

恒瑞医药 (600276)

证券研究报告

2022年09月11日

业绩符合预期，股权激励中创新药收入有望保持较高增速

事件：

恒瑞医药发布 2022 年半年报。2022H1 公司实现营业收入 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%，主要由于集采、医保谈判涉及品种营收下降，以及研发投入增长等因素。

持续降本增效并加大研发投入，集采及国谈品种营收受到影响

2022H1 恒瑞医药持续加大研发投入，累计达 29.09 亿元同比增长 12.74%，其中费用化投入 21.84 亿元，研发费用率提升至 21.36%。同时公司持续推进降本增效，销售人员较年初减少 2300 余人，销售费用 32.67 亿元同比下降 29.98%。但第五批集采涉及的 8 个品种 2022H1 销售额仅为 2.5 亿元，较上年同期减少 17.6 亿元，同比下降 88%，对本期营收及净利润影响较大。此外由于疫情反复等因素，纳入医保目录的创新药品种放量缓慢，且执行新的谈判价格后售价平均下降 33%；同时医疗机构业务量缩减，导致公司麻醉及造影剂条线营收同比分别下降 33%、28%；此外原辅材料及能源价格、物流成本均有上涨，整体生产成本有所提高。

多个治疗领域全面布局，创新药商业化产品继续扩充

恒瑞医药目前已有 11 款创新药获 NMPA 批准上市。2022 年 6 月新型雄激素受体抑制剂瑞维鲁胺获批上市，针对高瘤负荷转移性激素敏感性前列腺癌患者，研究表明用药组 2 年生存率 (81.6% vs 70.3%) 及 2 年无影像学进展率 (72.9% vs 49.4%) 相较对照组显著提高，死亡风险降低 42%。马来酸吡咯替尼新增获批联合用药针对 HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌患者的新辅助治疗，数据显示联用组总体病理完全缓解率相比对照组明显改善 (41% vs 22%)。此外阿得贝利单抗治疗一线广泛期小细胞肺癌、SHR8008 治疗急性阴道假丝酵母菌病、SHR8554 用于腹部手术后镇痛以及 HR20033 治疗 2 型糖尿病等 4 项上市申请获 NMPA 受理，有望近期获批。

新技术平台多点开花，国际化进程有序推进

恒瑞医药广泛布局新技术平台，涉及多个前沿领域，已有多项成果产出，其中 HER2 ADC 品种 SHR-A1811、PD-L1/TGF β 双抗 SHR-1701 已进入 III 期临床研究；PD-L1/SIRP γ 、TIGIT/PVRIG 融合蛋白开展临床研究；多款 ADC、PROTAC、基因治疗或双抗/多抗分子获批临床试验或进入临床前开发。同时公司稳步推进国际化进程，本期海外研发投入 5.19 亿元，占比 17.85%，已开展近 20 项国际临床试验。其中卡瑞利珠单抗联用阿帕替尼晚期肝癌适应症已向 NMPA 递交上市申请，并启动向 FDA 递交申请前准备工作。海曲泊帕乙醇胺治疗化疗所致血小板减少症获得 FDA 授予孤儿药资格认定。两款仿制药钆特酸葡胺注射液和碘克沙醇注射液在美获批上市。

股权激励彰显公司业绩信心，创新药有望带动业绩整体恢复增长

公司于同日发布股权激励计划，拟向预计不超过 1158 名员工转让不超过 1200 万股。三年内创新药累计含税收入不低于 85/190/320 亿元，对应 2022-2024 年分别不低于 85/105/130 亿。累计新分子 IND 获批数量不低于 10/21/33 个，且累计创新药 NDA 申请数量不低于 6/13/21 个。我们预计随创新药收入增长，仿制药集采影响出清，公司整体业绩将恢复增长。

盈利预测与投资评级

考虑到创新药国谈降价，仿制药带量采购降价带来收入减少，我们将公司 2022 至 2024 年营收从 243.95、277.45、319.18 亿元下调至 233.62、255.11、293.48 亿元，我们预计公司 2022 年归母净利润 42.79 亿元，考虑到公司优化销售团队，销售费用率下降，2023-2024 年归母净利润从 47.59、54.31 亿元上调至 48.56、57.70 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：政策变动风险，研发进度不及预期风险，销售不及预期风险

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	34.78 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,379.00
流通 A 股股本(百万股)	6,379.00
A 股总市值(百万元)	221,861.70
流通 A 股市值(百万元)	221,861.70
每股净资产(元)	5.65
资产负债率(%)	10.09
一年内最高/最低(元)	55.54/27.00

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	联系人
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《恒瑞医药-年报点评报告:业绩受多重因素影响，创新药商业化稳步推进》 2022-04-25
- 《恒瑞医药-季报点评:创新研发再升级，海外战略稳步推进》 2021-10-20
- 《恒瑞医药-半年报点评:创新药多点开花，国际化渐入佳境》 2021-08-20

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,734.60	25,905.53	23,361.60	25,510.87	29,347.71
增长率(%)	19.09	(6.59)	(9.82)	9.20	15.04
EBITDA(百万元)	12,073.36	10,501.84	4,510.49	5,047.82	5,957.62
归属母公司净利润(百万元)	6,328.38	4,530.22	4,279.46	4,856.17	5,769.70
增长率(%)	18.78	(28.41)	(5.54)	13.48	18.81
EPS(元/股)	0.99	0.71	0.67	0.76	0.90
市盈率(P/E)	35.06	48.97	51.84	45.69	38.45
市净率(P/B)	7.27	6.34	5.77	5.24	4.72
市销率(P/S)	8.00	8.56	9.50	8.70	7.56
EV/EBITDA	47.74	28.96	43.20	38.39	31.45

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,804.67	13,630.82	20,905.70	21,733.75	28,128.84	营业收入	27,734.60	25,905.53	23,361.60	25,510.87	29,347.71
应收票据及应收账款	5,073.69	5,713.55	3,778.73	5,022.14	5,102.38	营业成本	3,348.69	3,741.80	3,854.66	4,209.29	4,842.37
预付账款	562.11	973.02	508.33	1,089.74	805.60	营业税金及附加	256.96	201.81	181.99	198.73	228.62
存货	1,778.06	2,402.67	1,495.04	2,909.67	2,020.93	销售费用	9,802.52	9,383.71	7,475.71	8,163.48	9,391.27
其他	9,831.50	7,467.69	7,728.73	8,087.34	8,092.54	管理费用	3,066.66	2,860.31	2,569.78	2,551.09	2,699.99
流动资产合计	28,050.04	30,187.75	34,416.53	38,842.64	44,150.29	研发费用	4,988.96	5,943.31	5,279.72	5,867.50	6,749.97
长期股权投资	60.00	192.83	192.83	192.83	192.83	财务费用	(181.74)	(337.96)	(519.36)	(641.21)	(749.84)
固定资产	3,280.17	4,462.87	4,952.09	5,176.04	5,227.82	资产/信用减值损失	(7.28)	(13.86)	(8.87)	(10.00)	(10.91)
在建工程	1,305.07	1,659.02	1,031.41	666.85	430.11	公允价值变动收益	16.50	36.23	0.00	0.00	0.00
无形资产	341.25	702.44	686.99	671.54	656.09	投资净收益	341.42	213.43	288.04	280.97	260.81
其他	1,693.06	2,061.32	1,568.88	1,770.33	1,750.56	其他	(905.16)	(788.06)	(576.09)	(561.93)	(521.63)
非流动资产合计	6,679.55	9,078.47	8,432.19	8,477.58	8,257.41	营业利润	7,007.07	4,664.82	4,816.02	5,452.97	6,457.05
资产总计	34,729.59	39,266.22	42,848.72	47,320.22	52,407.70	营业外收入	1.07	2.22	1.37	1.55	1.71
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	112.66	200.73	136.04	149.81	162.19
应付票据及应付账款	1,432.73	2,252.78	1,244.33	2,551.11	1,958.56	利润总额	6,895.48	4,466.31	4,681.34	5,304.71	6,296.57
其他	2,338.86	1,148.76	2,394.34	1,659.70	2,717.80	所得税	586.59	(17.72)	421.32	477.42	566.69
流动负债合计	3,771.59	3,401.53	3,638.67	4,210.81	4,676.36	净利润	6,308.89	4,484.03	4,260.02	4,827.28	5,729.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(19.49)	(46.19)	(19.43)	(28.89)	(39.82)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	6,328.38	4,530.22	4,279.46	4,856.17	5,769.70
其他	170.99	292.88	203.40	222.42	239.57	每股收益(元)	0.99	0.71	0.67	0.76	0.90
非流动负债合计	170.99	292.88	203.40	222.42	239.57						
负债合计	3,942.59	3,694.41	3,842.07	4,433.24	4,915.92						
少数股东权益	282.70	568.85	549.41	520.52	480.71	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	5,331.72	6,396.01	6,379.00	6,379.00	6,379.00	成长能力					
资本公积	3,142.83	3,356.18	2,705.42	2,705.42	2,705.42	营业收入	19.09%	-6.59%	-9.82%	9.20%	15.04%
留存收益	26,672.47	29,284.04	32,078.24	35,987.46	40,632.07	营业利润	13.94%	-33.43%	3.24%	13.23%	18.41%
其他	(4,642.71)	(4,033.28)	(2,705.42)	(2,705.42)	(2,705.42)	归属于母公司净利润	18.78%	-28.41%	-5.54%	13.48%	18.81%
股东权益合计	30,787.00	35,571.81	39,006.65	42,886.98	47,491.77	获利能力					
负债和股东权益总计	34,729.59	39,266.22	42,848.72	47,320.22	52,407.70	毛利率	87.93%	85.56%	83.50%	83.50%	83.50%
						净利率	22.82%	17.49%	18.32%	19.04%	19.66%
						ROE	20.75%	12.94%	11.13%	11.46%	12.27%
						ROIC	58.84%	34.31%	26.44%	38.27%	36.34%
						偿债能力					
						资产负债率	11.35%	9.41%	8.97%	9.37%	9.38%
						净负债率	-35.09%	-38.32%	-53.60%	-50.68%	-59.23%
						流动比率	7.44	8.87	9.46	9.22	9.44
						速动比率	6.97	8.17	9.05	8.53	9.01
						营运能力					
						应收账款周转率	5.28	4.80	4.92	5.80	5.80
						存货周转率	16.39	12.39	11.99	11.58	11.90
						总资产周转率	0.89	0.70	0.57	0.57	0.59
						每股指标(元)					
						每股收益	0.99	0.71	0.67	0.76	0.90
						每股经营现金流	0.54	0.66	1.15	0.15	1.03
						每股净资产	4.78	5.49	6.03	6.64	7.37
						估值比率					
						市盈率	35.06	48.97	51.84	45.69	38.45
						市净率	7.27	6.34	5.77	5.24	4.72
						EV/EBITDA	47.74	28.96	43.20	38.39	31.45
						EV/EBIT	49.59	30.47	45.35	40.27	32.83

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	6,308.89	4,484.03	4,279.46	4,856.17	5,769.70
折旧摊销	475.66	540.73	213.84	236.07	250.40
财务费用	0.00	4.71	(519.36)	(641.21)	(749.84)
投资损失	(341.42)	(252.59)	(288.04)	(280.97)	(260.81)
营运资金变动	(7,318.10)	914.55	3,686.19	(3,208.34)	1,589.89
其它	4,306.90	(1,472.62)	(19.43)	(28.89)	(39.82)
经营活动现金流	3,431.93	4,218.82	7,352.65	932.83	6,559.53
资本支出	925.64	2,429.18	149.48	60.97	32.86
长期投资	0.00	132.83	0.00	0.00	0.00
其他	872.19	(3,108.27)	78.56	139.99	177.96
投资活动现金流	1,797.83	(546.26)	228.04	200.97	210.81
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,483.92	2,438.40	528.68	641.21	749.84
其他	(1,192.74)	(3,436.72)	(834.49)	(946.95)	(1,125.09)
筹资活动现金流	291.19	(998.32)	(305.81)	(305.74)	(375.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,520.95	2,674.23	7,274.88	828.06	6,395.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com