

# 恒瑞医药 (600276.SH)

## 整体业绩稳健符合预期预期，龙头 2020 年研发持续快速推进

恒瑞医药发布 2020 年三季度报告。2020 年 1-9 月公司实现营业收入 194.13 亿元，同比增长 14.57%；归母净利润 42.59 亿元，同比增长 14.02%；归母扣非净利润 41.41 亿元，同比增长 17.11%；实现 EPS 0.80 元。

单独看 Q3：公司营业收入 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%；归母扣非净利润 15.79 亿元，同比增长 26.58%；实现 EPS 0.30 元。

**加回股权激励摊销后增长较快，单季度收入利润环比加速，龙头疫情之下彰显稳健和抗风险属性。** 三季报整体收入同比增速 14.57%，归母净利润同比增速 14.02%，较为稳健符合预期。考虑到公司 8 月 19 号激励正式落地，Q3 开始摊销股权激励费用，今年全年 3.3 亿左右的激励摊销，我们预计 Q3 单季度激励摊销在 1 亿以上，加回激励摊销后（按 1 亿计算，实际可能更多）再计算前三季度归母业绩同比增速接近 17%，扣非业绩同比增速接近 20%。而具体看 Q3 单季度，收入利润环比加速，回暖明显。加回激励摊销（按 1 亿计算）之后 Q3 单季度归母业绩同比增速 28%，扣非业绩同比增速 35%，单季度业绩增长较为亮眼。当前医院的门诊量和手术量还未完全恢复到去年同期水平，在疫情门诊量下降等影响下，恒瑞依旧稳健。我们推测主要是肿瘤线（偏刚需属性）新品种 PD-1、吡咯替尼、19K 等拉动。我们预计前三季度整体肿瘤线收入同比增速 30% 以上，可能超过 35%。麻醉和造影 Q3 有所回暖，预计麻醉线前三季度仍然略有下滑（手术量下降、右美集采影响），造影和综合线前三季度收入同比个位数增长。

**公司各项财务指标稳健。** 公司经营性现金流增长 52.85%，主要和去年基数有关（去年会计准则调整，承兑汇票不再计入收入）。公司整体毛利率 87.7%，相较去年同期（87.2%）略有提升。销售费用率 35.6%，相较去年同期（36.4%）有所下降和控制。管理费用率 9.7%，相较去年同期 9.0% 有所上升，股权激励摊销增加导致。研发投入力度持续加大，研发费用收入占比 17.2%，去年同期为 17.1%，今年前三季度研发费用相较去年增加 5.5 亿。整体各项财务指标稳定。

**盈利预测与投资评级：** 基于前三季度情况和今年的股权激励摊销，我们调整盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 62.85 亿元、76.62 亿元、96.21 亿元，增长分别为 18.0%、21.9%、25.6%。EPS 分别为 1.18 元、1.44 元、1.81 元，对应 PE 分别为 79x、65x、51x。我们认为恒瑞医药作为创新药龙头，随着吡咯替尼、19k、PD-1、瑞吗唑仑等创新药的放量，叠加卡泊芬净、布托啡诺、艾斯氯氨酮等特色品种放量，公司未来几年有望持续维持较高收入和利润的高增长。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

**风险提示：** 海外业务增速低于预期、创新药研发失败风险、仿制药放量不达预期等

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	17,418	23,289	27,708	34,605	42,525
增长率 yoy (%)	25.9	33.7	19.0	24.9	22.9
归母净利润（百万元）	4,066	5,328	6,285	7,662	9,621
增长率 yoy (%)	26.4	31.1	18.0	21.9	25.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.77	1.00	1.18	1.44	1.81
净资产收益率 (%)	20.5	21.4	21.0	20.8	21.1
P/E (倍)	121.5	92.7	78.6	64.5	51.4
P/B (倍)	25.0	19.9	16.4	13.4	10.9

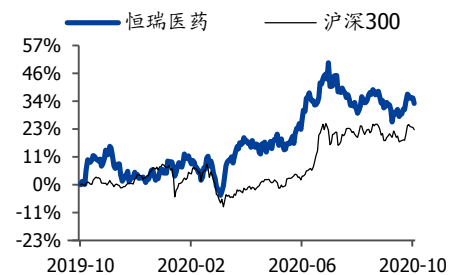
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	91.52
总市值(百万元)	485,673.79
总股本(百万股)	5,306.75
其中自由流通股(%)	99.79
30 日日均成交量(百万股)	9.34

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gszq.com

#### 相关研究

- 《恒瑞医药 (600276.SH)：疫情影响下业绩稳健符合预期，大范围激励奠定下半年高增长基础》 2020-08-02
- 《恒瑞医药 (600276.SH)：Q1 业绩稳健，略超预期，龙头 2020 年研发持续快速推进》 2020-04-27
- 《恒瑞医药 (600276.SH)：卡瑞利珠单抗 licence out 走向国际，海外市场进一步拓宽》 2020-04-20



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	18069	22311	28710	34784	43324
现金	3890	5044	10094	13093	19676
应收票据及应收账款	4432	5435	6304	8357	9659
其他应收款	1014	894	1376	1460	2025
预付账款	569	591	789	935	1184
存货	1031	1607	1406	2200	2039
其他流动资产	7135	8741	8741	8741	8741
<b>非流动资产</b>	4292	5245	5832	6798	7752
长期投资	1	60	119	178	237
固定资产	2329	2542	3104	3857	4569
无形资产	273	350	371	399	415
其他非流动资产	1689	2293	2238	2364	2531
<b>资产总计</b>	22361	27556	34542	41582	51076
<b>流动负债</b>	2494	2473	3243	3509	4349
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1402	1289	1785	1895	2431
其他流动负债	1092	1183	1458	1615	1918
<b>非流动负债</b>	70	146	146	146	146
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	146	146	146	146
<b>负债合计</b>	2563	2619	3390	3656	4496
少数股东权益	70	162	224	285	324
股本	3686	4423	5307	5307	5307
资本公积	1479	1663	1663	1663	1663
留存收益	15207	19103	24455	30900	38840
归属母公司股东权益	19728	24775	30928	37641	46256
<b>负债和股东权益</b>	22361	27556	34542	41582	51076

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	2774	3817	5970	5150	8831
净利润	4061	5326	6347	7723	9661
折旧摊销	381	646	436	597	792
财务费用	-124	-134	-227	-348	-492
投资损失	-248	-309	0	0	0
营运资金变动	-1734	-2057	-577	-2810	-1116
其他经营现金流	438	344	-9	-12	-15
<b>投资活动现金流</b>	-2856	-1945	-1014	-1551	-1732
资本支出	529	561	528	907	895
长期投资	-2578	-1693	-59	-59	-59
其他投资现金流	-4904	-3077	-545	-703	-896
<b>筹资活动现金流</b>	-368	-719	94	-601	-515
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	853	737	885	0	0
资本公积增加	492	184	0	0	0
其他筹资现金流	-1713	-1640	-790	-601	-515
<b>现金净增加额</b>	-396	1165	5050	2998	6584

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	17418	23289	27708	34605	42525
营业成本	2335	2913	3328	3983	4682
营业税金及附加	237	216	412	485	550
营业费用	6464	8525	9698	12215	15011
管理费用	1626	2241	2688	3530	4210
研发费用	2670	3896	4569	5952	7612
财务费用	-124	-134	-227	-348	-492
资产减值损失	25	-5	0	0	0
其他收益	163	190	0	0	0
公允价值变动收益	0	38	9	12	15
投资净收益	248	309	0	0	0
资产处置收益	2	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	4597	6150	7250	8799	10966
营业外收入	0	1	9	3	3
营业外支出	98	95	71	79	86
<b>利润总额</b>	4499	6056	7187	8723	10883
所得税	438	729	840	1000	1223
<b>净利润</b>	4061	5326	6347	7723	9661
少数股东损益	-4	-2	62	61	39
<b>归属母公司净利润</b>	4066	5328	6285	7662	9621
EBITDA	4763	6550	7397	8973	11184
EPS (元)	0.77	1.00	1.18	1.44	1.81

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.9	33.7	19.0	24.9	22.9
营业利润(%)	20.7	33.8	17.9	21.4	24.6
归属于母公司净利润(%)	26.4	31.1	18.0	21.9	25.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	86.6	87.5	88.0	88.5	89.0
净利率(%)	23.3	22.9	22.7	22.1	22.6
ROE(%)	20.5	21.4	21.0	20.8	21.1
ROIC(%)	20.0	20.9	20.4	20.1	20.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	11.5	9.5	9.8	8.8	8.8
净负债比率(%)	-19.3	-19.7	-32.9	-35.0	-42.8
流动比率	7.2	9.0	8.9	9.9	10.0
速动比率	3.7	8.0	8.1	9.0	9.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	4.0	4.7	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.00	1.18	1.44	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.72	1.12	0.97	1.66
每股净资产(最新摊薄)	3.72	4.67	5.66	6.93	8.55
<b>估值比率</b>					
P/E	121.5	92.7	78.6	64.5	51.4
P/B	25.0	19.9	16.4	13.4	10.9
EV/EBITDA	102.9	73.4	64.3	52.7	41.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com