

# 恒瑞医药 (600276.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

## 创新药临床价值凸显，业绩重回增长轨道

### 事件

2023年8月18日，公司公告，2023年上半年营收111.68亿元，同比增加9.19%，归母净利润23.08亿元，同比增加8.91%，扣非后归母净利润22.43亿元，同比增加13.61%。2023年二季度营收56.76亿元，同比增加19.51%；归母净利润10.69亿元，同比增加21.17%，扣非后归母净利润10.23亿元，同比增加23.48%。

### 点评

**营收利润双双提升，费用率逐步优化。** (1) 2023年上半年，公司营业收入111.68亿元，同比增长9.19%，归母净利润23.08亿元，同比增加8.91%。创新药：收入达49.62亿元(含税)，临床价值逐渐凸显，驱动收入重回增长轨道。仿制药：上半年收入与去年同期基本持平。随着医疗机构诊疗复苏，处方药需求逐步释放，公司手术麻醉、造影等产品以及新上市的仿制药销售同比增长均较为明显。(2) 公司2023年上半年销售费用、研发费用与管理费用分别为36.78、23.31和10.84亿元，费用率分别为32.94%、20.87%和30.58%，与2022年相比均呈现下降趋势。其中股权激励费用中，销售费用、研发费用与管理费用分别分摊3480万元、4614万元和1019万元。

**临床研发实力雄厚、项目申报稳步推进。** 截至2023年6月底，公司正在进行中或已计划开展的临床试验达270多项，有60多项关键注册试验。其中，2023年上半年共有6项上市申请获NMPA受理，6项临床推进至III期，17项临床推进至II期，18项临床推进至I期。此外公司共取得创新药制剂生产批件7个、改良型新药制剂生产批件1个，仿制药制剂生产批件2个。

**内生发展与对外合作并重，国际化进程持续加码。** 2023年上半年，公司与Treeline共同推进对于EZH2抑制剂的合作进程，其中Treeline已向公司支付1100万美元首付款。并与One Bio推进TSLP单抗的合作进程，One Bio将向公司支付2500万美元首付款和里程碑付款。BD合作为公司发展增添成长动力，有望带来持续现金流。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到公司研发管线丰富，产品持续兑现。我们预测，2023/2024/2025年公司营收237/276/322亿元，同比+11%/+17%/+17%。归母净利润46亿/54亿/63亿元，同比+19%/+20%/+20%，维持“买入”评级。

### 风险提示

产品申报获批风险，竞争加剧导致销售不及预期风险，集采风险，国际化进程不及预期等风险。

医药组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：39.95元

相关报告：

- 1.《恒瑞医药公司点评：股权激励彰显龙头信心，创新药驱动长期成长》，2023.8.1
- 2.《恒瑞医药公司点评：拟股份回购用于员工持股计划，业绩拐点已现新...》，2023.5.16
- 3.《恒瑞医药公司点评：创新逐渐开花结果，医药龙头拐点将至》，2023.2.13



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,906	21,275	23,681	27,581	32,186
营业收入增长率	-6.59%	-17.87%	11.31%	16.47%	16.70%
归母净利润(百万元)	4,530	3,906	4,580	5,416	6,291
归母净利润增长率	-28.41%	-13.77%	17.25%	18.24%	16.16%
摊薄每股收益(元)	0.708	0.612	0.718	0.849	0.986
每股经营性现金流净额	0.66	0.20	1.38	0.79	0.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.94%	10.33%	11.35%	12.19%	12.80%
P/E	71.60	62.92	55.64	47.06	40.51
P/B	9.27	6.50	6.31	5.74	5.19

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

业绩简评.....	3
创新药临床价值凸显，业绩重回增长轨道.....	3
研发管线布局丰富，共涉及 11 个领域.....	3
业绩重回增长轨道，费用率逐步优化.....	3
创新药临床试验快速推进，多项创新成果获批上市.....	4
项目申报工作稳步推进，8 款创新药、2 款仿制药获生产批件.....	4
内生发展与对外合作并重，国际化进程持续加码.....	5
盈利预测、估值与评级.....	6
风险提示.....	6

## 图表目录

图表 1： 公司研发管线布局丰富，共涉及 11 个领域。.....	3
图表 2： 1H23 年营收重回增长轨道.....	4
图表 3： 1H23 年三种费用率呈下降趋势.....	4
图表 4： 临床后期重点品种研发进展情况.....	4
图表 5： 1H23 年共获取 8 款创新药生产批件.....	5
图表 6： 1H23 年共获取 2 款仿制药生产批件.....	5
图表 7： BD 合作增添成长动力.....	5

## 业绩简评

2023年8月18日，公司公告，2023年上半年营收111.68亿元，同比增加9.19%，归母净利润23.08亿元，同比增加8.91%，扣非后归母净利润22.43亿元，同比增加11.68%。2023年二季度营收56.76亿元，同比增加19.51%；归母净利润10.69亿元，同比增加21.17%，扣非后归母净利润10.23亿元，同比增加23.48%。

## 创新药临床价值凸显，业绩重回增长轨道

### 研发管线布局丰富，共涉及11个领域

公司已由仿创结合阶段成功迈向全面创新阶段，研发管线布局丰富，疾病领域覆盖齐全。公司研发共涉及11个领域，其中肿瘤领域覆盖激酶抑制剂、抗体偶联药物（ADC）、肿瘤免疫、激素受体调控、DNA修复及表观遗传、支持治疗等广泛研究领域。同时，公司在自身免疫疾病、代谢性疾病、心血管疾病、感染疾病、呼吸系统疾病、血液疾病、疼痛管理、神经系统疾病、眼科、核药等领域也进行了广泛布局，形成了多元化的战略布局。

图表1：公司研发管线布局丰富，共涉及11个领域。



来源：2023年中报，国金证券研究所

### 业绩重回增长轨道，费用率逐步优化

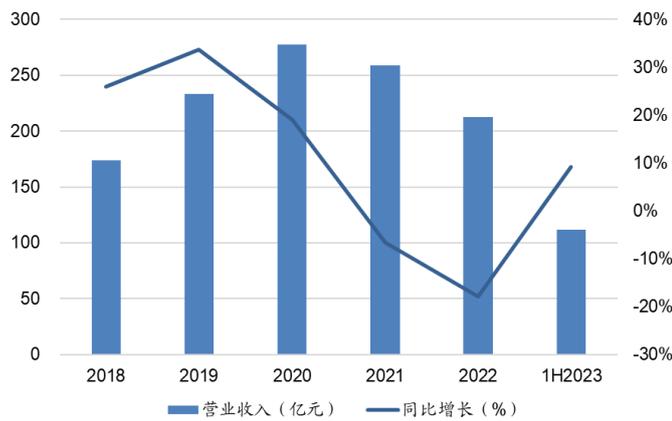
创新药临床价值凸显，驱动收入增长。2023年上半年，公司实现营业收入111.68亿元，同比增长9.19%，其中创新药收入达49.62亿元（含税）。同时，公司费用率得到进一步优化，其中销售费用率、研发费用率与管理费用率均呈现下降趋势。

- 公司创新药凭借更贴合中国人群的优异临床价值，为患者带来更优的治疗选择，未来有望借助治疗优势逐步放量。
  - 达尔西利是中国首个自主研发的新型高选择性CDK4/6抑制剂，显著改善HR+/HER2-二线乳腺癌患者无进展生存期（PFS），大幅降低死亡风险。
  - 瑞维鲁胺是中国首个自主研发的AR抑制剂，获得《中国临床肿瘤学会（CSCO）前列腺癌诊疗指南（2022版）》I级推荐（1A类证据）。
  - 阿得贝利单抗是中国首个自主研发获批广泛期小细胞肺癌适应症的PD-L1抑制剂，显著延长患者的总生存期（OS）至15.3个月，为广泛期小细胞肺癌一线治疗提供了更优方案。

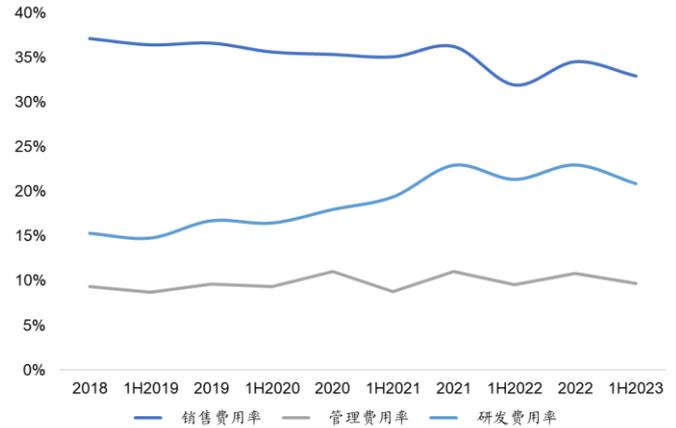
公司2023年上半年销售费用、研发费用与管理费用分别为36.78、23.31和10.84亿元，费用率分别为32.94%、20.87%和30.58%，与2022年相比均呈现下降趋势。

- 2023年上半年股权激励费用中，销售费用、研发费用与管理费用分别分摊3480万元、4614万元和1019万元，而2022年同期均未产生此类费用。

图表2: 1H23 年营收重回增长轨道



图表3: 1H23 年三种费用率呈下降趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

### 创新药临床试验快速推进, 多项创新成果获批上市

2023 年上半年研发管线持续推进, 共有 6 项上市申请获 NMPA 受理, 6 项临床推进至 III 期, 17 项临床推进至 II 期, 18 项临床推进至 I 期。

- 抗 HER2 ADC 产品 SHR-A1811 快速进入临床 III 期研究阶段;
- 2 个 PROTAC 分子已处于临床研究阶段;
- PD-L1/TGF $\beta$  双特异性抗体药物 SHR-1701 快速推进多项临床 III 期研究;
- 新一代 TIGIT/PVRIG 融合蛋白已顺利开展临床研究。

图表4: 临床后期重点品种研发进展情况

2023 年进展	药品名称/代号	靶点	单药/联合	I 期	II 期	III 期	NDA
NDA 受理 (6 项)	SHR-1209	PCSK9	单药	原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症			
			联合(降脂药)	血脂控制不佳的原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症			
	SHR0302	JAK1	单药	杂合子家族性高胆固醇血症			
	SHR-1314	IL-17A	单药	成人和 12 岁及以上青少年特应性皮炎			
	SHR8028	环孢素 A	单药	中重度斑块状银屑病			
	SHR8058	NOV03	单药	睑板腺功能障碍相关干眼病			
	HRX0701	DPP-IV/二甲双胍	单药(复方)	2 型糖尿病			
进入 III 期临床 (6 项)	SHR-1703	IL-5	单药	嗜酸性肉芽肿性多血管炎			
	SHR7280	GnRH	单药	控制性超促排卵治疗			
	海曲泊帕乙醇胺	TPO-R	单药	化疗所致血小板减少症			
	SHR-A1811	HER2 ADC	单药	HER2 低表达复发/转移性乳腺癌			
	非布司他缓释片	/	单药	痛风伴高尿酸血症			
	盐酸伊立替康脂质体	/	联合(奥沙利铂、5-FU/LV、贝伐珠单抗)	一线治疗晚期结直肠癌			

来源: 2023 年中报, 国金证券研究所, 注: 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日

公司已有 13 款自研创新药、2 款合作引进创新药在国内获批上市, 创新成果稳居行业领先地位。2023 年上半年, 1 类创新药阿得贝利单抗、磷酸瑞格列汀、奥特康唑获批上市, 改良型新药盐酸右美托咪定鼻喷雾剂获批上市, 卡瑞利珠单抗的第 9 个适应症及阿帕替尼的第 3 个适应症(二者联合用于一线治疗晚期肝癌)获批上市, 马来酸吡咯替尼片第 3 个适应症(联合曲妥珠单抗加多西他赛一线治疗 HER2 阳性复发/转移性乳腺癌)获批上市, 羟乙磺酸达尔西利第 2 个适应症(联合来曲唑或阿那曲唑一线治疗 HR 阳性、HER2 阴性局部复发或晚期转移性乳腺癌)获批上市。

### 项目申报工作稳步推进, 8 款创新药、2 款仿制药获生产批件

2023 年上半年, 公司共取得创新药制剂生产批件 7 个、改良型新药制剂生产批件 1 个, 仿制药制剂生产批件 2 个; 取得 2 个品种的一致性评价批件; 取得创新药临床批件 32 个、仿制药临床批件 4 个; 4 项临床试验被纳入突破性治疗名单, 1 项临床试验被纳入美国 FDA 孤儿药资格认定。

图表5: 1H23 年共获取 8 款创新药生产批件

序号	批准时间	品种名称/适应症	审批类型	注册分类
1	2023.1	注射用卡瑞利珠单抗 联合甲磺酸阿帕替尼片用于不可切除或转移性肝细胞癌患者的一线治疗。	上市申请	治疗用生物制品
2	2023.1	甲磺酸阿帕替尼片 联合注射用卡瑞利珠单抗用于不可切除或转移性肝细胞癌患者的一线治疗。	上市申请	化学药品 2.4 类
3	2023.2	阿得贝利单抗注射液 与卡铂和依托泊苷联合用于广泛期小细胞肺癌患者的一线治疗。	上市申请	治疗用生物制品
4	2023.3	盐酸右美托咪定鼻喷雾剂 用于成人术前镇静/抗焦虑。	上市申请	化学药品 2.2 类
5	2023.4	马来酸吡咯替尼片 与曲妥珠单抗和多西他赛联合，适用于治疗表皮生长因子受体 2 (HER2) 阳性、晚期阶段未接受过抗 HER2 治疗的复发或转移性乳腺癌患者。	上市申请	化学药品 2.4 类
6	2023.6	羟乙磺酸达尔西利片 联合芳香化酶抑制剂作为初始治疗，适用于激素受体 (HR) 阳性、人表皮生长因子受体 2 (HER2) 阴性局部晚期或转移性乳腺癌患者。	上市申请	化学药品 2.4 类
7	2023.6	磷酸瑞格列汀片 适用于改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制。 单药：本品单药可配合饮食控制和运动，改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制。 与盐酸二甲双胍联合使用：在单独使用盐酸二甲双胍血糖控制不佳时，本品可与盐酸二甲双胍联合使用，配合饮食和运动改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制。	上市申请	化学药品 1 类
8	2023.6	奥特康唑胶囊 用于治疗重度外阴阴道假丝酵母菌病 (VVC)。	上市申请	化学药品 1 类

来源：2023 年中报，国金证券研究所

图表6: 1H23 年共获取 2 款仿制药生产批件

序号	批准时间	品种名称/适应症	审批类型	注册分类
1	2023.1	环磷酰胺胶囊 适用于成人和 6 岁及以上的儿童，用于治疗：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；多发性骨髓瘤；白血病：慢性淋巴细胞白血病，慢性髓细胞白血病 (急性原始细胞危象通常无效)，急性髓性和单核细胞白血病，急性淋巴细胞 (干细胞) 白血病 (缓解期间给予环磷酰胺可有效延长缓解期)；蕈样真菌病 (晚期)；神经母细胞瘤；卵巢腺癌；视网膜母细胞瘤；乳腺癌；环磷酰胺胶囊虽然对易感恶性肿瘤单独有效，但更常与其他抗肿瘤药联合使用。	上市申请	化学药品 3 类
2	2023.2	布洛芬混悬液 用于儿童普通感冒或流行性感冒引起的发热。也用于缓解儿童轻至中度疼痛，如头痛、关节痛、偏头痛、牙痛、肌肉痛、神经痛。	上市申请	化学药品 4 类

来源：2023 年中报，国金证券研究所

### 内生发展与对外合作并重，国际化进程持续加码

2023 年上半年，公司与 Treeline 推进对于 EZH2 抑制剂的合作进程，其中 Treeline 已向公司支付 1100 万美元首付款。并且与 One Bio 推进 TSLP 单抗的合作进程，One Bio 将向公司支付 2500 万美元首付款和里程碑付款。BD 合作增添成长动力，将有望为公司带来持续现金流。

图表7: BD 合作增添成长动力

序号	时间	合作商	产品	协议	范围
1	2023.02	Treeline Biosciences	EZH2 抑制剂	①Treeline 已向公司支付 1100 万美元首付款，并将按开发进度向公司支付累计不超过 4,500 万美元的开发里程碑款； ②进入商业销售阶段以后，Treeline 将根据实际年净销售额，向公司支付累计不超过 6.5 亿美元的销售里程碑款； ③Treeline 还将按照约定比例根据实际年净销售额向公司支付销售提成。	除大中华区以外的全球权益
2	2023.08	One Bio, Inc.	TSLP 单抗	①One Bio 将向公司支付 2500 万美元首付款和里程碑付款。 ②One Bio 将按开发及商业化进度向公司支付累计不超过 10.25 亿美元的研发及销售里程碑款； ③One Bio 还将按照约定比例根据实际年净销售额向公司支付销售提成。	除大中华区以外的全球权益

来源：2023 年中报，国金证券研究所

## 盈利预测、估值与评级

考虑到公司研发管线丰富，产品持续兑现。我们预测，2023/2024/2025 年公司营收 237/276/322 亿元，同比 11%/17%/17%。归母净利润 46 亿/54 亿/63 亿元，同比 +19%/+20%/+20%，维持“买入”评级。

## 风险提示

产品申报获批风险，竞争加剧导致销售不及预期风险，集采风险，国际化进程不及预期等风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>27,735</b>	<b>25,906</b>	<b>21,275</b>	<b>23,681</b>	<b>27,581</b>	<b>32,186</b>	货币资金	10,805	13,631	15,111	20,939	22,765	25,191	
增长率	-6.6%	-17.9%	11.3%	16.5%	16.7%		应收款项	8,827	7,542	8,904	7,336	8,544	9,971	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,349</b>	<b>-3,742</b>	<b>-3,487</b>	<b>-3,967</b>	<b>-4,620</b>	<b>-5,391</b>	存货	1,778	2,403	2,451	2,216	2,581	3,012	
%销售收入	12.1%	14.4%	16.4%	16.8%	16.8%	16.8%	其他流动资产	6,640	6,612	4,469	3,924	4,308	4,666	
<b>毛利</b>	<b>24,386</b>	<b>22,164</b>	<b>17,789</b>	<b>19,715</b>	<b>22,961</b>	<b>26,795</b>	流动资产	28,050	30,188	30,934	34,415	38,198	42,839	
%销售收入	87.9%	85.6%	83.6%	83.3%	83.3%	83.3%	%总资产	80.8%	76.9%	73.0%	77.6%	78.1%	79.0%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-257</b>	<b>-202</b>	<b>-190</b>	<b>-237</b>	<b>-276</b>	<b>-322</b>	长期投资	1,502	1,001	1,508	1,508	1,508	1,508	
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	4,585	6,122	6,576	7,158	7,596	7,890	
<b>销售费用</b>	<b>-9,803</b>	<b>-9,384</b>	<b>-7,348</b>	<b>-7,898</b>	<b>-9,102</b>	<b>-10,557</b>	%总资产	13.2%	15.6%	15.5%	16.1%	15.5%	14.5%	
%销售收入	35.3%	36.2%	34.5%	33.4%	33.0%	32.8%	无形资产	539	1,012	2,572	1,151	1,452	1,791	
<b>管理费用</b>	<b>-3,067</b>	<b>-2,860</b>	<b>-2,306</b>	<b>-2,368</b>	<b>-2,758</b>	<b>-3,219</b>	非流动资产	6,680	9,078	11,421	9,960	10,740	11,413	
%销售收入	11.1%	11.0%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	19.2%	23.1%	27.0%	22.4%	21.9%	21.0%	
<b>研发费用</b>	<b>-4,989</b>	<b>-5,943</b>	<b>-4,887</b>	<b>-5,210</b>	<b>-6,068</b>	<b>-7,081</b>	<b>资产总计</b>	<b>34,730</b>	<b>39,266</b>	<b>42,355</b>	<b>44,375</b>	<b>48,938</b>	<b>54,252</b>	
%销售收入	18.0%	22.9%	23.0%	22.0%	22.0%	22.0%	短期借款	0	0	1,261	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>6,271</b>	<b>3,775</b>	<b>3,057</b>	<b>4,002</b>	<b>4,758</b>	<b>5,616</b>	应付款项	3,229	2,953	2,050	2,924	3,401	3,966	
%销售收入	22.6%	14.6%	14.4%	16.9%	17.3%	17.5%	其他流动负债	542	448	329	298	348	406	
<b>财务费用</b>	<b>182</b>	<b>338</b>	<b>471</b>	<b>318</b>	<b>424</b>	<b>467</b>	流动负债	3,772	3,402	3,639	3,223	3,749	4,372	
%销售收入	-0.7%	-1.3%	-2.2%	-1.3%	-1.5%	-1.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-14</b>	<b>-10</b>	<b>-173</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	171	293	303	246	271	294	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>16</b>	<b>36</b>	<b>77</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	3,943	3,694	3,942	3,469	4,020	4,666	
<b>投资收益</b>	<b>341</b>	<b>213</b>	<b>387</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>30,504</b>	<b>35,003</b>	<b>37,824</b>	<b>40,367</b>	<b>44,429</b>	<b>49,147</b>	
%税前利润	5.0%	4.8%	9.8%	4.3%	3.6%	3.1%	其中：股本	5,332	6,396	6,379	6,379	6,379	6,379	
<b>营业利润</b>	<b>7,007</b>	<b>4,665</b>	<b>4,112</b>	<b>4,820</b>	<b>5,682</b>	<b>6,584</b>	未分配利润	20,844	22,873	25,520	28,956	33,017	37,735	
营业利润率	25.3%	18.0%	19.3%	20.4%	20.6%	20.5%	少数股东权益	283	569	589	539	489	439	
<b>营业外收支</b>	<b>-112</b>	<b>-199</b>	<b>-143</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>34,730</b>	<b>39,266</b>	<b>42,355</b>	<b>44,375</b>	<b>48,938</b>	<b>54,252</b>	
<b>税前利润</b>	<b>6,895</b>	<b>4,466</b>	<b>3,968</b>	<b>4,670</b>	<b>5,532</b>	<b>6,434</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	24.9%	17.2%	18.7%	19.7%	20.1%	20.0%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-587</b>	<b>18</b>	<b>-153</b>	<b>-140</b>	<b>-166</b>	<b>-193</b>	每股收益	1.187	0.708	0.612	0.718	0.849	0.986	
所得税率	8.5%	-0.4%	3.9%	3.0%	3.0%	3.0%	每股净资产	5.721	5.473	5.929	6.328	6.965	7.704	
<b>净利润</b>	<b>6,309</b>	<b>4,484</b>	<b>3,815</b>	<b>4,530</b>	<b>5,366</b>	<b>6,241</b>	每股经营现金净流	0.644	0.660	0.198	1.381	0.786	0.922	
少数股东损益	-19	-46	-91	-50	-50	-50	每股股利	0.220	0.230	0.200	0.180	0.212	0.247	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>6,328</b>	<b>4,530</b>	<b>3,906</b>	<b>4,580</b>	<b>5,416</b>	<b>6,291</b>	<b>回报率</b>							
净利率	22.8%	17.5%	18.4%	19.3%	19.6%	19.5%	净资产收益率	20.75%	12.94%	10.33%	11.35%	12.19%	12.80%	
							总资产收益率	18.22%	11.54%	9.22%	10.32%	11.07%	11.60%	
							投入资本收益率	18.62%	10.65%	7.39%	9.49%	10.27%	10.99%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	19.09%	-6.59%	-17.87%	11.31%	16.47%	16.70%	
							EBIT增长率	14.08%	-39.81%	-19.00%	30.90%	18.88%	18.05%	
							净利润增长率	18.78%	-28.41%	-13.77%	17.25%	18.24%	16.16%	
							总资产增长率	26.03%	13.06%	7.87%	4.77%	10.28%	10.86%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	65.7	68.4	90.3	68.4	68.4	68.4	
							存货周转天数	184.5	203.9	254.0	203.9	203.9	203.9	
							应付账款周转天数	142.5	151.9	171.4	151.9	151.9	151.9	
							固定资产周转天数	43.2	62.9	92.4	90.4	82.1	72.5	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-53.38%	-52.63%	-43.24%	-58.42%	-57.72%	-57.58%	
							EBIT利息保障倍数	-34.5	-11.2	-6.5	-12.6	-11.2	-12.0	
							资产负债率	11.35%	9.41%	9.31%	7.82%	8.22%	8.60%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-15	买入	31.62	N/A
2	2022-06-30	买入	35.52	N/A
3	2022-08-20	买入	35.90	N/A
4	2022-10-30	买入	38.95	N/A
5	2023-01-13	买入	37.79	52.30~52.30
6	2023-02-13	买入	43.60	N/A
7	2023-05-16	买入	47.44	N/A
8	2023-08-01	买入	44.58	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806