

恒瑞医药 (600276.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

创新逐渐开花结果,医药龙头拐点将至

事件

2023年2月12日,公司发布两项公告:(1)与美国 TREELINE BIOSCIENCES, INC. 公司达成协议,将 SHR2554 (EZH2 抑制剂) 项目有偿许可给 Treeline 公司。(2) 公司注射用 SHR-A1811 被国家药品监督管理局药品审评中心拟纳入突破性治疗品种公示名单。

简评

BD 逐渐发力, EZH2 达成对外授权。 SHR2554 为公司自主研发且具有知识产权的 EZH2 抑制剂。2018年5月, SHR2554 获批开展治疗复发/难治成熟淋巴细胞肿瘤 I 期临床研究。2023年1月, SHR2554 被纳入突破性治疗品种名单, 用于复发或难治的外周 T 细胞淋巴瘤。I 期研究显示, 每天 2 次 350mg 给药 SHR2554, 对复发难治滤泡性淋巴瘤和外周 T 细胞淋巴瘤均显示出良好的抗肿瘤活性。通过本次授权, Treeline 公司将获得在除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化 SHR2554 的独占权利。公司将获得 1100 万美元首付款、累计不超过 4500 万美元开发里程碑款、累计不超过 6.5 亿美元销售里程碑款、和 10%-12.5% 的净销售额提成。此外公司 BD 引进的奥特康唑、SHR8028、SHR8058 等产品均已处于 III 期及 NDA 阶段, BD 成果落地在即。

SHR-A1811 领衔 ADC 技术平台, 关注今年数据读出。 SHR-A1811 是 HER2 ADC 产品, 目前拟定适应症为用于 HER2 阳性的复发或转移性乳腺癌患者和用于 HER2 低表达的复发或转移性乳腺癌患者。SHR-A1811 目前已处于临床 III 期, 建议关注今年 1 期临床数据读出。此外公司全面布局 ADC 技术平台, 目前已有 8 款 ADC 候选药物进入临床阶段, 创新药加速增长动力充足。

创新药发力叠加集采压力降级, 经营拐点将至。 2023 年初医保谈判, 公司达尔西利、瑞维鲁胺、恒格列净三个新产品成功纳入医保目录, 创新药进入加速放量周期。此外公司第五批集采影响出清, 后续仿制药集采压力逐步降级, 看好公司经营拐点渐现。**盈利预测、估值与评级**

我们预测, 2022/2023/2024 年公司实现营业收入 220.2 亿/246.7 亿/287.3 亿元, 同比-15.0%/+12.0%/+16.5%, 归母净利润 42.20 亿/48.86 亿/58.46 亿元, 同比-6.9%/+15.8%/+19.7%, 对应 EPS 为 0.66/0.77/0.92 元。维持“买入”评级。

风险提示

研发风险, 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风险, 核心人员流失风险。

医药组

分析师: 王班 (执业 S1130520110002)

wang_ban@gjzq.com.cn

联系人: 王维肖

wangweix@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 43.60 元

相关报告:

- 《恒瑞医药公司深度研究: 创新药加速放量在即, 经营拐点渐现》, 2023.1.13
- 《环比业绩改善, 四季度有望迎来业绩拐点-恒瑞医药三季报点评》, 2022.10.30
- 《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



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	22,021	24,668	28,730
营业收入增长率	19.09%	-6.59%	-14.99%	12.02%	16.47%
归母净利润(百万元)	6,328	4,530	4,220	4,886	5,846
归母净利润增长率	18.78%	-28.41%	-6.85%	15.78%	19.66%
摊薄每股收益(元)	1.187	0.708	0.661	0.766	0.916
每股经营性现金流净额	0.64	0.66	0.97	0.74	0.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.75%	12.94%	11.24%	11.86%	12.83%
P/E	93.91	71.60	65.91	56.93	47.57
P/B	19.48	9.27	7.41	6.75	6.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	23,289	27,735	25,906	22,021	24,668	28,730
增长率	19.1%	-6.6%	-15.0%	12.0%	16.5%	
主营业务成本	-2,913	-3,349	-3,742	-3,689	-4,132	-4,812
%销售收入	12.5%	12.1%	14.4%	16.8%	16.8%	16.8%
毛利	20,376	24,386	22,164	18,333	20,536	23,917
%销售收入	87.5%	87.9%	85.6%	83.3%	83.3%	83.3%
营业税金及附加	-216	-257	-202	-220	-247	-287
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-8,525	-9,803	-9,384	-7,421	-8,227	-9,481
%销售收入	36.6%	35.3%	36.2%	33.7%	33.4%	33.0%
管理费用	-2,241	-3,067	-2,860	-2,202	-2,467	-2,873
%销售收入	9.6%	11.1%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
研发费用	-3,896	-4,989	-5,943	-4,829	-5,304	-6,033
%销售收入	16.7%	18.0%	22.9%	21.9%	21.5%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	5,497	6,271	3,775	3,660	4,292	5,243
%销售收入	23.6%	22.6%	14.6%	16.6%	17.4%	18.3%
财务费用	134	182	338	289	343	382
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-1.3%	-1.3%	-1.4%	-1.3%
资产减值损失	-19	-14	-10	0	0	0
公允价值变动收益	38	16	36	0	0	0
投资收益	309	341	213	200	200	200
%税前利润	5.1%	5.0%	4.8%	4.7%	4.0%	3.3%
营业利润	6,150	7,007	4,665	4,449	5,135	6,126
%营业收入	26.4%	25.3%	18.0%	20.2%	20.8%	21.3%
营业外收支	-94	-112	-199	-150	-150	-150
税前利润	6,056	6,895	4,466	4,299	4,985	5,976
利润率	26.0%	24.9%	17.2%	19.5%	20.2%	20.8%
所得税	-729	-587	18	-129	-150	-179
所得税率	12.0%	8.5%	-0.4%	3.0%	3.0%	3.0%
净利润	5,326	6,309	4,484	4,170	4,836	5,796
少数股东损益	-2	-19	-46	-50	-50	-50
归属于母公司的净利润	5,328	6,328	4,530	4,220	4,886	5,846
净利率	22.9%	22.8%	17.5%	19.2%	19.8%	20.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,326	6,309	4,484	4,170	4,836	5,796
少数股东损益	-2	-19	-46	-50	-50	-50
非现金支出	665	486	551	651	807	965
非经营收益	-300	-340	-379	77	-39	-39
营运资金变动	-1,874	-3,023	-437	1,276	-856	-1,237
经营活动现金净流	3,817	3,432	4,219	6,173	4,747	5,485
资本开支	-560	-551	-1,649	-841	-1,800	-1,850
投资	-1,693	2,007	842	-200	-200	-200
其他	307	341	260	200	200	200
投资活动现金净流	-1,945	1,798	-546	-841	-1,800	-1,850
股权募资	97	1,320	342	-642	0	0
债权募资	0	0	0	12	13	14
其他	-816	-1,029	-1,340	-1,066	-1,232	-1,472
筹资活动现金净流	-719	291	-998	-1,696	-1,219	-1,458
现金净流量	1,165	5,432	2,657	3,636	1,728	2,176

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,044	10,805	13,631	17,219	18,898	21,026
应收款项	6,329	8,827	7,542	6,822	7,642	8,900
存货	1,607	1,778	2,403	2,061	2,308	2,688
其他流动资产	9,332	6,640	6,612	6,197	6,537	6,877
流动资产	22,311	28,050	30,188	32,298	35,386	39,491
%总资产	81.0%	80.8%	76.9%	78.2%	78.1%	78.7%
长期投资	599	1,502	1,001	1,001	1,001	1,001
固定资产	4,075	4,585	6,122	6,814	7,363	7,767
%总资产	14.8%	13.2%	15.6%	16.5%	16.3%	15.5%
无形资产	505	539	1,012	1,018	1,323	1,667
非流动资产	5,245	6,680	9,078	9,027	9,920	10,706
%总资产	19.0%	19.2%	23.1%	21.8%	21.9%	21.3%
资产总计	27,556	34,730	39,266	41,325	45,306	50,197
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,024	3,229	2,953	2,722	3,040	3,528
其他流动负债	448	542	448	277	312	364
流动负债	2,473	3,772	3,402	3,000	3,352	3,893
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	146	171	293	281	296	311
负债	2,619	3,943	3,694	3,281	3,647	4,203
普通股股东权益	24,775	30,504	35,003	37,525	41,190	45,575
其中：股本	4,423	5,332	6,396	6,379	6,379	6,379
未分配利润	16,548	20,844	22,873	26,038	29,702	34,087
少数股东权益	162	283	569	519	469	419
负债股东权益合计	27,556	34,730	39,266	41,325	45,306	50,197

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.205	1.187	0.708	0.661	0.766	0.916
每股净资产	5.602	5.721	5.473	5.883	6.457	7.144
每股经营现金净流	0.863	0.644	0.660	0.968	0.744	0.860
每股股利	0.220	0.230	0.200	0.165	0.191	0.229
回报率						
净资产收益率	21.51%	20.75%	12.94%	11.24%	11.86%	12.83%
总资产收益率	19.33%	18.22%	11.54%	10.21%	10.78%	11.65%
投入资本收益率	19.37%	18.62%	10.65%	9.33%	9.99%	11.06%
增长率						
主营业务收入增长率	33.70%	19.09%	-6.59%	-14.99%	12.02%	16.47%
EBIT增长率	34.55%	14.08%	-39.81%	-3.04%	17.27%	22.16%
净利润增长率	31.05%	18.78%	-28.41%	-6.85%	15.78%	19.66%
总资产增长率	23.23%	26.03%	13.06%	5.24%	9.63%	10.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.0	65.7	68.4	68.4	68.4	68.4
存货周转天数	165.2	184.5	203.9	203.9	203.9	203.9
应付账款周转天数	167.3	142.5	151.9	151.9	151.9	151.9
固定资产周转天数	39.8	43.2	62.9	83.8	81.4	73.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.39%	-53.38%	-52.63%	-59.17%	-58.54%	-58.09%
EBIT利息保障倍数	-41.1	-34.5	-11.2	-12.7	-12.5	-13.7
资产负债率	9.50%	11.35%	9.41%	7.94%	8.05%	8.37%

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	2022-05-13	买入	30.03	N/A
2	2022-05-26	买入	28.93	N/A
3	2022-06-07	买入	30.53	N/A
4	2022-06-15	买入	31.62	N/A
5	2022-06-30	买入	35.52	N/A
6	2022-08-20	买入	35.90	N/A
7	2022-10-30	买入	38.95	N/A
8	2023-01-13	买入	37.79	52.30~52.30

来源：国金证券研究所

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



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402