

2021 年中报点评: 受集采影响公司业绩承压, 创新与国际化转型持续加速  
买入 (维持)

2021 年 08 月 24 日

证券分析师 朱国广  
执业证号: S0600520070004  
021-60199793  
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	27,735	31,895	36,679	44,015
同比 (%)	19.1%	15.0%	15.0%	20.0%
归母净利润 (百万元)	6,328	7,000	7,817	9,538
同比 (%)	18.8%	10.6%	11.7%	22.0%
每股收益 (元/股)	0.99	1.09	1.22	1.49
P/E (倍)	47.70	43.12	38.61	31.64

投资要点

- **公司公布 2021 年半年报:** 实现收入 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%; 实现扣非归母净利润 26.47 亿元, 同比增长 3.31%; 实现经营性现金流净额 14.98 亿元, 同比减少 55.63%。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, 归母净利润同比增长 10.51%, 扣非归母净利润同比增长 13.96%
- **受到集采冲击, 传统仿制药销售下滑, 短期内公司业绩承压。**2018 年以来, 公司进入国家集采的仿制药共有 28 个品种, 中选 18 个品种, 中选价平均降幅 72.6%, 对公司业绩造成较大压力。其中第三批集采涉及的 6 个品种上半年销售收入环比下滑 57%, 第四批集采结果已经在 4-5 月份开始执行, 包括重要产品碘克沙醇注射液在内的第五批集采结果最快将于 10 月份执行, 公司仿制药收入还将继续受到集采冲击。除了集采影响, 3.65 亿元的股权激励费用, 以及占销售收入比重接近 20% 的研发支出也使得归母净利润受到明显影响。
- **创新药已经成为公司新的收入增长引擎。**与仿制药销售收入下滑形成显著对比的是公司创新药销售收入快速增加, 2021H1 创新药销售收入 52.07 亿元, 同比增长 43.80%, 占整体销售收入的比重达 39.15%, 已经成为公司新的收入增长引擎。卡瑞利珠单抗、硫培非格司亭、阿帕替尼、吡咯替尼、艾瑞昔布、氟唑帕利、瑞马唑仑、海曲泊帕乙醇胺片等 8 款创新药已获批上市, SHR6390、恒格列净、瑞格列汀等已处于 NDA 阶段, 此外还有 30 条在研管线进入 III 期临床, 公司连续多年的高研发投入逐步迎来收获期, 进入创新驱动业绩增长的新的发展阶段。
- **研发投入持续增加, 国际化转型不断加速。**2021H1 累计研发投入 25.81 亿元, 比上年同期增长 38.48%, 研发投入占销售收入的比重达到 19.41%, 其中海外研发支出共计 6.43 亿元, 占比 25% 左右。海外研发团队 136 人, 共开展国际多中心临床试验 23 项, 其中 7 条管线已经进入 III 期临床。2021H1 公司获 FDA 临床批件 3 项, 孤儿药资格 1 项, 海外专利授权 59 件, 国际化转型步伐稳健。
- **盈利预测与投资评级:** 由于公司受集采、股权激励、研发投入增加的影响, 业绩略低于我们预期, 我们将公司 2021-2023 年归母净利润 80.29/97.83/126.97 亿元, 下调至 70.00/78.17/95.38 亿元, 对应 2021-2023 年 PE 分别为 43/39/32 倍, 考虑到公司研发投入增加, 后续研发管线产品充足, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品研发进度不及预期, 化学发光装机不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.18
一年最低/最高价	45.50/116.87
市净率(倍)	9.21
流通 A 股市值(百万元)	300419.48

基础数据

每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	9.79
总股本(百万股)	6397.48
流通 A 股(百万股)	6367.52

相关研究

- 1、《恒瑞医药 (600276): 2020 年年报及 2021 一季报点评: 持续加大研发投入, 业绩稳健增长》2021-04-20
- 2、《恒瑞医药 (600276): 恒瑞医药: 全球视野下的创新工匠》2021-01-04
- 3、《恒瑞医药 (600276): 逐渐摆脱疫情影响, 单季度业绩上扬》2020-10-20

恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>28,050</b>	<b>33,992</b>	<b>41,127</b>	<b>48,389</b>	<b>营业收入</b>	<b>27,735</b>	<b>31,895</b>	<b>36,679</b>	<b>44,015</b>
现金	10,805	12,650	20,796	22,620	减:营业成本	3,349	3,975	4,862	5,860
应收账款	5,074	8,030	6,798	10,736	营业税金及附加	257	296	340	408
存货	1,778	2,240	2,675	3,248	营业费用	9,803	11,163	12,838	14,525
其他流动资产	10,394	11,071	10,859	11,785	管理费用	8,056	9,441	10,894	13,645
<b>非流动资产</b>	<b>6,680</b>	<b>7,057</b>	<b>7,408</b>	<b>8,079</b>	研发费用	4,989	6,251	7,226	9,243
长期股权投资	60	60	60	60	财务费用	-182	-352	-502	-651
固定资产	3,280	3,650	3,965	4,466	资产减值损失	7	0	0	0
在建工程	1,305	1,271	1,275	1,403	加:投资净收益	341	347	368	355
无形资产	341	362	370	382	其他收益	208	257	299	272
其他非流动资产	1,693	1,714	1,738	1,768	资产处置收益	3	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>34,730</b>	<b>41,049</b>	<b>48,535</b>	<b>56,468</b>	<b>营业利润</b>	<b>7,007</b>	<b>7,994</b>	<b>8,932</b>	<b>10,873</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,772</b>	<b>2,016</b>	<b>3,068</b>	<b>2,836</b>	加:营业外净收支	-112	-91	-91	-90
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>6,895</b>	<b>7,903</b>	<b>8,842</b>	<b>10,783</b>
应付账款	1,433	0	0	0	减:所得税	587	893	1,011	1,227
其他流动负债	2,339	2,016	3,068	2,836	少数股东损益	-19	10	14	18
<b>非流动负债</b>	<b>171</b>	<b>171</b>	<b>171</b>	<b>171</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,328</b>	<b>7,000</b>	<b>7,817</b>	<b>9,538</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	6,571	7,551	8,340	10,132
其他非流动负债	171	171	171	171	EBITDA	7,047	8,072	8,984	10,927
<b>负债合计</b>	<b>3,943</b>	<b>2,186</b>	<b>3,239</b>	<b>3,007</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	283	292	306	325	每股收益(元)	0.99	1.09	1.22	1.49
归属母公司股东权益	30,504	38,570	44,990	53,137	每股净资产(元)	4.77	5.86	6.87	8.14
<b>负债和股东权益</b>	<b>34,730</b>	<b>41,049</b>	<b>48,535</b>	<b>56,468</b>	发行在外股份(百万股)	5332	6397	6397	6397
					ROIC(%)	47.3%	37.5%	45.8%	40.0%
					ROE(%)	20.5%	18.5%	17.7%	18.2%
					毛利率(%)	87.9%	87.5%	86.7%	86.7%
					销售净利率(%)	22.8%	21.9%	21.3%	21.7%
					资产负债率(%)	11.4%	5.3%	6.7%	5.3%
					收入增长率(%)	19.1%	15.0%	15.0%	20.0%
					净利润增长率(%)	18.4%	11.1%	11.7%	22.0%
					P/E	47.70	43.12	38.61	31.64
					P/B	9.89	8.05	6.87	5.80
					EV/EBITDA	40.56	35.18	30.70	25.08
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>					
经营活动现金流	3,432	961	9,650	3,657					
投资活动现金流	1,798	-533	-609	-1,093					
筹资活动现金流	291	1,418	-895	-740					
现金净增加额	5,432	1,846	8,146	1,824					
折旧和摊销	476	521	644	795					
资本开支	554	377	351	671					
营运资本变动	-3,438	-5,852	2,063	-5,671					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>