

恒瑞医药 (600276.SH)

新技术平台、多治疗领域布局，国际化进程可期

核心观点:

- 恒瑞当前的股价调整已经充分反映了仿制药集采、业绩增长放缓的预期。恒瑞是一家研发体系经过充分验证、创新药收入占比超过 50%、目前处在从仿创向原始创新、从国内市场走向国际市场突破发展阶段的创新企业，2021 年预计归母净利润超过 80 亿元(股权激励摊销约 6 个亿折回去)，预期费用化研发投入 60-80 亿元，当前 3600 亿元左右市值，在当前市场情况下，我们觉得已经明显低估。
- 我们认为市场对恒瑞的低估主要体现在五个方面。(1) 新型技术平台的投入: ADC、mRNA、PROTAC、新的核素药物、基因和细胞治疗等具备重大技术突破和临床应用前景的平台;(2) 早期转化医学研究的投入: 目前转化医学研究团队已多达数百人，新的转化医学研究实验室也即将投入使用;(3) 国际化的投入: 逐步搭建了一支强有力的海外产品开发团队，多数为具备海外大公司工作经历的资深科学家;(4) 在肿瘤领域多线程的产品覆盖和巨量的临床投入: 以乳腺癌为例，已上市及在研产品覆盖了各类乳腺癌患者 (HER-2 阳性、ER 阳性、三阴性) 疾病的各个阶段 (一线、二线、辅助治疗); (5) 非肿瘤领域的投入: 恒瑞在麻醉、眼科、代谢、感染、风湿免疫、呼吸、心脑血管、精神神经等领域都将是该领域国内产品布局最丰富的企业之一，麻醉、眼科、代谢、风湿免疫等领域在未来 1-2 年内都将有巨大市场价值的创新药获批上市。
- 盈利预测与投资建议。预计 21-23 年业绩分别为 1.17 元/股、1.40 元/股及 1.65 元/股，考虑公司现阶段处于国内创新药丰收季叠加新药放量，创新药国际化加码投入。维持公司合理价值 92.96 元/股的观点不变，维持“买入”评级。
- 风险提示。新药国际化推进不及预期，带量采购影响超预期。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	23,289	27,735	35,190	42,603	50,741
增长率 (%)	33.7	19.1	26.9	21.1	19.1
EBITDA (百万元)	6,143	6,746	8,216	9,880	11,399
归母净利润 (百万元)	5,328	6,328	7,490	8,974	10,531
增长率 (%)	31.1	18.8	18.4	19.8	17.3
EPS (元/股)	1.20	1.19	1.17	1.40	1.65
市盈率 (P/E)	72.65	93.91	47.66	39.78	33.90
ROE (%)	21.5	20.7	19.7	19.9	20.0
EV/EBITDA	62.19	86.49	41.82	34.27	29.24

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	55.80 元
合理价值	92.96 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-05

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

李安飞



SAC 执证号: S0260520100005



021-38003669



lianfei@gf.com.cn

请注意, 李安飞并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

恒瑞医药 2021-07-16

(600276.SH):SHR3680 片

III 期撞线, 前列腺癌系统性产

品推进

恒瑞医药 (600276.SH):研发 2021-04-23

持续加码, 国际化起航

恒瑞医药 (600276.SH):业绩 2020-10-20

逐季恢复, 关注新产品医保谈

判

联系人: 肖鸿德 021-38003668

xiaohongde@gf.com.cn

(1) 我们认为恒瑞当前的股价调整已经充分反应了仿制药集采、业绩增长放缓的预期，恒瑞是一家研发体系经过充分验证、创新药收入占比超过50%、目前处在从仿创向原始创新、从国内市场走向国际市场突破发展阶段的创新企业，2021年预计归母净利润超过80亿(股权激励摊销约6个亿折回去)，预期费用化研发投入60-80亿，当前3600亿左右市值，在当前市场情况下，我们觉得已经明显低估；

(2) 我们认为市场低估了恒瑞在新型技术平台的投入，ADC、mRNA、PROTAC、新的核素药物、基因和细胞治疗等具备重大技术突破和临床应用前景的平台，ADC技术平台目前已经有六个品种进入临床研究，中远期预计会更多的新分子实体进入临床，mRNA技术平台第一个分子申报临床预计在明年上半年，PROTAC、新的核素药物和基因和细胞治疗等技术平台产出的新分子预计也将逐步进入临床研究；

(3) 我们认为市场低估了恒瑞在早期转化医学研究的投入，目前转化医学研究团队已经多达数百人，新的转化医学研究实验室也即将投入使用；转化医学研究是未来走向原始创新、走向国际化的基础，转化医学的研究成果这几年会对恒瑞创新提升层次、国际化提供很大助力；

(4) 我们认为市场低估了恒瑞对于国际化的投入，恒瑞逐步搭建了一支强有力的海外产品开发团队，多数为具备海外大公司工作经历的资深科学家，公司海外市场产品开发策略主要为：1) 选择国内数据支撑比较确切的成熟品种，选择有确定市场的适应症进行三期或者二期注册开发，未来1-3年迅速实现商业转化；2) 更新的分子国内国外开发同步，海外市场开发团队未来将实现更加市场化的激励；

(5) 我们认为市场低估了恒瑞在肿瘤领域多线程的产品覆盖和巨量的临床投入，以乳腺癌为例，吡咯替尼未来覆盖Her2阳性的乳腺癌一线、二线、新辅助、辅助强化，SHR-A1811等更新的针对Her2阳性的产品在早期临床开发阶段；SHR6390未来覆盖ER阳性的乳腺癌一线、二线、辅助等，HRS8807口服SERD等更新的分子在早期开发中；卡瑞利珠单抗、阿帕替尼、氟唑帕利、TROP2ADC主要覆盖三阴性乳腺癌。为了强化未来市场壁垒，吡咯替尼新开了3000人的针对辅助强化的临床研究，SHR6390新开了4600人的针对辅助的临床研究，这些临床研究入组病人非常多，临床投入非常大，未来获取适应症之后将有非常良好的市场竞争格局；

(6) 我们认为市场低估了恒瑞对于非肿瘤领域的投入，肿瘤领域以外，恒瑞在麻醉、眼科、代谢、感染、风湿免疫、呼吸、心脑血管、精神神经等领域都有非常丰富的产品布局，单一领域的产品布局都将是该领域国内产品布局最丰富的企业之一，麻醉、眼科、代谢、风湿免疫等领域在未来1-2年很短的时间都将有巨大市场价值的创新药获批上市；

(7) 今年是恒瑞上市第22年，收入从2000年4.8亿增长到2020年的277.3亿，利润从8116万增长到2020年的63.3亿，相对于公司的发展战略和产品布局，恒瑞仍是少年，未来成长空间可期；

(8) 风险提示。新药国际化推进不及预期，带量采购影响超预期。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	22,311	28,050	35,120	42,726	51,145
货币资金	5,044	10,805	13,362	18,370	23,705
应收及预付	6,026	5,636	8,839	10,687	12,778
存货	1,607	1,778	2,293	2,738	3,396
其他流动资产	9,635	9,832	10,627	10,931	11,266
非流动资产	5,245	6,680	7,021	7,081	7,167
长期股权投资	60	60	60	60	60
固定资产	2,542	3,280	3,230	2,930	2,630
在建工程	1,533	1,305	1,605	1,855	2,105
无形资产	350	341	432	542	678
其他长期资产	761	1,693	1,693	1,693	1,693
资产总计	27,556	34,730	42,141	49,807	58,311
流动负债	2,473	3,772	3,650	4,369	5,374
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,512	1,433	2,243	2,685	3,309
其他流动负债	961	2,339	1,406	1,684	2,065
非流动负债	146	171	171	171	171
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	146	171	171	171	171
负债合计	2,619	3,943	3,821	4,540	5,545
股本	4,423	5,332	6,397	6,397	6,397
资本公积	1,663	3,143	3,143	3,143	3,143
留存收益	19,103	23,530	30,019	36,993	44,524
归属母公司股东权益	24,775	30,504	38,060	45,034	52,564
少数股东权益	162	283	260	233	202
负债和股东权益	27,556	34,730	42,141	49,807	58,311

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,817	3,432	3,169	7,537	8,830
净利润	5,326	6,309	7,467	8,947	10,499
折旧摊销	646	476	559	610	614
营运资金变动	-1,874	-3,023	-4,635	-1,879	-2,077
其它	-281	-329	-222	-141	-206
投资活动现金流	-1,945	1,798	-678	-529	-494
资本支出	-560	-551	-1,100	-870	-900
投资变动	-1,693	2,007	0	0	0
其他	307	341	422	341	406
筹资活动现金流	-719	291	66	-2,000	-3,000
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	97	1,320	1,066	0	0
其他	-816	-1,029	-1,000	-2,000	-3,000
现金净增加额	1,165	5,432	2,557	5,008	5,336
期初现金余额	3,866	5,031	10,805	13,362	18,370
期末现金余额	5,031	10,463	13,362	18,370	23,705

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	33.7%	19.1%	26.9%	21.1%	19.1%
营业利润增长	33.8%	13.9%	21.3%	19.4%	17.0%
归母净利润增长	31.1%	18.8%	18.4%	19.8%	17.3%
获利能力					
毛利率	87.5%	87.9%	88.1%	88.3%	87.8%
净利率	22.9%	22.7%	21.2%	21.0%	20.7%
ROE	21.5%	20.7%	19.7%	19.9%	20.0%
ROIC	19.4%	18.6%	18.0%	18.4%	18.4%
偿债能力					
资产负债率	9.5%	11.4%	9.1%	9.1%	9.5%
净负债比率	10.5%	12.8%	10.0%	10.0%	10.5%
流动比率	9.02	7.44	9.62	9.78	9.52
速动比率	8.13	6.82	8.77	8.92	8.65
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.80	0.84	0.86	0.87
应收账款周转率	4.75	5.47	4.87	4.87	4.87
存货周转率	14.49	15.60	15.35	15.56	14.94
每股指标 (元)					
每股收益	1.20	1.19	1.17	1.40	1.65
每股经营现金流	0.86	0.64	0.50	1.18	1.38
每股净资产	5.60	5.72	5.95	7.04	8.22
估值比率					
P/E	72.65	93.91	47.66	39.78	33.90
P/B	15.62	19.48	9.38	7.93	6.79
EV/EBITDA	62.19	86.49	41.82	34.27	29.24

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,289	27,735	35,190	42,603	50,741
营业成本	2,913	3,349	4,184	4,998	6,198
营业税金及附加	216	257	352	426	507
销售费用	8,525	9,803	12,440	15,030	17,891
管理费用	2,241	3,067	3,677	4,443	5,287
研发费用	3,896	4,989	6,880	8,435	10,072
财务费用	-134	-182	-242	-317	-421
资产减值损失	-5	-7	0	0	0
公允价值变动收益	38	16	0	0	0
投资净收益	309	341	422	341	406
营业利润	6,150	7,007	8,497	10,141	11,866
营业外收支	-94	-112	-200	-200	-200
利润总额	6,056	6,895	8,297	9,941	11,666
所得税	729	587	830	994	1,167
净利润	5,326	6,309	7,467	8,947	10,499
少数股东损益	-2	-19	-22	-27	-31
归属母公司净利润	5,328	6,328	7,490	8,974	10,531
EBITDA	6,143	6,746	8,216	9,880	11,399
EPS (元)	1.20	1.19	1.17	1.40	1.65

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。