

## 疫情影响业绩，股权激励彰显信心

### 恒瑞医药(600276)

#### 事件概述

公司公布 2020 年半年报，2020 年上半年公司实现营业收入 113.09 亿元 (+12.79%)、归母净利润 26.62 亿元 (+10.34%)、扣非后归母净利润 25.62 亿元 (+11.94%)，受到疫情影响，公司业绩增速低于预期。

#### ▶ 新品种快速进院放量，创新药快速推进

虽然上半年疫情影响较大，公司抗肿瘤板块 19K 和吡咯替尼等产品执行医保快速进院放量，瑞马唑仑和右氯胺酮新产品也给麻醉线带来增长动力。公司创新药管线快速推进，PD-1、瑞马唑仑下半年有望医保谈判，另有多项创新药处于上市申报关键节点。

#### ▶ 股权激励条件严苛，彰显公司业绩稳定增长信心

公司发布 2020 年度限制性股票激励计划草案，覆盖高管、关键岗位人员共 1302 人，授予限制性股票总数量 2573.6 万股，解锁条件是以 2019 年净利润为基数，2020-2022 年各年度的净利润较 2019 年相比，增长率分别不低于 20%、42%、67%，即 2020-2022 年净利润增长率分别不低于 20%、18.3%、17.6%，解锁条件对于业绩考核条件严苛，彰显公司对于长期业绩稳定增长的信心。

#### 投资建议

由于疫情影响，调整公司盈利预测，2020-2022 年收入由 303/385/499 亿元调整为 293/359/443 亿元，同比增长 26%/23%/23%，归母净利润由 69/87/113 亿元调整为 66/80/99 亿元，同比增长 24%/22%/23%，对应 2020-2022 年 PE 分别为 76/62/51，维持“买入”评级。

#### 风险提示

药品集采大幅降价，创新药医保政策变动。

#### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17417.90	23288.58	29261.00	35905.00	44324.00
YoY (%)	25.89%	33.70%	25.65%	22.71%	23.45%
归母净利润(百万元)	4065.61	5328.03	6600.11	8040.29	9905.13
YoY (%)	26.39%	31.05%	23.88%	21.82%	23.19%
毛利率 (%)	86.60%	87.49%	88.79%	89.68%	90.49%
每股收益(元)	0.77	1.00	1.24	1.52	1.87
ROE	20.61%	21.51%	21.04%	20.40%	20.09%
市盈率	123.19	94.00	75.89	62.29	50.56

资料来源: wind, 华西证券研究所

#### 评级及分析师信息

评级: 买入  
上次评级: 买入  
目标价格:  
最新收盘价: 94.38

股票代码: 600276  
52 周最高价/最低价: 102.99/64.1  
总市值(亿) 5,008.51  
自由流通市值(亿) 4,998.12  
自由流通股数(百万) 5,295.74



分析师: 崔文亮  
邮箱: cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002

分析师: 王帅  
邮箱: wangshuai@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120119110064

#### 相关研究

1. 肺癌、食管癌适应症获批，卡瑞利珠优势继续扩大  
2020.06.21
2. 业绩超预期，增量新品种快速放量  
2020.04.28
3. 业绩符合预期，新品种带动抗肿瘤板块增长强劲  
2020.03.22

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	23288.58	29261.00	35905.00	44324.00	净利润	5326.45	6596.41	8036.50	9900.16
YoY (%)	33.70%	25.65%	22.71%	23.45%	折旧和摊销	645.84	650.00	670.00	710.00
营业成本	2912.94	3280.00	3704.00	4215.00	营运资金变动	-1874.35	156.86	-2211.08	-1533.22
营业税金及附加	216.34	321.87	423.68	531.89	经营活动现金流	3816.83	6593.93	5673.07	8270.60
销售费用	8524.97	10811.94	13195.09	16289.07	资本开支	-560.15	-452.72	-377.28	-439.25
管理费用	2241.18	2896.84	3626.41	4476.72	投资	-1692.65	-2.00	-5.00	-7.00
财务费用	-133.82	-170.70	-296.59	-439.95	投资活动现金流	-1945.44	-204.72	-132.28	-196.25
资产减值损失	5.47	-2.00	5.00	6.00	股权募资	97.01	0.00	0.00	0.00
投资收益	309.27	250.00	250.00	250.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	6149.68	7530.77	9236.77	11515.43	筹资活动现金流	-718.51	-6.53	0.00	0.00
营业外收支	-93.92	-94.00	-94.00	-149.00	现金净流量	1152.88	6382.68	5540.79	8074.35
利润总额	6055.76	7436.77	9142.77	11366.43					
所得税	729.31	840.35	1106.28	1466.27	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	5326.45	6596.41	8036.50	9900.16	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	5328.03	6600.11	8040.29	9905.13	营业收入增长率	33.70%	25.65%	22.71%	23.45%
YoY (%)	31.05%	23.88%	21.82%	23.19%	净利润增长率	31.05%	23.88%	21.82%	23.19%
每股收益	1.00	1.24	1.52	1.87	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	87.49%	88.79%	89.68%	90.49%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	22.87%	22.54%	22.38%	22.34%
货币资金	5043.65	11426.33	16967.12	25041.47	总资产收益率 ROA	19.33%	19.02%	18.62%	18.47%
预付款项	591.16	696.80	794.44	893.06	净资产收益率 ROE	21.51%	21.04%	20.40%	20.09%
存货	1606.81	1285.36	1525.36	1736.51	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	15069.69	15691.44	17990.65	19761.35	流动比率	<b>9.02</b>	<b>9.59</b>	<b>10.77</b>	<b>11.83</b>
流动资产合计	22311.30	29099.92	37277.56	47432.38	速动比率	8.13	8.93	10.10	11.18
长期股权投资	60.00	62.00	67.00	74.00	现金比率	2.04	3.76	4.90	6.25
固定资产	2541.97	2546.97	2551.97	2560.97	资产负债率	9.50%	9.17%	8.36%	7.75%
无形资产	349.76	349.76	349.76	349.76	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	5245.17	5609.24	5893.87	6186.46	总资产周转率	0.93	0.94	0.92	0.92
资产合计	27556.48	34709.16	43171.43	53618.85	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.00	1.24	1.52	1.87
应付账款及票据	1289.25	1366.14	1624.12	1833.80	每股净资产	4.67	5.91	7.43	9.29
其他流动负债	1183.39	1669.29	1837.09	2174.66	每股经营现金流	0.72	1.24	1.07	1.56
流动负债合计	2472.63	3035.43	3461.21	4008.46	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	146.31	146.31	146.31	146.31	PE	94.00	75.89	62.29	50.56
非流动负债合计	146.31	146.31	146.31	146.31	PB	18.75	15.97	12.71	10.16
负债合计	2618.95	3181.74	3607.52	4154.78					
股本	4422.81	4422.81	4422.81	4422.81					
少数股东权益	162.20	158.51	154.71	149.74					
股东权益合计	24937.53	31527.41	39563.91	49464.07					
负债和股东权益合计	27556.48	34709.16	43171.43	53618.85					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

王帅：中国药科大学本硕，药学与药事法规专业复合背景，有过药品研发、生产、销售经历。曾就职于财通证券、新时代证券，2019年10月加入华西证券，主要负责A+H股创新药标的。

### 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。