

2023年01月16日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

50

恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买进

新药获批，看好公司长期成长

事件：

公司仿制药环磷酰胺胶囊收到国家药监局核准签发的《药品注册证书》，25mg 和 50mg 两个规格均视同通过仿制药质量和疗效一致性评价。批准的适应症为适用于成人和 6 岁及以上的儿童，用于治疗：（1）恶性淋巴瘤（Ann Arbor 分期III期和IV期），霍奇金淋巴瘤，淋巴细胞性淋巴瘤（结节性或弥漫性），混合细胞型淋巴瘤，组织细胞性淋巴瘤，伯基特淋巴瘤；（2）多发性骨髓瘤；（3）白血病：慢性淋巴细胞性白血病，慢性粒细胞性白血病（急性原始细胞危象通常无效），急性髓性和单核细胞性白血病，急性淋巴细胞性（干细胞）白血病（缓解期间给予环磷酰胺可有效延长缓解期）；（4）蕈样真菌病（晚期）；（5）神经母细胞瘤；（6）卵巢腺癌；（7）视网膜母细胞瘤；（8）乳腺癌。

点评：

- **国内首批，小规格剂型更适于儿童癌症：**公司环磷酰胺胶囊于 2021 年 10 月被纳入优先审批并于 2023 年 1 月在国内首先获批上市，我们认为公司产品将具有先发优势（目前在国内暂无胶囊剂型上市，主要是注射剂及片剂）。此外，公司此次获批的两个规格分别为 25mg 和 50mg，小规格剂型更符合儿童生理特征及用法用量，在儿童癌症治疗方面具有明确的临床价值。我们认为在中国目前儿童白血病及成神经细胞瘤患者逐渐增加的背景下，小规格剂型产品市场短缺，预计公司环磷酰胺胶囊上市后将在临床中快速得到应用。
- **集采影响逐渐降低，创新助力成长：**受集采降价影响，公司近两年业绩承压，但随着集采深入，公司新增集采产品数逐步减少，整体影响逐步减弱。公司持续转型创新，目前已有 12 款创新药获批上市，近两年保持着每年获批 2-3 个创新药的节奏，目前处于临床三期的新药也已有 10 多个，预计后续将继续保持每年 3 个左右的获批速度。此外，公司现有 60 多款创新药处于研发期，260 多项临床试验在国内外展开，创新动力充足，我们看好公司长期成长。
- **盈利预计及投资建议：**我们预计公司 2022、2023、2024 年净利润 36.1 亿元、40.3 亿元、48.5 亿元，YOY-20.2%、+11.5%、20.3%，EPS 分别为 0.57 元、0.63 元、0.76 元，对应 PE 分别为 69 倍、62 倍、52 倍。公司目前正处于转型期，但集采影响已经逐步减弱，创新药贡献比重逐步提升，在研管线丰富，成长动力充足，我们看好公司的长期发展。此外，考虑到疫情管控政策变化以及龙头估值恢复因素，我们上调至“买进”的投资评级。
- **风险提示：**新药研发进度及销售不及预期，带量采购价格降幅超出预期

..... 接续下页

公司基本信息

产业类别	医药生物		
A 股价(2023/1/13)	39.27		
上证指数(2023/1/13)	3195.31		
股價 12 個月高/低	46.7/26.9		
總發行股數(百萬)	6379.00		
A 股數(百萬)	6379.00		
A 市值(億元)	2505.03		
主要股東	江苏恒瑞医药集团有限公司		
	(24.11%)		
每股淨值(元)	5.76		
股價/賬面淨值	6.82		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.5	3.0	-17.0

近期评等

日期	收盘价	评级
----	-----	----

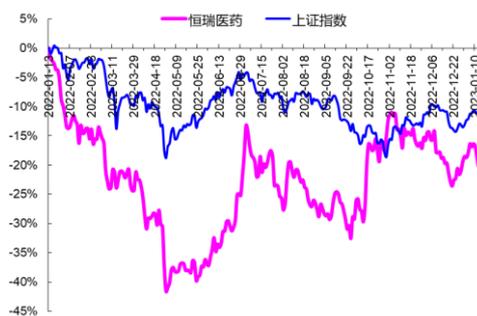
产品组合

针剂药	78.7%
片剂药	19.9%
原料药	1.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.1%
一般法人	68.1%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022F	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	6328	4530	3614	4029	4846
同比增减	%	18.78	-28.41	-20.23	11.48	20.28
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.19	0.71	0.57	0.63	0.76
同比增减	%	-0.83	-40.34	-20.21	11.48	20.28
市盈率(P/E)	X	33.00	55.31	69.32	62.18	51.70
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.16	0.11	0.13	0.15
股息率 (Yield)	%	0.51	0.41	0.29	0.32	0.39

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2020	2021	2022F	2023F	2024F
营业收入	27735	25906	21678	24150	27561
经营成本	3349	3742	4067	4301	4640
营业税金及附加	257	202	201	225	256
销售费用	9803	9384	7340	8163	9316
管理费用	3067	2860	1984	2186	2494
财务费用	-182	-338	-514	-483	-551
资产减值损失	0	0	0	0	15
投资收益	341	213	207	210	210
营业利润	7007	4665	4216	4656	5537
营业外收入	1	2	6	10	35
营业外支出	113	201	219	200	200
利润总额	6895	4466	4003	4466	5372
所得税	587	-18	476	536	645
少数股东损益	-19	-46	-86	-98	-118
归母净利润	6328	4530	3614	4029	4846

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2020	2021	2022F	2023F	2024F
货币资金	10805	13631	14040	15444	17760
应收账款	5074	4633	3613	4025	4593
存货	1778	2403	2168	2415	2756
流动资产合计	28050	30188	31697	33599	35951
长期股权投资	60	193	218	243	268
固定资产	3280	4463	4909	5400	5940
在建工程	1305	1659	1825	2007	2208
非流动资产合计	6680	9078	10440	12006	13807
资产总计	34730	39266	42137	45605	49758
流动负债合计	3772	3402	3572	3857	4166
非流动负债合计	171	293	322	354	390
负债合计	3943	3694	3894	4212	4556
少数股东权益	283	569	740	887	976
股东权益合计	30504	35003	37504	40506	44226
负债及股东权益合计	34730	39266	42137	45605	49758

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
经营活动所得现金净额	3432	4219	3,253	3,868	5,088
投资活动所用现金净额	1798	-546	-482	-566	-686
融资活动所得现金净额	291	-998	-1120	-1251	-1356
现金及现金等价物净增加额	5432	2657	1651	2051	3046

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证|@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证|@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。