

## 公司研究

## 集采等因素拖累短期业绩，创新与国际化布局持续推进

## ——恒瑞医药（600276.SH）2021年半年报点评

## 增持（维持）

当前价：48.46元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebcn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

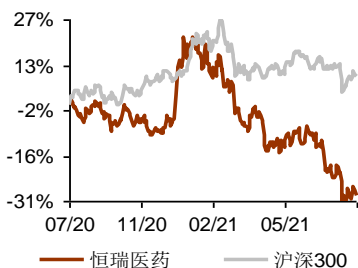
010-57378027

wangmingrui@ebcn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	63.97
总市值(亿元):	3100.22
一年最低/最高(元):	58.29/116.87
近3月换手率:	47.61%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.58	0.84	-9.32
绝对	-5.41	-5.41	-5.41

资料来源：Wind

## 相关研报

海曲泊帕乙醇胺获批上市，创新药梯队日益壮大——恒瑞医药（600276.SH）事件点评（2021-06-18）

创新药成为新增长动力，创新+国际化打造跨国制药集团——恒瑞医药（600276.SH）2020年报&2021年一季报点评（2021-04-21）

## 要点

## 事件：

公司发布2021年中报，营业收入132.98亿元，同比+17.58%；归母净利润26.68亿元，同比+0.21%；扣非归母净利润26.47亿元，同比+3.31%；经营性净现金流14.98亿元，同比-55.63%。EPS 0.42元。业绩低于市场预期。

## 点评：

## 集采、PD-1降价、研发投入造成短期业绩压力，创新成果开始成为新的增长动力：

2021Q1~Q2，公司单季度营业收入分别为69.29/63.68亿元，同比+25.37%/10.15%；归母净利润14.97/11.71亿元，同比+13.77%/-13.03%；扣非归母净利润14.71/11.76亿元，同比+15.27%/-8.56%。收入增速不佳的主要原因估计是2020年11月开始执行的第三批集采涉及的6个药品，2021H1销售收入环比下滑57%；另一方面，主要产品卡瑞利珠单抗自2021年3月1日起开始执行医保谈判价格，降幅达85%，加上产品进院难、各地医保执行时间不一等诸多问题，造成卡瑞利珠单抗销售收入环比负增长；并且公司持续大力投入研发，2021H1研发投入25.81亿元，同比增长38.48%，研发投入占销售收入的比重达到19.41%，同比提升2.93pp，导致利润增长压力较大。经营性净现金流下降的主要原因为支付的研发、人工成本、材料款项增加以及客户采用承兑票据结算增多导致现金流入放缓，随着后续销售回款，公司现金流状况有望得到改善。虽然销售收入与利润表现增速不佳，但公司的业务结构明显呈现创新转型优化的趋势，2021H1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%，创新成果的逐步收获对公司业绩增长起到了拉动作用，随着仿制药的存量业务压力释放，公司有望轻装上阵，迈入创新驱动增长的全新阶段。

## 创新药步入丰收期，产品梯队日益壮大：

目前公司在国内外共开展240多个临床项目，其中包括国际多中心临床23个；2021H1公司取得创新药制剂生产批件5个、仿制药制剂生产批件9个，取得药品临床批件41个。取得10个品种的一致性评价批件，完成2种产品的一致性评价申报工作；提交国内新申请专利131件、国际PCT新申请39件，获得国内授权64件、国外授权59件。部分创新药产品的研发进展情况为：

- 卡瑞利珠单抗：2021H1新获批上市适应症包括鼻咽癌二线后单药治疗、鼻咽癌一线联合治疗，新申报上市的适应症包括晚期食管癌一线治疗、晚期鳞状非小细胞肺癌一线治疗；该产品于2021年获得FDA的孤儿药资格认证（晚期肝癌）；
- 吡咯替尼：2021年6月用于早期或局部晚期HER2阳性乳腺癌新辅助治疗III期临床研究达到主要终点，总体病理完全缓解率（tpCR）达到方案预设的优效标准；
- 氟唑帕利：2021年6月批准增加适应症用于复发性卵巢癌含铂治疗后的维持治疗；
- 海曲泊帕乙醇胺：2021年6月获批上市，用于重型再生障碍性贫血、原发性免疫性血小板减少症；
- 甲苯磺酸瑞马唑仑：2021年3月用于支气管镜诊疗镇静的适应症申报上市

- 磷酸瑞格列汀：2021年3月完成现场核查；
- 脯氨酸恒格列净：2021年4月完成现场核查；
- SHR6390 (CDK4/6 抑制剂)：2021年4月申报上市，并纳入优先审评(联合氟维司群用于 HR 阳性，HER2 阴性的经内分泌治疗后进展的复发或转移性乳腺癌)；

**加大国际化战略实施力度，从中国新迈向全球新：**2021H1 公司海外研发支出共计 6.43 亿元，打造国际化的临床研发团队、布局创新药物国际临床试验的步伐不断加速。目前，公司海外研发团队共计 136 人，其中美国团队 95 人，欧洲团队 31 人。海外团队主要成员均是来自罗氏、诺华、辉瑞以及默克等知名药企的中高层人才，拥有丰富的全球化研发经验。2021H1 公司共开展 23 项国际临床试验，其中国际多中心 III 期项目 7 项，涉及肿瘤项目 9 项，非肿瘤项目 14 项，并有 10 余项研究处于准备阶段，共启动 86 家海外中心。公司首个国际多中心 III 期临床研究——卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼治疗晚期肝癌国际多中心 III 期研究已完成海外入组，并启动了美国 FDA BLA/NDA 递交前的准备工作。随着全球化研发布局逐步成型，未来公司将逐步从“中国新”迈向“全球新”，有望成长为具备国际竞争力的跨国制药大平台。

**盈利预测、估值与评级：**由于 2021H1 业绩低于我们此前的预期，并且集采和研发投入仍将对公司未来的业绩造成一定压力，下调公司 2021-2023 年归母净利润预测为 69.07/80.21/96.65 亿元（原预测为 78.75/95.99/114.39 亿元，分别下调 12%/16%/16%），同比+9.15%/16.12%/20.50%，对应 EPS 分别为 1.08/1.25/1.51 元，现价对应 PE 为 45/39/32 倍，维持“增持”评级。

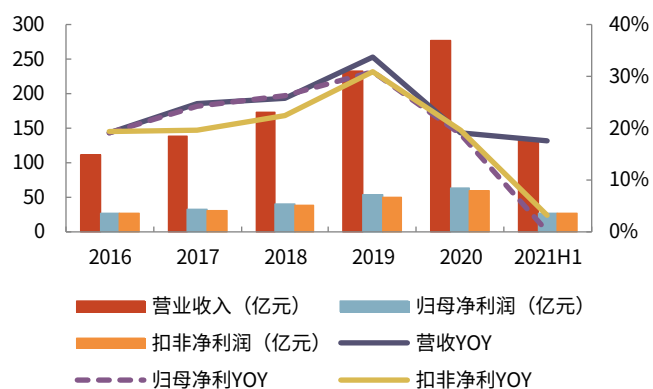
**风险提示：**药品降价超预期的风险；新品审批进度不达预期；创新药研发失败的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	23,289	27,735	31,403	37,154	43,248
营业收入增长率	33.70%	19.09%	13.23%	18.31%	16.40%
净利润 (百万元)	5,328	6,328	6,907	8,021	9,665
净利润增长率	31.05%	18.78%	9.15%	16.12%	20.50%
EPS (元)	1.20	1.19	1.08	1.25	1.51
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.51%	20.75%	19.00%	18.62%	18.86%
P/E	40	41	45	39	32
P/B	8.7	8.5	8.5	7.2	6.0

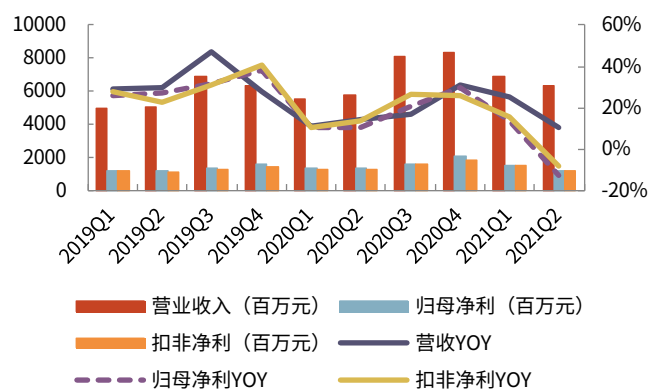
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-20 (2019.12.31 总股本为 4,422,814,197 股，2020 年因注销回购股份、送股、股权激励股本变动为 5,331,717,041 股，2021 年因注销回购股份、送股导致股本变动为 6,397,477,594 股)

图 1：公司 2016-2021H1 收入利润情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 2：公司 2019-2021Q2 单季度收入利润情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,289	27,735	31,403	37,154	43,248
营业成本	2,913	3,349	3,810	4,676	5,709
折旧和摊销	619	448	418	453	487
税金及附加	216	257	337	398	463
销售费用	8,525	9,803	10,849	13,155	15,361
管理费用	2,241	3,067	3,317	3,541	3,701
研发费用	3,896	4,989	6,030	7,157	8,062
财务费用	-134	-182	-130	-169	-221
投资收益	309	341	300	300	300
营业利润	6,150	7,007	7,772	8,986	10,812
利润总额	6,056	6,895	7,671	8,908	10,734
所得税	729	587	774	899	1,084
净利润	5,326	6,309	6,897	8,009	9,650
少数股东损益	-2	-19	-10	-12	-14
归属母公司净利润	5,328	6,328	6,907	8,021	9,665
EPS (元)	1.20	1.19	1.08	1.25	1.51

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,817	3,432	3,371	5,955	7,481
净利润	5,328	6,328	6,907	8,021	9,665
折旧摊销	619	448	418	453	487
净营运资金增加	-3,788	2,800	4,564	3,599	3,807
其他	1,658	-6,145	-8,518	-6,117	-6,478
投资活动产生现金流	-1,945	1,798	1,151	-316	-291
净资本支出	-560	-551	-550	-550	-550
长期投资变化	60	60	0	0	0
其他资产变化	-1,445	2,289	1,701	234	259
融资活动现金流	-719	291	-912	-1,079	-1,232
股本变化	737	909	1,066	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	55	1,324	-310	678	801
净现金流	1,165	5,432	3,610	4,560	5,958

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	87.5%	87.9%	87.9%	87.4%	86.8%
EBITDA 率	27.2%	25.1%	24.6%	24.2%	25.0%
EBIT 率	24.4%	23.4%	23.3%	23.0%	23.8%
税前净利润率	26.0%	24.9%	24.4%	24.0%	24.8%
归母净利润率	22.9%	22.8%	22.0%	21.6%	22.3%
ROA	19.3%	18.2%	17.1%	16.8%	17.0%
ROE (摊薄)	21.5%	20.7%	19.0%	18.6%	18.9%
经营性 ROIC	29.1%	28.9%	26.1%	26.5%	28.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	10%	11%	9%	9%	9%
流动比率	9.02	7.44	10.11	10.31	10.51
速动比率	8.37	6.97	9.55	9.72	9.91
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

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	27,556	34,730	40,251	47,651	56,608
货币资金	5,044	10,805	14,415	18,975	24,932
交易性金融资产	8,520	5,628	5,628	5,628	5,628
应收帐款	4,906	5,074	6,386	7,555	8,794
应收票据	529	0	634	750	873
其他应收款 (合计)	894	651	1,228	1,453	1,691
存货	1,607	1,778	1,940	2,383	2,913
其他流动资产	221	3,552	3,879	4,390	4,932
流动资产合计	22,311	28,050	34,888	42,091	50,932
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	60	60	60	60	60
固定资产	2,542	3,280	3,385	3,441	3,455
在建工程	1,533	1,305	1,241	1,193	1,158
无形资产	350	341	384	426	467
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	5,245	6,680	5,362	5,560	5,677
总负债	2,619	3,943	3,633	4,311	5,113
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,289	1,326	1,816	2,229	2,722
应付票据	0	106	52	63	78
预收账款	223	0	234	277	323
其他流动负债	0	8	10	14	18
流动负债合计	2,473	3,772	3,449	4,083	4,844
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	122	141	166	204	244
非流动负债合计	146	171	184	228	268
股东权益	24,938	30,787	36,618	43,339	51,496
股本	4,423	5,332	6,397	6,397	6,397
公积金	4,218	5,828	6,342	6,342	6,342
未分配利润	16,548	20,844	25,105	31,839	40,010
归属母公司权益	24,775	30,504	36,345	43,079	51,250
少数股东权益	162	283	272	260	246

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	36.61%	35.34%	34.55%	35.41%	35.52%
管理费用率	9.62%	11.06%	10.56%	9.53%	8.56%
财务费用率	-0.57%	-0.66%	-0.41%	-0.46%	-0.51%
研发费用率	16.73%	17.99%	19.20%	19.26%	18.64%
所得税率	12%	9%	10%	10%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.23	0.20	0.20	0.23	0.28
每股经营现金流	0.86	0.64	0.53	0.93	1.17
每股净资产	5.60	5.72	5.68	6.73	8.01
每股销售收入	5.27	5.20	4.91	5.81	6.76

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	40	41	45	39	32
PB	8.7	8.5	8.5	7.2	6.0
EV/EBITDA	32.9	36.1	38.7	32.9	27.0
股息率	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%

## 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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE