

## 业绩环比改善明显，创新转型持续推进

——恒瑞医药（600276.SH）2020年三季度报点评

### 增持（维持）

当前价：91.52元

#### 作者

**分析师：林小伟**

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

**分析师：宋硕**

执业证书编号：S0930518060001

021-52523872

songshuo@ebsecn.com

**分析师：王明瑞**

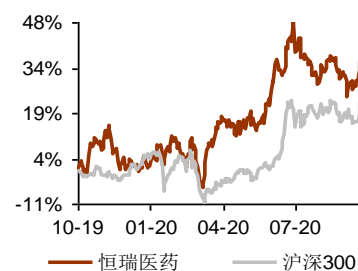
执业证书编号：S0930520080004

wangmingrui@ebsecn.com

#### 市场数据

总股本(亿股)	53.07
总市值(亿元)	4856.74
一年最低/最高(元)	64.16/105.00
近3月换手率	30.13%

#### 股价相对走势



#### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.05	-6.76	10.72
绝对	3.41	-5.15	33.26

资料来源：Wind

#### 相关研报

创新与国际化硕果累累，激励计划彰显长期信心——恒瑞医药（600276.SH）2020年中报暨公告点评（2020-08-02）

疫情不改龙头刚需本色，创新和国际化均有进展——恒瑞医药（600276.SH）2020年一季度报点评（2020-04-28）

### 要点

**事件：**公司发布2020年三季度报，前三季度实现收入194.13亿元，同比+14.57%；归母净利润42.59亿元，同比+14.02%；扣非归母净利润41.41亿元，同比+17.11%；经营性净现金流39.87亿元，同比+52.85%；EPS 0.80元；业绩符合市场预期。

#### 点评：

**业绩环比改善明显，创新药放量拉动增长：**2020Q1~3，公司单季度营业收入分别为55.27/57.82/81.04亿元，同比+11.28%/14.28%/17.13%；归母净利润13.15/13.46/15.97亿元，同比+10.30%/10.38%/20.74%；扣非归母净利润12.76/12.86/15.79亿元，同比+10.52%/13.40%/26.58%。Q3收入利润环比出现明显改善，主要是随着医院客流量逐步恢复正常，公司的销售工作随之正常开展，且部分创新药产品强劲放量拉动业绩增长。卡瑞利珠单抗2020Q2在样本医院PD-1/L1类抗体的市占率已达到32%，占据市场份额首位，我们预计2020全年有望实现销售收入超40亿元，若该产品能谈判进入国家医保目录（2020年可谈判适应症包括1线非鳞状非小细胞肺癌、2线食管鳞癌、2线肝细胞癌、3线经典霍奇金淋巴瘤），则将进一步拉动产品放量；吡咯替尼Q1~2单季度样本医院销售额分别同比增长390%/615%，我们预计2020全年销售收入有望超过15亿元。

**创新研发持续推进，国际化又下一城：**2020Q3，公司持续大力投入创新，单季研发费用14.81亿元，研发费用率18.27%。海曲泊帕乙醇胺的重型再生障碍性贫血适应症NDA于2020.7承办，卡瑞利珠单抗的3线鼻咽癌适应症NDA于2020.9承办并纳入优先审评，瑞格列汀和恒格列净的NDA于2020.9承办。吡咯替尼于2020.9将韩国权益授予HLB Life Science，公司将获得170万美元首付款+150万美元以上的研发和上市里程碑（每拓展1个新适应症支付100万美元）付款+累计不超过1.015亿美元的销售里程碑付款+10~15%的销售提成。

**盈利预测、估值与评级：**公司是中国创新药龙头企业，重磅品种正陆续获批上市、快速放量，同时创新药在研产品管线丰富，长期空间大。考虑公司前三季度业绩略低于我们之前的预期，下调2020-2022年净利润预测为64.28/81.28/101.29亿元（原预测为70.04/90.07/115.43亿元），对应EPS为1.21/1.53/1.91元，同比增长20.65%/26.45%/24.62%，现价对应PE为76/60/48倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**药品降价超预期的风险；新品审批进度不达预期；创新药研发失败的风险。

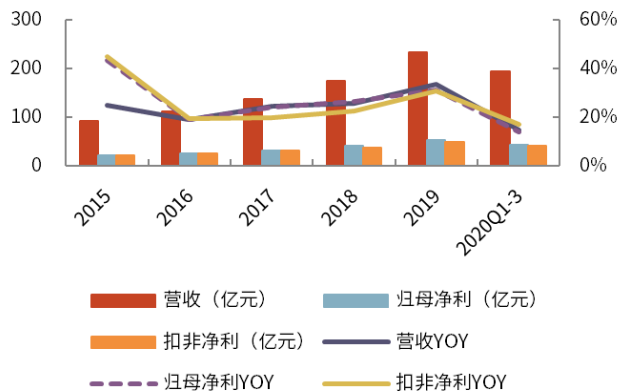
#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	17,418	23,289	28,741	35,456	41,735
营业收入增长率	25.89%	33.70%	23.41%	23.36%	17.71%
净利润（百万元）	4,066	5,328	6,428	8,128	10,129
净利润增长率	26.39%	31.05%	20.65%	26.45%	24.62%
EPS（元）	1.10	1.20	1.21	1.53	1.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.61%	21.51%	21.29%	21.83%	22.02%
P/E	83	76	76	60	48
P/B	17.1	16.3	16.1	13.0	10.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-19

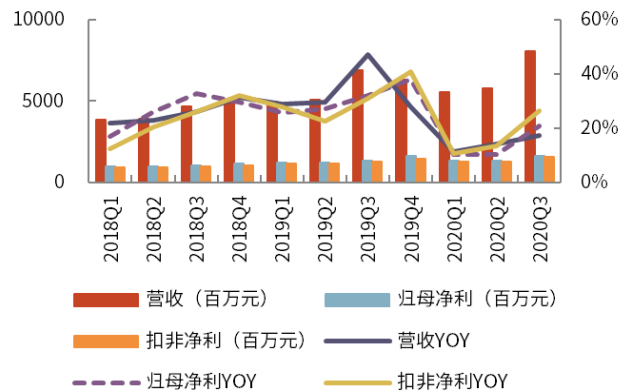
## 1、附录

图 1：公司 2015-2020Q3 收入利润情况



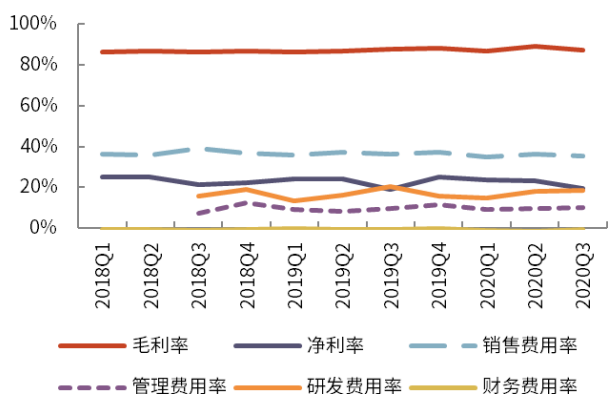
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：公司 2018-2020Q3 单季度收入利润情况



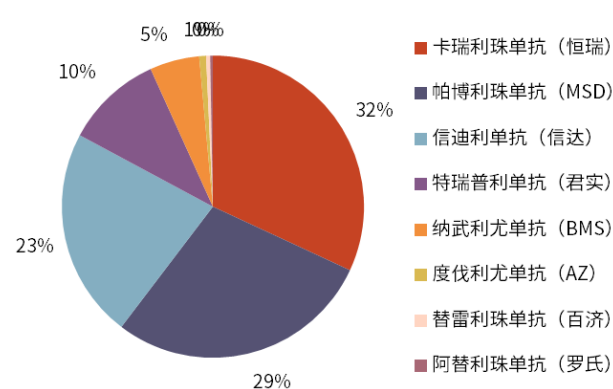
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 3：公司 2018-2020Q3 单季度利润率与费用率



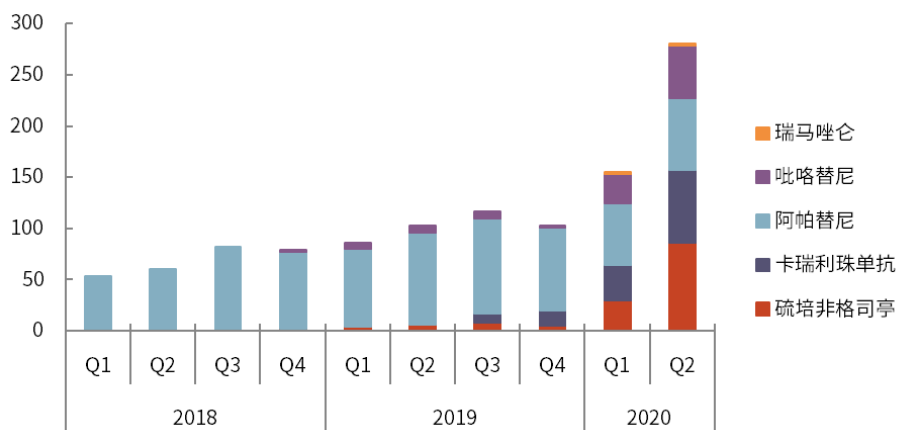
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 4：2020Q2 样本医院 PD-1/L1 类抗体销售额占比



资料来源：PDB、光大证券研究所

图 5：样本医院公司创新药产品销售额 (百万元)



资料来源：PDB、光大证券研究所

表 1：公司进入 III 期临床之后的创新药研发进展 (截至 2020.10.19)

阶段	治疗领域	靶点	通用名	联用	适应症	治疗地位	地区	
上市	肿瘤	HER2	吡咯替尼	卡培他滨	HER2 阳性乳腺癌	2 线	中国	
				NA	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤 (cHL)	3 线	中国	
		PD-1	卡瑞利珠单抗	NA	晚期肝细胞癌 (HCC)	2 线	中国	
				培美曲塞+卡铂	EGFR-/ALK-晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国	
				NA	晚期或转移性食管鳞癌	2 线	中国	
	镇痛消炎	VEGFR	阿帕替尼	NA	晚期胃或胃食管结合部腺癌	3 线	中国	
	麻醉镇静	COX2	艾瑞昔布	NA	缓解骨关节炎的疼痛	NA	中国	
GABAa 受体				瑞马唑仑	NA	常规胃镜检查的镇静	NA	中国
					NA	结肠镜诊疗镇静	NA	中国
NDA				肿瘤	PARP	氟唑帕利	NA	复发性卵巢癌
	PD-1	卡瑞利珠单抗	NA			晚期鼻咽癌	3 线	中国
	VEGF	贝伐珠单抗	NA			非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
	VEGFR	阿帕替尼	NA			晚期肝细胞癌 (HCC)	2 线	中国
	心血管	TPO	海曲泊帕乙醇胺	NA	原发免疫性血小板减少症 (ITP)	2 线	中国	
				标准免疫抑制治疗	重型再生障碍性贫血	1 线	中国	
	代谢疾病	DPP4	瑞格列汀	NA	饮食和运动后血糖控制不佳的 2 型糖尿病 (T2DM)	1 线	中国	
				二甲双胍	二甲双胍控制不佳的 2 型糖尿病 (T2DM)	2 线	中国	
		SGLT-2	恒格列净	NA	单纯饮食运动控制不佳的 2 型糖尿病	1 线	中国	
				二甲双胍	二甲双胍控制不佳的 2 型糖尿病	2 线	中国	
III 期	自身免疫疾病	JAK1	SHR0302 片	NA	中至重度活动性类风湿关节炎 (RA)	1~2 线	中国	
				NA	活动性强直性脊柱炎	2 线	中国	
				URATI	SHR4640	NA	原发性痛风伴高尿酸血症	NA
	肿瘤	CDK4/6	SHR6390	氟维司群	HR 阳性、HER2 阴性晚期乳腺癌	2 线	中国	
				芳香化酶抑制剂	HR 阳性、HER2 阴性晚期乳腺癌	1 线	中国	
				曲妥珠单抗+多西他赛	HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌	新辅助治疗	中国	
				曲妥珠单抗+多西他赛	HER2 阳性复发/转移性乳腺癌	1 线	中国	
		HER2	吡咯替尼	NA	HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌	延长辅助治疗	中国	
				NA	局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	2 线及以上	国际多中心	
				PARP	氟唑帕利	土阿帕替尼	转移性乳腺癌	2 线
		PD-1	卡瑞利珠单抗	吉西他滨+顺铂	局部晚期复发或转移鼻咽癌	1 线	中国	
				卡铂+紫杉醇	IV 期鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国	
				紫杉醇+顺铂	不可切除的局部晚期/复发或远处转移的食管鳞癌	1 线	中国	

			FOLFOX4	晚期肝细胞癌 (HCC)	1 线	中国
			阿帕替尼	晚期肝细胞癌 (HCC)	1 线	国际多中心
			阿帕替尼	无法切除的局部晚期或转移性胃或胃食管结合部腺癌	2 线	中国
			NA	晚期恶性肿瘤延展研究	维持治疗	中国
			±阿帕替尼	PD-L1 阳性的复发或晚期非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
			阿帕替尼+白蛋白紫杉醇	PD-L1 阳性晚期三阴性乳腺癌 (TNBC)	1 线	中国
			同步放化疗	局部晚期食管鳞癌	1 线	中国
			化疗	早期或局部晚期三阴性乳腺癌 (TNBC)	新辅助治疗	中国
			NA	晚期结直肠癌	3 线	中国
		苹果酸法米替尼	NA	复发/不可切除胃肠道间质瘤 (GIST)	2 线	中国
			卡铂+依托泊苷	广泛期小细胞肺癌	1 线	中国
	PD-L1	SHR-1316	化疗	可切除非小细胞肺癌 (NSCLC)	围手术期	中国
			NA	晚期 EGFR 野生型非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	3 线	中国
			NA	晚期肝内胆管细胞癌	2 线	中国
	VEGFR	阿帕替尼	吉非替尼	IIIB-IV期 EGFR 基因突变型非鳞非小细胞肺癌	1 线	中国
			伊立替康	复发性小细胞肺癌 (SCLC)	2 线	中国
			依托泊苷	复发性卵巢癌	2 线	中国
	雄激素受体	SHR3680	NA	激素敏感性前列腺癌 (HSPC)	2 线	中国
心血管	TPO	海曲泊帕乙醇胺	NA	恶性肿瘤化疗所致血小板减少症 (CIT)	1 线	中国
			NA	择期手术中的全身麻醉	NA	中国
麻醉镇静	GABAa 受体	瑞马唑仑	NA	支气管镜诊疗镇静	NA	中国
	α2-肾上腺素受体	盐酸右美托咪定鼻喷剂	NA	术前镇静	1 线	中国
代谢疾病	PCSK9	SHR-1209	NA	纯合子家族性高胆固醇血症	2 线	中国

资料来源：PDB、光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,418	23,289	28,741	35,456	41,735
营业成本	2,335	2,913	3,445	4,079	4,630
折旧和摊销	379	619	351	389	426
税金及附加	237	216	395	487	573
销售费用	6,464	8,525	10,001	11,541	13,191
管理费用	1,626	2,241	2,886	3,543	3,952
研发费用	2,670	3,896	5,287	7,192	8,578
财务费用	-124	-134	-78	-74	-80
投资收益	248	309	309	309	309
营业利润	4,597	6,150	7,346	9,264	11,522
利润总额	4,499	6,056	7,253	9,170	11,428
所得税	438	729	826	1,045	1,302
净利润	4,061	5,326	6,426	8,126	10,126
少数股东损益	-4	-2	-2	-2	-3
归属母公司净利润	4,066	5,328	6,428	8,128	10,129
EPS(按最新股本计)	1.10	1.20	1.21	1.53	1.91

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,774	3,817	4,723	6,190	8,354
净利润	4,066	5,328	6,428	8,128	10,129
折旧摊销	379	619	351	389	426
净营运资金增加	4,251	-4,237	2,757	3,286	3,064
其他	-5,922	2,107	-4,813	-5,613	-5,264
投资活动产生现金流	-2,856	-1,945	-2,847	-3,613	-4,610
净资本支出	-526	-560	-550	-550	-550
长期投资变化	1	60	0	0	0
其他资产变化	-2,331	-1,445	-2,297	-3,063	-4,060
融资活动现金流	-368	-719	-940	-1,005	-1,282
股本变化	853	737	884	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	467	55	792	508	454
净现金流	-396	1,165	936	1,572	2,462

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	86.6%	87.5%	88.0%	88.5%	88.9%
EBITDA 率	26.4%	27.2%	25.4%	26.2%	27.7%
EBIT 率	24.2%	24.4%	24.2%	25.1%	26.7%
税前净利润率	25.8%	26.0%	25.2%	25.9%	27.4%
归母净利润率	23.3%	22.9%	22.4%	22.9%	24.3%
ROA	18.2%	19.3%	19.0%	19.7%	20.0%
ROE (摊薄)	20.6%	21.5%	21.3%	21.8%	22.0%
经营性 ROIC	19.8%	32.4%	33.4%	36.0%	39.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	11%	10%	10%	9%	9%
流动比率	7.25	9.02	8.65	9.43	10.55
速动比率	6.83	8.37	8.15	8.92	10.03
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	22,361	27,556	33,758	41,315	50,534
货币资金	3,890	5,044	5,979	7,551	10,013
交易性金融资产	0	8,520	11,076	14,398	18,718
应收帐款	3,773	4,906	6,301	7,774	9,150
应收票据	659	529	1,265	1,560	1,836
其他应收款 (合计)	1,014	894	1,069	1,319	1,553
存货	1,031	1,607	1,634	1,937	2,199
其他流动资产	7,135	221	221	221	221
流动资产合计	18,069	22,311	28,263	35,610	44,655
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1	60	60	60	60
固定资产	2,329	2,542	2,771	2,934	3,041
在建工程	1,357	1,533	1,412	1,322	1,254
无形资产	273	350	392	434	475
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	4,292	5,245	5,494	5,705	5,879
总负债	2,563	2,619	3,411	3,919	4,373
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,381	1,289	1,643	1,946	2,208
应付票据	21	0	10	12	14
预收账款	223	223	223	444	523
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,494	2,473	3,266	3,776	4,232
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	122	121	119	117
非流动负债合计	70	146	145	143	142
股东权益	19,798	24,938	30,347	37,396	46,161
股本	3,686	4,423	5,307	5,307	5,307
公积金	3,571	4,218	4,317	4,317	4,317
未分配利润	13,115	16,548	20,976	28,028	36,796
归属母公司权益	19,728	24,775	30,186	37,238	46,006
少数股东权益	70	162	160	158	155

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	37.11%	36.61%	34.80%	32.55%	31.61%
管理费用率	9.34%	9.62%	10.04%	9.99%	9.47%
财务费用率	-0.71%	-0.57%	-0.27%	-0.21%	-0.19%
研发费用率	15.33%	16.73%	18.39%	20.29%	20.55%
所得税率	10%	12%	11%	11%	11%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.22	0.23	0.20	0.26	0.32
每股经营现金流	0.75	0.86	0.89	1.17	1.57
每股净资产	5.35	5.60	5.69	7.02	8.67
每股销售收入	4.73	5.27	5.42	6.68	7.86

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	83	76	76	60	48
PB	17.1	16.3	16.1	13.0	10.6
EV/EBITDA	73.2	62.8	65.0	50.7	40.2
股息率	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳