

# 恒瑞医药 (600276)

## 2022 年三季报点评: 边际改善明显, 创新持续推进

买入 (维持)

2022 年 10 月 30 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	25,906	22,099	25,792	30,101
同比	-7%	-15%	17%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	4,530	4,308	5,004	5,900
同比	-28%	-5%	16%	18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.71	0.68	0.78	0.92
P/E (现价&最新股本摊薄)	54.85	57.68	49.66	42.11

#业绩符合预期

### 投资要点

- **事件: 边际改善明显, 环比增长显著。**2022 年 Q3, 公司实现营收 57 亿 (同比 -17%, 环比 +20%), 归母净利润 11 亿元 (同比 -32%, 环比 +19%)。2022 年 Q1-3, 公司实现营收 159 亿元 (同比 -21%), 归母净利润 32 亿元 (同比 -25%)。
- **创新药持续推进, 坚定研发投入, 百亿级创新药尚待兑现。**创新药 11 款已上市, 6 款处于 NDA 阶段, 超 10 款处于 3 期阶段。2022 年 10 月, 达尔西利片 HR+/HER2- BC 1L 适应症 NDA 获得受理, 吡咯替尼 BC (1L, HER2+) 适应症 NDA 获得受理, 卡瑞利珠单抗+法米替尼 NSCLC (1L, PD1+) 适应症纳入突破性治疗, SHR-A1811+SHR-1701 HER2+ GC 适应症 I b/II 期临床获批; 2022 年 8、9 月, HRS-6209 (肿瘤)、HRS-5965 (肾病)、HR20014 (糖尿病)、HRS-4642 (肿瘤) 等获批临床。
- **集采利空逐渐释放, 预计 2022Q4-2023Q2 迎接业绩拐点。**1) 自 2018 年以来, 第 1-7 批集采中选 22 个品种, 价格平均降幅 74.5%。其中, 第三、五批集采品种对应销售额分别为 19、44 亿元。整体来看, 10+亿元品种多数已被纳入集采, 仿制药有望于 2023 年企稳回升; 2) “集采+疫情”双重影响, 2022 年 Q2 收入、归母净利润分别为 47、9 亿元, 2022 年 Q3 收入、归母净利润分别为 57、11 亿元, 边际改善明显; 3) 历经 2021 年的构架合并、人员优化, 公司运营效率、人均销售单产提高。
- **盈利预测与投资评级:** 我们将 2022-2024 年归母净利润由 46/53/64 亿元, 下调为 43/50/59 亿元, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 58、50、42 倍。由于: 1) 公司为行业龙头, 内生增长动力强劲; 2) 集采负面影响趋缓, 创新逐渐兑现, 迎接业绩拐点; 3) 持续推进国际化, 有望迎来质变, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 带量采购等风险, 竞争格局恶化, 新冠疫情的反复, FDA 评审的不确定

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	38.95
一年最低/最高价	27.00/55.15
市净率(倍)	6.76
流通 A 股市值(百万元)	248,462.14
总市值(百万元)	248,462.14

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.76
资产负债率(% ,LF)	7.13
总股本(百万股)	6,379.00
流通 A 股(百万股)	6,379.00

### 相关研究

- 《恒瑞医药(600276): 黎明将至, “创新+国际化”引领新征程》  
2022-09-13
- 《恒瑞医药(600276): 2022 年中报点评: 坚定加大研发投入, 有力支撑长远发展》  
2022-08-24

## 恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>30,188</b>	<b>31,002</b>	<b>37,431</b>	<b>41,295</b>	<b>营业总收入</b>	<b>25,906</b>	<b>22,099</b>	<b>25,792</b>	<b>30,101</b>
货币资金及交易性金融资产	18,721	23,607	23,238	30,106	营业成本(含金融类)	3,742	3,450	4,026	4,699
经营性应收款项	7,857	5,148	9,721	7,958	税金及附加	202	194	222	253
存货	2,403	1,086	3,127	1,845	销售费用	9,384	7,072	8,511	9,933
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,860	2,337	2,809	3,262
其他流动资产	1,207	1,162	1,344	1,385	研发费用	5,943	4,862	5,674	6,622
<b>非流动资产</b>	<b>9,078</b>	<b>9,659</b>	<b>10,387</b>	<b>11,212</b>	财务费用	-338	-100	-100	-100
长期股权投资	193	257	322	410	加:其他收益	309	203	246	308
固定资产及使用权资产	4,617	5,014	5,564	6,072	投资净收益	213	249	274	302
在建工程	1,659	1,722	1,785	1,945	公允价值变动	36	0	0	0
无形资产	442	499	549	618	减值损失	-10	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	2	3	3
长期待摊费用	309	309	309	309	<b>营业利润</b>	<b>4,665</b>	<b>4,739</b>	<b>5,172</b>	<b>6,046</b>
其他非流动资产	1,858	1,858	1,858	1,858	营业外净收支	-199	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>39,266</b>	<b>40,660</b>	<b>47,818</b>	<b>52,507</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,466</b>	<b>4,739</b>	<b>5,172</b>	<b>6,046</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,402</b>	<b>2,455</b>	<b>4,697</b>	<b>3,567</b>	减:所得税	-18	318	256	227
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>4,484</b>	<b>4,421</b>	<b>4,916</b>	<b>5,819</b>
经营性应付款项	2,253	947	2,781	1,665	减:少数股东损益	-46	-20	-29	-40
合同负债	220	190	296	294	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,530</b>	<b>4,308</b>	<b>5,004</b>	<b>5,900</b>
其他流动负债	929	1,317	1,620	1,608	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.68	0.78	0.92
非流动负债	293	293	293	293	EBIT	4,074	4,388	4,795	5,640
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,615	5,225	5,624	6,604
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	85.56	84.39	84.39	84.39
租赁负债	152	152	152	152	归母净利率(%)	17.49	19.49	19.40	19.60
其他非流动负债	141	141	141	141	收入增长率(%)	-6.59	-14.69	16.71	16.71
<b>负债合计</b>	<b>3,694</b>	<b>2,748</b>	<b>4,990</b>	<b>3,860</b>	归母净利润增长率(%)	-28.41	-4.91	16.15	17.91
归属母公司股东权益	35,003	37,230	42,234	48,134					
少数股东权益	569	682	594	513					
<b>所有者权益合计</b>	<b>35,572</b>	<b>37,912</b>	<b>42,828</b>	<b>48,647</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>39,266</b>	<b>40,660</b>	<b>47,818</b>	<b>52,507</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,219	8,131	912	8,352	每股净资产(元)	5.47	5.84	6.62	7.55
投资活动现金流	-546	-1,166	-1,280	-1,483	最新发行在外股份(百万股)	6,379	6,379	6,379	6,379
筹资活动现金流	-998	-2,081	0	0	ROIC(%)	12.30	11.10	11.25	11.83
现金净增加额	2,657	4,885	-369	6,869	ROE-摊薄(%)	12.94	11.57	11.85	12.26
折旧和摊销	541	837	829	964	资产负债率(%)	9.41	6.76	10.43	7.35
资本开支	-1,649	-1,351	-1,488	-1,698	P/E(现价&最新股本摊薄)	54.85	57.68	49.66	42.11
营运资本变动	-437	3,125	-4,556	1,875	P/B(现价)	7.12	6.67	5.88	5.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

