

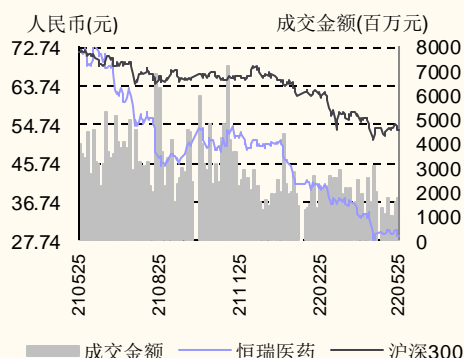
恒瑞医药 (600276.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 28.93 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)	1,845.45
年内股价最高最低(元)	73.00/27.74
沪深 300 指数	3983
上证指数	3107



碘克沙醇美国首仿获批，仿创结合推进国际化

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	26,090	27,979	32,056
营业收入增长率	19.09%	-6.59%	0.71%	7.24%	14.57%
归母净利润(百万元)	6,328	4,530	4,698	5,177	5,895
归母净利润增长率	18.78%	-28.41%	3.71%	10.19%	13.86%
摊薄每股收益(元)	1.187	0.708	0.737	0.812	0.924
每股经营性现金流净额	0.64	0.66	0.85	0.78	0.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.75%	12.94%	12.64%	12.85%	13.45%
P/E	93.91	71.60	39.28	35.65	31.31
P/B	19.48	9.27	4.96	4.58	4.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 5月25日, 恒瑞医药发布公告, 公司碘克沙醇注射液的简略新药申请 (ANDA, 即美国仿制药申请) 已获批准, 可以生产并在美国市场销售该产品。

简评

- 美国碘克沙醇首仿, 获 180 天市场独占期。** 碘克沙醇注射液 1996 年在美国获批上市, 2001 年在中国获批上市。目前国外尚无同类仿制药产品获批上市, 2021 年碘克沙醇相关剂型全球销售额约为 8.73 亿美元。公司的碘克沙醇注射液是美国 FDA 第一个批准上市的该品种仿制药。此次获批后, 根据美国竞争性仿制药疗法法案, 公司碘克沙醇注射液将获得 180 天市场独占期。
- 碘克沙醇海外上市有望弥补集采损失。** 碘克沙醇注射剂是国家第五批集采品种, 公司在第五批集采中未中标碘克沙醇注射液。受此影响, 公司造影剂板块营收由 2020 年的 36.3 亿元下滑到 2021 年的 32.7 亿元, 同比下降 10%。本次碘克沙醇注射液在美国获批并获得 180 天市场独占期, 有望通过海外市场收入弥补该产品集采后的营收损失。
- 仿创结合推进国际化战略。** 截至 2021 年底, 公司产品已进入超过 40 个国家, 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 20 余个注册批件。2021 年公司海外市场营收为 6.16 亿元。此外, 公司的创新药注射用卡瑞利珠单抗联合甲磺酸阿帕替尼片治疗肝癌的国际多中心 III 期临床试验已经达到主要临床终点, 计划近期向 FDA 递交新药上市的沟通交流申请。公司持续加大国际化战略实施力度, 仿制药与创新药相辅相成, 预计海外市场的增长将会成为公司新的业绩增长点。
- 下半年有望迎来业绩拐点。** 2021 年及 2022 年一季度, 公司营收和利润均同比下滑。随着公司创新药的逐渐放量, 以及海外市场的营收增长, 预计下半年有望迎来业绩拐点。

盈利调整及投资建议

- 我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润为 47/52/59 亿元, 对应 2022-2024 年 PE 分别为 39/36/31 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。

相关报告

- 《国际化如期推进, PD-1 国际多中心 III 期成功-恒瑞医药点评》, 2022.5.13
- 《创新转型过渡期, 坚持加大研发投入-恒瑞医药年报点评》, 2022.4.24
- 《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
- 《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
- 《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

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)							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	26,090	27,979	32,056	货币资金	5,044	10,805	13,631	16,530	18,527	20,392
增长率	19.1%	-6.6%	0.7%	7.2%	14.6%		应收账款	6,329	8,827	7,542	8,083	8,668	9,931
主营业务成本	-2,913	-3,349	-3,742	-3,768	-4,041	-4,630	存货	1,607	1,778	2,403	2,105	2,258	2,587
%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	6,213	6,519	6,840
毛利	20,376	24,386	22,164	22,322	23,937	27,426	流动资产	22,311	28,050	30,188	32,931	35,971	39,749
%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%	79.9%	80.8%	81.8%
营业税金及附加	-216	-257	-202	-204	-218	-250	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	-9,451	-10,135	-11,612	%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%	36.2%	36.2%	36.2%	无形资产	505	539	1,012	968	1,226	1,524
管理费用	-2,241	-3,067	-2,860	-2,870	-3,078	-3,526	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%	11.0%	11.0%	%总资产	19.0%	19.2%	23.1%	20.1%	19.2%	18.2%
研发费用	-3,896	-4,989	-5,943	-5,870	-6,155	-6,892	资产总计	27,556	34,730	39,266	41,224	44,534	48,586
%销售收入	16.7%	18.0%	22.9%	22.5%	22.0%	21.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	5,497	6,271	3,775	3,927	4,352	5,146	应付款项	2,024	3,229	2,953	2,953	3,159	3,612
%销售收入	23.6%	22.6%	14.6%	15.1%	15.6%	16.1%	其他流动负债	448	542	448	326	384	500
财务费用	134	182	338	283	335	377	流动负债	2,473	3,772	3,402	3,279	3,544	4,112
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-1.3%	-1.1%	-1.2%	-1.2%	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	3,526	3,780	4,344
投资收益	309	341	213	232	230	230	普通股股东权益	24,775	30,504	35,003	37,180	40,286	43,823
%税前利润	5.1%	5.0%	4.8%	4.8%	4.3%	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	4,942	5,517	6,453	未分配利润	16,548	20,844	22,873	25,692	28,798	32,335
营业利润率	26.4%	25.3%	18.0%	18.9%	19.7%	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	41,224	44,534	48,586
税前利润	6,056	6,895	4,466	4,792	5,397	6,353	比率分析						
利润率	26.0%	24.9%	17.2%	18.4%	19.3%	19.8%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-729	-587	18	-144	-270	-508	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	0.737	0.812	0.924
净利润	5,326	6,309	4,484	4,648	5,127	5,845	每股净资产	5.602	5.721	5.473	5.828	6.315	6.870
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	0.850	0.782	0.809
归属于母公司的净利润	5,328	6,328	4,530	4,698	5,177	5,895	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.295	0.325	0.370
净利率	22.9%	22.8%	17.5%	18.0%	18.5%	18.4%	回报率						
							净资产收益率	21.51%	20.75%	12.94%	12.64%	12.85%	13.45%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	19.33%	18.22%	11.54%	11.40%	11.63%	12.13%
							投入资本收益率	19.37%	18.62%	10.65%	10.11%	10.14%	10.70%
净利润	5,326	6,309	4,484	4,648	5,127	5,845	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%	0.71%	7.24%	14.57%
非现金支出	665	480	555	595	640	686	EBIT增长率	34.55%	14.08%	-39.81%	4.05%	10.80%	18.26%
非经营收益	-300	-340	-379	-56	-203	-224	净利润增长率	31.05%	18.78%	-28.41%	3.71%	10.19%	13.86%
营运资金变动	-1,874	-3,023	-437	233	-578	-1,145	总资产增长率	23.23%	26.03%	13.06%	4.99%	8.03%	9.10%
经营活动现金净流	3,817	3,425	4,223	5,421	4,986	5,162	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	58.9	51.1	40.9
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%	-57.88%	-58.93%	-58.95%
其他	-803	-1,118	-1,357	-1,889	-2,078	-2,364	EBIT利息保障倍数	-41.1	-34.5	-11.2	-13.9	-13.0	-13.7
筹资活动现金净流	-706	202	-1,015	-2,519	-2,065	-2,350	资产负债率	9.50%	11.35%	9.41%	8.55%	8.49%	8.94%
现金净流量	1,165	5,425	2,661	2,942	2,031	1,892							

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	1	25	34	43	75
增持	0	2	5	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.07	1.13	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。

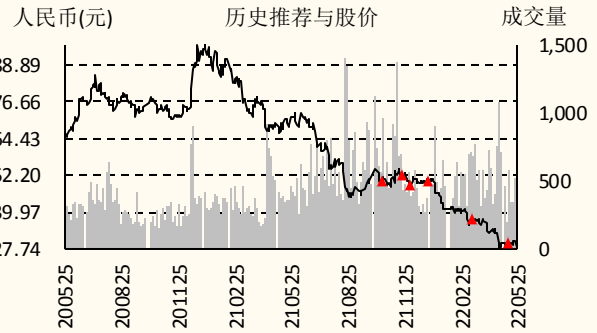
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-08-22	买入	48.46	N/A
2	2021-10-21	买入	51.58	N/A
3	2021-11-22	买入	51.99	N/A
4	2021-12-06	买入	49.20	N/A
5	2022-01-04	买入	50.71	N/A
6	2022-03-14	买入	37.62	N/A
7	2022-04-24	买入	33.00	N/A
8	2022-05-13	买入	30.03	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