

2023年08月21日

恒瑞医药 (600276.SH)

公司快报

Q2 净利重回 20%增长, 在研管线进入密集收获期

医药 | 化学制剂III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2023-08-21)

38.80 元

投资要点

◆ **Q2 净利重回 20%增长, 盈利能力提升。**公司发布 2023 年半年度报告:(1)2023H1, 公司实现营收 111.68 亿元 (+9.19%, 同增, 下同), 其中创新药收入达 49.62 亿元 (含税), 仿制药收入基本持平; 归母净利润 23.08 亿元 (+8.91%), 扣非归母净利润 22.43 亿元 (+11.68%); 毛利率为 84.16% (+0.66pp), 净利率为 20.51% (+0.29pp); 销售费用、管理费用、研发费用分别为 36.78 亿元 (+12.61%)、10.84 亿元 (+10.98%)、23.31 亿元 (+6.73%), 三大费用率分别为 32.94% (+1.00pp)、9.71% (+0.16pp)、20.87% (-0.48pp)。(2) 2023Q2, 公司实现营收 56.76 亿元 (+19.51%), 归母净利润 10.69 亿元 (+21.17%), 扣非归母净利润 10.23 亿元 (+23.47%)。

◆ **创新药营收贡献增加, 仿制药集采仍部分承压。**2022 年创新药销售收入 86.13 亿元 (含税), 营收占比 40.48%; 2023H1 创新药收入 49.62 亿元 (含税), 营收占比 44.43%。2023H1 仿制药收入基本持平, 其中手术麻醉、造影等产品及新上市仿制药增速较明显; 但第二批集采涉及产品因受多数省份集采续约未中标及降价等因素影响, 2023H1 销售收入同比减少 5.23 亿元; 2022 年 11 月开始执行的第七批集采涉及产品 2023H1 销售收入同比减少 5.78 亿元。

◆ **创新研发实力强劲, 在研管线进入密集收获期。**公司创新成果显著, 目前已有 13 款自研创新药及 2 款引进创新药在国内获批上市, 并不断拓展适应症; 在研管线储备丰富, 其中 10 余项已处于临床 III 期及以上阶段。(1) **乳腺癌领域提供用药新选择。**达尔西利在 HR+/HER2- 一线乳腺癌患者疗效数据方面达到同类最高记录, 第 2 个适应症已于 2023 年 6 月获批; 吡咯替尼第 3 个适应症于 2023 年 4 月获批, 为 HER2+ 乳腺癌晚期一线治疗提供新的优效选择; SHR-A1811 (HER2 ADC) 依托公司先进 ADC 技术平台已快速进入临床 III 期。(2) **代谢领域靶点布局丰富。**瑞格列汀 (DPP-IV) 已获批上市, HRX0701 (DPP-IV/二甲双胍) 已提交 NDA 并获受理, HR20033 (SGLT2/二甲双胍) 已提交 NDA, 诺利糖肽 (GLP-1, 肥胖) 处于临床 III 期。(3) **自免领域相关靶点在研进度领先。**SHR-1314 (IL-17A) 及 SHR0302 (JAK1) 已提交 NDA 并获受理, 位于同业在研进度前列; SHR4640 (URAT1) 处于临床 III 期。(4) **其他领域:** SHR-1209 (PCSK9)、SHR8058 (NOVO3) 及 SHR8028 (环孢素 A) 均已提交 NDA 并获受理, SHR8554 (MOR) 已提交 NDA。

◆ **创新药出海迎来积极进展, 海外临床稳步推进。**(1) **对外合作方面,**2023 年 2 月公司已将 SHR2554 (EZH2) 除大中华区外的全球权益授权给 Treeline, 并获得 1100 万美元首付款, 后续将陆续获得不超 4500 万美元的开发里程碑款及不超 6.5 亿美元的销售里程碑款; 2023 年 8 月公司已将 TSLP 单抗除大中华区外的全球权益授权给 One Bio, 将获得 2500 万美元首付款及近期里程碑款, 后续将获得不超 10.25 亿美元的研发及销售里程碑款, 还将获得后续销售提成。(2) **国际临床方面,**已推进至临床阶段的研发管线近 15 项, 其中卡瑞丽珠单抗已于美国提交 BLA 并获受理, 吡咯替尼、氟唑帕利、海曲泊帕乙醇胺及 SHR0302 均已处于 III 期临床。

交易数据

总市值 (百万元)	247,505.29
流通市值 (百万元)	247,505.29
总股本 (百万股)	6,379.00
流通股本 (百万股)	6,379.00
12 个月价格区间	48.74/33.30

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.12	-15.3	18.61
绝对收益	-15.58	-20.75	8.46

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号: S0910523060001
 zhaoningda@huajinsec.com

相关报告



◆ **投资建议：**公司业绩逐步修复，创新药营收贡献增加。考虑到后续集采影响边际减弱，在研创新管线陆续兑现及国际化进程加速推进，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 47.28/56.80/69.42 亿元，增速分别为 21.0%/20.1%/22.2%，对应 PE 分别为 52/44/36 倍。首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**研发进展不及预期风险、在研产品上市不确定性风险、政策不确定性风险、销售不及预期风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,906	21,275	24,448	28,176	33,056
YoY(%)	-6.6	-17.9	14.9	15.3	17.3
净利润(百万元)	4,530	3,906	4,728	5,680	6,942
YoY(%)	-28.4	-13.8	21.0	20.1	22.2
毛利率(%)	85.6	83.6	85.0	86.0	87.0
EPS(摊薄/元)	0.71	0.61	0.74	0.89	1.09
ROE(%)	12.6	9.9	11.1	12.1	13.1
P/E(倍)	54.6	63.4	52.3	43.6	35.7
P/B(倍)	7.1	6.5	6.0	5.4	4.8
净利率(%)	17.5	18.4	19.3	20.2	21.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

盈利预测核心假设

创新药：已上市创新药方面，目前有 13 款自研创新药及 2 款引进创新药上市；其中贝利单抗、达尔西利、吡咯替尼已获批新适应症，包含阿帕替尼、瑞维鲁胺在内的多款产品新增适应症已进入临床III期；麻醉产品瑞马唑仑 2022 年受疫情影响较大，后续有望快速恢复。在研创新药方面，10 余款产品已进入临床III期/NDA 阶段，上市后有望贡献业绩增量。综上，假设创新药 2023-2025 年营收增速 50.44%/36.55%/32.03%。

仿制药：目前仿制药仍面临部分集采承压，考虑到集采压力逐步缓和及后续待集采品种有限，假设仿制药 2023-2025 年营收增速-7.00%/-6.00%/-4.00%。

综上，我们预测公司 2023-2025 年营业收入 244.47/281.76/330.56 亿元，增速 14.91%/15.25%/17.32%。

表 1：公司营收预测（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	212.75	244.47	281.76	330.56
YOY		14.91%	15.25%	17.32%
创新药	81.16	122.09	166.72	220.12
YOY		50.44%	36.55%	32.03%
仿制药	131.59	122.38	115.04	110.43
YOY		-7%	-6%	-4%

资料来源：华金证券研究所预测

可比公司估值

公司作为国际化创新龙头药企，目前已有 15 款创新药上市，创新药营收占比逐渐提升。选取聚焦创新药研发的贝达药业及坚持仿创结合的海思科及信立泰作为可比公司，公司 2023 年 PE 低于可比公司平均。

表 2：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300558.SZ	贝达药业	44.91	187.48	0.83	1.23	1.58	54.28	36.61	28.41
002653.SZ	海思科	21.13	235.41	0.28	0.36	0.49	76.64	58.69	43.52
002294.SZ	信立泰	27.63	308.02	0.69	0.84	1.03	40.33	32.79	26.83
平均值							57.08	42.70	32.92
600276.SH	恒瑞医药	38.80	2,475.05	0.74	0.89	1.09	52.30	43.60	35.70

资料来源：Wind，华金证券研究所测算（其中可比公司 EPS、PE 均来自 Wind 一致预期，股价为 2023/08/21 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	30188	30934	34852	37435	43183	营业收入	25906	21275	24448	28176	33056
现金	13631	15111	17202	18534	21520	营业成本	3742	3487	3667	3945	4297
应收票据及应收账款	5714	6394	7519	8516	10296	营业税金及附加	202	190	216	245	283
预付账款	973	1055	1275	1410	1741	营业费用	9384	7348	8068	9298	10909
存货	2403	2451	2654	2837	3145	管理费用	2860	2306	2684	3086	3611
其他流动资产	7468	5924	6202	6138	6481	研发费用	5943	4887	5611	6523	7702
非流动资产	9078	11421	12383	13432	14736	财务费用	-338	-471	-390	-432	-490
长期投资	193	768	1308	1834	2367	资产减值损失	-10	-173	-60	-81	-114
固定资产	4463	5383	5502	5619	5865	公允价值变动收益	36	77	42	43	49
无形资产	702	2201	2540	2949	3425	投资净收益	213	387	295	287	292
其他非流动资产	3720	3069	3033	3030	3078	营业利润	4665	4112	5120	6026	7252
资产总计	39266	42355	47235	50867	57919	营业外收入	2	2	2	2	2
流动负债	3402	3639	4855	4070	5402	营业外支出	201	146	138	149	159
短期借款	0	1261	1261	1261	1261	利润总额	4466	3968	4984	5878	7095
应付票据及应付账款	2253	1768	2461	2088	2868	所得税	-18	153	299	264	248
其他流动负债	1149	611	1133	721	1274	税后利润	4484	3815	4684	5614	6847
非流动负债	293	303	303	303	303	少数股东损益	-46	-91	-44	-66	-95
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	4530	3906	4728	5680	6942
其他非流动负债	293	303	303	303	303	EBITDA	4598	4197	5307	6257	7537
负债合计	3694	3942	5158	4372	5705	主要财务比率					
少数股东权益	569	589	545	480	385	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	6396	6379	6379	6379	6379	成长能力					
资本公积	3356	3020	3020	3020	3020	营业收入(%)	-6.6	-17.9	14.9	15.3	17.3
留存收益	25928	28819	32512	36909	42189	营业利润(%)	-33.4	-11.9	24.5	17.7	20.3
归属母公司股东权益	35003	37824	41532	46015	51829	归属于母公司净利润(%)	-28.4	-13.8	21.0	20.1	22.2
负债和股东权益	39266	42355	47235	50867	57919	获利能力					
						毛利率(%)	85.6	83.6	85.0	86.0	87.0
						净利率(%)	17.5	18.4	19.3	20.2	21.0
						ROE(%)	12.6	9.9	11.1	12.1	13.1
						ROIC(%)	11.6	8.8	10.0	10.9	11.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	9.4	9.3	10.9	8.6	9.8
						流动比率	8.9	8.5	7.2	9.2	8.0
						速动比率	7.4	6.8	5.8	7.5	6.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	4.8	3.5	3.5	3.5	3.5
						应付账款周转率	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7
						估值比率					
						P/E	54.6	63.4	52.3	43.6	35.7
						P/B	7.1	6.5	6.0	5.4	4.8
						EV/EBITDA	49.9	55.2	43.2	36.4	29.8

现金流量表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4219	1265	4076	3652	5548
净利润	4484	3815	4684	5614	6847
折旧摊销	541	605	732	839	966
财务费用	-338	-471	-390	-432	-490
投资损失	-213	-387	-295	-287	-292
营运资金变动	-690	-2848	-610	-2037	-1429
其他经营现金流	435	551	-45	-47	-53
投资活动现金流	-546	390	-1353	-1555	-1924
筹资活动现金流	-998	-319	-631	-764	-638

每股指标(元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.61	0.74	0.89	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.20	0.64	0.57	0.87
每股净资产(最新摊薄)	5.49	5.93	6.51	7.21	8.12

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn