

集采短期持续影响业绩，全面拥抱创新与国际化

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021前三季度实现营业收入202亿元，同比增长4.1%；实现归母净利润42.1亿元，同比下滑1.2%；扣非后净利润41.5亿元，同比增长0.2%。
- **仿制药集采影响持续体现，创新药增量短期难以弥补。** 2021Q3实现营收与归母净利润分别为69亿元、15.4亿元，同比增速-14.8%、-3.6%。收入与业绩增速均下滑的原因主要有：1) 集采影响，2020年11月开始执行的第三批集采涉及的6个药品，前三季度收入预计下滑幅度超过50%；2) PD-1医保谈判自2021年3月1日期，执行价格下降85%，在当前获批适应症数量较少情况下，短期对收入造成较大冲击；3) 前三季研发投入41.4亿元，同比增长24%，远高于收入增速。经过前五批集中采购，公司多个大品种仿制药进入目录，其中第五批集采，公司总计约50亿元品种进入目录，将于2021年10月陆续执行；因此我们预计未来1年内，公司收入受集采影响较为明显，未来2-3年内，公司将有更多创新品种与新适应症获批来弥补集采引起的下滑，是国内传统药企中抵御仿制药集采能力最强的药企。前三季期间费用率稳中有降，销售费用率为34.6%，同比与环比均稳步下降；管理费用率为7.6%，低于2020同期2.1个百分点，人事改革初现成效；研发费用占收入比重达20.5%，创公司历年之最。
- **战略性全面拥抱创新，国际化已有实质性布局。** 2021前三季度公司研发投入41.4亿元，同比增长24%，总额与占比均持续创历史新高，预计未来研发费用占比将长期维持20%以上。2018年以来，公司创新药研发开始集中兑现，19K、吡咯替尼、PD-1、瑞马唑仑等多个重磅品种陆续获批上市，并持续放量，目前已经累计获批上市8个创新药品种；2021H1，创新药实现收入52.1亿元，同比增长43.8%，占整体收入的比重为39.2%，我们预计2021年公司创新药销售收入将超120亿元，占公司总收入比例超40%。多个创新药完成处于不同研发阶段，未来2-3年内，公司将有多达15款创新药获批上市，足以弥补仿制药下滑。公司自研同时，加大市场合作力度，2021Q3公司已与国内三家研发企业开展合作，引进多个在研品种。加速创新药国际化发展，阿帕替尼与PD-1联合用药、吡咯替尼、氟唑帕利、SHR3680、SHR0302等产品处于国际多中心或海外临床III期试验，这些品种将成为公司创新药国际化的先行品种；2021年，公司海外临床与市场团队已经初具规模，公司将率先成为国内具有真正意义国际化的药企。
- **盈利预测与投资建议。** 短期受集采影响，我们下调公司盈利预测，预计2021-2023年EPS分别为1.00元、1.07元、1.37元（原预测EPS为1.14元、1.39元、1.68元），对应PE分别为49、46、36倍。创新药占比不断提升，创新升级加速，创新药国际化即将迎来质变，仍然是国内创新药投资首选，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 仿制药集中采购降价、药品研发进度不达预期等风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27734.60	29373.51	30301.65	36798.62
增长率	19.09%	5.91%	3.16%	21.44%
归属母公司净利润(百万元)	6328.38	6426.38	6844.83	8782.13
增长率	18.78%	1.55%	6.51%	28.30%
每股收益EPS(元)	0.99	1.00	1.07	1.37
净资产收益率ROE	20.49%	17.89%	6.48%	17.90%
PE	50	49	46	36
PB	10.31	8.81	7.62	6.46

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈进
执业证号: S1250517100002
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	63.97
流通A股(亿股)	63.79
52周内股价区间(元)	45.2-115.01
总市值(亿元)	3,173.79
总资产(亿元)	389.50
每股净资产(元)	5.35

相关研究

1. 恒瑞医药(600276): BD引进再度出手,喜提第三代抗CD20单抗 (2021-09-06)
2. 恒瑞医药(600276): 普那布林-公司对外BD合作新纪元 (2021-08-30)
3. 恒瑞医药(600276): 多因素影响短期业绩,创新国际化将迎质变 (2021-08-22)
4. 恒瑞医药(600276): 肿瘤板块表现亮眼,持续加大研发投入 (2021-04-21)
5. 恒瑞医药(600276): 创新出海再添新品种,加速创新国际化 (2021-02-24)
6. 恒瑞医药(600276): CDK4/6 III期优效,乳腺癌线将迎新重磅产品 (2020-12-25)

关键假设：

假设 1：预计 2021-2023 年，公司抗肿瘤药销量增速分别为 20%、10%、30%，毛利率维持在 93%左右；

假设 2：预计 2021-2023 年，公司麻醉药销量增速分别为 -15%、-10%、0.00%，毛利率维持在 89%左右；

假设 3：预计 2021-2023 年，公司造影剂销量增速分别为 -20%、-25%、-10%，毛利率分别为 72%、60%、55%；

假设 4：预计 2021-2023 年，公司综合线药物销量增速分别为 20%、10%、30%，毛利率分别为 78%、80%、85%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
抗肿瘤	收入	15,268.09	18,321.71	20,153.88	26,200.04
	增速	44.37%	20.00%	10.00%	30.00%
	毛利率	93.35%	93.00%	93.00%	92.50%
麻醉	收入	4,591.06	3,902.40	3,512.16	3,512.16
	增速	-16.63%	-15.00%	-10.00%	0.00%
	毛利率	90.34%	90.00%	89.50%	89.00%
造影剂	收入	3,630.25	2,904.20	2,178.15	1,960.34
	增速	12.40%	-20.00%	-25.00%	-10.00%
	毛利率	72.41%	72.00%	60.00%	55.00%
综合线	收入	4,245.20	4,245.20	4,457.46	5,126.08
	增速	6.75%	0.00%	5.00%	15.00%
	毛利率	79.08%	78.00%	80.00%	85.00%
合计	收入	27,734.60	29,373.51	30,301.65	36,798.62
	增速	19.09%	5.91%	3.16%	21.44%
	毛利率	87.93%	88.36%	88.31%	89.12%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27734.60	29373.51	30301.65	36798.62	净利润	6308.89	6446.38	6864.83	8802.13
营业成本	3348.69	3419.88	3542.30	4002.40	折旧与摊销	475.66	662.24	722.26	742.93
营业税金及附加	256.96	293.58	291.92	356.68	财务费用	-181.74	-58.51	-86.31	-112.53
销售费用	9802.52	10045.74	10151.05	12143.54	资产减值损失	-7.28	0.00	0.00	0.00
管理费用	3066.66	8577.06	8848.08	10671.60	经营营运资本变动	-1617.02	1781.86	-61.97	-1350.92
财务费用	-181.74	-58.51	-86.31	-112.53	其他	-1546.57	-369.38	-385.71	-416.41
资产减值损失	-7.28	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3431.93	8462.60	7053.10	7665.21
投资收益	341.42	350.00	370.00	400.00	资本支出	-595.08	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	16.50	16.50	16.50	16.50	其他	2392.91	366.50	386.50	416.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1797.83	326.50	346.50	376.50
营业利润	7007.07	7462.25	7941.10	10153.42	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-111.59	-103.36	-104.53	-105.32	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	6895.48	7358.89	7836.57	10048.10	股权融资	2388.75	0.00	0.00	0.00
所得税	586.59	912.50	971.73	1245.96	支付股利	-1017.13	-1208.10	-1226.80	-1306.69
净利润	6308.89	6446.38	6864.83	8802.13	其他	-1080.44	63.30	86.31	112.53
少数股东损益	-19.49	20.00	20.00	20.00	筹资活动现金流净额	291.19	-1144.80	-1140.49	-1194.16
归属母公司股东净利润	6328.38	6426.38	6844.83	8782.13	现金流量净额	5431.87	7644.30	6259.11	6847.55
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	10804.67	18448.96	24708.07	31555.62	成长能力				
应收和预付款项	6286.96	7417.50	7474.25	8975.87	销售收入增长率	19.09%	5.91%	3.16%	21.44%
存货	1778.06	1819.11	1883.98	2130.64	营业利润增长率	13.94%	6.50%	6.42%	27.86%
其他流动资产	9180.35	6104.93	6120.00	6225.49	净利润增长率	18.44%	2.18%	6.49%	28.22%
长期股权投资	60.00	60.00	60.00	60.00	EBITDA 增长率	9.60%	10.48%	6.34%	25.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4585.24	3990.72	3336.18	2660.97	毛利率	87.93%	88.36%	88.31%	89.12%
无形资产和开发支出	341.25	333.29	325.33	317.37	三费率	45.75%	63.20%	62.42%	61.69%
其他非流动资产	1693.06	1673.30	1653.54	1633.77	净利率	22.75%	21.95%	22.65%	23.92%
资产总计	34729.59	39847.82	45561.35	53559.74	ROE	20.49%	17.89%	16.48%	17.90%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.17%	16.18%	15.07%	16.43%
应付和预收款项	1608.87	1803.71	1813.24	2068.22	ROIC	43.65%	44.84%	52.52%	65.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.32%	27.46%	28.31%	29.30%
其他负债	2333.72	2014.03	2080.00	2327.96	营运能力				
负债合计	3942.59	3817.74	3893.24	4396.18	总资产周转率	0.89	0.79	0.71	0.74
股本	5331.72	6397.48	6397.48	6397.48	固定资产周转率	9.53	8.54	8.90	12.61
资本公积	3142.83	2077.07	2077.07	2077.07	应收账款周转率	5.56	5.40	5.17	5.64
留存收益	23529.65	28747.93	34365.96	41841.41	存货周转率	1.96	1.88	1.90	1.98
归属母公司股东权益	30504.30	35727.38	41345.41	48820.86	销售商品提供劳务收到现金营业收入	87.10%	—	—	—
少数股东权益	282.70	302.70	322.70	342.70	资本结构				
股东权益合计	30787.00	36030.08	41668.11	49163.56	资产负债率	11.35%	9.58%	8.55%	8.21%
负债和股东权益合计	34729.59	39847.82	45561.35	53559.74	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.44	9.27	10.80	11.57
					速动比率	6.97	8.77	10.29	11.07
					股利支付率	16.07%	18.80%	17.92%	14.88%
					每股指标				
					每股收益	0.99	1.00	1.07	1.37
					每股净资产	4.81	5.63	6.51	7.68
					每股经营现金	0.54	1.32	1.10	1.20
					每股股利	0.16	0.19	0.19	0.20
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	7300.99	8065.98	8577.05	10783.82					
PE	50.15	49.39	46.37	36.14					
PB	10.31	8.81	7.62	6.46					
PS	11.44	10.80	10.47	8.62					
EV/EBITDA	33.77	36.18	33.29	25.84					
股息率	0.32%	0.38%	0.39%	0.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn