

市场价格 (人民币): 50.71 元

再添 2 款新药上市, 创新药逐步迎来收获期

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	63.96
已上市流通 A 股(亿股)	63.79
总市值(亿元)	3,243.42
年内股价最高最低(元)	95.61/45.20
沪深 300 指数	4940
上证指数	3640

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	28,466	30,062	32,839
营业收入增长率	33.70%	19.09%	2.64%	5.61%	9.24%
归母净利润(百万元)	5,328	6,328	6,385	7,374	8,089
归母净利润增长率	31.05%	18.78%	0.89%	15.50%	9.70%
摊薄每股收益(元)	1.205	1.187	0.998	1.153	1.264
每股经营性现金流净额	0.86	0.64	1.35	1.10	1.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.51%	20.75%	18.41%	18.98%	18.49%
P/E	72.65	93.91	48.56	42.04	38.33
P/B	15.62	19.48	8.94	7.98	7.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2021 年 12 月 31 日, 恒瑞医药的 2 款创新药达尔西利片和恒格列净片获得 NMPA 的上市批准, 至此恒瑞共有 10 款创新药获批上市。

点评

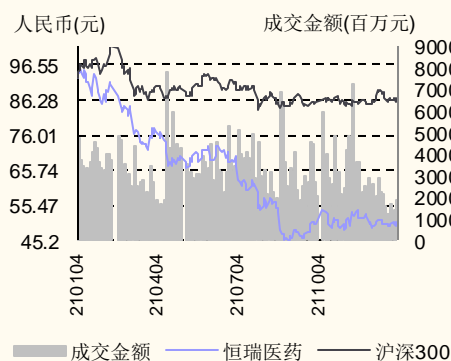
- **达尔西利是首款国产 CDK4/6 抑制剂。**恒瑞于 2021 年 4 月 21 日提交了达尔西利的 NDA 申请, 仅历时 8 个月就获得上市批准, 用于联合氟维司群治疗 HR 阳性、HER2 阴性的经内分泌治疗后疾病进展的复发或转移性乳腺癌。目前国内仅有辉瑞的哌柏西利和礼来的阿贝西利 2 款进口 CDK4/6 获批上市, 恒瑞的达尔西利是首款国产 CDK4/6 抑制剂。恒瑞还在进行达尔西利用于乳腺癌术后辅助治疗的 III 期临床, 未来达尔西利适用患者有望进一步扩大。
- **恒格列净是首个国产 SGLT-2 抑制剂 1 类创新药。**目前国内有 4 款进口 SGLT-2 抑制剂及其国产仿制药获批上市, 恒瑞的恒格列净是首款国产 SGLT-2 抑制剂 1 类创新药, 适用于改善成人二型糖尿病患者的血糖控制。SGLT-2 抑制剂用途广泛, 在全球范围内还获批了心衰、慢性肾病等适应症, 恒瑞也在进行恒格列净治疗射血分数降低的慢性心力衰竭等适应症的临床试验, 以期在未来进一步扩大恒格列净的适用患者人群。
- 此外, 恒瑞 PD-1 单抗卡瑞利珠单抗在 12 月获批了一线鳞状非小细胞肺癌和一线食管癌两项适应症, 恒瑞引进的干眼症产品 CyclASol 在海外第二项关键性 3 期临床试验中获得积极结果。
- **创新药逐步迎来收获期。**恒瑞创新药营收占比已由 2020 年的 34% 增加到 2021 年上半年的 40% 左右。2021 年底, 恒瑞的 8 款创新药全部纳入国家医保目录, 随着管线中的创新药不断上市以及适应症的不断扩展, 预计恒瑞创新药将逐步迎来收获期。

盈利调整及投资建议

- 我们维持公司 2021-2023 年的盈利预测为 64/74/81 亿元, 对应 2021-2023 年 PE 分别为 49/42/38, 维持“买入”评级。

风险提示

- 销售不及预期风险, 医保谈判不及预期风险, 创新药研发风险, 国际化进程不及预期风险, 市场竞争风险, 集采风险, 限售股解禁风险等。



相关报告

1. 《创新药全部纳入医保, 即将迎来全面放量 - 恒瑞医药 2021 医保谈...》, 2021.12.6
2. 《恒瑞与基石强强联合, 加速创新转型 - 恒瑞医药点评》, 2021.11.22
3. 《转型阵痛期, 加速创新研发及国际化 - 恒瑞医药三季报点评》, 2021.10.21
4. 《研发投入加大, 国际化进程提速 - 恒瑞医药 2021 半年报点评》, 2021.8.22
5. 《创新药快速增长, 研发投入不断增强 - 恒瑞医药 2020 年报及 20...》, 2021.4.21

王班

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

wangweix@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	17,418	23,289	27,735	28,466	30,062	32,839
增长率		33.7%	19.1%	2.6%	5.6%	9.2%
主营业务成本	-2,335	-2,913	-3,349	-3,845	-4,117	-4,515
%销售收入	13.4%	12.5%	12.1%	13.5%	13.7%	13.7%
毛利	15,083	20,376	24,386	24,622	25,945	28,324
%销售收入	86.6%	87.5%	87.9%	86.5%	86.3%	86.3%
营业税金及附加	-237	-216	-257	-264	-279	-304
%销售收入	1.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-6,464	-8,525	-9,803	-9,858	-10,221	-11,165
%销售收入	37.1%	36.6%	35.3%	34.6%	34.0%	34.0%
管理费用	-1,626	-2,241	-3,067	-2,163	-2,195	-2,299
%销售收入	9.3%	9.6%	11.1%	7.6%	7.3%	7.0%
研发费用	-2,670	-3,896	-4,989	-5,838	-5,712	-6,239
%销售收入	15.3%	16.7%	18.0%	20.5%	19.0%	19.0%
息税前利润 (EBIT)	4,085	5,497	6,271	6,498	7,539	8,316
%销售收入	23.5%	23.6%	22.6%	22.8%	25.1%	25.3%
财务费用	124	134	182	244	325	375
%销售收入	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.9%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-25	5	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	38	16	30	30	30
投资收益	248	309	341	400	400	400
%税前利润	5.5%	5.1%	5.0%	5.6%	4.8%	4.4%
营业利润	4,597	6,150	7,007	7,172	8,293	9,121
营业利润率	26.4%	26.4%	25.3%	25.2%	27.6%	27.8%
营业外收支	-98	-94	-112	0	0	0
税前利润	4,499	6,056	6,895	7,172	8,293	9,121
利润率	25.8%	26.0%	24.9%	25.2%	27.6%	27.8%
所得税	-438	-729	-587	-717	-829	-912
所得税率	9.7%	12.0%	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	4,061	5,326	6,309	6,455	7,464	8,209
少数股东损益	-4	-2	-19	70	90	120
归属于母公司的净利润	4,066	5,328	6,328	6,385	7,374	8,089
净利率	23.3%	22.9%	22.8%	22.4%	24.5%	24.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,061	5,326	6,309	6,455	7,464	8,209
少数股东损益	-4	-2	-19	70	90	120
非现金支出	406	640	468	362	432	475
非经营收益	-271	-300	-340	-407	-430	-430
营运资金变动	-1,422	-1,874	-3,023	2,257	-441	-605
经营活动现金净流	2,774	3,793	3,414	8,667	7,025	7,649
资本开支	-526	-560	-551	-1,760	-1,260	-1,060
投资	-2,578	-1,693	2,007	-1,270	-970	-970
其他	248	307	341	400	400	400
投资活动现金净流	-2,856	-1,945	1,798	-2,630	-1,830	-1,630
股权募资	134	97	1,320	1,495	0	0
债权募资	0	0	0	35	35	32
其他	-449	-803	-1,118	-3,711	-3,199	-3,199
筹资活动现金净流	-315	-706	202	-2,180	-3,163	-3,167
现金净流量	-396	1,141	5,414	3,857	2,031	2,852

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,890	5,044	10,805	14,662	16,693	19,546
应收款项	5,446	6,329	8,827	7,526	7,948	8,682
存货	1,031	1,607	1,778	2,001	2,143	2,350
其他流动资产	7,704	9,332	6,640	8,366	9,554	10,774
流动资产	18,069	22,311	28,050	30,878	34,568	39,418
%总资产	80.8%	81.0%	80.8%	78.8%	79.1%	80.2%
长期投资	156	599	1,502	1,802	1,802	1,802
固定资产	3,686	4,075	4,585	5,955	6,757	7,316
%总资产	16.5%	14.8%	13.2%	15.2%	15.5%	14.9%
无形资产	338	505	539	567	593	619
非流动资产	4,292	5,245	6,680	8,324	9,153	9,737
%总资产	19.2%	19.0%	19.2%	21.2%	20.9%	19.8%
资产总计	22,361	27,556	34,730	39,203	43,720	49,155
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,362	2,247	3,229	3,480	3,645	3,983
其他流动负债	132	226	542	606	665	728
流动负债	2,494	2,473	3,772	4,000	4,217	4,609
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	70	146	171	177	212	244
负债	2,563	2,619	3,943	4,177	4,429	4,853
普通股股东权益	19,728	24,775	30,504	34,674	38,849	43,739
其中：股本	3,686	4,423	5,332	6,397	6,397	6,397
未分配利润	13,115	16,548	20,844	23,518	27,694	32,584
少数股东权益	70	162	283	353	443	563
负债股东权益合计	22,361	27,556	34,730	39,203	43,720	49,155

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.104	1.205	1.187	0.998	1.153	1.264
每股净资产	5.358	5.602	5.721	5.420	6.073	6.837
每股经营现金净流	0.753	0.858	0.640	1.355	1.098	1.196
每股股利	0.130	0.220	0.200	0.200	0.200	0.250
回报率						
净资产收益率	20.61%	21.51%	20.75%	18.41%	18.98%	18.49%
总资产收益率	18.18%	19.33%	18.22%	16.29%	16.87%	16.46%
投入资本收益率	18.63%	19.37%	18.62%	16.70%	17.27%	16.89%
增长率						
主营业务收入增长率	25.89%	33.70%	19.09%	2.64%	5.61%	9.24%
EBIT增长率	13.78%	34.55%	14.08%	3.63%	16.01%	10.31%
净利润增长率	26.39%	31.05%	18.78%	0.89%	15.50%	9.70%
总资产增长率	23.96%	23.23%	26.03%	12.88%	11.52%	12.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.9	68.0	65.7	88.0	88.0	88.0
存货周转天数	142.3	165.2	184.5	190.0	190.0	190.0
应付账款周转天数	165.3	167.3	142.5	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	48.8	39.8	43.2	53.2	57.7	56.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.65%	-54.39%	-53.38%	-60.78%	-61.90%	-63.59%
EBIT利息保障倍数	-33.0	-41.1	-34.5	-26.7	-23.2	-22.2
资产负债率	11.46%	9.50%	11.35%	10.65%	10.13%	9.87%

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	1	11	26	46	97
增持	0	2	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.15	1.07	1.10	1.00

来源：聚源数据

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。

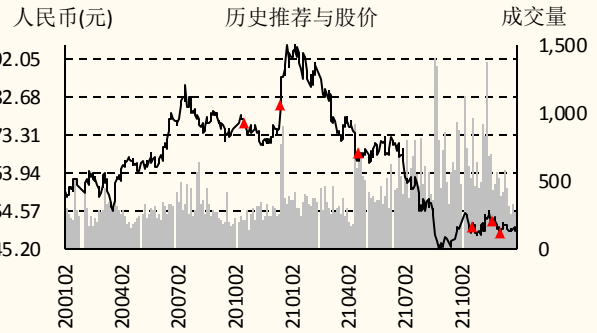
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-08-02	买入	94.38	N/A
2	2020-10-19	买入	93.10	N/A
3	2020-12-16	买入	97.02	N/A
4	2021-04-21	买入	80.31	N/A
5	2021-08-22	买入	48.46	N/A
6	2021-10-21	买入	51.58	N/A
7	2021-11-22	买入	51.99	N/A
8	2021-12-06	买入	49.20	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