

碘克沙醇注射液美国首仿上市, 国际化持续推进

投资要点

- **事件:** 近日, 公司向美国 FDA 申报的碘克沙醇注射液简略新药申请 (ANDA, 即美国仿制药申请) 已获得批准。
- **公司碘克沙醇注射液是美国首款批准上市的该品种仿制药, 有望依靠 180 天市场独占期和高性价比快速提升市场份额。** 碘克沙醇注射液在美国为短缺产品, 此前国外尚无同类仿制药产品获批上市, 公司产品是美国 FDA 第一个批准上市的该品种仿制药。2021 年碘克沙醇相关剂型全球销售额约为 8.73 亿美元, 根据美国 CGT (竞争性仿制药疗法) 法案, 公司有望依靠 180 天市场独占期和高性价比快速提升市场份额。
- **碘克沙醇注射液具有较高的安全性和舒适性, 能够降低造影剂肾病的发生率。** 碘克沙醇注射液为 X-线对比剂, 适用于成人及儿童的动脉数字减影血管造影、心血管造影、外周动脉及静脉造影、内脏动脉造影、脑动脉造影、头部及身体 CT 成像、排泄性尿路造影、冠状动脉 CT 血管造影。其作为非离子型等渗二聚体对比剂, 相比其他高渗对比剂, 具有较高的安全性和舒适性, 能够降低造影剂肾病的发生率, 因此被美国心脏病学会作为高危心血管人群冠脉介入手术的首类推荐药物。
- **加大国际化战略实施力度, 持续推进海外注册申请。** 2021 年公司开展近 20 项国际临床试验 (其中国际多中心 III 期项目 7 项), 注射用卡莫司汀在美国和澳大利亚获批上市, 向美国递交 1 个原料药注册申请, 向欧洲和美国递交 6 个制剂上市申请, PD-1 联合阿帕替尼治疗晚期肝癌计划于 2022 年向 FDA 递交 NDA/BLA。目前, 公司产品已在欧美日获得包括注射剂、口服制剂和吸入性麻醉剂在内的 20 余个注册批件, 已进入超过 40 个国家, 还在继续加快开拓全球市场并重点关注新兴市场。
- **维持“买入”评级。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 49.8/58.1/69.6 亿元, EPS 分别为 0.78/0.91/1.09 元, 对应 PE 为 42X/36X/30X。创新药占比不断提升, 创新升级加速, 创新药国际化即将迎来质变, 仍然是国内创新药投资首选, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 仿制药集中采购降价、药品研发进度不大预期等风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	25905.53	27485.67	31644.16	38004.09
增长率	-6.59%	6.10%	15.13%	20.10%
归属母公司净利润(百万元)	4530.22	4981.80	5811.09	6959.07
增长率	-28.41%	9.97%	16.65%	19.75%
每股收益 EPS(元)	0.71	0.78	0.91	1.09
净资产收益率 ROE	12.61%	12.50%	13.04%	13.82%
PE	46	42	36	30
PB	6.01	5.39	4.79	4.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	63.79
流通 A 股(亿股)	63.79
52 周内股价区间(元)	27.74-87.47
总市值(亿元)	1,845.45
总资产(亿元)	389.50
每股净资产(元)	5.35

相关研究

1. 恒瑞医药(600276): 集采短期影响持续, 创新与国际化快速推进 (2022-04-25)
2. 恒瑞医药(600276): 集采短期持续影响业绩, 全面拥抱创新与国际化 (2021-10-20)
3. 恒瑞医药(600276): BD 引进再度出手, 喜提第三代抗 CD20 单抗 (2021-09-06)
4. 恒瑞医药(600276): 普那布林-公司对外 BD 合作新纪元 (2021-08-30)
5. 恒瑞医药(600276): 多因素影响短期业绩, 创新国际化将迎质变 (2021-08-22)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	25905.53	27485.67	31644.16	38004.09	净利润	4484.03	4951.80	5791.09	6939.07
营业成本	3741.80	3900.78	4457.07	5345.14	折旧与摊销	540.73	273.80	273.80	273.80
营业税金及附加	201.81	234.50	266.02	317.16	财务费用	-337.96	7.00	8.00	8.00
销售费用	9383.71	10142.21	11676.69	14061.51	资产减值损失	-13.86	0.00	0.00	0.00
管理费用	2860.31	3023.42	3512.50	4294.46	经营营运资本变动	-313.27	77.36	-1075.29	-1776.54
财务费用	-337.96	7.00	8.00	8.00	其他	-140.86	8.23	-6.23	1.74
资产减值损失	-13.86	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4218.82	5318.19	4991.38	5446.07
投资收益	213.43	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1797.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	36.23	0.00	0.00	0.00	其他	1250.89	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-546.26	0.00	0.00	0.00
营业利润	4664.82	5977.75	6973.87	8327.80	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-198.51	-152.10	-160.82	-164.20	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4466.31	5825.65	6813.05	8163.61	股权融资	1277.65	0.00	0.00	0.00
所得税	-17.72	873.85	1021.96	1224.54	支付股利	0.00	-906.04	-996.36	-1162.22
净利润	4484.03	4951.80	5791.09	6939.07	其他	-2275.97	5.16	-8.00	-8.00
少数股东损益	-46.19	-30.00	-20.00	-20.00	筹资活动现金流净额	-998.32	-900.88	-1004.36	-1170.22
归属母公司股东净利润	4530.22	4981.80	5811.09	6959.07	现金流量净额	2657.36	4417.31	3987.02	4275.85
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	13630.82	18048.13	22035.15	26311.00	成长能力				
应收和预付款项	7344.57	7880.24	8992.10	10798.31	销售收入增长率	-6.59%	6.10%	15.13%	20.10%
存货	2402.67	2496.53	2859.96	3428.47	营业利润增长率	-33.43%	28.15%	16.66%	19.41%
其他流动资产	6809.68	5672.79	5760.91	5895.68	净利润增长率	-28.93%	10.43%	16.95%	19.82%
长期股权投资	192.83	192.83	192.83	192.83	EBITDA 增长率	-33.33%	28.58%	15.93%	18.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6121.89	5921.06	5720.23	5519.40	毛利率	85.56%	85.81%	85.92%	85.94%
无形资产和开发支出	702.44	660.40	618.37	576.34	三费率	45.96%	47.93%	48.03%	48.32%
其他非流动资产	2061.32	2030.38	1999.44	1968.50	净利率	17.31%	18.02%	18.30%	18.26%
资产总计	39266.22	42902.36	48178.98	54690.52	ROE	12.61%	12.50%	13.04%	13.82%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.42%	11.54%	12.02%	12.69%
应付和预收款项	2466.49	2233.86	2609.38	3174.26	ROIC	26.27%	29.22%	33.06%	36.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.79%	22.77%	22.93%	22.65%
其他负债	1227.92	1038.77	1145.14	1314.95	营运能力				
负债合计	3694.41	3272.64	3754.52	4489.21	总资产周转率	0.70	0.67	0.69	0.74
股本	6396.01	6379.00	6379.00	6379.00	固定资产周转率	6.69	6.30	7.60	9.60
资本公积	3356.18	3373.19	3373.19	3373.19	应收账款周转率	5.34	5.65	5.81	5.96
留存收益	25927.86	30003.62	34818.35	40615.20	存货周转率	1.78	1.59	1.66	1.70
归属母公司股东权益	35002.96	39090.88	43905.61	49702.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.60%	—	—	—
少数股东权益	568.85	538.85	518.85	498.85	资本结构				
股东权益合计	35571.81	39629.73	44424.46	50201.31	资产负债率	9.41%	7.63%	7.79%	8.21%
负债和股东权益合计	39266.22	42902.36	48178.98	54690.52	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.87	11.44	11.45	11.07
					速动比率	8.17	10.61	10.63	10.25
					股利支付率	0.00%	18.19%	17.15%	16.70%
					每股指标				
					每股收益	0.71	0.78	0.91	1.09
					每股净资产	5.49	6.13	6.88	7.79
					每股经营现金	0.66	0.83	0.78	0.85
					每股股利	0.00	0.14	0.16	0.18
业绩和估值指标									
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	4867.59	6258.56	7255.67	8609.61					
PE	46.47	42.26	36.23	30.25					
PB	6.01	5.39	4.79	4.24					
PS	8.13	7.66	6.65	5.54					
EV/EBITDA	39.16	29.66	25.03	20.60					
股息率	0.00%	0.43%	0.47%	0.55%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人、销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn