



医药生物

【粤开医药公司点评】恒瑞医药 (600276.SH): 两款创新药获批上市, 拥抱全面创新

2022年01月01日

事件:

增持(首次评级)

12月31日, 国家药品监督管理局(NMPA)通过优先审评审批程序批准恒瑞医药两款1类创新药的上市, 分别是羟乙磺酸达尔西利片和脯氨酸恒格列净片。

分析师: 陈梦洁

执业编号: S0300520100001

电话: 010-64814022

邮箱: chenmengjie@y kzq.com

其中, 达尔西利(Dalpiciclib)是一种周期蛋白依赖性激酶4和6(CDK4和CDK6)抑制剂, 可降低CDK4和CDK6信号通路下游的视网膜母细胞瘤蛋白磷酸化水平, 并诱导细胞G1期阻滞, 从而抑制肿瘤细胞的增殖。该药品的上市为乳腺癌患者提供了新的治疗选择。

近期报告

《【粤开医药深度】CAR-T深度报告(三): 国内CAR-T细胞疗法梳理及投资建议(科济药业、亘喜生物)》2021-07-09

《【粤开医药行业周报】肿瘤药物临床研发指导原则出炉, 创新逻辑不改》2021-07-12

《【粤开医药深度】CAR-T细胞疗法: 行远自迩, 踔厉奋发》2021-07-15

《【粤开医药行业周报】政策、业绩、创新催化, 把握中药板块的战略机遇》2021-12-27

脯氨酸恒格列净是一种钠-葡萄糖协同转运蛋白2(SGLT2)抑制剂, 通过抑制SGLT2, 减少肾小管滤过的葡萄糖的重吸收, 降低葡萄糖的肾阈值, 从而增加尿糖排泄。该品种的上市为成人2型糖尿病患者提供新的治疗选择。

评论:

创新提速, 医保衔接, 研发商业化链条逐步打通

随着公司两款1类创新品种上市, 公司产品管线日渐丰富, 创新动能不断提升。公司聚力创新, 创新药营业收入稳步增长, 2021年上半年公司创新药收入达52.07亿元, 同比增长43.8%, 创新药营收占比已由2020年的30%提升至2021年上半年的40%, 创新药对公司业绩的拉动作用正逐步凸显。目前公司有超过240个项目进入临床, 覆盖肿瘤、自身免疫疾病、心血管疾病、代谢性疾病等多个治疗领域。同时公司仍通过自主研发和license in的方式不断扩充研发管线, 如11月引进基石药业CTLA-4单克隆抗体CS1002, 未来可进一步探索PD-1抑制剂与CTLA-4抑制剂的联用效果。

四款创新药物纳入国家医保目录, 研发商业化链条逐步打通。2021年底, 公司三款创新产品氟唑帕利、甲磺酸瑞马唑仑、海曲泊帕乙醇胺通过医保谈判纳入国家医保目录, 此外, 国内首仿药阿齐沙坦也通过医保谈判纳入医保目录。我们认为, 医保谈判作为药品放量重要催化剂, 是衔接创新药研发和商业化重要一环。虽然纳入医保的代价为大幅让利, 但在量价博弈中, 药品往往能享受药品进院的红利和新增患者数量的提升, 最终通过以量换价为品种带来增量贡献。

盈利预测

随着公司产品管线的日渐丰富, 研发商业化链条的逐步打通, 公司业绩全面放量未来可期。近年来, 受国家和地方带量采购的影响, 公司传统仿制药销售持续下滑。尽管公司短期业绩有所承压, 但随着产品管线的不断丰富, 创新药临床和商业化的持续进展, 公司业绩有望得到改善。值辞旧迎新之际, 公司迎来两款创新药的上市, 创新品种已由八款提升至十款, 即将拥抱全面创新时代。预计公司2021-2023年净利润分别是65.82、73.44、85.91亿元, EPS为1.03和1.15和1.34, 对应2021-2023年PE分别是49/44/38。未来, 随着公司研发管线产品的不断落地, 预计公司业绩将逐步改善, 首次覆盖, 给予“增持”评级。



风险提示

研发进展不及预期、商业化进展不及预期、政策风险等

图表1：公司盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27735	28012	29833	32279
增长率	19.09%	1.00%	6.50%	8.20%
归属母公司净利润（百万元）	6139	6582	7344	8591
增长率	18.95%	7.22%	11.58%	16.98%
每股收益（元）	1.15	1.03	1.15	1.34
市盈率	44.04	49.28	44.16	37.75
市净率	8.78	9.18	7.83	6.73
净资产收益率 ROE	15.98%	19.36%	20.76%	20.88%

资料来源：wind、粤开证券研究院


附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					利润表				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	28,050	32,538	37,744	43,406	营业收入	27,735	28,012	29,833	32,279
货币资金	10,805	12,956	15,976	19,638	营业成本	3,349	3,851	4,390	4,785
应收账款	5,074	5,581	6,139	6,446	营业税金及附加	257	261	264	268
其它应收款	651	716	774	828	销售费用	9,803	8,964	8,950	9,361
预付账款	562	618	711	868	管理费用	3,067	2,241	2,387	2,260
存货	1,778	2,009	2,311	2,657	财务费用	-182	42	36	36
其他	9,180	10,657	11,834	12,969	研发费用	4,989	5,602	5,967	6,456
非流动资产	6,680	6,947	7,989	9,347	资产减值损失	-7	-6	-7	-8
长期股权投资	60	65	69	73	公允价值变动收益	16	13	11	8
固定资产	3,280	3,608	4,294	5,539	投资净收益	341	290	319	367
无形资产	341	358	387	449	营业利润	6,818	7,361	8,176	9,497
其他	2,998	2,915	3,239	3,286	营业外收入	1	1	1	1
资产总计	34,730	39,485	45,733	52,753	营业外支出	113	96	105	121
流动负债	3,772	3,960	4,119	4,325	利润总额	6,706	7,266	8,072	9,377
短期借款	0	0	0	0	所得税	587	700	746	807
应付账款	1,326	1,459	1,525	1,479	净利润	6,120	6,566	7,326	8,570
其他	2,445	2,501	2,594	2,846	少数股东损益	-19	-17	-18	-21
非流动负债	171	185	203	223	归属母公司净利润	6,139	6,582	7,344	8,591
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	7,230	7,813	8,673	10,069
其他	171	185	203	223	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	3,943	4,145	4,322	4,548	成长能力				
少数股东权益	283	280	277	274	营业收入	19.09%	1.00%	6.50%	8.20%
归属母公司股东权益	30,504	35,060	41,134	47,930	营业利润	13.95%	7.96%	11.08%	16.16%
					归属母公司净利润	18.95%	7.22%	11.58%	16.98%
					获利能力				
现金流量表	2020	2021E	2022E	2023E	毛利率	87.93%	86.25%	85.28%	85.18%
经营活动现金流	3,432	4,290	5,148	5,817	净利率	22.14%	23.50%	24.62%	26.62%
净利润	6,120	6,566	7,326	8,570	ROE	21.96%	19.86%	19.09%	19.13%
折旧摊销	476	452	497	572	偿债能力				
财务费用	-182	42	36	36	资产负债率	11.35%	10.50%	9.45%	8.62%
投资损失	-341	-376	-413	-454	流动比率	743.72%	821.63%	916.44%	1003.72%
营运资金变动	4,440	4,299	5,048	5,456	速动比率	696.58%	770.90%	860.33%	942.27%
其它	-7,080	-6,693	-7,345	-8,362	营运能力				
投资活动现金流	1,798	-2,532	-2,659	-2,792	总资产周转率	0.89	0.75	0.70	0.66
资本支出	554	595	644	687	应收帐款周转率	5.56	5.26	5.09	5.13
长期投资	60	65	69	73	应付帐款周转率	2.56	2.77	2.94	3.19
其他	1,183	-3,192	-3,372	-3,552	每股指标(元)				
筹资活动现金流	291	393	531	637	每股收益	1.15	1.03	1.15	1.34
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金	0.64	0.67	0.80	0.91
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.77	5.53	6.47	7.54
其他	291	393	531	637	估值比率				
现金净增加额	5,521	2,151	3,020	3,662	P/E	44.04	49.28	44.16	37.75
					P/B	8.78	9.18	7.83	6.73
					EV/EBITDA	36.44	40.39	36.05	30.71

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

陈梦洁，硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席策略分析师兼行业研究负责人，证书编号：S0300520100001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com