

恒瑞医药 (600276.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

拟股份回购用于员工持股计划，业绩拐点已现新药可期事件

2023年5月16日，公司披露回购计划，使用自有资金6亿元到12亿元，回购公司股份，本次回购的股份拟用于员工持股计划。

经营分析

上市公司董、监、高持股坚定，预计一年内完成股份回购。自董事会审议通过回购股份方案之日起不超过12个月进行回购，公司控股股东、实际控制人、董、监、高在未来3个月、未来6个月暂无减持公司股份计划。如以回购资金总额上限人民币12亿元、回购价格上限70.14元/股测算，预计回购股份数量约为1710.86万股，约占公司目前总股本的0.27%。

集采执行集采影响逐步落地，公司经营迎来拐点。第五批集采涉及的8个药品，第七批集采涉及5个药品均已执行。仿制药集采带来的业绩压力逐步释放。2022年收入212.75亿元(-17.87%)，归母净利润39.06亿元(-13.77%)。2023Q1。2023年Q1实现收入54.92亿元(+0.25%)，归母净利润12.39亿元(0.17%)。

多产品进入医保放量可期，国内外新药持续推进。22年创新药收入81.16亿元，阿帕替尼等多款创新药执行新医保谈判价格，持续放量。22年有6项NMPA受理，8项进入III期，11项进入II期，23项进入I期。赴美FDA申报2项临床达到III期主要终点。1)海曲泊帕乙醇胺片用于肿瘤化疗所致血小板减少症获FDA孤儿药资格认定。2)国际III期临床卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼治疗晚期肝癌已达到主要终点，进行FDA的NDA递交准备。3)氟唑帕利胶囊联合醋酸阿比特龙治疗转移性去势抵抗性前列腺癌患者的国际多中心III期研究已启动招募。

盈利预测、估值与评级

暂不考虑股份回购对财务报表影响，我们预测，2023/2024/2025年公司归母净利润47.40亿/56.05亿/65.17亿元，同比+21.34%/+18.25%/+16.27%，维持“买入”评级。

风险提示

回购方案的不确定性风险，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

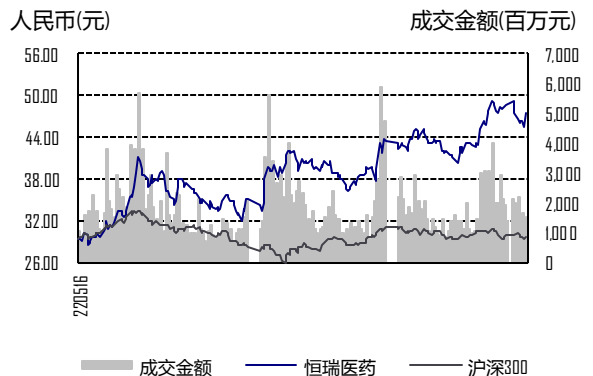
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：47.44元

相关报告：

- 《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
- 《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



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	24,668	28,730	33,527
营业收入增长率	-6.59%	-17.87%	15.95%	16.47%	16.70%
归母净利润(百万元)	4,530	3,906	4,740	5,605	6,517
归母净利润增长率	-28.41%	-13.77%	21.35%	18.25%	16.27%
摊薄每股收益(元)	0.708	0.612	0.743	0.879	1.022
每股经营性现金流净额	0.66	0.20	1.36	0.81	0.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.94%	10.33%	11.71%	12.54%	13.15%
P/E	71.60	62.92	66.12	55.91	48.09
P/B	9.27	6.50	7.74	7.01	6.32

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	27,735	25,906	21,275	24,668	28,730	33,527
增长率		-6.6%	-17.9%	15.9%	16.5%	16.7%
主营业务成本	-3,349	-3,742	-3,487	-4,132	-4,812	-5,616
%销售收入	12.1%	14.4%	16.4%	16.8%	16.8%	16.8%
毛利	24,386	22,164	17,789	20,536	23,917	27,912
%销售收入	87.9%	85.6%	83.6%	83.3%	83.3%	83.3%
营业税金及附加	-257	-202	-190	-247	-287	-335
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-9,803	-9,384	-7,348	-8,227	-9,481	-10,997
%销售收入	35.3%	36.2%	34.5%	33.4%	33.0%	32.8%
管理费用	-3,067	-2,860	-2,306	-2,467	-2,873	-3,353
%销售收入	11.1%	11.0%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
研发费用	-4,989	-5,943	-4,887	-5,427	-6,320	-7,376
%销售收入	18.0%	22.9%	23.0%	22.0%	22.0%	22.0%
息税前利润 (EBIT)	6,271	3,775	3,057	4,169	4,956	5,851
%销售收入	22.6%	14.6%	14.4%	16.9%	17.3%	17.5%
财务费用	182	338	471	316	421	467
%销售收入	-0.7%	-1.3%	-2.2%	-1.3%	-1.5%	-1.4%
资产减值损失	-14	-10	-173	0	0	0
公允价值变动收益	16	36	77	0	0	0
投资收益	341	213	387	200	200	200
%税前利润	5.0%	4.8%	9.8%	4.1%	3.5%	3.0%
营业利润	7,007	4,665	4,112	4,985	5,877	6,817
营业利润率	25.3%	18.0%	19.3%	20.2%	20.5%	20.3%
营业外收支	-112	-199	-143	-150	-150	-150
税前利润	6,895	4,466	3,968	4,835	5,727	6,667
利润率	24.9%	17.2%	18.7%	19.6%	19.9%	19.9%
所得税	-587	18	-153	-145	-172	-200
所得税率	8.5%	-0.4%	3.9%	3.0%	3.0%	3.0%
净利润	6,309	4,484	3,815	4,690	5,555	6,467
少数股东损益	-19	-46	-91	-50	-50	-50
归属于母公司的净利润	6,328	4,530	3,906	4,740	5,605	6,517
净利率	22.8%	17.5%	18.4%	19.2%	19.5%	19.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	6,309	4,484	3,815	4,690	5,555	6,467
少数股东损益	-19	-46	-91	-50	-50	-50
非现金支出	486	551	817	764	920	1,078
非经营收益	-340	-379	-554	124	-42	-41
营运资金变动	-3,023	-437	-2,813	3,094	-1,279	-1,451
经营活动现金净流	3,432	4,219	1,265	8,672	5,154	6,052
资本开支	-551	-1,649	-1,972	374	-1,800	-1,850
投资	2,007	842	2,196	-200	-200	-200
其他	341	260	166	200	200	200
投资活动现金净流	1,798	-546	390	374	-1,800	-1,850
股权募资	1,320	342	379	-892	0	0
债权募资	0	0	1,260	-1,249	13	14
其他	-1,029	-1,340	-1,958	-1,220	-1,410	-1,638
筹资活动现金净流	291	-998	-319	-3,361	-1,397	-1,624
现金净流量	5,432	2,657	1,417	5,684	1,958	2,578

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,805	13,631	15,111	20,761	22,681	25,218
应收款项	8,827	7,542	8,904	7,642	8,900	10,387
存货	1,778	2,403	2,451	2,308	2,688	3,137
其他流动资产	6,640	6,612	4,469	3,958	4,347	4,712
流动资产	28,050	30,188	30,934	34,669	38,616	43,453
%总资产	80.8%	76.9%	73.0%	77.7%	78.2%	79.2%
长期投资	1,502	1,001	1,508	1,508	1,508	1,508
固定资产	4,585	6,122	6,576	7,158	7,596	7,890
%总资产	13.2%	15.6%	15.5%	16.0%	15.4%	14.4%
无形资产	539	1,012	2,572	1,151	1,452	1,791
非流动资产	6,680	9,078	11,421	9,960	10,740	11,413
%总资产	19.2%	23.1%	27.0%	22.3%	21.8%	20.8%
资产总计	34,730	39,266	42,355	44,629	49,356	54,866
短期借款	0	0	1,261	0	0	0
应付款项	3,229	2,953	2,050	3,046	3,543	4,131
其他流动负债	542	448	329	310	362	423
流动负债	3,772	3,402	3,639	3,357	3,905	4,554
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	171	293	303	246	271	294
负债	3,943	3,694	3,942	3,603	4,176	4,848
普通股股东权益	30,504	35,003	37,824	40,487	44,691	49,579
其中：股本	5,332	6,396	6,379	6,379	6,379	6,379
未分配利润	20,844	22,873	25,520	29,076	33,280	38,167
少数股东权益	283	569	589	539	489	439
负债股东权益合计	34,730	39,266	42,355	44,629	49,356	54,866

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.187	0.708	0.612	0.743	0.879	1.022
每股净资产	5.721	5.473	5.929	6.347	7.006	7.772
每股经营现金净流	0.644	0.660	0.198	1.359	0.808	0.949
每股股利	0.220	0.230	0.200	0.186	0.220	0.255
回报率						
净资产收益率	20.75%	12.94%	10.33%	11.71%	12.54%	13.15%
总资产收益率	18.22%	11.54%	9.22%	10.62%	11.36%	11.88%
投入资本收益率	18.62%	10.65%	7.39%	9.86%	10.64%	11.35%
增长率						
主营业务收入增长率	19.09%	-6.59%	-17.87%	15.95%	16.47%	16.70%
EBIT增长率	14.08%	-39.81%	-19.00%	36.36%	18.88%	18.05%
净利润增长率	18.78%	-28.41%	-13.77%	21.35%	18.25%	16.27%
总资产增长率	26.03%	13.06%	7.87%	5.37%	10.59%	11.16%
资产管理能力						
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	86.8	78.8	69.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.38%	-52.63%	-43.24%	-57.82%	-57.20%	-57.14%
EBIT利息保障倍数	-34.5	-11.2	-6.5	-13.2	-11.8	-12.5
资产负债率	11.35%	9.41%	9.31%	8.07%	8.46%	8.84%

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	2022-05-26	买入	28.93	N/A
2	2022-06-07	买入	30.53	N/A
3	2022-06-15	买入	31.62	N/A
4	2022-06-30	买入	35.52	N/A
5	2022-08-20	买入	35.90	N/A
6	2022-10-30	买入	38.95	N/A
7	2023-01-13	买入	37.79	52.30~52.30
8	2023-02-13	买入	43.60	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。

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