债率	-19.65%	-20.23%	-31.09%	-38.63%	-42.78%
流动比率	7.25	9.02	8.19	9.45	8.89
速动比率	6.83	8.37	7.83	8.79	8.50
营运能力					
应收账款周转率	4.05	4.72	4.36	4.53	4.44
存货周转率	19.14	17.66	19.80	18.54	19.66
总资产周转率	0.86	0.93	0.93	0.93	0.96
每股指标(元)					
每股收益	0.77	1.00	1.24	1.51	1.87
每股经营现金流	0.52	0.72	0.92	1.16	1.21
每股净资产	3.72	4.67	5.87	7.07	8.54
估值比率					
市盈率	119.46	91.15	74.02	60.58	49.00
市净率	24.62	19.60	15.60	12.95	10.71
EV/EBITDA	25.86	35.98	60.98	50.24	40.39
EV/EBIT	27.27	38.27	63.83	52.66	42.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com