

业绩符合预期，员工激励落地

恒瑞医药(600276)

事件

事件一：公司于8月19日发布2022上半年业绩报告，2022年上半年公司实现营业收入102.28亿元，同比下降23.08%；实现归母净利润21.19亿元，同比下降20.55%；扣非归母净利润20.09亿元，同比下降24.12%。

事件二：公司推出员工持股计划，未来三年内解锁计划放出。

简评

业绩符合预期，受疫情、集采及医保降价影响

2022年上半年公司实现营业收入102.28亿元，同比下降23.08%；实现归母净利润21.19亿元，同比下降20.55%。扣非归母净利润20.09亿元，同比下降24.12%。

报告期内，公司累计研发投入达到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创历史新高的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%。研发费用提升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。

重要财务指标

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27734.60	25905.53	21933.51	25171.81	28703.24
增长率(%)	19.09%	-6.59%	-15.33%	14.76%	14.03%
净利润(百万元)	6328.38	4530.22	4032.65	4733.92	5557.12
增长率(%)	18.78%	-28.41%	-10.98%	17.39%	17.39%
ROE(%)	20.75%	12.94%	10.53%	11.23%	11.90%
EPS(元/股, 摊薄)	0.992	0.710	0.632	0.742	0.871
P/E(倍)	38.76	54.14	60.82	51.81	44.14
P/B(倍)	8.04	7.01	6.40	5.82	5.25

资料来源: Wind, 中信建投

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 执证编号: S1440517050001

SFC 中央编号: ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-85130634

SAC 执证编号: S1440520030001

SFC 中央编号: BPW879

发布日期: 2022年08月20日

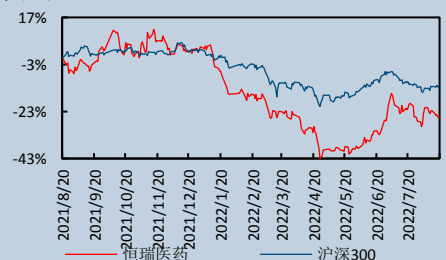
当前股价: 35.9 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-4.62/-1.85	23.21/19.43	-33.06/-18.44
12 月最高/最低价(元)			55.54/27.0
总股本(万股)			637,900.23
流通 A 股(万股)			637,900.23
总市值(亿元)			2,290.06
流通市值(亿元)			2,290.06
近 3 月日均成交量(万股)			5,419.03
主要股东			
江苏恒瑞医药集团有限公司			24.11%

股价表现



相关研究报告

【中信建投制药及生物科技】恒瑞医药(600276):恒瑞 I 类新药 SHR8554 国内申报上市

收入方面的影响因素主要包括：第一，集采导致部分仿制药收入大幅下降：公司涉及国家集中带量采购的仿制药共有 35 个品种，中选 22 个品种，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，同比下滑 88%。第二，新品种价格降幅较大，阿帕替尼、吡咯替尼、硫培非格司亭、瑞玛唑仑、氟唑帕利、海曲泊帕等多款创新药执行新的医保谈判价格，价格下降 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。第三，国内疫情影响，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%。

员工持股计划激励落地，经营积极性有望提升

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，解锁时公司业绩与三项指标逐一对比，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。我们认为，解锁条件主要考核创新药的收入和研发，考核内容及要求相对合理，符合公司全面转型创新的需要。

图表1： 图表 1： 第一批次解锁：

解锁比例（2022 年）	100%	90%	0%
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

资料来源：公司公告，中信建投

图表2： 图表 2： 第二批次解锁：

解锁比例（2022-23 年）	100%	90%	0%
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

资料来源：公司公告，中信建投

图表3： 图表 3： 第三批次解锁：

解锁比例（2022-24 年）	100%	90%	0%
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，中信建投

临床新药研发进展顺利

上半年恒瑞医药在研创新药达 60 多个，在国内外开展 260 多项临床研究。创新药临床试验进度加快，自主研发的 AR 抑制剂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，进一步拓展在乳腺癌领域的应用。4 个产品进入上市申报阶段，包括 PD-L1 抑制剂阿得贝利单抗注射液、HR20033 片、SHR8008 胶囊、SHR8554 注射液，治疗领域涉及癌症、糖尿病、抗感染、镇痛等。此外，还有卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、阿帕替尼、SHR0302 等 20 余个产品的 29 项临床研究取得进展，其中 2

项达到 III 期或国际多中心 III 期终点、7 项进入 III 期或国际多中心 III 期临床、10 项进入 II 期临床、10 项进入 I 期临床。

在项目注册方面，报告期内共取得创新药制剂生产批件 2 个、仿制药制剂生产批件 11 个；取得药品临床批件 26 个；取得 2 个品种的一致性评价批件；1 项临床试验被纳入美国 FDA 孤儿药资格认定。专利申请和维持工作顺利开展，报告期内提交国内新申请专利 113 件、国际 PCT 新申请 44 件，获得国内授权 65 件、国外授权 60 件。

国际多中心业务快速开展，海外市场快速推进，步调稳定

国际化方面，报告显示上半年恒瑞医药海外研发投入 5.19 亿元，占总体研发投入的比重达到 17.85%，稳步推进国际化。恒瑞医药创新药有关临床研究成果继续亮眼国际学术界。吡咯替尼、阿帕替尼、阿得贝利单抗、SHR2554 等创新药的 30 余项重要研究成果在 Lancet Oncology (柳叶刀 肿瘤学)、Journal of Clinical Oncology (临床肿瘤学杂志)、The Journal of the American Medical Association Oncology (美国医学会期刊 肿瘤学)、Lancet Haematology (柳叶刀 血液学)、Journal of the American Academy of Dermatology (美国皮肤病学会杂志) 等国际权威学术期刊发表，累计影响因子达 523.381 分，充分展现自主创新实力。上半年恒瑞医药共计开展近 20 项国际临床试验。公司首个国际多中心 III 期临床研究——卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼治疗晚期肝癌国际多中心 III 期研究已在中国递交上市申请，项目团队已经启动美国 FDA BLA/NDA 递交前的准备工作；海曲泊帕乙醇胺片用于恶性肿瘤化疗所致血小板减少症适应症 (CIT) 获 FDA 授予的孤儿药资格认定，有望在后续研发及商业化开展等方面享受一定的政策支持；多个项目在美国、欧洲、亚太等多个国家和地区获得临床试验资格，SHR-A1811、INS068、SHR-1819、SHR-1707、SHR-1905、SHR-2002 等多个产品顺利进行全球同步开发。钆特酸葡胺注射液和碘克沙醇注射液相继在美国获批上市，公司共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 23 个注册批件，并持续积极开拓新兴市场。

财务分析：毛利率下降，但由于费用控制良好，净利率略有上升

2022 年上半年公司毛利率达到 83.5%，同比下降 1.7 个百分点，预计主要原因是部分仿制药大幅降价且综合生产成本上升。上半年净利率达到 20.2%，同比提升 0.2 个百分点，主要得益于费用控制良好。费用方面，公司销售、管理、研发、财务费用分别为 32.67、9.76、21.84、-2.21 亿元，同比变化-29.98%、-16.09%、-15.36%、-106.76%，均出现不同程度下降，其中研发投入继续保持增长，但由于今年新增资本化处理，费用化的研发投入较去年同期下降。销售、管理、研发、财务费用率分别为 31.94%、9.5%、21.36%、-2.2%，同比分别变动-3.14、-0.8、-1.95、-1.36 个百分点。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2022、2023、2024 年营业收入分别为 219.33、251.71、287.03 亿元，对应增速分别为-15.33%、14.76%、14.03%；归母净利分别为 40.32、47.34、55.57 亿元，对应增速-10.98%、17.39%、17.39%，PE 60.82、51.81、44.14 倍，考虑到公司在肿瘤、免疫、麻醉、影像、疼痛管理、心血管、代谢、神经等领域及我国创新药等领域的广泛布局，维持买入评级。

风险提示

创新药品种审批及临床试验推进不及预期；集采对总体销售额有一定影响；国际化进展不达预期。

分析师介绍

贺菊颖：中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧：中信建投证券制药及生物科技组首席分析师，中山大学本科，佐治亚州立大学硕士。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技产业研究，擅长创新药及其产业链分析，深度跟踪全球及中国新药研发、商业化趋势。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk