

医药/必需消费

恒瑞医药 (600276)

业绩符合预期，医保谈判有望助增长

——恒瑞医药 2020 年三季度报点评

	丁丹(分析师)	张祝源(分析师)
	0755-23976735	021-38674623
	dingdan@gtjas.com	Zhangzhuyuan@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880519090001

本报告导读:

营收和业绩仍受疫情一定影响，随着疫情的缓和，预计医院终端销售逐步恢复的趋势不变，同时医保谈判有望助业绩恢复高速增长，维持公司增持评级。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**公司公告 2020 年三季度报，实现营业收入 194.13 亿元，扣非归母净利润 41.41 亿元，分别同比增长 14.57%、17.11%。其中 Q3 单季实现收入 81.04 亿元，扣非归母净利润 15.79 亿元，分别同比增长 17.13%、26.58%。基本符合预期。考虑到公司股权激励费用和未来注射剂集采，下调 2020-2022 年 EPS 预测为 1.21 (-0.08)、1.52 (-0.17)、1.87 (-0.28) 元。参考可比公司估值，给予 2021 年目标估值 PE 73X，维持目标价 110.9 元，维持“增持”评级。
- **总体恢复趋势延续，但仍受疫情一定影响。**肿瘤用药受疫情影响较小，且有 PD-1 放量驱动，预计 Q3 肿瘤线维持高速增长；综合线受疫情影响有限，预计维持稳定增长；麻醉和造影线上半年受疫情影响大，但预计 Q3 单季造影线正增长，麻醉线除右美以外基本恢复；预计加回股权激励费用后，Q3 单季扣非归母净利增速 30%+，业绩呈现恢复态势。考虑到恒瑞多个产品处于放量期，预计未来若干季度业绩增速将恢复至较高区间。
- **医保谈判为核心变量，公司有望获益。**2020Q1-Q3 研发费用达 33.44 亿元，同比增长 15.34%。在创新兑现阶段，系统性布局研发的龙头在市场准入和销售等方面竞争力更强。以 PD-1 为例，恒瑞已获批肺癌、肝癌、食管癌等大适应症，有望在本轮医保谈判中获益。公司另有瑞马唑仑、艾司氯胺酮等重磅药物参与本轮谈判，如果进入医保有望驱动公司业绩增长。
- **催化剂：**市场拓展超预期；新产品获批上市。
- **风险提示：**疫情反复；药品价格波动；新药研发的不确定性。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,418	23,289	27,138	36,400	44,575
(+/-)%	26%	34%	17%	34%	22%
经营利润 (EBIT)	4,085	5,497	6,782	8,476	10,378
(+/-)%	14%	35%	23%	25%	22%
净利润 (归母)	4,066	5,328	6,420	8,085	9,917
(+/-)%	26%	31%	20%	26%	23%
每股净收益 (元)	0.77	1.00	1.21	1.52	1.87
每股股利 (元)	0.22	0.23	0.23	0.25	0.27

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	23.5%	23.6%	25.0%	23.3%	23.3%
净资产收益率 (%)	20.6%	21.5%	21.3%	21.7%	21.6%
投入资本回报率 (%)	18.6%	19.4%	19.7%	20.0%	19.8%
EV/EBITDA	42.66	62.19	53.81	43.33	35.29
市盈率	119.46	91.15	75.66	60.07	48.98
股息率 (%)	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **110.90**

上次预测: 110.90

当前价格: 91.52

2020.10.20

交易数据

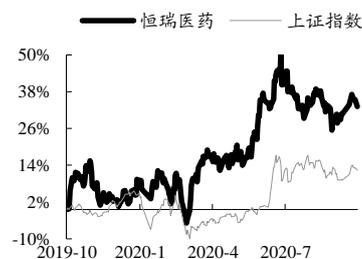
52 周内股价区间 (元)	78.50-102.99
总市值 (百万元)	485,674
总股本/流通 A 股 (百万股)	5,307/5,296
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	26.64
日均成交值 (百万元)	2471.71

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	28,246
每股净资产	5.32
市净率	17.2
净负债率	-55.36%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.22	0.30
Q2	0.23	0.25
Q3	0.25	0.30
Q4	0.30	0.36
全年	1.00	1.21

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	-5%	31%
相对指数	4%	-8%	18%

相关报告

上半年仍受疫情影响，看好全年业绩增长
2020.08.02

疫情影响符合预期，看好全年业绩增长
2020.04.27

肿瘤和造影拉动业绩，创新转型快速推进
2020.03.23

收入超市场预期，研发成果丰硕 2019.10.24

经营趋势持续向好，大品种引领大时代
2019.09.02

模型更新时间: 2020.10.20

股票研究

必需消费
医药

恒瑞医药(600276)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 110.90

上次预测: 110.90

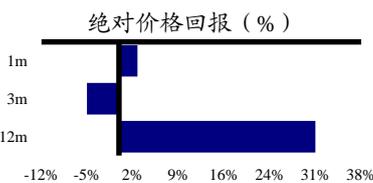
当前价格: 91.52

公司网址

www.hrs.com.cn

公司简介

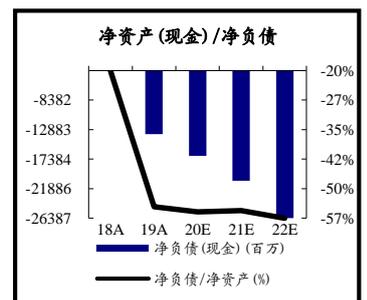
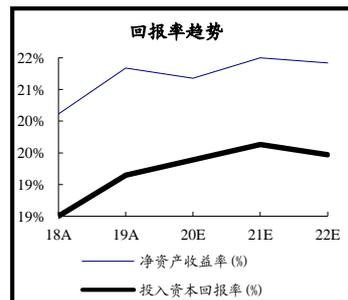
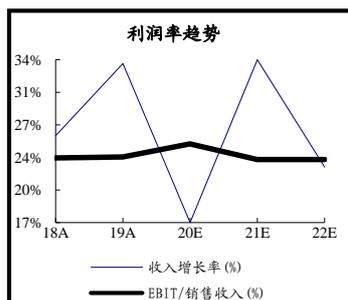
公司是一家从事医药创新和高品质药品研发、生产及推广的医药健康企业,致力于在抗肿瘤药、手术用药、内分泌治疗药、心血管药及抗感染药等领域的创新发展,并逐步形成品牌优势。公司是国内知名的抗肿瘤药、手术用药和造影剂的供应商,也是国家抗肿瘤药技术创新产学研联盟牵头单位,建有国家靶向药物工程技术研究中心、博士后科研工作站。



52周内价格范围 78.50-102.99
市值(百万) 485,674

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	17,418	23,289	27,138	36,400	44,575
营业成本	2,335	2,913	3,341	4,451	5,380
税金及附加	237	216	244	359	423
销售费用	6,464	8,525	9,607	12,922	15,824
管理费用	1,626	2,241	2,687	3,713	4,547
EBIT	4,085	5,497	6,782	8,476	10,378
公允价值变动收益	0	38	0	0	0
投资收益	248	309	360	483	592
财务费用	-124	-134	0	0	0
营业利润	4,597	6,150	7,390	9,283	11,365
所得税	438	729	879	1,107	1,357
少数股东损益	-4	-2	-2	-2	-3
净利润	4,066	5,328	6,420	8,085	9,917
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	3,890	13,563	16,893	20,692	26,396
其他流动资产	7,135	221	221	221	221
长期投资	1	60	60	60	119
固定资产合计	2,329	2,542	3,196	3,612	4,074
无形及其他资产	427	350	427	504	581
资产合计	22,361	27,556	33,346	41,278	50,795
流动负债	2,494	2,473	2,844	3,794	4,597
非流动负债	70	146	146	146	146
股东权益	19,798	24,938	30,355	37,338	46,051
投入资本(IC)	19,798	24,938	30,355	37,338	46,051
现金流量表					
NOPLAT	3,688	4,835	5,965	7,455	9,128
折旧与摊销	381	646	585	585	585
流动资金增量	1,045	1,503	998	2,405	2,120
资本支出	-526	-560	-1,768	-1,455	-1,506
自由现金流	4,588	6,424	5,780	8,991	10,327
经营现金流	2,774	3,817	5,737	5,871	7,878
投资现金流	-2,856	-1,945	-1,407	-971	-973
融资现金流	-368	-719	-1,000	-1,100	-1,200
现金流净增加额	-450	1,153	3,329	3,799	5,704
财务指标					
成长性					
收入增长率	25.9%	33.7%	16.5%	34.1%	22.5%
EBIT 增长率	13.8%	34.6%	23.4%	25.0%	22.4%
净利润增长率	26.4%	31.1%	20.5%	25.9%	22.7%
利润率					
毛利率	86.6%	87.5%	87.7%	87.8%	87.9%
EBIT 率	23.5%	23.6%	25.0%	23.3%	23.3%
净利润率	23.3%	22.9%	23.7%	22.2%	22.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	20.6%	21.5%	21.3%	21.7%	21.6%
总资产收益率(ROA)	18.2%	19.3%	19.2%	19.6%	19.5%
投入资本回报率(ROIC)	18.6%	19.4%	19.7%	20.0%	19.8%
运营能力					
存货周转天数	161.1	201.3	201.3	201.3	201.3
应收账款周转天数	79.1	76.9	76.9	76.9	76.9
总资产周转天数	468.6	431.9	448.5	413.9	415.9
净利润现金含量	0.7	0.7	0.9	0.7	0.8
资本支出/收入	3.0%	2.4%	6.5%	4.0%	3.4%
偿债能力					
资产负债率	11.5%	9.5%	9.0%	9.5%	9.3%
净负债率	-19.6%	-54.4%	-55.7%	-55.4%	-57.3%
估值比率					
PE	119.46	91.15	75.66	60.07	48.98
PB	14.19	18.75	16.08	13.06	10.58
EV/EBITDA	42.66	62.19	53.81	43.33	35.29
P/S	19.37	17.38	14.92	11.12	9.08
股息率	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		