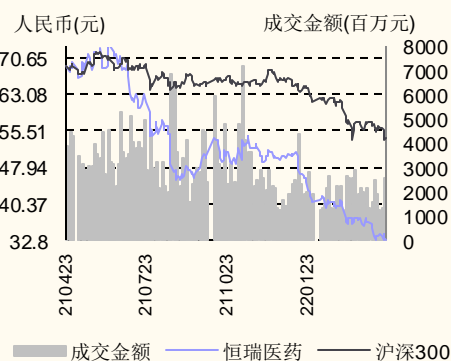


市场价格 (人民币): 33.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	63.79
已上市流通 A 股(亿股)	63.79
总市值(亿元)	2,105.07
年内股价最高最低(元)	73.00/32.80
沪深 300 指数	4013
上证指数	3087



相关报告

- 1.《回购股份完善员工激励, 彰显公司信心-恒瑞公司点评》, 2022.3.14
- 2.《再添 2 款新药上市, 创新药逐步迎来收获期-恒瑞医药点评》, 2022.1.4
- 3.《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
- 4.《恒瑞与基石强强联合, 加速创新转型-恒瑞医药点评》, 2021.11.22
- 5.《转型阵痛期, 加速创新研发及国际化-恒瑞医药季报点评》, 2021.10.21

王班

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

wangweix@gjzq.com.cn

创新转型过渡期, 坚持加大研发投入

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,735	25,906	27,254	29,150	32,668
营业收入增长率	19.09%	-6.59%	5.21%	6.96%	12.07%
归母净利润(百万元)	6,328	4,530	4,755	5,240	5,989
归母净利润增长率	18.78%	-28.41%	4.96%	10.21%	14.29%
摊薄每股收益(元)	1.187	0.708	0.745	0.821	0.939
每股经营性现金流净额	0.64	0.66	0.81	0.79	0.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.75%	12.94%	12.78%	12.98%	13.63%
P/E	93.91	71.60	44.27	40.17	35.15
P/B	19.48	9.27	5.66	5.22	4.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月22日, 公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报, 2021 年公司实现营收 259.06 亿元, 同比下降 6.59%; 归母净利润 45.30 亿元, 同比下降 28.41%; 归母扣非净利润 42.01 亿元, 同比下降 29.53%。2022 年一季度公司实现营收 54.79 亿元, 同比下降 20.93%; 归母净利润 12.37 亿元, 同比下降 17.35%; 归母扣非净利润 11.80 亿元, 同比下降 19.80%。

经营分析

- 集采影响持续。**2018 年以来公司共 28 个品种纳入国家集采, 18 个集采中选品种平均降价 73%。2020 年 11 月起执行的第三批集采涉及的 6 个药品, 2020 年销售收入 19 亿元, 2021 年下滑 55%; 2021 年 9 月起执行的第五批集采涉及的 8 个药品, 2020 年销售收入 44 亿元, 2021 年下滑 37%。
- 国家医保谈判价格下降, 预计 PD-1 收入有所下滑。**PD-1 卡瑞利珠单抗医保谈判价格下降 85%左右, 2021 年 3 月 1 日起执行。2021 年卡瑞利珠单抗销售量增加 360.77%, 预计价格下降造成卡瑞利珠单抗销售收入出现一定程度下滑。
- 持续加大研发投入。**2021 年公司累计研发投入达到 62.03 亿元, 比上年增长 24.34%, 研发投入占销售收入 23.95%; 其中, 2021 年计入研发费用 59.43 亿元, 占销售收入 22.94%, 比上年增长 9.54 亿元。公司研发投入和研发费用均创历史新高, 影响了当期利润, 但为公司长远发展提供了有力支撑。
- 创新药管线将逐渐进入放量周期。**2021 年, 公司 3 款创新药海曲泊帕乙醇胺、羟乙磺酸达尔西利、脯氨酸恒格列净首次获得上市批准, 另有 5 个药物的 6 项适应症已经申报 NDA。预计公司创新药管线将逐渐进入放量周期。

盈利调整及投资建议

- 考虑到研发投入持续加大, 以及集采、医保的持续影响, 我们下调公司 2022-2023 年盈利预测 (分别下调 36%/36%), 预计 2022-2024 年的归母净利润为 48/52/60 亿元, 对应 2022-2024 年 PE 分别为 44/40/35 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 竞争加剧导致销售不及预期风险, 集采及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, 核心人员流失风险等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	23,289	27,735	25,906	27,254	29,150	32,668	货币资金	5,044	10,805	13,631	16,226	18,258	20,341
增长率	19.1%	-6.6%	5.2%	7.0%	12.1%		应收账款	6,329	8,827	7,542	8,443	9,031	10,121
主营业务成本	-2,913	-3,349	-3,742	-3,937	-4,211	-4,719	存货	1,607	1,778	2,403	2,199	2,352	2,636
%销售收入	12.5%	12.1%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	其他流动资产	9,332	6,640	6,612	6,247	6,554	6,858
毛利	20,376	24,386	22,164	23,318	24,940	27,950	流动资产	22,311	28,050	30,188	33,116	36,195	39,955
%销售收入	87.5%	87.9%	85.6%	85.6%	85.6%	85.6%	%总资产	81.0%	80.8%	76.9%	80.0%	80.9%	81.9%
营业税金及附加	-216	-257	-202	-213	-227	-255	长期投资	599	1,502	1,001	1,101	1,201	1,301
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	4,075	4,585	6,122	6,068	5,979	5,853
销售费用	-8,525	-9,803	-9,384	-9,948	-10,640	-11,924	%总资产	14.8%	13.2%	15.6%	14.7%	13.4%	12.0%
%销售收入	36.6%	35.3%	36.2%	36.5%	36.5%	36.5%	无形资产	505	539	1,012	968	1,226	1,524
管理费用	-2,241	-3,067	-2,860	-3,009	-3,177	-3,496	非流动资产	5,245	6,680	9,078	8,293	8,563	8,837
%销售收入	9.6%	11.1%	11.0%	11.0%	10.9%	10.7%	%总资产	19.0%	19.2%	23.1%	20.0%	19.1%	18.1%
研发费用	-3,896	-4,989	-5,943	-6,159	-6,471	-7,024	资产总计	27,556	34,730	39,266	41,409	44,758	48,792
%销售收入	16.7%	18.0%	22.9%	22.6%	22.2%	21.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	5,497	6,271	3,775	3,989	4,424	5,252	应付款项	2,024	3,229	2,953	3,090	3,297	3,680
%销售收入	23.6%	22.6%	14.6%	14.6%	15.2%	16.1%	其他流动负债	448	542	448	339	398	509
财务费用	134	182	338	280	329	374	流动负债	2,473	3,772	3,402	3,429	3,695	4,189
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-1.3%	-1.0%	-1.1%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	146	171	293	247	236	233
公允价值变动收益	38	16	36	100	100	100	负债	2,619	3,943	3,694	3,676	3,931	4,422
投资收益	309	341	213	232	230	230	普通股股东权益	24,775	30,504	35,003	37,214	40,358	43,951
%税前利润	5.1%	5.0%	4.8%	4.8%	4.2%	3.6%	其中：股本	4,423	5,332	6,396	6,379	6,379	6,379
营业利润	6,150	7,007	4,665	5,000	5,583	6,555	未分配利润	16,548	20,844	22,873	25,726	28,870	32,463
营业利润率	26.4%	25.3%	18.0%	18.3%	19.2%	20.1%	少数股东权益	162	283	569	519	469	419
营业外收支	-94	-112	-199	-150	-120	-100	负债股东权益合计	27,556	34,730	39,266	41,409	44,758	48,792
税前利润	6,056	6,895	4,466	4,850	5,463	6,455	比率分析						
利润率	26.0%	24.9%	17.2%	17.8%	18.7%	19.8%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-729	-587	18	-146	-273	-516	每股指标						
所得税率	12.0%	8.5%	-0.4%	3.0%	5.0%	8.0%	每股收益	1.205	1.187	0.708	0.745	0.821	0.939
净利润	5,326	6,309	4,484	4,705	5,190	5,939	每股净资产	5.602	5.721	5.473	5.834	6.327	6.890
少数股东损益	-2	-19	-46	-50	-50	-50	每股经营现金净流	0.863	0.642	0.660	0.806	0.791	0.849
归属于母公司的净利润	5,328	6,328	4,530	4,755	5,240	5,989	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.298	0.329	0.376
净利率	22.9%	22.8%	17.5%	17.4%	18.0%	18.3%	回报率						
							净资产收益率	21.51%	20.75%	12.94%	12.78%	12.98%	13.63%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	19.33%	18.22%	11.54%	11.48%	11.71%	12.27%
							投入资本收益率	19.37%	18.62%	10.65%	10.25%	10.29%	10.89%
净利润	5,326	6,309	4,484	4,705	5,190	5,939	增长率						
少数股东损益	-2	-19	-46	-50	-50	-50	主营业务收入增长率	33.70%	19.09%	-6.59%	5.21%	6.96%	12.07%
非现金支出	665	480	555	595	640	686	EBIT增长率	34.55%	14.08%	-39.81%	5.68%	10.90%	18.71%
非经营收益	-300	-340	-379	-56	-203	-224	净利润增长率	31.05%	18.78%	-28.41%	4.96%	10.21%	14.29%
营运资金变动	-1,874	-3,023	-437	-105	-581	-984	总资产增长率	23.23%	26.03%	13.06%	5.46%	8.09%	9.01%
经营活动现金净流	3,817	3,425	4,223	5,139	5,047	5,417	资产管理能力						
资本开支	-560	-551	-1,649	9	-920	-950	应收账款周转天数	68.0	65.7	68.4	68.4	68.4	68.4
投资	-1,693	2,007	842	-200	-200	-200	存货周转天数	165.2	184.5	203.9	203.9	203.9	203.9
其他	307	341	260	232	230	230	应付账款周转天数	167.3	142.5	151.9	151.9	151.9	151.9
投资活动现金净流	-1,945	1,798	-546	41	-890	-920	固定资产周转天数	39.8	43.2	62.9	56.4	49.1	40.2
股权募资	97	1,320	342	-642	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	12	13	14	净负债/股东权益	-54.39%	-53.38%	-52.63%	-57.02%	-58.17%	-58.67%
其他	-803	-1,118	-1,357	-1,911	-2,104	-2,402	EBIT利息保障倍数	-41.1	-34.5	-11.2	-14.3	-13.4	-14.1
筹资活动现金净流	-706	202	-1,015	-2,542	-2,091	-2,387	资产负债率	9.50%	11.35%	9.41%	8.88%	8.78%	9.06%
现金净流量	1,165	5,425	2,661	2,638	2,066	2,110							

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	5	15	24	61
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	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。

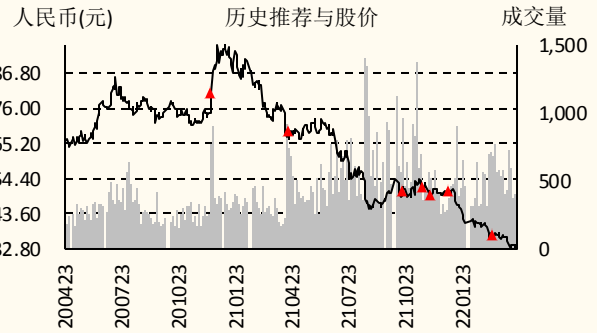
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-12-16	买入	97.02	N/A
2	2021-04-21	买入	80.31	N/A
3	2021-08-22	买入	48.46	N/A
4	2021-10-21	买入	51.58	N/A
5	2021-11-22	买入	51.99	N/A
6	2021-12-06	买入	49.20	N/A
7	2022-01-04	买入	50.71	N/A
8	2022-03-14	买入	37.62	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，不作为或被视作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