

# 业绩符合预期，经营逐渐向好

## 恒瑞医药(600276)

### 事件概述

公司发布2022年报及2023年一季报：公司2022年实现营业收入212.75亿元(-17.87%)、归母净利润39.06亿元(-13.77%)。公司2023Q1实现营业收入54.92亿元(+0.25%)、归母净利润12.39亿元(+0.17%)。

### ► 集采影响业绩，符合条件未集采大产品仅剩七氟烷

集采对公司整体业绩有较大影响，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11月开始陆续执行的第七批集采涉及的5个药品在2022年销售收入分别为6.1/9.8亿元，较上年同期分别减少22.6/9.2亿元。随着公司大产品逐渐集采落地，根据药智查询，公司符合条件未集采的大产品仅剩七氟烷，公司逐渐走出集采业绩影响期。

### ► 多个产品新进医保，放量可期

在最新的医保谈判中，公司达尔西利、瑞维鲁胺、恒格列净、昂丹司琼口溶膜、普瑞巴林缓释片新进医保。随着医疗机构日常诊疗业务量的疫情后恢复，预期新医保产品能较快放量。

### 投资建议

由于集采影响业绩，下调公司盈利预测：预计公司营业收入由2023-2024年的257/300亿元调整为2023-2025年分别为226/258/295亿元，预计EPS由2023-2024年的0.83/1.03元调整为2023-2025年分别为0.72/0.86/1.04元，对应2023年4月21日47.32元/股收盘价，PE分别为66/55/46倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

创新药海外临床进度低于预期、医保谈判大幅降价风险

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,906	21,275	22,621	25,763	29,548
YoY (%)	-6.6%	-17.9%	6.3%	13.9%	14.7%
归母净利润(百万元)	4,530	3,906	4,578	5,485	6,609
YoY (%)	-28.4%	-13.8%	17.2%	19.8%	20.5%
毛利率 (%)	85.6%	83.6%	86.1%	86.3%	87.0%
每股收益(元)	0.71	0.61	0.72	0.86	1.04
ROE	12.9%	10.3%	10.8%	11.5%	12.1%
市盈率	66.65	77.57	65.94	55.03	45.67

资料来源：wind，华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	47.32
股票代码：	600276
52周最高价/最低价：	50.3/27.0
总市值(亿)	3,018.54
自由流通市值(亿)	3,018.54
自由流通股数(百万)	6,379.00



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

分析师：王帅

邮箱：wangshuai@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070005

联系电话：

### 相关研究

1. 【华西医药】恒瑞医药(600276)三季报点评：业绩符合预期，单季度业绩改善

2022.10.30

2. 【华西医药】恒瑞医药(600276)半年报点评：集采、疫情等多重影响，短期业绩承压

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21,275	22,621	25,763	29,548	净利润	3,815	4,532	5,431	6,544
YoY (%)	-17.9%	6.3%	13.9%	14.7%	折旧和摊销	644	1,996	2,286	2,573
营业成本	3,487	3,146	3,531	3,856	营运资金变动	-2,813	4,273	-1,711	-1,511
营业税金及附加	190	249	304	355	经营活动现金流	1,265	10,554	5,887	7,450
销售费用	7,348	7,680	8,669	9,819	资本开支	-1,972	-1,565	-1,583	-1,425
管理费用	2,306	2,251	2,749	3,132	投资	2,196	-20	-50	-70
财务费用	-471	-119	-374	-417	投资活动现金流	390	-1,295	-1,487	-1,329
研发费用	4,887	4,999	5,281	5,978	股权募资	379	0	0	0
资产减值损失	-147	0	0	0	债务募资	1,260	0	0	0
投资收益	387	339	206	236	筹资活动现金流	-319	0	0	0
营业利润	4,112	4,931	6,012	7,298	现金净流量	1,417	9,258	4,400	6,121
营业外收支	-143	-94	-90	-84	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	3,968	4,837	5,922	7,215	<b>成长能力</b>				
所得税	153	305	492	671	营业收入增长率	-17.9%	6.3%	13.9%	14.7%
净利润	3,815	4,532	5,431	6,544	净利润增长率	-13.8%	17.2%	19.8%	20.5%
归属于母公司净利润	3,906	4,578	5,485	6,609	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	-13.8%	17.2%	19.8%	20.5%	毛利率	83.6%	86.1%	86.3%	87.0%
每股收益	0.61	0.72	0.86	1.04	净利率	17.9%	20.0%	21.1%	22.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	9.2%	9.7%	10.4%	11.1%
货币资金	15,111	24,369	28,769	34,890	净资产收益率 ROE	10.3%	10.8%	11.5%	12.1%
预付款项	1,055	766	949	1,047	<b>偿债能力</b>				
存货	2,451	1,967	2,319	2,551	流动比率	8.50	8.85	10.12	11.48
其他流动资产	12,318	9,291	10,565	11,927	速动比率	<b>7.54</b>	<b>8.18</b>	<b>9.34</b>	<b>10.66</b>
流动资产合计	30,934	36,393	42,602	50,416	现金比率	4.15	5.93	6.83	7.94
长期股权投资	768	788	838	908	资产负债率	9.3%	9.3%	8.5%	7.9%
固定资产	5,383	4,826	4,007	2,885	<b>经营效率</b>				
无形资产	520	609	693	779	总资产周转率	0.50	0.48	0.49	0.50
非流动资产合计	11,421	10,968	10,287	9,199	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	42,355	47,361	52,889	59,615	每股收益	0.61	0.72	0.86	1.04
短期借款	1,261	1,261	1,261	1,261	每股净资产	5.93	6.65	7.51	8.54
应付账款及票据	1,768	1,612	1,908	2,005	每股经营现金流	0.20	1.65	0.92	1.17
其他流动负债	611	1,240	1,041	1,127	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,639	4,113	4,210	4,393	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	77.57	65.94	55.03	45.67
其他长期负债	303	303	303	303	PB	6.50	7.12	6.30	5.54
非流动负债合计	303	303	303	303					
负债合计	3,942	4,415	4,513	4,695					
股本	6,379	6,379	6,379	6,379					
少数股东权益	589	544	490	424					
股东权益合计	38,413	42,946	48,376	54,920					
负债和股东权益合计	42,355	47,361	52,889	59,615					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

王帅：中国药科大学本硕，药学与药事法规专业复合背景，有过药品研发、生产、销售经历。曾就职于财通证券、新时代证券，2019年10月加入华西证券，主要负责A+H股创新药标的。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。