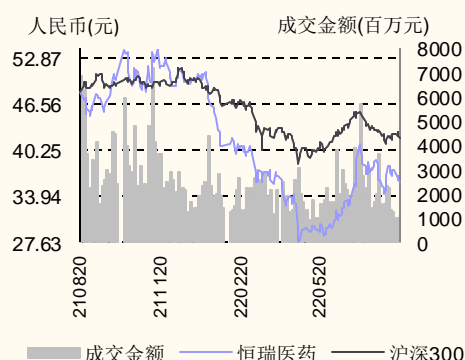


市场价格 (人民币): 35.90 元

短期业绩承压, 加速推进创新转型

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)	2,290.06
年内股价最高最低(元)	54.14/27.63
沪深 300 指数	4151
上证指数	3258



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	25,007	26,709	30,624
营业收入增长率	19.09%	-6.59%	-3.47%	6.81%	14.66%
归母净利润(百万元)	6,328	4,530	4,516	4,946	5,738
归母净利润增长率	18.78%	-28.41%	-0.31%	9.51%	16.01%
摊薄每股收益(元)	1.187	0.708	0.708	0.775	0.899
每股经营性现金流净额	0.64	0.66	0.86	0.77	0.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.75%	12.94%	12.18%	12.35%	13.20%
P/E	93.91	71.60	50.71	46.30	39.91
P/B	19.48	9.27	6.18	5.72	5.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 8月19日恒瑞医药发布 2022 年半年度报告和 2022 年员工持股计划草案。

简评

- 集采、医保降价、疫情三重影响, 上半年业绩承压。**2022 年上半年, 公司实现营收 102.28 亿元, 同比下降 23.08%; 归母净利润 21.19 亿元, 同比下降 20.55%; 扣非净利润 20.09 亿元, 同比下降 24.12%。其中, 第五批集采产品上半年销售同比下滑 88%; 多款创新药执行新的医保谈判价格, 医保销售价格平均下降 33%, 且在疫情影响下准入较难; 国内疫情多点散发, 公司麻醉条线及造影剂条线销售收入同比分别下滑 33%、28%。
- 加快推进研发创新和国际化战略。**公司坚定加大研发投入, 上半年研发投入 29.09 亿元, 同比增加 12.74%, 占销售收入比例升至 28.44%, 其中费用化研发投入 21.84 亿元, 研发费用率 21.36%。目前, 公司已有 11 个创新药获批上市, 另有 60 多个创新药正在临床开发, 今年医保谈判公司将有达尔西利、恒格列净、瑞维鲁胺 3 个新产品, 以及 PD-1、吡咯替尼、瑞马唑仑的多项新适应症符合申报条件, 预计公司创新药管线将逐步迎来收获期。此外公司建立了一批产生了一批具有自主知识产权、国际一流的新技术平台, 包括 PROTAC、分子胶、ADC、双抗/多抗、基因治疗、mRNA、生物信息学、转化医学等。公司继续稳步推进国际化战略, 2022 年上半年海外研发投入共计 5.19 亿元, 共计开展近 20 项国际临床试验, 并持续推进仿制药海外注册申请。
- 员工持股计划彰显创新转型决心。**公司发布 2022 年员工持股计划, 拟受让公司回购股份的数量不超过 1,200 万股 (占总股本 0.19%), 受让价格为公司回购股票均价的 15%, 目前回购正在进行中。员工持股计划业绩考核聚焦创新药销售及研发, 考核指标包括创新药销售收入、创新药 IND 获批数量、创新药 NDA 受理数量 (包含新适应症) 三项, 彰显公司创新转型决心。

盈利调整及投资建议

- 我们调整盈利预测, 预计 2022-2024 年的归母净利润为 45/49/57 亿元, 对应 2022-2024 年 PE 分别为 51/46/40 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

- 《瑞维鲁胺片获批, 创新药逐步迎来收获期-恒瑞医药点评》, 2022.6.30
- 《海曲泊帕获 FDA 孤儿药认定-恒瑞医药点评》, 2022.6.15
- 《吡咯替尼新辅助获批, 创新药逐渐进入收获期-恒瑞医药点评》, 2022.6.7
- 《碘克沙醇美国首仿获批, 仿创结合推进国际化-恒瑞医药点评》, 2022.5.26
- 《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

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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	23,289	27,735	25,906	25,007	26,709	30,624
增长率		19.1%	-6.6%	-3.5%	6.8%	14.7%
主营业务成本	-2,913	-3,349	-3,742	-4,127	-4,408	-5,054
%销售收入	12.5%	12.1%	14.4%	16.5%	16.5%	16.5%
毛利	20,376	24,386	22,164	20,880	22,301	25,570
%销售收入	87.5%	87.9%	85.6%	83.5%	83.5%	83.5%
营业税金及附加	-216	-257	-202	-250	-267	-306
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-8,525	-9,803	-9,384	-8,502	-9,081	-10,412
%销售收入	36.6%	35.3%	36.2%	34.0%	34.0%	34.0%
管理费用	-2,241	-3,067	-2,860	-2,751	-2,938	-3,369
%销售收入	9.6%	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用	-3,896	-4,989	-5,943	-5,502	-5,742	-6,431
%销售收入	16.7%	18.0%	22.9%	22.0%	21.5%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	5,497	6,271	3,775	3,875	4,273	5,052
%销售收入	23.6%	22.6%	14.6%	15.5%	16.0%	16.5%
财务费用	134	182	338	279	325	362
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-1.3%	-1.1%	-1.2%	-1.2%
资产减值损失	-19	-14	-10	0	0	0
公允价值变动收益	38	16	36	100	100	100
投资收益	309	341	213	200	200	200
%税前利润	5.1%	5.0%	4.8%	4.3%	4.0%	3.4%
营业利润	6,150	7,007	4,665	4,754	5,197	6,014
营业利润率	26.4%	25.3%	18.0%	19.0%	19.5%	19.6%
营业外收支	-94	-112	-199	-150	-150	-150
税前利润	6,056	6,895	4,466	4,604	5,047	5,864
利润率	26.0%	24.9%	17.2%	18.4%	18.9%	19.1%
所得税	-729	-587	18	-138	-151	-176
所得税率	12.0%	8.5%	-0.4%	3.0%	3.0%	3.0%
净利润	5,326	6,309	4,484	4,466	4,896	5,688
少数股东损益	-2	-19	-46	-50	-50	-50
归属于母公司的净利润	5,328	6,328	4,530	4,516	4,946	5,738
净利率	22.9%	22.8%	17.5%	18.1%	18.5%	18.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,326	6,309	4,484	4,466	4,896	5,688
少数股东损益	-2	-19	-46	-50	-50	-50
非现金支出	665	486	551	620	702	762
非经营收益	-300	-340	-379	-24	-143	-144
营运资金变动	-1,874	-3,023	-437	404	-567	-1,184
经营活动现金净流	3,817	3,432	4,219	5,466	4,889	5,122
资本开支	-560	-551	-1,649	-441	-1,200	-1,050
投资	-1,693	2,007	842	-200	-200	-200
其他	307	341	260	200	200	200
投资活动现金净流	-1,945	1,798	-546	-441	-1,200	-1,050
股权募资	97	1,320	342	-642	0	0
债权募资	0	0	0	12	13	14
其他	-816	-1,029	-1,340	-1,816	-1,986	-2,301
筹资活动现金净流	-719	291	-998	-2,446	-1,973	-2,287
现金净流量	1,165	5,432	2,657	2,579	1,716	1,785

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,044	10,805	13,631	16,167	17,848	19,606
应收账款	6,329	8,827	7,542	7,747	8,274	9,487
存货	1,607	1,778	2,403	2,305	2,462	2,823
其他流动资产	9,332	6,640	6,612	6,286	6,594	6,926
流动资产	22,311	28,050	30,188	32,505	35,179	38,843
%总资产	81.0%	80.8%	76.9%	78.9%	79.3%	80.5%
长期投资	599	1,502	1,001	1,101	1,201	1,301
固定资产	4,075	4,585	6,122	6,444	6,495	6,297
%总资产	14.8%	13.2%	15.6%	15.6%	14.6%	13.0%
无形资产	505	539	1,012	1,018	1,323	1,667
非流动资产	5,245	6,680	9,078	8,718	9,176	9,424
%总资产	19.0%	19.2%	23.1%	21.1%	20.7%	19.5%
资产总计	27,556	34,730	39,266	41,224	44,355	48,267
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,024	3,229	2,953	3,075	3,278	3,751
其他流动负债	448	542	448	312	335	384
流动负债	2,473	3,772	3,402	3,388	3,613	4,135
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	146	171	293	247	236	233
负债	2,619	3,943	3,694	3,635	3,848	4,368
普通股股东权益	24,775	30,504	35,003	37,070	40,038	43,481
其中：股本	4,423	5,332	6,396	6,379	6,379	6,379
未分配利润	16,548	20,844	22,873	25,583	28,550	31,993
少数股东权益	162	283	569	519	469	419
负债股东权益合计	27,556	34,730	39,266	41,224	44,355	48,267

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.205	1.187	0.708	0.708	0.775	0.899
每股净资产	5.602	5.721	5.473	5.811	6.277	6.816
每股经营现金净流	0.863	0.644	0.660	0.857	0.766	0.803
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.283	0.310	0.360
回报率						
净资产收益率	21.51%	20.75%	12.94%	12.18%	12.35%	13.20%
总资产收益率	19.33%	18.22%	11.54%	10.96%	11.15%	11.89%
投入资本收益率	19.37%	18.62%	10.65%	10.00%	10.23%	11.16%
增长率						
主营业务收入增长率	33.70%	19.09%	-6.59%	-3.47%	6.81%	14.66%
EBIT增长率	34.55%	14.08%	-39.81%	2.67%	10.25%	18.24%
净利润增长率	31.05%	18.78%	-28.41%	-0.31%	9.51%	16.01%
总资产增长率	23.23%	26.03%	13.06%	4.99%	7.60%	8.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.0	65.7	68.4	68.4	68.4	68.4
存货周转天数	165.2	184.5	203.9	203.9	203.9	203.9
应付账款周转天数	167.3	142.5	151.9	151.9	151.9	151.9
固定资产周转天数	39.8	43.2	62.9	66.9	60.6	48.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.39%	-53.38%	-52.63%	-57.08%	-57.62%	-57.62%
EBIT利息保障倍数	-41.1	-34.5	-11.2	-13.9	-13.2	-14.0
资产负债率	9.50%	11.35%	9.41%	8.82%	8.68%	9.05%

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	7	25	42	85
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.05	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。

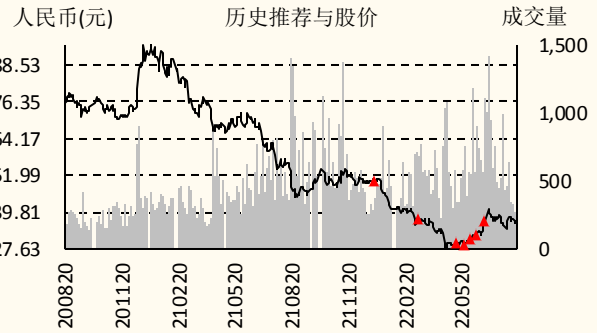
最终评分与平均投资建议对照：

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	2022-01-04	买入	50.71	N/A
2	2022-03-14	买入	37.62	N/A
3	2022-04-24	买入	33.00	N/A
4	2022-05-13	买入	30.03	N/A
5	2022-05-26	买入	28.93	N/A
6	2022-06-07	买入	30.53	N/A
7	2022-06-15	买入	31.62	N/A
8	2022-06-30	买入	35.52	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对本报告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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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