

## 医药组

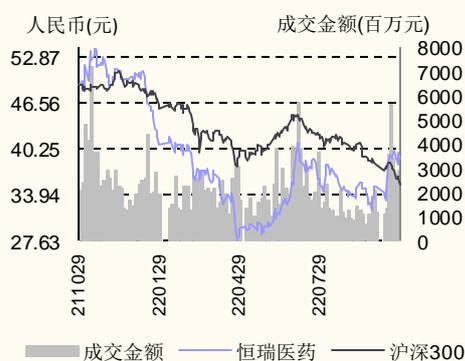
## 恒瑞医药 (600276.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 38.95 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	63.79
已上市流通 A 股(亿股)	63.79
总市值(亿元)	2,484.62
年内股价最高最低(元)	54.14/27.63
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



## 相关报告

- 1.《短期业绩承压，加速推进创新转型-恒瑞医药半年报点评》，2022.8.20
- 2.《瑞维鲁胺片获批，创新药逐步迎来收获期-恒瑞医药点评》，2022.6.30
- 3.《海曲泊帕获 FDA 孤儿药认定-恒瑞医药点评》，2022.6.15
- 4.《吡咯替尼新辅助获批，创新药逐渐进入收获期-恒瑞医药点评》，2022.6.7
- 5.《碘克沙醇美国首仿获批，仿创结合推进国际化-恒瑞医药点评》，2022.5.26

王班 分析师 SAC 执业编号: S1130520110002  
(8621)60870953  
wang\_ban@gjzq.com.cn

王维肖 联系人  
wangweix@gjzq.com.cn

## 环比业绩改善，四季度有望迎来业绩拐点

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,735	25,906	22,034	24,652	28,487
营业收入增长率	19.09%	-6.59%	-14.95%	11.88%	15.56%
归母净利润(百万元)	6,328	4,530	4,232	4,921	5,861
归母净利润增长率	18.78%	-28.41%	-6.58%	16.28%	19.08%
摊薄每股收益(元)	1.187	0.708	0.663	0.772	0.919
每股经营性现金流净额	0.64	0.66	0.95	0.74	0.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.75%	12.94%	11.47%	12.35%	13.51%
P/E	93.91	71.60	58.71	50.49	42.40
P/B	19.48	9.27	6.73	6.23	5.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 10月28日，恒瑞医药发布2022年三季报，前三季度公司实现营收159.45亿元，同比下降21.06%，实现归母净利润31.73亿元，同比下降24.57%，扣非归母净利润30.51亿元，同比下降26.46%。

## 简评

- 三季度业绩环比改善，四季度有望迎来业绩拐点。2022年单三季度，公司实现营收57.17亿元，环比上升20.38%。实现归母净利润10.54亿元，环比上涨19.46%，扣非归母净利润10.43亿元，环比上涨25.81%。二季度受疫情影响公司业绩触底，三季度业绩环比显著改善，预计四季度有望实现同比环比双增长，迎来业绩拐点。
- 关注年底医保谈判及后续管线进展，创新药即将加速放量。公司已有11个创新药上市，今年公司有达尔西利、恒格列净、瑞维鲁胺3个新产品，以及PD-1、吡咯替尼、瑞马唑仑的多项新适应症通过医保谈判形式审查，预计年底通过医保谈判后，明年将开启加速放量。公司后续创新药管线充足，目前有4个处于NDA阶段的创新药和10个处于III期阶段的创新药，预计未来3年将保持每年3个或以上产品获批上市，创新药加速增长动力充足。
- 集采影响逐步降级，看好创新药拉动公司整体业绩持续增长。第五批集采涉及公司40亿元以上产品，从去年四季度开始执行，公司业绩承压。第七批集采涉及公司产品体量预计在20亿以下，即使加上集采续约影响，整体集采压力有所缓和。未来公司仿制药存量品种数量有限，预计集采影响将进一步降级，看好创新药拉动公司整体业绩持续增长。

## 盈利调整及投资建议

- 考虑到疫情影响，我们下调2022年盈利预测(-6%)，预计2022-2024年的归母净利润为42/49/59亿元，对应2022-2024年PE分别为58/50/42倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 竞争加剧导致销售不及预期风险，疫情风险，集采及医保支付政策不及预期风险，创新药研发风险，国际化进程不及预期风险，核心人员流失风险。

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>23,289</b>	<b>27,735</b>	<b>25,906</b>	<b>22,034</b>	<b>24,652</b>	<b>28,487</b>	货币资金	5,044	10,805	13,631	16,494	17,368	18,594
增长率	19.1%	-6.6%	-14.9%	11.9%	15.6%		应收账款	6,329	8,827	7,542	6,826	7,637	8,825
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,913</b>	<b>-3,349</b>	<b>-3,742</b>	<b>-3,691</b>	<b>-4,129</b>	<b>-4,772</b>	存货	1,607	1,778	2,403	2,062	2,307	2,666
%销售收入	12.5%	12.1%	14.4%	16.8%	16.8%		其他流动资产	9,332	6,640	6,612	6,197	6,537	6,869
<b>毛利</b>	<b>20,376</b>	<b>24,386</b>	<b>22,164</b>	<b>18,343</b>	<b>20,522</b>	<b>23,716</b>	流动资产	22,311	28,050	30,188	31,578	33,849	36,953
%销售收入	87.5%	87.9%	85.6%	83.3%	83.3%	83.3%	%总资产	81.0%	80.8%	76.9%	77.6%	77.0%	77.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-216</b>	<b>-257</b>	<b>-202</b>	<b>-220</b>	<b>-247</b>	<b>-285</b>	长期投资	599	1,502	1,001	1,101	1,201	1,301
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	4,075	4,585	6,122	6,814	7,363	7,767
<b>销售费用</b>	<b>-8,525</b>	<b>-9,803</b>	<b>-9,384</b>	<b>-7,491</b>	<b>-8,320</b>	<b>-9,543</b>	%总资产	14.8%	13.2%	15.6%	16.7%	16.7%	16.2%
%销售收入	36.6%	35.3%	36.2%	34.0%	33.8%	33.5%	无形资产	505	539	1,012	1,018	1,323	1,667
<b>管理费用</b>	<b>-2,241</b>	<b>-3,067</b>	<b>-2,860</b>	<b>-2,203</b>	<b>-2,404</b>	<b>-2,706</b>	非流动资产	5,245	6,680	9,078	9,127	10,120	11,006
%销售收入	9.6%	11.1%	11.0%	10.0%	9.8%	9.5%	%总资产	19.0%	19.2%	23.1%	22.4%	23.0%	22.9%
<b>研发费用</b>	<b>-3,896</b>	<b>-4,989</b>	<b>-5,943</b>	<b>-4,847</b>	<b>-5,300</b>	<b>-5,982</b>	<b>资产总计</b>	<b>27,556</b>	<b>34,730</b>	<b>39,266</b>	<b>40,706</b>	<b>43,969</b>	<b>47,959</b>
%销售收入	16.7%	18.0%	22.9%	22.0%	21.5%	21.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>5,497</b>	<b>6,271</b>	<b>3,775</b>	<b>3,580</b>	<b>4,252</b>	<b>5,199</b>	应付款项	2,024	3,229	2,953	2,728	3,040	3,499
%销售收入	23.6%	22.6%	14.6%	16.3%	17.3%	18.3%	其他流动负债	448	542	448	277	312	362
<b>财务费用</b>	<b>134</b>	<b>182</b>	<b>338</b>	<b>281</b>	<b>320</b>	<b>341</b>	流动负债	2,473	3,772	3,402	3,005	3,352	3,860
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-19</b>	<b>-14</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	146	171	293	281	296	311
<b>公允价值变动收益</b>	<b>38</b>	<b>16</b>	<b>36</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>负债</b>	<b>2,619</b>	<b>3,943</b>	<b>3,694</b>	<b>3,287</b>	<b>3,647</b>	<b>4,171</b>
<b>投资收益</b>	<b>309</b>	<b>341</b>	<b>213</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>24,775</b>	<b>30,504</b>	<b>35,003</b>	<b>36,900</b>	<b>39,853</b>	<b>43,369</b>
%税前利润	5.1%	5.0%	4.8%	4.6%	4.0%	3.3%	其中：股本	4,423	5,332	6,396	6,379	6,379	6,379
<b>营业利润</b>	<b>6,150</b>	<b>7,007</b>	<b>4,665</b>	<b>4,462</b>	<b>5,172</b>	<b>6,140</b>	未分配利润	16,548	20,844	22,873	25,412	28,365	31,882
营业利润率	26.4%	25.3%	18.0%	20.2%	21.0%	21.6%	少数股东权益	162	283	569	519	469	419
<b>营业外收支</b>	<b>-94</b>	<b>-112</b>	<b>-199</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>27,556</b>	<b>34,730</b>	<b>39,266</b>	<b>40,706</b>	<b>43,969</b>	<b>47,959</b>
<b>税前利润</b>	<b>6,056</b>	<b>6,895</b>	<b>4,466</b>	<b>4,312</b>	<b>5,022</b>	<b>5,990</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	26.0%	24.9%	17.2%	19.6%	20.4%	21.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>-729</b>	<b>-587</b>	<b>18</b>	<b>-129</b>	<b>-151</b>	<b>-180</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.0%	8.5%	-0.4%	3.0%	3.0%	3.0%	每股收益	1.205	1.187	0.708	0.663	0.772	0.919
<b>净利润</b>	<b>5,326</b>	<b>6,309</b>	<b>4,484</b>	<b>4,182</b>	<b>4,871</b>	<b>5,811</b>	每股净资产	5.602	5.721	5.473	5.785	6.248	6.799
少数股东损益	-2	-19	-46	-50	-50	-50	每股经营现金净流	0.863	0.644	0.660	0.954	0.735	0.857
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>5,328</b>	<b>6,328</b>	<b>4,530</b>	<b>4,232</b>	<b>4,921</b>	<b>5,861</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.265	0.309	0.367
净利率	22.9%	22.8%	17.5%	19.2%	20.0%	20.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	21.51%	20.75%	12.94%	11.47%	12.35%	13.51%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	19.33%	18.22%	11.54%	10.40%	11.19%	12.22%
							投入资本收益率	19.37%	18.62%	10.65%	9.28%	10.23%	11.52%
<b>净利润</b>	<b>5,326</b>	<b>6,309</b>	<b>4,484</b>	<b>4,182</b>	<b>4,871</b>	<b>5,811</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	-2	-19	-46	-50	-50	-50	主营业务收入增长率	33.70%	19.09%	-6.59%	-14.95%	11.88%	15.56%
<b>非现金支出</b>	<b>665</b>	<b>486</b>	<b>551</b>	<b>651</b>	<b>807</b>	<b>965</b>	EBIT增长率	34.55%	14.08%	-39.81%	-5.14%	18.77%	22.26%
非经营收益	-300	-340	-379	-23	-139	-139	净利润增长率	31.05%	18.78%	-28.41%	-6.58%	16.28%	19.08%
<b>营运资金变动</b>	<b>-1,874</b>	<b>-3,023</b>	<b>-437</b>	<b>1,276</b>	<b>-850</b>	<b>-1,170</b>	总资产增长率	23.23%	26.03%	13.06%	3.67%	8.02%	9.07%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,817</b>	<b>3,432</b>	<b>4,219</b>	<b>6,087</b>	<b>4,690</b>	<b>5,466</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-560	-551	-1,649	-841	-1,800	-1,850	应收账款周转天数	68.0	65.7	68.4	68.4	68.4	68.4
<b>投资</b>	<b>-1,693</b>	<b>2,007</b>	<b>842</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	存货周转天数	165.2	184.5	203.9	203.9	203.9	203.9
其他	307	341	260	200	200	200	应付账款周转天数	167.3	142.5	151.9	151.9	151.9	151.9
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,945</b>	<b>1,798</b>	<b>-546</b>	<b>-841</b>	<b>-1,800</b>	<b>-1,850</b>	固定资产周转天数	39.8	43.2	62.9	83.7	81.5	74.4
股权募资	97	1,320	342	-642	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	0	12	13	14	净负债/股东权益	-54.39%	-53.38%	-52.63%	-58.22%	-56.69%	-55.46%
其他	-816	-1,029	-1,340	-1,704	-1,979	-2,355	EBIT利息保障倍数	-41.1	-34.5	-11.2	-12.7	-13.3	-15.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-719</b>	<b>291</b>	<b>-998</b>	<b>-2,334</b>	<b>-1,966</b>	<b>-2,341</b>	资产负债率	9.50%	11.35%	9.41%	8.07%	8.30%	8.70%
<b>现金净流量</b>	<b>1,165</b>	<b>5,432</b>	<b>2,657</b>	<b>2,911</b>	<b>923</b>	<b>1,275</b>							

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
买入	1	13	23	46	95
增持	0	1	1	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.07	1.04	1.10	1.00

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-14	买入	37.62	N/A
2	2022-04-24	买入	33.00	N/A
3	2022-05-13	买入	30.03	N/A
4	2022-05-26	买入	28.93	N/A
5	2022-06-07	买入	30.53	N/A
6	2022-06-15	买入	31.62	N/A
7	2022-06-30	买入	35.52	N/A
8	2022-08-20	买入	35.90	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。

**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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，而不应对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**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402