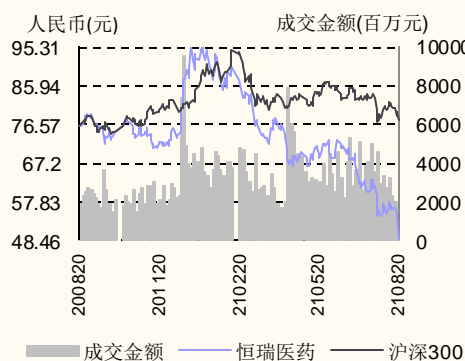


市场价格 (人民币): 48.46 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	63.97
已上市流通 A 股(亿股)	63.68
总市值(亿元)	3,100.22
年内股价最高最低(元)	95.61/48.46
沪深 300 指数	4769
上证指数	3427



## 相关报告

- 1.《创新药快速增长，研发投入不断增强-恒瑞医药 2020 年报及 2021 Q1 点评》，2021.4.21
- 2.《氟唑帕利获批，各项研发进展顺利-恒瑞医药公司点评》，2020.12.16
- 3.《增速稳健业绩符合预期，各项研发顺利进行-恒瑞医药 2020Q3...》，2020.10.19

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002  
(8621)60870953  
wang\_ban@gjzq.com.cn

## 研发投入加大，国际化进程提速

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,289	27,735	31,985	36,352	43,265
营业收入增长率	33.70%	19.09%	15.33%	13.65%	19.02%
归母净利润(百万元)	5,328	6,328	6,992	8,016	9,659
归母净利润增长率	31.05%	18.78%	10.48%	14.65%	20.50%
摊薄每股收益(元)	1.205	1.187	1.311	1.504	1.812
每股经营性现金流净额	0.86	0.64	1.62	1.35	1.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.51%	20.75%	19.48%	19.43%	20.02%
P/E	72.65	93.91	36.95	32.23	26.75
P/B	15.62	19.48	7.20	6.26	5.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩及简评

- 8月20日，公司发布2021年半年报，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%；扣非后归母净利润26.47亿元，同比增长3.31%。业绩略低于预期。

## 经营分析

- **仿制药承压，卡瑞利珠单抗销售略低于预期：**受到国家和地方带量采购的影响，公司仿制药销售环比出现一定程度下滑；另一方面，医保降价85%，加上产品进院和各地医保执行时间不一致等因素造成卡瑞利珠单抗销售情况略低于预期。
- **不断发力国际化战略，加速公司产品出海。**2021年上半年，公司海外研发支出6.43亿元，不断加大出海力度。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。
- **研发投入不断加大，研发平台能力持续提升，看好后续的新突破：**2021年上半年，公司累计研发投入25.81亿元，同比增长38.48%，综合研发实力不断提升。公司建立了一批具有自主知识产权的新技术平台，如蛋白水解靶向嵌合物 (PROTAC)、分子胶、抗体药物偶联物 (ADC)、双/多特异性抗体、基因治疗、mRNA、生物信息学、转化医学等。其中，已有2个新型、具有差异化的ADC分子成功获批临床，3个ADC分子申报临床；基因治疗有2个分子完成PCC进入临床前开发阶段；国内首个CTGF抗体获批临床；PDL1/TGFβ双特异性抗体药物SHR-1701快速开展临床三期研究，新一代PDL1/SIRPr融合蛋白即将提交临床研究申请，还有10多个First-in-class/Best-in-class双/多特异性抗体在研。看好包括ADC在内的新平台后续产品在临床结果方面的突破。

## 盈利调整及投资建议

- 考虑到卡瑞利珠单抗进入医保后的降价和仿制药集采的影响，我们下调了公司2021-2023年的盈利预测至69.92/80.16/96.59亿元，分别下降8%/13%/15%，对应21-23年PE分别为37/32/27，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 仿制药带量采购存在不确定性。创新药研发进展存在不确定性。海外仿制药及创新药品种存在不确定性。存货、投资收益等项目的变动存在不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	17,418	23,289	27,735	31,985	36,352	43,265	货币资金	3,890	5,044	10,805	16,271	19,592	24,203
增长率		33.7%	19.1%	15.3%	13.7%	19.0%	应收款项	5,446	6,329	8,827	6,572	7,470	8,890
主营业务成本	-2,335	-2,913	-3,349	-4,222	-4,726	-5,408	存货	1,031	1,607	1,778	2,198	2,460	2,815
%销售收入	13.4%	12.5%	12.1%	13.2%	13.0%	12.5%	其他流动资产	7,704	9,332	6,640	8,495	9,774	11,119
毛利	15,083	20,376	24,386	27,763	31,626	37,857	流动资产	18,069	22,311	28,050	33,536	39,295	47,027
%销售收入	86.6%	87.5%	87.9%	86.8%	87.0%	87.5%	%总资产	80.8%	81.0%	80.8%	82.0%	83.7%	85.6%
营业税金及附加	-237	-216	-257	-296	-337	-401	长期投资	156	599	1,502	1,802	1,802	1,802
%销售收入	1.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	3,686	4,075	4,585	4,981	5,247	5,488
销售费用	-6,464	-8,525	-9,803	-11,195	-12,723	-15,143	%总资产	16.5%	14.8%	13.2%	12.2%	11.2%	10.0%
%销售收入	37.1%	36.6%	35.3%	35.0%	35.0%	35.0%	无形资产	338	505	539	567	593	619
管理费用	-1,626	-2,241	-3,067	-2,879	-3,272	-3,894	非流动资产	4,292	5,245	6,680	7,350	7,642	7,909
%销售收入	9.3%	9.6%	11.1%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	19.2%	19.0%	19.2%	18.0%	16.3%	14.4%
研发费用	-2,670	-3,896	-4,989	-6,237	-7,089	-8,437	<b>资产总计</b>	<b>22,361</b>	<b>27,556</b>	<b>34,730</b>	<b>40,886</b>	<b>46,937</b>	<b>54,936</b>
%销售收入	15.3%	16.7%	18.0%	19.5%	19.5%	19.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	4,085	5,497	6,271	7,156	8,206	9,983	应付款项	2,362	2,247	3,229	3,784	4,264	4,967
%销售收入	23.5%	23.6%	22.6%	22.4%	22.6%	23.1%	其他流动负债	132	226	542	674	769	921
财务费用	124	134	182	260	371	453	流动负债	2,494	2,473	3,772	4,458	5,034	5,887
%销售收入	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.8%	-1.0%	-1.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-25	-5	7	0	0	0	其他长期负债	70	146	171	177	212	244
公允价值变动收益	0	38	16	30	30	30	<b>负债</b>	<b>2,563</b>	<b>2,619</b>	<b>3,943</b>	<b>4,635</b>	<b>5,245</b>	<b>6,131</b>
投资收益	248	309	341	400	400	400	<b>普通股股东权益</b>	<b>19,728</b>	<b>24,775</b>	<b>30,504</b>	<b>35,899</b>	<b>41,249</b>	<b>48,243</b>
%税前利润	5.5%	5.1%	5.0%	5.1%	4.4%	3.7%	其中：股本	3,686	4,423	5,332	5,332	5,332	5,332
营业利润	4,597	6,150	7,007	7,846	9,007	10,866	未分配利润	13,115	16,548	20,844	24,744	30,094	37,088
营业利润率	26.4%	26.4%	25.3%	24.5%	24.8%	25.1%	少数股东权益	70	162	283	353	443	563
营业外收支	-98	-94	-112	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>22,361</b>	<b>27,556</b>	<b>34,730</b>	<b>40,886</b>	<b>46,937</b>	<b>54,936</b>
税前利润	4,499	6,056	6,895	7,846	9,007	10,866	<b>比率分析</b>						
利润率	25.8%	26.0%	24.9%	24.5%	24.8%	25.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-438	-729	-587	-785	-901	-1,087	<b>每股指标</b>						
所得税率	9.7%	12.0%	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	1.104	1.205	1.187	1.311	1.504	1.812
净利润	4,061	5,326	6,309	7,062	8,106	9,779	每股净资产	5.358	5.602	5.721	6.733	7.737	9.048
少数股东损益	-4	-2	-19	70	90	120	每股经营现金净流	0.753	0.860	0.640	1.624	1.347	1.590
归属于母公司的净利润	4,066	5,328	6,328	6,992	8,016	9,659	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.580	0.500	0.500
净利率	23.3%	22.9%	22.8%	21.9%	22.1%	22.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	20.61%	21.51%	20.75%	19.48%	19.43%	20.02%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	18.18%	19.33%	18.22%	17.10%	17.08%	17.58%
净利润	4,061	5,326	6,309	7,062	8,106	9,779	投入资本收益率	18.63%	19.37%	18.62%	17.77%	17.71%	18.41%
少数股东损益	-4	-2	-19	70	90	120	<b>增长率</b>						
非现金支出	406	651	468	337	368	393	主营业务收入增长率	25.89%	33.70%	19.09%	15.33%	13.65%	19.02%
非经营收益	-271	-300	-340	-407	-430	-430	EBIT增长率	13.78%	34.55%	14.08%	14.12%	14.67%	21.65%
营运资金变动	-1,422	-1,874	-3,023	1,667	-863	-1,267	净利润增长率	26.39%	31.05%	18.78%	10.48%	14.65%	20.50%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,774</b>	<b>3,804</b>	<b>3,414</b>	<b>8,659</b>	<b>7,181</b>	<b>8,475</b>	总资产增长率	23.96%	23.23%	26.03%	17.73%	14.80%	17.04%
资本开支	-526	-560	-551	-760	-660	-660	<b>资产管理能力</b>						
投资	-2,578	-1,693	2,007	-1,270	-970	-970	应收账款周转天数	72.9	68.0	65.7	66.5	66.5	66.5
其他	248	307	341	400	400	400	存货周转天数	142.3	165.2	184.5	190.0	190.0	190.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,856</b>	<b>-1,945</b>	<b>1,798</b>	<b>-1,630</b>	<b>-1,230</b>	<b>-1,230</b>	应付账款周转天数	165.3	167.3	142.5	141.8	141.8	141.8
股权募资	134	97	1,320	1,495	0	0	固定资产周转天数	48.8	39.8	43.2	40.8	38.6	34.4
债权募资	0	0	0	35	35	32	<b>偿债能力</b>						
其他	-449	-803	-1,118	-3,092	-2,666	-2,666	净负债/股东权益	-19.65%	-54.39%	-53.38%	-63.17%	-65.29%	-67.27%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-315</b>	<b>-706</b>	<b>202</b>	<b>-1,562</b>	<b>-2,631</b>	<b>-2,634</b>	EBIT利息保障倍数	-33.0	-41.1	-34.5	-27.5	-22.1	-22.0
<b>现金净流量</b>	<b>-396</b>	<b>1,152</b>	<b>5,414</b>	<b>5,467</b>	<b>3,321</b>	<b>4,611</b>	资产负债率	11.46%	9.50%	11.35%	11.34%	11.18%	11.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	16	30	44	96
增持	0	1	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.06	1.09	1.10	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

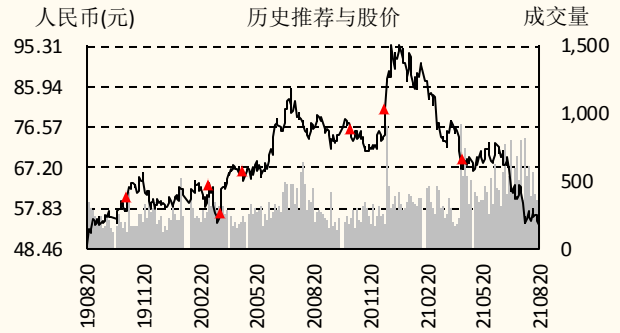
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-25	买入	82.71	N/A
2	2020-03-05	买入	87.80	N/A
3	2020-03-23	买入	80.16	N/A
4	2020-04-28	买入	96.35	N/A
5	2020-08-02	买入	94.38	N/A
6	2020-10-19	买入	93.10	N/A
7	2020-12-16	买入	97.02	N/A
8	2021-04-21	买入	80.31	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402