

恒瑞医药 (600276)

证券研究报告

2021年10月20日

创新研发再升级，海外战略稳步推进

事件

10月20日，公司发布2021年三季报。公司2021Q1~Q3实现营业收入201.99亿元，同比增长4.05%，归母净利润42.07亿元，同比下降1.21%，扣非归母41.49亿元，同比增长0.19%。2021年Q3实现营业收入69.01亿元，同比下降14.84%；归母净利润15.40亿元，同比下降3.57%；扣非归母净利润15.02亿元，同比下降4.87%。2021前三季度业绩略低于市场预期，主要系：1) 研发费用增加，2021Q1~Q3同比增加23.86%，费用率为20.51%；2) 卡瑞利珠单抗医保价格降幅85%，受降价影响业绩承压。

积极引进潜在重磅产品，快速补充公司创新管线

公司具有积极的开放态度，以股权投资引进创新产品。1) 2021年9月，公司股权投资北京天广实3000万美元引入三代CD20单抗MIL62，并将拓展至与恒瑞医药产品的联用研究。CD20单抗2020年全球销售实现113亿美元，在血液瘤和自身免疫疾病多种领域具有应用价值。MIL62为国内首款进入临床III期的第三代CD20单抗，同时兼具低免疫原性及强ADCC效应，进度具有优势。2) 8月公司以1亿元股权投资大连万春，首付款+里程碑付款不超过13亿元，获得普那布林的大中华权益。普那布林治疗化疗引起的中性粒细胞减少(CIN)的NDA申请已获得中、美“优先审评”资格，治疗二三线非小细胞肺癌的全球III期临床达到试验终点，其与免疫制剂的联用在多种实体瘤上具有潜力。MIL-62与普那布林同时可以与公司的多种药物形成相互补充，助力更丰富产品组合的打造。

持续创新主旋律不变，海外临床开启新征程

2021年前三季度公司研发投入41.42亿元，同比增加23.86%，研发持续加大。吡咯替尼新辅助治疗“HER2阳性乳腺癌”的NDA申请获得NMPA“优先审评”资格，贝伐珠单抗治疗“脑胶质瘤”的NDA申请已获批。公司聚焦临床未满足需求，关注前沿靶点，实现肿瘤、自身免疫、心血管、代谢、感染、呼吸系统、神经系统等多个疾病领域的覆盖，形成值得期待的产品矩阵，多疾病领域协同发展。此外，公司夯实海外临床团队建设，目前已有24项海外临床研究，其中III期有7项。特别是，公司聘请著名医学肿瘤学专家Eid博士担任美欧地区CMO和执行副总裁，Eid博士拥有丰富的跨国制药企业经验，助力国际化战略稳步推进。

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71.10/83.15亿元，下调至59.18/64.63亿元，维持“买入”评级

风险提示：产品销售低于预期；同类产品竞争的风险；创新药研发具有不确定性；医保控费风险。

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	27,659.72	30,572.28	36,295.41
增长率(%)	33.70	19.09	(0.27)	10.53	18.72
EBITDA(百万元)	10,363.94	12,073.36	6,979.02	7,616.13	9,251.88
净利润(百万元)	5,328.03	6,328.38	5,917.74	6,463.23	7,895.70
增长率(%)	31.05	18.78	(6.49)	9.22	22.16
EPS(元/股)	0.83	0.99	0.93	1.01	1.23
市盈率(P/E)	59.57	50.15	53.63	49.11	40.20
市净率(P/B)	12.81	10.40	8.31	7.31	6.38
市销率(P/S)	13.63	11.44	11.47	10.38	8.74
EV/EBITDA	35.98	47.74	42.29	37.35	30.78

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	49.61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)	317,378.86
流通A股市值(百万元)	315,892.55
每股净资产(元)	5.35
资产负债率(%)	10.61
一年内最高/最低(元)	116.87/44.33

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《恒瑞医药-半年报点评:创新药多点开花，国际化渐入佳境》2021-08-20
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,043.65	10,804.67	15,957.74	26,435.52	26,024.37
应收票据及应收账款	5,434.80	5,073.69	6,882.77	4,002.54	8,920.50
预付账款	591.16	562.11	633.58	665.88	855.04
存货	1,606.81	1,778.06	1,080.39	2,189.74	1,594.24
其他	9,634.89	9,831.50	10,556.41	8,924.22	10,383.68
流动资产合计	22,311.30	28,050.04	35,110.89	42,217.90	47,777.84
长期股权投资	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00
固定资产	2,541.97	3,280.17	3,671.80	3,859.03	3,910.63
在建工程	1,532.83	1,305.07	819.04	539.42	353.65
无形资产	349.76	341.25	332.34	323.43	314.51
其他	760.61	1,693.06	904.72	1,082.71	1,165.71
非流动资产合计	5,245.17	6,679.55	5,787.90	5,864.60	5,804.52
资产总计	27,556.48	34,729.59	40,898.79	48,082.50	53,582.35
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,289.25	1,432.73	1,378.74	1,665.78	1,910.30
其他	1,183.39	2,338.86	926.72	2,611.24	1,526.01
流动负债合计	2,472.63	3,771.59	2,305.46	4,277.02	3,436.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	146.31	170.99	129.06	148.79	149.61
非流动负债合计	146.31	170.99	129.06	148.79	149.61
负债合计	2,618.95	3,942.59	2,434.51	4,425.81	3,585.92
少数股东权益	162.20	282.70	273.88	263.40	247.09
股本	4,422.81	5,331.72	6,397.48	6,397.48	6,397.48
资本公积	1,662.97	3,142.83	3,499.50	3,499.50	3,499.50
留存收益	20,765.82	26,672.47	31,792.92	36,995.82	43,351.86
其他	(2,076.29)	(4,642.71)	(3,499.50)	(3,499.50)	(3,499.50)
股东权益合计	24,937.53	30,787.00	38,464.28	43,656.69	49,996.43
负债和股东权益总计	27,556.48	34,729.59	40,898.79	48,082.50	53,582.35

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5,326.45	6,308.89	5,917.74	6,463.23	7,895.70
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)	(2,627.52)	5,184.07	(6,893.96)
其它	(6,380.09)	4,306.90	(8.81)	(10.49)	(16.30)
经营活动现金流	3,816.83	3,431.93	3,145.17	11,501.36	859.28
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
投资活动现金流	(1,945.44)	1,797.83	239.54	236.75	269.24
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)	(1,153.96)	(1,260.33)	(1,539.66)
筹资活动现金流	(718.51)	291.19	1,768.36	(1,260.33)	(1,539.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,152.88	5,520.95	5,153.07	10,477.78	(411.14)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,288.58	27,734.60	27,659.72	30,572.28	36,295.41
营业成本	2,912.94	3,348.69	3,180.87	3,485.24	4,173.97
营业税金及附加	216.34	256.96	256.27	283.25	336.27
营业费用	8,524.97	9,802.52	9,542.60	10,547.44	12,267.85
管理费用	2,241.18	3,066.66	2,489.37	2,720.93	3,048.81
研发费用	3,896.34	4,988.96	5,670.24	6,420.18	7,730.92
财务费用	(133.82)	(181.74)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(5.47)	(7.28)	4.20	(2.85)	(1.98)
公允价值变动收益	37.53	16.50	0.00	0.00	0.00
投资净收益	309.27	341.42	299.54	316.75	319.24
其他	(860.38)	(905.16)	(599.09)	(633.49)	(638.48)
营业利润	6,149.68	7,007.07	6,815.71	7,434.84	9,058.79
营业外收入	0.81	1.07	0.77	0.88	0.91
营业外支出	94.73	112.66	101.79	103.06	105.84
利润总额	6,055.76	6,895.48	6,714.68	7,332.66	8,953.86
所得税	729.31	586.59	805.76	879.92	1,074.46
净利润	5,326.45	6,308.89	5,908.92	6,452.74	7,879.40
少数股东损益	(1.58)	(19.49)	(8.81)	(10.49)	(16.30)
归属于母公司净利润	5,328.03	6,328.38	5,917.74	6,463.23	7,895.70
每股收益(元)	0.83	0.99	0.93	1.01	1.23

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	33.70%	19.09%	-0.27%	10.53%	18.72%
营业利润	33.79%	13.94%	-2.73%	9.08%	21.84%
归属于母公司净利润	31.05%	18.78%	-6.49%	9.22%	22.16%
获利能力					
毛利率	87.49%	87.93%	88.50%	88.60%	88.50%
净利率	22.88%	22.82%	21.39%	21.14%	21.75%
ROE	21.51%	20.75%	15.50%	14.89%	15.87%
ROIC	33.97%	58.84%	47.37%	40.96%	75.85%
偿债能力					
资产负债率	9.50%	11.35%	5.95%	9.20%	6.69%
净负债率	-20.23%	-35.09%	-41.49%	-60.55%	-52.05%
流动比率	9.02	7.44	15.23	9.87	13.90
速动比率	8.37	6.97	14.76	9.36	13.44
营运能力					
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	19.18
总资产周转率	0.93	0.89	0.73	0.69	0.71
每股指标(元)					
每股收益	0.83	0.99	0.93	1.01	1.23
每股经营现金流	0.60	0.54	0.49	1.80	0.13
每股净资产	3.87	4.77	5.97	6.78	7.78
估值比率					
市盈率	59.57	50.15	53.63	49.11	40.20
市净率	12.81	10.40	8.31	7.31	6.38
EV/EBITDA	35.98	47.74	42.29	37.35	30.78
EV/EBIT	38.27	49.59	43.31	38.27	31.44

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