

恒瑞医药 (600276)

2022 年中报点评：坚定加大研发投入，有力支撑长远发展

买入 (维持)

2022 年 08 月 24 日

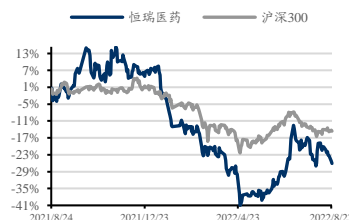
证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	25,906	23,000	26,490	30,538
同比	-7%	-11%	15%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	4,530	4,492	5,457	6,413
同比	-28%	-1%	21%	18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.71	0.70	0.86	1.01
P/E (现价&最新股本摊薄)	48.75	49.16	40.47	34.44

股价走势



投资要点

- **事件：**2022 年 H1，公司实现营收 102.28 亿元 (yoy -23.08%)，归母净利润 21.19 亿元 (yoy -20.55%)。2022 年 Q2，公司实现营收 47.50 亿元 (yoy -25.42%)，归母净利润 8.82 亿元 (yoy -24.65%)。
- **“疫情+集采”反应充分，期待边际向好。**收入影响因素：1) 第五批集采涉及 8 个药品，2022 年上半年销售 2.5 亿元，比同期减少 17.6 亿元；2) 国谈创新药价格平均下降 33%，收入增长较慢；3) 疫情多点散发，麻醉条线及造影剂条线销售收入同比分别下滑 33%、28%。利润影响因素主要为成本上涨、研发投入增加。
- **坚定研发投入，10+创新药尚待兑现。**2022 年上半年研发投入达到 29.09 亿元，同比增加 12.74%，资本化比例为 24.92%，创新进入良性循环：1) 11 个创新药已上市，其中 PD1、吡咯替尼等 5 个创新药 2021 年 H1 贡献 52 亿收入，瑞马、海曲、氟唑帕利等 6 个创新药尚待兑现；2) 6 款创新药处于 NDA 阶段，瑞格列汀、SHR-8008 (CYP51)、SHR-1316 (PDL1) 等；3) 10+创新药处于 3 期阶段，法米替尼、SHR1701 (PD-L1/TGF-β)、SHR-0302 (JAK1) 等；4) 15+分子重点推进国际化，双艾 HCC 国际多中心 III 期美国 FDA BLA/NDA 计划 2022 年递交。ARi mHSPC、TPO-R CIT、PARPi CRPC 等处于国际 3 期。
- **员工持股计划落地，创新药收入 2023/24 年增速预计超过 23%。**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)，解锁比例为 100%时，需满足临界指标：1) 2022 年创新药收入≥85 亿元，IND 数量≥10 个，NDA 数量≥6 个；2) 2023 年创新药收入≥105 亿元，IND 数量≥11 个，NDA 数量≥7 个；3) 2024 年创新药收入≥130 亿元，IND 数量≥12 个，NDA 数量≥8 个。
- **盈利预测与投资评级：**我们将 2022-2024 年归母净利润由 50.96、60.52、71.33 下调为 44.92、54.57、64.13 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 49、40、34 倍，由于：1) 集采利空逐渐缓解，创新陆续兑现，经营有望边际改善；2) 管理精细化，研发费用资本化，费用率下行，利润增长有望恢复，维持“买入”评级。
- **风险提示：**药品价格下降的风险，新冠疫情的风险，竞争恶化的风险

市场数据

收盘价(元)	34.62
一年最低/最高价	27.74/54.35
市净率(倍)	6.12
流通 A 股市值(百万元)	220,841.06
总市值(百万元)	220,841.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.65
资产负债率(% LF)	10.09
总股本(百万股)	6,379.00
流通 A 股(百万股)	6,379.00

相关研究

- 《恒瑞医药(600276)：抗肿瘤创新药亮相 ASCO，瑞维鲁胺 (ARi)、“双艾”等数据亮眼》
2022-06-04
- 《恒瑞医药(600276)：2021 年年报和 2022 年一季报点评：集采影响逐渐消化，创新药进入良性循环》
2022-04-26
- 《恒瑞医药(600276)：2021 年中报点评：受集采影响公司业绩承压，创新与国际化转型持续加速》
2021-08-24

恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	30,188	32,328	39,418	44,898	营业总收入	25,906	23,000	26,490	30,538
货币资金及交易性金融资产	18,721	23,791	24,999	33,357	营业成本(含金融类)	3,742	3,590	4,135	4,767
经营性应收款项	7,857	6,006	9,968	8,155	税金及附加	202	196	216	255
存货	2,403	1,418	3,092	2,043	销售费用	9,384	7,382	8,503	9,802
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,860	2,348	2,704	3,118
其他流动资产	1,207	1,113	1,358	1,343	研发费用	5,943	4,229	4,870	5,615
非流动资产	9,078	10,014	11,217	12,137	财务费用	-338	0	0	0
长期股权投资	193	259	359	442	加:其他收益	309	223	287	313
固定资产及使用权资产	4,617	5,376	6,197	6,838	投资净收益	213	236	245	298
在建工程	1,659	1,722	1,931	2,066	公允价值变动	36	0	0	0
无形资产	442	489	563	623	减值损失	-10	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	3	3	4
长期待摊费用	309	309	309	309	营业利润	4,665	5,717	6,597	7,597
其他非流动资产	1,858	1,858	1,858	1,858	营业外净收支	-199	0	0	0
资产总计	39,266	42,342	50,635	57,035	利润总额	4,466	5,717	6,597	7,597
流动负债	3,402	2,756	4,572	3,598	减:所得税	-18	232	121	224
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	4,484	5,485	6,476	7,374
经营性应付款项	2,253	975	2,920	1,467	减:少数股东损益	-46	-37	-55	-56
合同负债	220	297	293	366	归属母公司净利润	4,530	4,492	5,457	6,413
其他流动负债	929	1,484	1,359	1,765	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.70	0.86	1.01
非流动负债	293	293	293	293	EBIT	4,074	5,478	6,348	7,295
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,615	6,169	7,155	8,194
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	85.56	84.39	84.39	84.39
租赁负债	152	152	152	152	归母净利率(%)	17.49	19.53	20.60	21.00
其他非流动负债	141	141	141	141	收入增长率(%)	-6.59	-11.22	15.17	15.28
负债合计	3,694	3,048	4,865	3,891	归母净利润增长率(%)	-28.41	-0.84	21.48	17.52
归属母公司股东权益	35,003	37,732	43,189	49,602					
少数股东权益	569	1,562	2,581	3,541					
所有者权益合计	35,572	39,294	45,770	53,144					
负债和股东权益	39,266	42,342	50,635	57,035					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,219	8,221	2,969	9,874	每股净资产(元)	5.47	5.92	6.77	7.78
投资活动现金流	-546	-1,388	-1,761	-1,516	最新发行在外股份(百万股)	6,379	6,379	6,379	6,379
筹资活动现金流	-998	-1,763	0	0	ROIC(%)	12.30	13.98	14.60	14.27
现金净增加额	2,657	5,070	1,208	8,358	ROE-摊薄(%)	12.94	11.91	12.63	12.93
折旧和摊销	541	691	807	899	资产负债率(%)	9.41	7.20	9.61	6.82
资本开支	-1,649	-1,558	-1,907	-1,732	P/E(现价&最新股本摊薄)	48.75	49.16	40.47	34.44
营运资本变动	-437	2,284	-4,065	1,904	P/B(现价)	6.33	5.85	5.11	4.45

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

