

## 公司研究

## 多方面因素影响业绩，员工持股计划彰显信心

## ——恒瑞医药（600276.SH）2022年半年报点评

## 增持（维持）

当前价：35.90元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebcn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

010-57378027

wangmingrui@ebcn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	63.79
总市值(亿元)	2290.06
一年最低/最高(元)	26.90/55.32
近3月换手率	54.41%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.89	16.87	-9.75
绝对	-7.95	19.73	-23.61

资料来源：Wind

## 相关研报

短期业绩承压，创新与国际化硕果累累——恒瑞医药（600276.SH）2021年报及2022年一季报点评（2022-04-25）

短期业绩承压，未来全面拥抱创新——恒瑞医药（600276.SH）2021年三季报点评（2021-10-20）

## 要点

## 事件：

公司发布2022年半年报，实现营业收入102.28亿元，同比-23.08%；归母净利润21.19亿元，同比-20.55%；扣非归母净利润20.09亿元，同比-24.12%；经营性净现金流8.45亿元，同比-43.57%；EPS 0.33元。业绩低于市场预期。

## 点评：

**多方面因素影响业绩，研发投入持续加大：**2022Q1~Q2，公司单季度营业收入分别为54.79/47.50亿元，同比-20.93%/-25.42%；归母净利润12.37/8.82亿元，同比-17.35%/-24.65%；扣非归母净利润11.80/8.29亿元，同比-19.80%/-29.52%。

收入方面的影响因素主要包括：

- 1) 仿制药带量采购：自2018年以来，公司涉及国家集采的仿制药共有35个，中选22个，中选价平均降幅74.5%。2021年9月开始陆续执行的第五批集采涉及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，同比下滑88%，集采仿制药收入断崖式下跌。
- 2) 创新药谈判降价：2022年1月1日起，阿帕替尼、吡咯替尼、硫培非格司亭、瑞马唑仑、氟唑帕利、海曲泊帕等多款创新药执行新的医保谈判价格，平均降幅33%，加之疫情反复、产品准入难等因素，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。
- 3) 新冠疫情：国内疫情多点散发，相当一部分医疗机构日常诊疗业务量缩减，公司产品销售受到较大影响，麻醉条线及造影剂条线销售收入同比分别下滑33%、28%，尤其是疫情较为严重的上海、郑州地区，产品销售下降明显，若按公司产品全国平均增长率测算，上述两地销售规模上半年分别减少1亿元以上；同时，产品出口订单出现积压，部分海外业务需求未能及时转化为销售收入。

利润方面的影响因素包括：

- 1) 成本上升：主要原辅材料及能源价格持续上涨，同时叠加疫情影响带来的物流成本上涨、产能利用率降低，报告期内公司的整体生产经营成本有所提高。
- 2) 研发投入加大：为不断增强研发实力，公司坚定加大研发投入，2022年上半年累计研发投入达到29.09亿元，同比增加12.74%，研发投入占销售收入的比重同比提升至28.44%，其中费用化研发投入21.84亿元，研发费用占销售收入比重同比提升至21.36%，虽然在很大程度上影响了当期利润，但为公司长远发展提供了有力支撑。

**加强销售管理，以学术推广带动销售增长：**2022H1公司销售费用32.67亿元，销售费用率31.94%，同比下降3.14pp。公司通过提升销售人员人均单产、精简销售人员、完善产品调售流程等方式促进了销售工作提质增效，并整合市场及医学团队，加速学术推广。2022H1，公司30余项重要研究成果获得国际认可，相继在多个全球顶级期刊发表，累计影响因子达523.381分，其中接收及发表18篇重磅研究论文（影响因子>10分）。

**创新研发硕果累累，产品竞争力持续增强：**2022H1，公司自主研发的创新药瑞维鲁胺片获批上市，已上市创新药增至 11 款，位居国内同行业前茅。马来酸吡咯替尼片第 2 个适应症获批上市，用于 HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌患者的新辅助治疗。4 项上市申请获 NMPA 受理：阿得贝利单抗注射液上市许可申请获受理，用于一线广泛期小细胞肺癌治疗；SHR8008 胶囊上市许可申请获受理，用于急性外阴阴道假丝酵母菌病治疗；SHR8554 注射液上市许可申请获受理，用于腹部手术后中重度疼痛治疗；HR20033 片上市许可申请获受理，用于 2 型糖尿病成人患者治疗。公司多年来持续大力投入研发，已经进入创新成果收获期，产品梯队竞争力持续增强，将为公司长远发展奠定坚实的基础。

**员工持股计划彰显信心，调动员工积极性和创造性利好长远发展：**公司发布《2022 年员工持股计划（草案）》，参加对象总人数不超过 1,158 人（不含预留份额），其中公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员不超过 15 人（不含预留份额）。股票来源为公司回购专用证券账户中已回购的公司股份，员工拟受让公司回购股份的数量不超过 1,200 万股（含预留份额），约占员工持股计划草案公告日公司股本总额的 0.19%。标的股票分三期解锁，解锁时点分别为自公司公告最后一笔标的股票过户至本次员工持股计划名下之日起满 12 个月、24 个月、36 个月，每期解锁的标的股票比例分别为 40%、30%、30%。公司层面的业绩考核指标包括创新药销售收入、新分子实体 IND 获批数量、创新药申报并获得受理的 NDA 申请数量（包含新适应症）三项，根据指标的完成情况，设定 100%、90%、0% 三个解锁比例，以三项指标中任一指标对应的最低解锁比例确定当期解锁比例。本次员工持股计划将建立和完善公司、股东和员工的利益共享机制，调动员工的积极性和创造性，提高员工凝聚力和公司竞争力，促进公司长期、持续、健康发展。

表 1：公司层面的业绩考核指标

		解锁比例	100%	90%	0%
2022 年	创新药收入（亿元，含税）		≥85	不适用	<85
	新分子实体 IND 获批数量（个）		≥10	≥8	<8
	创新药申报并获得受理的 NDA 申请数量（包含新适应症）（个）		≥6	≥4	<4
2022~2023 年累计	创新药收入（亿元，含税）		≥190	不适用	<190
	新分子实体 IND 获批数量（个）		≥21	≥19	<19
	创新药申报并获得受理的 NDA 申请数量（包含新适应症）（个）		≥13	≥9	<9
2022~2024 年累计	创新药收入（亿元，含税）		≥320	不适用	<320
	新分子实体 IND 获批数量（个）		≥33	≥31	<31
	创新药申报并获得受理的 NDA 申请数量（包含新适应症）（个）		≥21	≥16	<16

资料来源：公司公告、光大证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司上半年业绩低于我们此前预期，且部分影响业绩的因素可能对未来的经营产生持续影响，下调 2022~2024 年归母净利润预测为 43.36/51.66/61.89 亿元（原预测为 48.03/55.58/63.38 亿元，分别下调 9%/7%/2%），同比-4.28%/+19.14%/+19.79%，按最新股本测算 EPS 为 0.68/0.81/0.97 元，现价对应 PE 为 53/44/37 倍，维持“增持”评级。

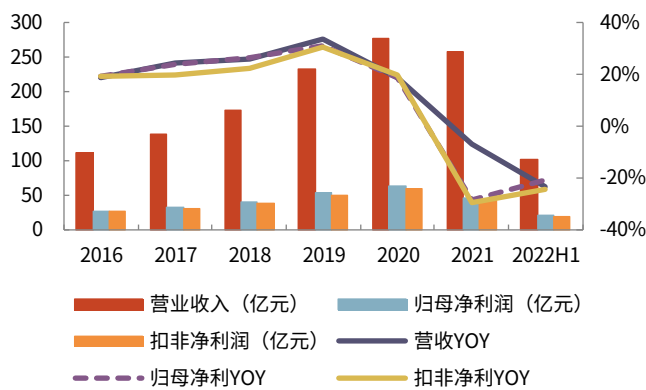
**风险提示：**药品降价超预期的风险；新品审批进度不达预期；创新药研发失败的风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	27,735	25,906	23,300	26,207	28,691
营业收入增长率	19.09%	-6.59%	-10.06%	12.48%	9.48%
净利润 (百万元)	6,328	4,530	4,336	5,166	6,189
净利润增长率	18.78%	-28.41%	-4.28%	19.14%	19.79%
EPS (元)	1.19	0.71	0.68	0.81	0.97
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.75%	12.94%	11.32%	12.12%	12.94%
P/E	30	51	53	44	37
P/B	6.3	6.6	6.0	5.4	4.8

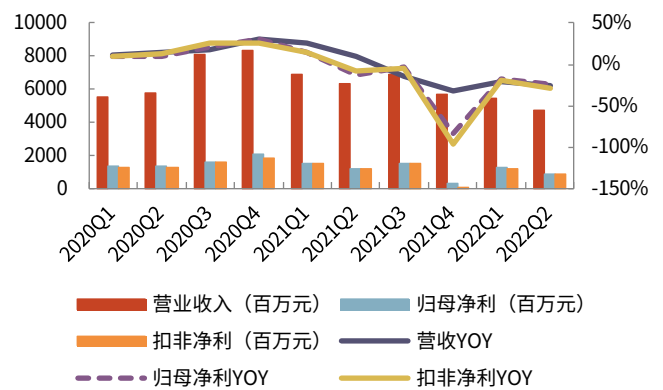
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-08-19 (注: 2020 年底总股本为 5,331,717,041 股, 2021 年因注销回购股份、送股导致总股本变更为 6,396,011,914 股, 2022 年因注销回购股份导致总股本变更为 6,379,002,274 股)

图 1: 公司 2016-2022H1 收入利润情况



资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 2: 公司 2020-2022Q2 单季度收入利润情况



资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	27,735	25,906	23,300	26,207	28,691
营业成本	3,349	3,742	3,803	4,398	4,907
折旧和摊销	448	520	531	585	641
税金及附加	257	202	205	230	252
销售费用	9,803	9,384	7,751	8,382	8,979
管理费用	3,067	2,860	2,110	2,191	2,303
研发费用	4,989	5,943	5,768	6,451	6,593
财务费用	-182	-338	-232	-296	-350
投资收益	341	213	110	110	110
营业利润	7,007	4,665	4,312	5,234	6,411
利润总额	6,895	4,466	4,235	5,105	6,276
所得税	587	-18	-57	-8	150
净利润	6,309	4,484	4,292	5,114	6,126
少数股东损益	-19	-46	-44	-53	-63
归属母公司净利润	6,328	4,530	4,336	5,166	6,189
EPS (元)	1.19	0.71	0.68	0.81	0.97

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,432	4,219	5,832	4,546	5,655
净利润	6,328	4,530	4,336	5,166	6,189
折旧摊销	448	520	531	585	641
净营运资金增加	2,682	-238	-2,032	1,445	1,241
其他	-6,027	-594	2,996	-2,650	-2,415
投资活动产生现金流	1,798	-546	-487	-518	-518
净资本支出	-551	-1,649	-1,063	-1,064	-1,064
长期投资变化	60	193	0	0	0
其他资产变化	2,289	909	576	545	547
融资活动现金流	291	-998	-818	-516	-628
股本变化	909	1,064	-17	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	1,324	-248	-427	331	271
净现金流	5,432	2,657	4,527	3,512	4,510

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	87.9%	85.6%	83.7%	83.2%	82.9%
EBITDA 率	25.1%	17.9%	19.0%	20.6%	22.9%
EBIT 率	23.4%	15.8%	16.7%	18.3%	20.6%
税前净利润率	24.9%	17.2%	18.2%	19.5%	21.9%
归母净利润率	22.8%	17.5%	18.6%	19.7%	21.6%
ROA	18.2%	11.4%	10.2%	10.9%	11.8%
ROE (摊薄)	20.7%	12.9%	11.3%	12.1%	12.9%
经营性 ROIC	30.0%	18.4%	18.9%	21.1%	23.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	11%	9%	8%	8%	7%
流动比率	7.44	8.87	10.81	11.04	11.65
速动比率	6.97	8.17	10.00	10.20	10.78
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	34,730	39,266	42,108	46,712	52,106
货币资金	10,805	13,631	18,158	21,669	26,179
交易性金融资产	5,628	5,090	4,590	4,090	3,590
应收账款	5,074	4,633	3,964	4,235	4,405
应收票据	0	1,081	233	262	287
其他应收款 (合计)	651	658	682	767	840
存货	1,778	2,403	2,418	2,772	3,065
其他流动资产	3,552	1,719	1,589	1,734	1,859
流动资产合计	28,050	30,188	32,433	36,466	41,342
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	60	193	193	193	193
固定资产	3,280	4,463	4,732	4,979	5,193
在建工程	1,305	1,659	1,769	1,852	1,914
无形资产	341	442	483	523	562
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	803	777	777	777
非流动资产合计	6,680	9,078	9,675	10,246	10,764
总负债	3,943	3,694	3,268	3,599	3,870
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,326	1,787	1,669	1,929	2,153
应付票据	106	466	426	443	445
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	15	15	15	15
流动负债合计	3,772	3,402	3,001	3,303	3,549
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	141	268	242	271	296
非流动负债合计	171	293	267	296	321
股东权益	30,787	35,572	38,841	43,113	48,236
股本	5,332	6,396	6,379	6,379	6,379
公积金	5,828	6,411	6,563	6,563	6,563
未分配利润	20,844	22,873	26,051	30,376	35,562
归属母公司权益	30,504	35,003	38,316	42,641	47,827
少数股东权益	283	569	525	472	409

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	35.34%	36.22%	33.27%	31.98%	31.30%
管理费用率	11.06%	11.04%	9.06%	8.36%	8.03%
财务费用率	-0.66%	-1.30%	-1.00%	-1.13%	-1.22%
研发费用率	17.99%	22.94%	24.75%	24.62%	22.98%
所得税率	9%	0%	-1%	0%	2%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.16	0.13	0.16	0.19
每股经营现金流	0.64	0.66	0.91	0.71	0.89
每股净资产	5.72	5.47	6.01	6.68	7.50
每股销售收入	5.20	4.05	3.65	4.11	4.50

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	30	51	53	44	37
PB	6.3	6.6	6.0	5.4	4.8
EV/EBITDA	26.3	47.3	48.1	39.1	31.5
股息率	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE