



2021年10月20日

### 恒瑞医药 (600276): 收入增速放缓, 全面创新升级

推荐 (维持)

医药生物

当前股价: 49.61 元

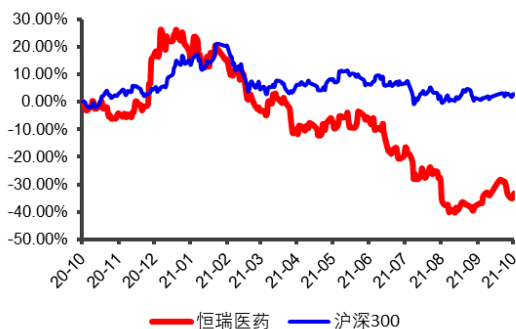
#### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,735	34,920	41,315	49,308
(+/-)	19.1%	25.9%	18.3%	19.3%
营业利润	7,007	8,954	10,610	12,916
(+/-)	13.9%	27.8%	18.5%	21.7%
归属母公	6,328	7,923	9,396	11,447
司净利润				
(+/-)	18.8%	25.2%	18.6%	21.8%
EPS (元)	1.19	1.24	1.47	1.79
市盈率	41.8	40.1	33.8	27.7

#### 公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	639748 / 636752
流通市值 (亿元)	3,159
每股净资产 (元)	5.35
资产负债率 (%)	10.6

#### 股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

分析师: 陈成

执业证书编号: S1050520080001

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

#### 投资要点:

● **业绩持续承压。**公司 2021 年前三季度实现营业收入 201.99 亿元, 同比增长 4.05%; 归属于母公司股东净利润 42.07 亿元, 同比增长-1.21%; 扣非后归属于母公司股东净利润 41.49 亿元, 同比增长 0.19%, 对应 EPS0.66 元。2021Q3 单季实现营业收入 69.01 亿元(-14.84%); 归母净利润 15.40 亿元(-3.57%)。从季度数据上看, Q3 营收 69 亿与 Q1、Q2 的 69 亿和 64 亿基本持平, 增速上的差异主要因为去年疫情造成的基数变化。总体来看, 公司业绩显著放缓, 短期持续承压。

● **集采影响收入端增速。**仿制药受集采影响销售收入下滑, 公司仿制药体量较大, 占总营收比重的 50%-60%, 随着集采的常态化推进, 公司收入端增长可能继续承压。创新药的陆续上市和销售增长将逐步优化公司的产品结构, 目前公司共有 8 个创新药, 在适应症的持续拓展下有望实现快速增长。在研创新药快速推进, 两款糖尿病药物恒格列净和瑞格列汀有望年内上市, SHR6390 (CDK4/6) 已纳入优先审评。

● **研发持续高投入, 多领域全方位布局。**报告期内, 公司研发费用达 41.42 亿元 (+23.86%), 占销售收入的比重高达 20.51%, 其中 Q3 单季研发费用达 15.61 亿元。公司在肺癌、乳腺癌等大癌肿领域全面布局以形成多靶点产品组合来满足患者的全面需求; 除了肿瘤, 公司在自免、代谢疾病、疼痛、抗感染等其他治疗领域也有多项储备在研产品。国际化进程快速推进, 已有 7 项国际多中心三期临床正在进行, 卡瑞利珠+阿帕替尼一线治疗肝癌适应症最快有望明年向 FDA 提交上市申请。公司已改变海外临床 CRO 模式, 逐步建立自己的团队推进产品的海外研发。研发进程持续加快和国际化进程提速的背

景下，公司研发费用预计还将持续高增长。

- **盈利预测：**我们暂维持预测公司 2021-2023 年实现归属于母公司净利润分别为 79.23 亿元、93.96 亿元、114.47 亿元，对应 EPS 分别为 1.24 元、1.47 元、1.79 元，当前股价对应 PE 分别为 40.1/33.8/27.7 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**药品降价幅度超预期风险；创新药研发进度不达预期风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>27,735</b>	<b>34,920</b>	<b>41,315</b>	<b>49,308</b>
货币资金	10,805	15,562	20,727	27,242	营业成本	3,349	4,276	5,268	6,339
应收款	8,827	10,864	12,624	14,655	营业税金及附加	257	257	257	257
存货	1,778	2,257	2,736	3,257	销售费用	9,803	12,047	13,964	16,272
其他流动资产	6,640	6,972	7,321	7,687	管理费用	3,067	3,771	4,338	5,029
流动资产合计	28,050	35,655	43,408	52,842	财务费用	-182	-264	-363	-480
<b>非流动资产:</b>					研发费用	4,989	6,460	7,850	9,615
金融类资产	1,442	1,587	1,745	1,920	费用合计	17,676	22,015	25,789	30,437
固定资产+在建工程	4,585	4,676	4,735	4,762	资产减值损失	-14	-15	-17	-19
无形资产+商誉	341	348	355	362	公允价值变动	16	17	18	19
其他非流动资产	311	342	376	413	投资收益	341	358	376	395
非流动资产合计	6,680	6,952	7,211	7,458	<b>营业利润</b>	<b>7,007</b>	<b>8,954</b>	<b>10,610</b>	<b>12,916</b>
资产总计	34,730	42,607	50,619	60,300	加: 营业外收入	1	1	1	1
<b>流动负债:</b>					减: 营业外支出	113	124	136	150
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>6,895</b>	<b>8,831</b>	<b>10,475</b>	<b>12,767</b>
应付账款、票据	1,433	1,805	2,195	2,606	所得税费用	587	927	1,100	1,341
其他流动负债	2,339	2,456	2,579	2,708	<b>净利润</b>	<b>6,309</b>	<b>7,904</b>	<b>9,375</b>	<b>11,427</b>
流动负债合计	3,772	4,261	4,774	5,313	少数股东损益	-19	-20	-20	-21
<b>非流动负债:</b>					<b>归母净利润</b>	<b>6,328</b>	<b>7,923</b>	<b>9,396</b>	<b>11,447</b>
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	171	174	178	181	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
非流动负债合计	171	174	178	181	<b>成长性</b>				
负债合计	3,943	4,436	4,952	5,495	营业收入增长率	19.1%	25.9%	18.3%	19.3%
<b>所有者权益</b>					营业利润增长率	13.9%	27.8%	18.5%	21.7%
股本	5,332	6,397	6,397	6,397	归母净利润增长率	18.8%	25.2%	18.6%	21.8%
资本公积金	3,143	3,143	3,143	3,143	总资产增长率	26.0%	22.7%	18.8%	19.1%
未分配利润	20,844	26,373	32,931	40,926	<b>盈利能力</b>				
少数股东权益	283	283	283	283	毛利率	87.9%	87.8%	87.2%	87.1%
所有者权益合计	30,787	38,172	45,668	54,805	营业利润率	25.3%	25.6%	25.7%	26.2%
负债和所有者权益	34,730	42,607	50,619	60,300	三项费用/营收	63.7%	63.0%	62.4%	61.7%
					EBIT/销售收入	24.9%	25.3%	25.4%	25.9%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利润率	22.7%	22.6%	22.7%	23.2%
净利润	6309	7904	9375	11427	ROE	20.5%	20.7%	20.5%	20.8%
折旧与摊销	476	480	521	563	<b>营运能力</b>				
财务费用	0	-264	-363	-480	总资产周转率	79.9%	82.0%	81.6%	81.8%
存货的减少	-174	-479	-480	-521	<b>资产结构</b>				
营运资本变化	-3264	-1665	-1370	-1621	资产负债率	11.4%	10.4%	9.8%	9.1%
其他非现金部分	79	-250	-263	-278	<b>现金流质量</b>				
经营活动现金净流量	3432	5727	7420	9090	经营净现金流/净利润	0.54	0.72	0.79	0.80
投资活动现金净流量	1798	-714	-739	-765	<b>每股数据(元/股)</b>				
筹资活动现金净流量	291	-255	-1516	-1810	每股收益	1.19	1.24	1.47	1.79
现金流量净额	5,432	4,758	5,165	6,515	每股净资产	5.77	5.97	7.14	8.57

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部



## 分析师简介

杜永宏：华鑫证券行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

陈成：华鑫证券行业分析师，2018年7月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%—(+)5%
4	减持	(-)15%—(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+8621) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>