

# 恒瑞医药 (600276)

## 2023 年中报点评: 重回增长轨道, 创新药对外授权不断兑现

买入 (维持)

2023 年 08 月 21 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

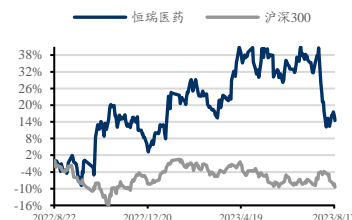
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	21,275	24,679	29,122	34,655
同比	-18%	16%	18%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	3,906	4,567	5,465	6,589
同比	-14%	17%	20%	21%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.61	0.72	0.86	1.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	65.24	55.80	46.63	38.68

关键词: #困境反转

### 投资要点

- **业绩分析:** 1H23, 公司实现营收 111.7 亿元 (+9.2%, 同增, 下同), 归母净利润 23.1 亿元 (+8.9%); 扣非归母净利润 22.4 亿元 (+11.7%); 研发投入 30.6 亿元, 其中费用化 23.3 亿元。创新药收入达 49.6 亿元 (含税)。仿制药收入基本持平, 手术麻醉、造影等产品同比增长较为明显, 但二批集采白紫、阿比特龙片续约降价/未中标, 销售额同比减少 5.2 亿元。七批集采涉及产品销售额同比减少 5.8 亿元。2Q23, 公司实现营收 56.8 亿元 (+19.5%), 归母净利润 10.7 亿元 (+21.2%), 扣非归母净利润 10.2 亿元 (+23.5%)。销售费用率 35.4% (+3.6 pct), 管理费用率 9.5% (+0.7 pct), 研发费用率 20.8% (-4.0 pct); 毛利率 84.0% (+1.5 pct), 净利率 18.6% (+0.5 pct)。
- **研发进展:** 2025 年, 有望形成 25+ 创新药矩阵: 1) 15 个创新药已上市, 创新药 1H23 收入 49.62 亿元, 主要系卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、阿帕替尼、19K、艾瑞昔布、海曲泊帕乙醇胺等创新药贡献。达尔西利、瑞维鲁胺准入 22 年医保目录, 亟待兑现; 2) 6 个创新药处于 NDA 阶段, SHR0302 (JAK1)、SHR-8554 (KOR)、SHR-8058 (全氟己基辛烷)、SHR-8028 (环孢素)、SHR-1314 (IL-17)、SHR-1209 (PCSK9) 等, 呼之欲出; 3) 近 10 个创新药处于 3 期阶段, SHR-A1811 (HER2-ADC)、SHR1701 (PD-L1/TGF-β) 等, 带动收入结构优化。
- **授权和国际化:** 2023 年 2 月, 公司将 EZH2 抑制剂 SHR2554 有偿许可给 Treeline Biosciences, Treeline 已向公司支付 1,100 万美元首付款。公司将 TSLP 有偿许可给 One Bio, Inc., 研发及销售里程碑款累计不超过 10.25 亿美元。国际化方面, 双艾 HCC BLA 获 FDA 受理, JAK1、ARi mHSPC、TPO CIT 等持续推进, 有望打造第二增长曲线。双艾肝癌国际多中心 III 期研究已达到主要研究终点, BLA 获 FDA 受理。2023 年 5 月, Edralbrutinib 片用于治疗视神经脊髓炎谱系疾病 (NMOSD) 适应症获 FDA 孤儿药资格认定。
- **盈利预测与投资评级:** 由于集采和医疗反腐影响, 我们将公司 2023-25 年归母净利润由 49/58/69 亿元, 调整为 46/55/66 亿元, 当前市值对应 PE 为 56/47/39 倍。由于: 1) 业绩加速, 迈入新增长阶段; 2) 持续推进 BD 和国际化, 有望迎来质变; 3) 新药储备丰富, 创新浓度提高, 盈利能力、经营质量提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 创新药放量不及预期, 国际化难度大, 集采影响延续

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	39.95
一年最低/最高价	31.88/50.50
市净率(倍)	6.56
流通 A 股市值(百万元)	254,649.61
总市值(百万元)	254,841.14

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.09
资产负债率(% ,LF)	6.02
总股本(百万股)	6,379.00
流通 A 股(百万股)	6,374.21

### 相关研究

《恒瑞医药(600276): 2022 和 2023 年一季报点评: 王者归来, 二季度迎接全面复苏》

2023-04-27

《恒瑞医药(600276): 2022 年三季报点评: 边际改善明显, 创新持续推进》

2022-10-30

## 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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>30,934</b>	<b>34,662</b>	<b>41,374</b>	<b>49,064</b>	<b>营业总收入</b>	<b>21,275</b>	<b>24,679</b>	<b>29,122</b>	<b>34,655</b>
货币资金及交易性金融资产	17,871	24,106	24,100	32,570	营业成本(含金融类)	3,487	3,450	4,026	4,699
经营性应收款项	9,396	7,715	12,364	12,358	税金及附加	190	214	247	301
存货	2,451	1,597	3,345	2,596	销售费用	7,348	8,144	9,610	11,436
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,306	2,710	3,190	3,786
其他流动资产	1,216	1,245	1,564	1,541	研发费用	4,887	5,429	6,407	7,624
<b>非流动资产</b>	<b>11,421</b>	<b>12,316</b>	<b>13,321</b>	<b>14,077</b>	财务费用	(471)	(100)	(100)	(100)
长期股权投资	768	1,004	1,318	1,694	加:其他收益	287	271	353	423
固定资产及使用权资产	5,483	6,140	6,807	7,310	投资净收益	387	319	382	511
在建工程	1,193	1,138	1,083	891	公允价值变动	77	0	0	0
无形资产	520	577	655	726	减值损失	(173)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	5	4	5	7
长期待摊费用	371	371	371	371	<b>营业利润</b>	<b>4,112</b>	<b>5,426</b>	<b>6,483</b>	<b>7,850</b>
其他非流动资产	3,086	3,086	3,086	3,086	营业外净收支	(143)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>42,355</b>	<b>46,978</b>	<b>54,694</b>	<b>63,142</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,968</b>	<b>5,426</b>	<b>6,483</b>	<b>7,850</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,639</b>	<b>4,875</b>	<b>6,270</b>	<b>7,138</b>	减:所得税	153	217	161	271
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,261	1,891	2,522	3,363	<b>净利润</b>	<b>3,815</b>	<b>5,209</b>	<b>6,322</b>	<b>7,579</b>
经营性应付款项	1,768	1,626	2,564	2,413	减:少数股东损益	(91)	(65)	(98)	(131)
合同负债	187	252	249	295	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,906</b>	<b>4,567</b>	<b>5,465</b>	<b>6,589</b>
其他流动负债	424	1,106	936	1,068	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.72	0.86	1.03
非流动负债	303	303	303	303	EBIT	3,302	5,003	5,995	7,231
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3,946	5,783	6,878	8,194
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	83.61	86.02	86.17	86.44
租赁负债	99	99	99	99	归母净利率(%)	18.36	18.51	18.77	19.01
其他非流动负债	204	204	204	204	收入增长率(%)	(17.87)	16.00	18.00	19.00
<b>负债合计</b>	<b>3,942</b>	<b>5,178</b>	<b>6,573</b>	<b>7,441</b>	归母净利润增长率(%)	(13.77)	16.91	19.66	20.57
归属母公司股东权益	37,824	40,568	46,033	52,622					
少数股东权益	589	1,232	2,088	3,078					
<b>所有者权益合计</b>	<b>38,413</b>	<b>41,800</b>	<b>48,122</b>	<b>55,701</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>42,355</b>	<b>46,978</b>	<b>54,694</b>	<b>63,142</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,265	8,779	864	8,830	每股净资产(元)	5.93	6.36	7.22	8.25
投资活动现金流	390	(1,352)	(1,500)	(1,201)	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	(319)	(1,192)	630	841	ROIC(%)	8.41	11.50	12.37	12.71
现金净增加额	1,417	6,235	(5)	8,469	ROE-摊薄(%)	10.33	11.26	11.87	12.52
折旧和摊销	644	780	883	963	资产负债率(%)	9.31	11.02	12.02	11.78
资本开支	(1,972)	(1,435)	(1,568)	(1,337)	P/E (现价&最新股本摊薄)	65.24	55.80	46.63	38.68
营运资本变动	(2,813)	3,112	(5,953)	806	P/B (现价)	6.74	6.28	5.54	4.84

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>