

医药生物

2022年08月21日

恒瑞医药 (600276)

——短期业绩承压，股权激励方案聚焦创新

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2022年08月19日	
收盘价(元)	35.9
一年内最高/最低(元)	55.54/27
市净率	6.4
息率(分红/股价)	0.45
流通A股市值(百万元)	229006
上证指数/深证成指	3258.08/12358.55

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年06月30日	
每股净资产(元)	5.65
资产负债率%	10.09
总股本/流通A股(百万)	6379/6379
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《恒瑞医药(600276)点评：2021年年报和2022年一季报点评：集采影响短期业绩，创新和国际化加速推进》2022/04/26

《恒瑞医药(600276)点评：持续坚持创新，前沿技术研发及创新国际化加速》2021/08/23

证券分析师

陈烨远 A0230521050001
chenyy@swsresearch.com

研究支持

仰佳佳 A0230120080005
yangjj@swsresearch.com

联系人

仰佳佳
(8621)23297818x
yangjj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布2022年上半年业绩报告，2022H1实现营收102.28亿(-23.08%)，实现归母净利润21.19亿(-20.55%)，实现扣非归母净利润20.09亿(-24.12%)。Q2单季度实现收入47.50亿(-25.42%)，实现归母净利润为8.82亿(-24.65%)，由于集采和疫情影响，2季度业绩下滑较1季度所有增加。
- **集采仿制药收入断崖式下跌+创新药医保谈判降价+疫情因素是上半年业绩下滑的主要原因。**2季度收入同比、环比均出现下滑，受多方面因素影响。首先，2021年9月开始陆续执行的第五批集采涉及的8个药品，2022年上半年销售收入仅2.5亿元，较去年同期减少17.6亿元；第二，2022年1月1日起，多款创新药执行新的医保谈判价格(包括续约谈判降价)，价格平均下降33%，创新药收入增长较慢，甚至个别创新药由于价格降幅较大，上半年销售金额环比有所下降；第三，上半年尤其是2季度国内疫情多点散发，对国内药品终端销售带来一定负面影响，同时，产品出口订单出现积压。此外受原辅材料及能源价格持续上涨和疫情导致的物流成本上升和产能利用率降低的影响，上半年毛利率下滑3.59个百分点。上半年继续加大研发投入研发费用率较同期增加1.95个百分点，上述2方面因素也给公司净利润带来负面影响。
- **发布2022年员工持股计划(草案)，考核指标聚焦创新。**公司业绩考核指标包括3项，针对创新药收入(含税)指标，要求2022-2024年至少分别达到85亿、108亿(+27%)和130亿(+20%)，针对新分子实体IND获批数量指标，要求2022-2024年至少分别达到10个、11个和12个，针对创新药申报并获得受理的NDA申请数量(包含新适应症)，要求2022-2024年至少分别达到6个、7个和8个。当期解锁比例由三项指标中任一指标对应的最低解锁比例确定，同时达到上述3项指标才可100%解锁。解锁目标聚焦创新，NDA数量目标为公司未来5年业绩快速增长带来驱动力，新分子实体IND数量目标为公司5-10年的发展储备潜力品种。
- **坚守创新，集采影响逐步消化，长期看好创新和国际化两大战略，维持“买入”评级。**基于2022年半年报，我们下调2022年-2024年盈利预测，预计2022-2024年归母净利润分别为43.96亿、50.19亿和68.96亿，(此前预计分别为52.14亿、58.47亿和74.67亿)，对应PE分别为52X、45X和33X。长期我们仍旧看好公司创新药板块的发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发失败风险，集采降价风险，创新药放量不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	25,906	10,228	23,838	27,495	34,632
同比增长率(%)	-6.6	-23.1	-8.0	15.3	26.0
归母净利润(百万元)	4,530	2,119	4,396	5,019	6,896
同比增长率(%)	-28.4	-20.6	-3.0	14.2	37.4
每股收益(元/股)	0.71	0.33	0.69	0.79	1.08
毛利率(%)	85.6	83.5	83.9	84.1	84.9
ROE(%)	12.9	5.9	11.2	11.3	13.4
市盈率	51		52	45	33

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	27,735	25,906	23,838	27,495	34,632
其中: 营业收入	27,735	25,906	23,838	27,495	34,632
减: 营业成本	3,349	3,742	3,842	4,361	5,238
减: 税金及附加	257	202	186	214	270
主营业务利润	24,129	21,962	19,810	22,920	29,124
减: 销售费用	9,803	9,384	8,105	9,348	11,775
减: 管理费用	3,067	2,860	2,503	2,832	3,463
减: 研发费用	4,989	5,943	5,006	5,829	6,926
减: 财务费用	-182	-338	-15	-20	-24
经营性利润	6,453	4,113	4,211	4,931	6,984
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-7	4	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-7	-14	28	0	0
加: 投资收益及其他	568	562	600	593	573
营业利润	7,007	4,665	4,839	5,523	7,557
加: 营业外净收入	-112	-199	-135	-148	-160
利润总额	6,895	4,466	4,704	5,375	7,396
减: 所得税	587	-18	353	408	571
净利润	6,309	4,484	4,351	4,968	6,825
少数股东损益	-19	-46	-45	-51	-70
归属于母公司所有者的净利润	6,328	4,530	4,396	5,019	6,896
全面摊薄总股本	5,332	6,396	6,379	6,379	6,379
每股收益 (元)	0.99	0.71	0.69	0.79	1.08

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhsc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。