

仿制药及 PD1 承压，加码国内外管线布局

——恒瑞医药 2021 年中报点评

事件：

8月19日，公司公告2021年半年报，报告期内实现营收132.98亿元，同比增长17.58%，实现归母净利润26.68亿元，同比增长0.21%，扣非后归母净利润26.47亿元，同比增长3.31%。

国元观点：

● 整体业绩保持平稳，费用控制较好

根据公司公告，2021H1公司营业收入与归母净利润分别同比增长17.58%及0.21%。Q2单季度公司实现营收63.68亿元，同比增长10.15%，实现归母净利润11.71亿元，同比下降13.03%。报告期内费用控制良好，销售费用率为35.08%（-0.54pct），管理费用率为8.75%（-0.57pct）。报告期计提股权激励费用3.65亿元，剔除股权激励费用影响后，报告期归母净利润同比增长10.51%，扣非后归母净利润同比增长13.96%。

● 仿制药及 PD1 承压，创新药稳步增长

21H1利润端增速放缓的主要是由于仿制药销售的下滑，第三批集采涉及的6个药品销售收入环比下滑57%，同时卡瑞利珠单抗自3月起开始执行医保谈判价格（降幅达85%），造成卡瑞利珠单抗环比出现负增长。公司创新药板块销售收入稳步增加，21H1公司创新药实现销售收入52.07亿元，同比增长43.80%，占整体销售收入的比重为39.15%，随着创新药产品的大力推广与后续创新药管线的陆续兑现，公司有望进一步实现创新转型，为公司业绩的增长添加新的动力。

● 研发管线稳步推进，加码海外战略布局

公司持续增加研发投入，21H1累计研发投入25.81亿元（+38.48%），占销售收入的比重达19.41%，有力地支持了公司的项目研发和创新发展。报告期内，公司共有5个创新药、9个仿制药获得生产批件，取得临床批件41个，一致性评价批件10个。公司继续加码海外战略布局，报告期内公司海外研发支出共计6.43亿元，获得FDA临床批件3项，包括氟唑帕利（III期），卡瑞利珠单抗（II期）研究以及HR17031注射液（I期），首个国际多中心III期临床研究（卡瑞利珠单抗联合治疗晚期肝癌）也已完成海外入组，并启动了美国FDA BLA/NDA 递交前的准备工作。公司在稳步推进国内管线的同时，加码海外战略布局，有望在未来实现国际化转型。

● 投资建议与盈利预测

公司虽然面临仿制药及PD1的短期承压，但随着创新药管线逐渐进入收获期，作为国内创新药龙头依旧有望借助医保和适应症扩大增厚业绩，海外突破亦稳步进行。我们预计公司21-23年实现归母净利润为67.73/81.16/97.74亿元，EPS分别为1.06/1.27/1.53元，对应PE分别为46/38/32倍。考虑到公司为行业龙头，创新药稀缺标的，长期管线实力将逐步显现，维持“买入”评级。

风险提示

新产品临床和审批不及预期；医保产品放量不及预期；带量采购、医保谈判降幅超过预期；带量采购品种放量不及预期；医保控费超过预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23288.58	27734.60	32503.26	39621.94	47788.30
收入同比(%)	33.70	19.09	17.19	21.90	20.61
归母净利润(百万元)	5328.03	6328.38	6772.82	8116.11	9774.38
归母净利润同比(%)	31.05	18.78	7.02	19.83	20.43
ROE(%)	21.51	20.75	17.96	18.20	18.47
每股收益(元)	0.83	0.99	1.06	1.27	1.53
市盈率(P/E)	58.19	48.99	45.78	38.20	31.72

资料来源：Wind，国元证券研究所

买入|维持

当前价：53.84元

基本数据

52周最高/最低价(元)：115.01/54.38

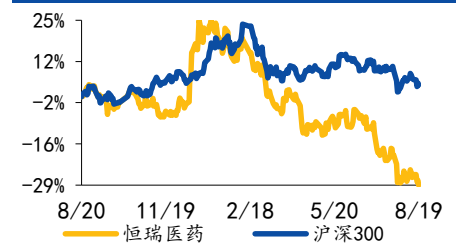
A股流通股(百万股)：6367.52

A股总股本(百万股)：6397.48

流通市值(百万元)：350149.79

总市值(百万元)：351797.29

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-恒瑞医药(600276)2020年报及2021Q1季报点评：业绩逐渐回暖，医保放量可期》
2021.4.20

《国元证券公司研究-恒瑞医药(600276)2020年三季报点评：Q3业绩加速回升，基本符合预期》
2020.10.20

《国元证券公司研究-恒瑞医药(600276)2020年中报点评：疫情不改业绩恢复趋势，股权激励彰显信心》
2020.08.03

报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 张俊

电话 021-51097188

邮箱 zhangjun_sh@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	22311.30	28050.04	35891.48	43449.99	52659.03
现金	5043.65	10804.67	15797.19	21922.95	28005.07
应收账款	4906.25	5073.69	6428.70	7725.49	9266.51
其他应收款	894.38	651.15	1116.46	1245.57	1485.86
预付账款	591.16	562.11	804.04	921.86	1083.02
存货	1606.81	1778.06	2187.74	2630.55	3091.40
其他流动资产	9269.07	9180.35	9557.35	9003.56	9727.19
非流动资产	5245.17	6679.55	5899.48	5647.42	5262.88
长期投资	60.00	60.00	50.17	55.08	54.26
固定资产	2541.97	3280.17	3854.30	3684.48	3310.05
无形资产	349.76	341.25	353.14	355.32	360.62
其他非流动资产	2293.44	2998.13	1641.86	1552.53	1537.95
资产总计	27556.48	34729.59	41790.95	49097.40	57921.91
流动负债	2472.63	3771.59	3678.67	4093.55	4615.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1289.25	1326.25	1858.16	2122.04	2505.83
其他流动负债	1183.39	2445.35	1820.51	1971.51	2109.42
非流动负债	146.31	170.99	134.01	150.24	151.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	146.31	170.99	134.01	150.24	151.02
负债合计	2618.95	3942.59	3812.69	4243.79	4766.27
少数股东权益	162.20	282.70	270.24	253.93	233.03
股本	4422.81	5331.72	6398.06	6398.06	6398.06
资本公积	1662.97	3142.83	3142.83	3142.83	3142.83
留存收益	19102.85	23529.65	28169.78	35059.10	43384.30
归属母公司股东权益	24775.32	30504.30	37708.03	44599.68	52922.61
负债和股东权益	27556.48	34729.59	41790.95	49097.40	57921.91

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3816.83	3431.93	5269.56	6219.63	6640.11
净利润	5326.45	6308.89	6760.36	8099.80	9753.47
折旧摊销	645.84	475.66	655.51	802.55	889.22
财务费用	-133.82	-181.74	-550.66	-780.81	-1033.51
投资损失	-309.27	-341.42	-315.13	-322.92	-323.40
营运资金变动	-2056.68	-3437.89	-2038.91	-1400.09	-2558.65
其他经营现金流	344.31	608.44	758.38	-178.90	-87.03
投资活动现金流	-1945.44	1797.83	-1258.60	349.78	-140.05
资本支出	561.35	554.33	546.00	273.00	318.50
长期投资	1692.65	-2007.18	15.94	-7.97	1.33
其他投资现金流	308.56	344.98	-696.66	614.81	179.77
筹资活动现金流	-718.51	291.19	981.56	-443.64	-417.94
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	736.95	908.90	1066.34	0.00	0.00
资本公积增加	184.22	1479.85	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1639.68	-2097.57	-84.78	-443.64	-417.94
现金净增加额	1165.19	5431.87	4992.52	6125.76	6082.12

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23288.58	27734.60	32503.26	39621.94	47788.30
营业成本	2912.94	3348.69	4183.53	4959.62	5854.85
营业税金及附加	216.34	256.96	324.86	381.71	463.20
营业费用	8524.97	9802.52	11863.69	14858.23	18398.50
管理费用	2241.18	3066.66	3575.36	4358.41	5256.71
研发费用	3896.34	4988.96	6036.64	7304.33	8473.03
财务费用	-133.82	-181.74	-550.66	-780.81	-1033.51
资产减值损失	-5.47	-7.28	-5.75	-10.96	-7.36
公允价值变动收益	37.53	16.50	0.00	0.00	0.00
投资净收益	309.27	341.42	315.13	322.92	323.40
营业利润	6149.68	7007.07	7594.74	9080.52	10911.79
营业外收入	0.81	1.07	0.98	1.01	1.00
营业外支出	94.73	112.66	106.68	108.68	108.01
利润总额	6055.76	6895.48	7489.04	8972.86	10804.78
所得税	729.31	586.59	728.68	873.06	1051.30
净利润	5326.45	6308.89	6760.36	8099.80	9753.47
少数股东损益	-1.58	-19.49	-12.46	-16.31	-20.90
归属母公司净利润	5328.03	6328.38	6772.82	8116.11	9774.38
EBITDA	6661.70	7300.99	7699.60	9102.27	10767.50
EPS (元)	1.20	1.19	1.06	1.27	1.53

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	33.70	19.09	17.19	21.90	20.61
营业利润(%)	33.79	13.94	8.39	19.56	20.17
归属母公司净利润(%)	31.05	18.78	7.02	19.83	20.43
获利能力					
毛利率(%)	87.49	87.93	87.13	87.48	87.75
净利率(%)	22.88	22.82	20.84	20.48	20.45
ROE(%)	21.51	20.75	17.96	18.20	18.47
ROIC(%)	48.06	47.43	41.98	46.63	49.28
偿债能力					
资产负债率(%)	9.50	11.35	9.12	8.64	8.23
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	9.02	7.44	9.76	10.61	11.41
速动比率	8.37	6.96	9.16	9.97	10.73
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.89	0.85	0.87	0.89
应收账款周转率	5.29	5.48	5.57	5.52	5.54
应付账款周转率	2.18	2.56	2.63	2.49	2.53
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.99	1.06	1.27	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.54	0.82	0.97	1.04
每股净资产(最新摊薄)	3.87	4.77	5.89	6.97	8.27
估值比率					
P/E	58.19	48.99	45.78	38.20	31.72
P/B	12.51	10.16	8.22	6.95	5.86
EV/EBITDA	44.10	40.24	38.16	32.28	27.29

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188