

# 恒瑞医药 (600276)

证券研究报告

2021年08月20日

## 创新药多点开花，国际化渐入佳境

### 事件：

8月20日，公司发布2021年半年报，2021年上半年实现营业收入132.98亿元，同比增长17.58%；归母净利润26.68亿元，同比增长0.21%；扣非归母净利润26.47亿元，同比增长3.31%。其中报告期间计提股权激励费用3.65亿元，如剔除后则归母净利润和扣非归母净利润同比增长10.51%和13.96%。2021年上半年业绩低于市场预期，主要系：1) 研发费用增加，2021年上半年同比增加38.48%，费用率为19.41%；2) 卡瑞利珠单抗开始执行医保价格，受降价+进院困难拖累，报告期间收入环比负增长；3) 第三批集采品种收入环比下降57%。

### 点评：

#### 创新药物迎来丰收，未来值得期待

公司2021年上半年创新药实现收入52.07亿元，同比增加43.80%，占比达39.15%。创新产品陆续迎来丰收：抗肿瘤新药氟唑帕利新增“复发性卵巢癌维持治疗”适应症，PD-1单抗SHR-1201新增“一线、二线及以上鼻咽癌”适应症，贝伐珠单抗治疗“一线非鳞非小细胞肺癌”获批；海曲泊帕乙醇胺新增“免疫性血小板减少症/再生障碍性贫血”适应症。公司有多款创新药物处于NDA及III期阶段，创新药蓄势待发，未来值得期待。

#### 夯实创新平台建设，实现多疾病领域协同发展

大分子平台建设日趋成熟，其中：双特异性抗体药物SHR1701(PD-L1/TGF-β)进入临床III期；7款ADC药物报产，2款进入临床；此外，公司还形成了PROTAC、mRNA技术平台。小分子平台推陈出新，其中：CDK4/6已报产、雄激素受体拮抗剂、JAK1抑制剂等迎来主要临床终点。基于可持续的研发实力，公司已在肿瘤、自身免疫、糖尿病、代谢、神经系统疾病等多个领域形成产品梯队，实现多疾病领域协同发展。

#### 海外战略渐入佳境，国际进程扬帆起航

公司已打造了一支136人的海外研发团队，成员拥有丰富的研发经验。2021年上半年，公司共开展23项全球临床试验，其中国际多中心III期7项，获得FDA临床批件3项。卡瑞利珠单抗联用阿帕替尼的国际多中心III期临床已完成海外临床入组，治疗肝细胞癌获得FDA“孤儿药”资格认证，并已启动在美国的BLA/NDA申报工作。

#### 估值与评级

公司作为行业龙头，拥有优秀的研发实力。考虑到卡瑞利珠单抗纳入医保后大幅降价以及第五批集采影响，将盈利预测由2021~2022年78.60/94.72亿元，下调至71.10/83.15亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**临床进度不达预期，产品销售不达预期，公司人事变动风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,288.58	27,734.60	32,705.79	38,602.89	46,769.61
增长率(%)	33.70	19.09	17.92	18.03	21.16
EBITDA(百万元)	10,363.94	12,073.36	8,332.09	9,716.75	11,679.84
净利润(百万元)	5,328.03	6,328.38	7,110.21	8,314.78	10,036.73
增长率(%)	31.05	18.78	12.35	16.94	20.71
EPS(元/股)	0.83	0.99	1.11	1.30	1.57
市盈率(P/E)	58.19	48.99	43.60	37.29	30.89
市净率(P/B)	12.51	10.16	7.92	6.76	5.75
市销率(P/S)	13.31	11.18	9.48	8.03	6.63
EV/EBITDA	35.98	47.74	34.71	28.38	23.65

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	48.46元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	6,397.48
流通A股股本(百万股)	6,367.52
A股总市值(百万元)	310,021.76
流通A股市值(百万元)	308,569.90
每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	9.79
一年内最高/最低(元)	116.87/48.46

### 作者

**杨松** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

**戴爽** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516110005  
daishuang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《恒瑞医药-公司点评:2020年业绩符合预期，PD-1单抗快速放量在即》2021-04-25
- 《恒瑞医药-季报点评:三季度业绩继续环比改善，创新+国际化持续推进》2020-10-20
- 《恒瑞医药-半年报点评:上半年逐季环比改善现金流大幅增长，创新研发持续兑现》2020-08-03

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,043.65	10,804.67	14,595.41	27,822.22	27,290.51	营业收入	23,288.58	27,734.60	32,705.79	38,602.89	46,769.61
应收票据及应收账款	5,434.80	5,073.69	9,064.04	4,680.59	11,971.81	营业成本	2,912.94	3,348.69	3,761.17	4,400.73	5,284.97
预付账款	591.16	562.11	851.72	789.08	1,136.67	营业税金及附加	216.34	256.96	303.02	357.65	433.32
存货	1,606.81	1,778.06	1,601.87	2,527.25	2,263.93	营业费用	8,524.97	9,802.52	11,447.03	13,433.81	16,275.82
其他	9,634.89	9,831.50	10,910.99	9,126.26	10,863.54	管理费用	2,241.18	3,066.66	3,172.46	3,667.27	4,349.57
<b>流动资产合计</b>	<b>22,311.30</b>	<b>28,050.04</b>	<b>37,024.03</b>	<b>44,945.39</b>	<b>53,526.45</b>	研发费用	3,896.34	4,988.96	6,148.69	7,527.56	9,260.38
长期股权投资	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00	财务费用	(133.82)	(181.74)	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,541.97	3,280.17	3,671.80	3,859.03	3,910.63	资产减值损失	(5.47)	(7.28)	4.20	(2.85)	(1.98)
在建工程	1,532.83	1,305.07	819.04	539.42	353.65	公允价值变动收益	37.53	16.50	0.00	0.00	0.00
无形资产	349.76	341.25	332.34	323.43	314.51	投资净收益	309.27	341.42	299.54	316.75	319.24
其他	760.61	1,693.06	904.72	1,082.71	1,165.71	其他	(860.38)	(905.16)	(599.09)	(633.49)	(638.48)
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,245.17</b>	<b>6,679.55</b>	<b>5,787.90</b>	<b>5,864.60</b>	<b>5,804.52</b>	<b>营业利润</b>	<b>6,149.68</b>	<b>7,007.07</b>	<b>8,168.78</b>	<b>9,535.46</b>	<b>11,486.76</b>
<b>资产总计</b>	<b>27,556.48</b>	<b>34,729.59</b>	<b>42,811.93</b>	<b>50,809.99</b>	<b>59,330.97</b>	营业外收入	0.81	1.07	0.77	0.88	0.91
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	94.73	112.66	101.79	103.06	105.84
应付票据及应付账款	1,289.25	1,432.73	1,891.65	1,952.59	2,575.33	<b>利润总额</b>	<b>6,055.76</b>	<b>6,895.48</b>	<b>8,067.75</b>	<b>9,433.28</b>	<b>11,381.83</b>
其他	1,183.39	2,338.86	1,368.78	2,606.26	2,444.83	所得税	729.31	586.59	968.13	1,131.99	1,365.82
<b>流动负债合计</b>	<b>2,472.63</b>	<b>3,771.59</b>	<b>3,260.43</b>	<b>4,558.85</b>	<b>5,020.16</b>	<b>净利润</b>	<b>5,326.45</b>	<b>6,308.89</b>	<b>7,099.62</b>	<b>8,301.29</b>	<b>10,016.01</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.58)	(19.49)	(10.59)	(13.49)	(20.72)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5,328.03</b>	<b>6,328.38</b>	<b>7,110.21</b>	<b>8,314.78</b>	<b>10,036.73</b>
其他	146.31	170.99	129.06	148.79	149.61	每股收益(元)	0.83	0.99	1.11	1.30	1.57
<b>非流动负债合计</b>	<b>146.31</b>	<b>170.99</b>	<b>129.06</b>	<b>148.79</b>	<b>149.61</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,618.95</b>	<b>3,942.59</b>	<b>3,389.49</b>	<b>4,707.64</b>	<b>5,169.77</b>						
少数股东权益	162.20	282.70	272.11	258.61	237.89	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	4,422.81	5,331.72	6,397.48	6,397.48	6,397.48	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,662.97	3,142.83	3,499.50	3,499.50	3,499.50	营业收入	33.70%	19.09%	17.92%	18.03%	21.16%
留存收益	20,765.82	26,672.47	32,752.86	39,446.26	47,525.83	营业利润	33.79%	13.94%	16.58%	16.73%	20.46%
其他	(2,076.29)	(4,642.71)	(3,499.50)	(3,499.50)	(3,499.50)	归属于母公司净利润	31.05%	18.78%	12.35%	16.94%	20.71%
<b>股东权益合计</b>	<b>24,937.53</b>	<b>30,787.00</b>	<b>39,422.45</b>	<b>46,102.35</b>	<b>54,161.20</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>27,556.48</b>	<b>34,729.59</b>	<b>42,811.93</b>	<b>50,809.99</b>	<b>59,330.97</b>	毛利率	87.49%	87.93%	88.50%	88.60%	88.70%
						净利率	22.88%	22.82%	21.74%	21.54%	21.46%
						ROE	21.51%	20.75%	18.16%	18.14%	18.61%
						ROIC	33.97%	58.84%	56.78%	45.87%	87.37%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	9.50%	11.35%	7.92%	9.27%	8.71%
						净负债率	-20.23%	-35.09%	-37.02%	-60.35%	-50.39%
						流动比率	9.02	7.44	11.36	9.86	10.66
						速动比率	8.37	6.97	10.86	9.30	10.21
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.72	5.28	4.63	5.62	5.62
						存货周转率	17.66	16.39	19.35	18.70	19.52
						总资产周转率	0.93	0.89	0.84	0.82	0.85
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.83	0.99	1.11	1.30	1.57
						每股经营现金流	0.60	0.54	0.32	2.28	0.18
						每股净资产	3.87	4.77	6.12	7.17	8.43
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	58.19	48.99	43.60	37.29	30.89
						市净率	12.51	10.16	7.92	6.76	5.75
						EV/EBITDA	35.98	47.74	34.71	28.38	23.65
						EV/EBIT	38.27	49.59	35.40	28.92	24.04

  

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5,326.45	6,308.89	7,110.21	8,314.78	10,036.73
折旧摊销	645.84	475.66	163.31	181.29	193.08
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	(309.27)	(341.42)	(299.54)	(316.75)	(319.24)
营运资金变动	4,533.90	(7,318.10)	(4,948.02)	6,445.61	(8,733.63)
其它	(6,380.09)	4,306.90	(10.59)	(13.49)	(20.72)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,816.83</b>	<b>3,431.93</b>	<b>2,015.37</b>	<b>14,611.44</b>	<b>1,156.22</b>
资本支出	1,066.93	925.64	101.94	60.27	49.18
长期投资	59.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(3,071.37)	872.19	137.60	176.48	220.06
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,945.44)</b>	<b>1,797.83</b>	<b>239.54</b>	<b>236.75</b>	<b>269.24</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,285.35	1,483.92	2,922.32	0.00	0.00
其他	(2,003.86)	(1,192.74)	(1,386.49)	(1,621.38)	(1,957.16)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(718.51)</b>	<b>291.19</b>	<b>1,535.83</b>	<b>(1,621.38)</b>	<b>(1,957.16)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,152.88</b>	<b>5,520.95</b>	<b>3,790.74</b>	<b>13,226.81</b>	<b>(531.70)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com