

## 集采短期影响持续, 创新与国际化快速推进

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报, 2021 年实现营业收入 259.1 亿元(-6.6%); 归属于上市公司股东的净利润为 45.3 亿元(-28.4%)。2022 年一季度实现营业收入 54.8 亿元(-20.9%); 归属于上市公司股东的净利润为 12.4 亿元(-17.4%)。
- **毛利率和净利率有所下滑, 研发费用率升高。** 2021 年毛利率 85.6% (-2.3pp); 净利率 17.3% (-5.5pp)。研发费用率 22.9% (+4.9pp), 系公司加大研发投入, 其他费用率管控良好, 销售费用率 36.2% (+0.9pp), 管理费用率 11% (-0.1pp), 财务费用率-1.3%(-0.6pp)。
- **集采与医保谈判降价影响持续体现, 公司继续加码创新。** 收入与利润增速均下滑的原因主要有: 1) 2020 年 11 月开始执行的第三批集采涉及的 6 个药品, 2021 年收入约为 8.6 亿元, 同比下滑 55%, 2021 年 9 月开始陆续执行的第五批集采涉及的 8 个药品, 2021 年收入约为 27.7 亿元, 同比下滑 37%; 2) PD-1 医保谈判自 2021 年 3 月起价格下降约 85%, 艾司氯胺酮价格下降约 68%; 3) 2021 年公司研发投入达 62 亿元, 同比增加 23.3%, 研发投入率约 24%创历史新高。
- **战略性全面拥抱创新, 庞大在研管线逐步兑现。** 目前公司在研创新药管线有 65 个项目, 主导和支持国内外 250 多个临床项目, 包括 PROTAC、ADC、双/多特异性抗体、基因治疗、mRNA 等创新性极强的项目。公司研发进展符合预期:
  - 1) **2021 年获批新药:** 海曲泊帕乙醇胺片、SGLT2 抑制剂脯氨酸恒格列净片、CDK4/6 抑制剂羟乙磺酸达尔西利片, 已上市创新药增至 10 款。
  - 2) **2021 年获批新适应症:** PD-1 治疗二线及以上鼻咽癌、一线鼻咽癌、一线鳞状非小细胞肺癌、一线鳞状食管鳞癌的 4 个新适应症相继获批, 获批适应症总数达 8 个, 是目前获批适应症最多的国产 PD-1; 氟唑帕利胶囊第 2 个适应症获批上市, 用于铂敏感复发性上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌成人患者在含铂化疗达到完全缓解或部分缓解后的维持治疗; 注射用甲苯磺酸瑞马唑仑第 3 个适应症获批上市, 用于全身麻醉的诱导和维持。
- **加快推进国际化进程, 构建全球创新体系。** 2021 年公司开展近 20 项国际临床试验(其中国际多中心 III 期项目 7 项), 注射用卡莫司汀在美国和澳大利亚获批上市, 向美国递交 1 个原料药注册申请, 向欧洲和美国递交 6 个制剂上市申请, PD-1 联合阿帕替尼治疗晚期肝癌计划于 2022 年向 FDA 递交 NDA/BLA。目前, 公司已在欧美日获得包括注射剂、口服制剂和吸入性麻醉剂在内的 21 个注册批件, 另有 1 个制剂产品在美国获得临时性批准。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 49.8/58.1/69.6 亿元, EPS 分别为 0.78/0.91/1.09 元, 对应 PE 为 42X/36X/30X。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、药品研发进度不大预期等风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	25905.53	27485.67	31644.16	38004.09
增长率	-6.59%	6.10%	15.13%	20.10%
归属母公司净利润(百万元)	4530.22	4981.80	5811.09	6959.07
增长率	-28.41%	9.97%	16.65%	19.75%
每股收益 EPS(元)	0.71	0.78	0.91	1.09
净资产收益率 ROE	12.61%	12.50%	13.04%	13.82%
PE	46	42	36	30
PB	6.01	5.39	4.79	4.24

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

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	63.79
流通 A 股(亿股)	63.79
52 周内股价区间(元)	32.8-87.47
总市值(亿元)	2,105.07
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): 集采短期持续影响业绩, 全面拥抱创新与国际化 (2021-10-20)
2. 恒瑞医药(600276): BD 引进再度出手, 喜提第三代抗 CD20 单抗 (2021-09-06)
3. 恒瑞医药(600276): 普那布林-公司对外 BD 合作新纪元 (2021-08-30)
4. 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)

### 关键假设:

假设 1: 抗肿瘤药的集采影响正在减弱, 随着海曲泊帕乙醇胺片、脯氨酸恒格列净片、羟乙磺酸达尔西利片等等创新药逐渐放量, 以及 PD-1 等药品适应症的增加, 假设 2022-2024 年销量增速分别为 17%、20%、24%, 毛利率维持 90%;

假设 2: 麻醉药 2023 年后的集采影响将减弱, 随着瑞马唑仑等产品的持续放量, 以及疫情影响逐渐恢复, 假设 2022-2024 年销量增速分别为 3%、14%、17%, 毛利率维持 89.1%;

假设 3: 造影剂 2023 年后的集采影响将减弱, 随着疫情影响逐渐恢复, 假设 2022-2024 年销量增速分别为 -25%、8%、10%, 毛利率维持 72.2%;

假设 4: 假设 2022-2024 年其他药物销量增速分别为 21%、16%、26%, 毛利率维持 76.8%。

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
抗肿瘤	收入	13071.56	15017.45	17645.52	21462.02
	增速	-14.4%	14.9%	17.5%	21.6%
	毛利率	90.7%	90.0%	90.0%	90.0%
麻醉药	收入	4916	4796	5337	6080
	增速	7.1%	-2.5%	11.3%	13.9%
	毛利率	89.1%	89.1%	89.1%	89.1%
造影剂	收入	3269.59	2078.57	2182.51	2346.85
	增速	-9.9%	-36.4%	5.0%	7.5%
	毛利率	72.2%	72.2%	72.2%	72.2%
其他	收入	4648	5594	6479	8115
	增速	9.5%	20.3%	15.8%	25.2%
	毛利率	76.8%	76.8%	76.8%	76.8%
合计	收入	25905.5	27485.7	31644.2	38004.1
	增速	-6.6%	6.1%	15.1%	20.1%
	毛利率	85.6%	85.8%	85.9%	85.9%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	25905.53	27485.67	31644.16	38004.09	净利润	4484.03	4951.80	5791.09	6939.07
营业成本	3741.80	3900.78	4457.07	5345.14	折旧与摊销	540.73	273.80	273.80	273.80
营业税金及附加	201.81	234.50	266.02	317.16	财务费用	-337.96	7.00	8.00	8.00
销售费用	9383.71	10142.21	11676.69	14061.51	资产减值损失	-13.86	0.00	0.00	0.00
管理费用	2860.31	3023.42	3512.50	4294.46	经营营运资本变动	-313.27	77.36	-1075.29	-1776.54
财务费用	-337.96	7.00	8.00	8.00	其他	-140.86	8.23	-6.23	1.74
资产减值损失	-13.86	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4218.82</b>	<b>5318.19</b>	<b>4991.38</b>	<b>5446.07</b>
投资收益	213.43	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1797.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	36.23	0.00	0.00	0.00	其他	1250.89	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-546.26</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>4664.82</b>	<b>5977.75</b>	<b>6973.87</b>	<b>8327.80</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-198.51	-152.10	-160.82	-164.20	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4466.31</b>	<b>5825.65</b>	<b>6813.05</b>	<b>8163.61</b>	股权融资	1277.65	0.00	0.00	0.00
所得税	-17.72	873.85	1021.96	1224.54	支付股利	0.00	-906.04	-996.36	-1162.22
净利润	4484.03	4951.80	5791.09	6939.07	其他	-2275.97	5.16	-8.00	-8.00
少数股东损益	-46.19	-30.00	-20.00	-20.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-998.32</b>	<b>-900.88</b>	<b>-1004.36</b>	<b>-1170.22</b>
归属母公司股东净利润	4530.22	4981.80	5811.09	6959.07	<b>现金流量净额</b>	<b>2657.36</b>	<b>4417.31</b>	<b>3987.02</b>	<b>4275.85</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	13630.82	18048.13	22035.15	26311.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	7344.57	7880.24	8992.10	10798.31	销售收入增长率	-6.59%	6.10%	15.13%	20.10%
存货	2402.67	2496.53	2859.96	3428.47	营业利润增长率	-33.43%	28.15%	16.66%	19.41%
其他流动资产	6809.68	5672.79	5760.91	5895.68	净利润增长率	-28.93%	10.43%	16.95%	19.82%
长期股权投资	192.83	192.83	192.83	192.83	EBITDA 增长率	-33.33%	28.58%	15.93%	18.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	6121.89	5921.06	5720.23	5519.40	毛利率	85.56%	85.81%	85.92%	85.94%
无形资产和开发支出	702.44	660.40	618.37	576.34	三费率	45.96%	47.93%	48.03%	48.32%
其他非流动资产	2061.32	2030.38	1999.44	1968.50	净利率	17.31%	18.02%	18.30%	18.26%
<b>资产总计</b>	<b>39266.22</b>	<b>42902.36</b>	<b>48178.98</b>	<b>54690.52</b>	ROE	12.61%	12.50%	13.04%	13.82%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.42%	11.54%	12.02%	12.69%
应付和预收款项	2466.49	2233.86	2609.38	3174.26	ROIC	26.27%	29.22%	33.06%	36.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.79%	22.77%	22.93%	22.65%
其他负债	1227.92	1038.77	1145.14	1314.95	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3694.41</b>	<b>3272.64</b>	<b>3754.52</b>	<b>4489.21</b>	总资产周转率	0.70	0.67	0.69	0.74
股本	6396.01	6379.00	6379.00	6379.00	固定资产周转率	6.69	6.30	7.60	9.60
资本公积	3356.18	3373.19	3373.19	3373.19	应收账款周转率	5.34	5.65	5.81	5.96
留存收益	25927.86	30003.62	34818.35	40615.20	存货周转率	1.78	1.59	1.66	1.70
归属母公司股东权益	35002.96	39090.88	43905.61	49702.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.60%	—	—	—
少数股东权益	568.85	538.85	518.85	498.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>35571.81</b>	<b>39629.73</b>	<b>44424.46</b>	<b>50201.31</b>	资产负债率	9.41%	7.63%	7.79%	8.21%
负债和股东权益合计	39266.22	42902.36	48178.98	54690.52	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.87	11.44	11.45	11.07
					速动比率	8.17	10.61	10.63	10.25
					股利支付率	0.00%	18.19%	17.15%	16.70%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.71	0.78	0.91	1.09
					每股净资产	5.49	6.13	6.88	7.79
					每股经营现金	0.66	0.83	0.78	0.85
					每股股利	0.00	0.14	0.16	0.18
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	4867.59	6258.56	7255.67	8609.61					
PE	46.47	42.26	36.23	30.25					
PB	6.01	5.39	4.79	4.24					
PS	8.13	7.66	6.65	5.54					
EV/EBITDA	39.16	29.66	25.03	20.60					
股息率	0.00%	0.43%	0.47%	0.55%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn