

# 恒瑞医药 (600276)

证券研究报告

2023年08月23日

## 创新药增速快，海外拓展值得期待

### 事件

近日，公司发布2023半年度报告：2023H1收入111.68亿元，同比增长9.19%，归母净利润23.08亿元，同比增长8.91%。2023H1创新药收入49.62亿元(含税)。2023Q2收入56.76亿元，同比增长19.51%，归母净利润10.69亿元，同比增长21.17%。

### 创新药收入增速较快，集采对业绩仍有一定压力

创新药含税收入49.62亿元，驱动收入增长。业绩略低于预期主要是由于集采仿制药收入不及预期：整体来看手术麻醉、造影等产品以及新上市的仿制药销售同比增长较为明显；第二批集采涉及产品注射用紫杉醇(白蛋白结合型)、醋酸阿比特龙片因多数省份集采续约未中标及降价等因素影响，H1销售额同比减少5.23亿元，2022年11月开始执行的第七批集采涉及产品H1销售额同比减少5.78亿元。

### 多领域创新药获批上市或上市申请获受理，已上市创新药数量达15款

2023年6月，用于治疗重度外阴阴道假丝酵母菌病的奥特康唑和用于改善成人2型糖尿病患者的血糖控制的磷酸瑞格列汀获得国内上市批准。恒瑞医药的国内上市创新药达到15个，卡瑞利珠单抗、阿帕替尼、吡咯替尼和达尔西利等多款已上市创新药也在持续扩展适应症。

### 国际化局面打开，多款药物在海外取得进展

多款药物在海外取得进展，具体表现为SHR2554，TSLP单抗除大中华区的全球权益有偿许可和卡瑞利珠单抗的BLA递交。

2月，公司将EZH2抑制剂SHR2554的全球权益(除大中华区)有偿许可给Treeline Biosciences并已收到1,100万美元首付款，Treeline将根据开发进展向公司支付累计不超过6.5亿美元的里程碑款以及销售提成。

8月，公司将TSLP单抗的全球权益(除大中华区)，有偿许可给One Bio。One Bio将向公司支付2,500万美元首付款和近期里程碑付款，并将按开发及商业化进度向公司支付累计不超过10.25亿美元的研发及销售里程碑款以及销售提成。

7月，公司提交的注射用卡瑞利珠单抗联合甲磺酸阿帕替尼片用于不可切除或转移性肝细胞癌患者的一线治疗获得FDA正式受理。

### 盈利预测与投资评级

我们预计2023至2025年营收分别为245.05亿、267.59亿以及297.14亿元人民币；归母净利润分别为46.34亿、52.33亿以及60.71亿元人民币。维持“买入”评级。

### 风险提示：政策变动风险，研发创新风险，销售不及预期风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,905.53	21,275.27	24,504.86	26,759.30	29,713.53
增长率(%)	(6.59)	(17.87)	15.18	9.20	11.04
EBITDA(百万元)	10,501.84	9,093.54	5,258.63	5,820.94	6,643.45
归属母公司净利润(百万元)	4,530.22	3,906.30	4,633.70	5,232.77	6,071.05
增长率(%)	(28.41)	(13.77)	18.62	12.93	16.02
EPS(元/股)	0.71	0.61	0.73	0.82	0.95
市盈率(P/E)	55.13	63.93	53.90	47.73	41.14
市净率(P/B)	7.13	6.60	6.07	5.48	4.95
市销率(P/S)	9.64	11.74	10.19	9.33	8.40
EV/EBITDA	28.96	25.06	42.55	38.35	32.37

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	39.15元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	6,379.00
流通A股股本(百万股)	6,379.00
A股总市值(百万元)	249,737.94
流通A股市值(百万元)	249,737.94
每股净资产(元)	6.09
资产负债率(%)	6.02
一年内最高/最低(元)	50.50/31.88

### 作者

杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	联系人
caowenqing@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《恒瑞医药-年报点评报告:23Q1 营收增速同比转正，SHR-A1811 开展多项适应症研究》2023-05-07
- 《恒瑞医药-半年报点评:业绩符合预期，股权激励中创新药收入有望保持较高增速》2022-09-11
- 《恒瑞医药-年报点评报告:业绩受多重因素影响，创新药商业化稳步推进》2022-04-25

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,630.82	15,110.68	21,894.31	22,361.47	30,629.52	营业收入	25,905.53	21,275.27	24,504.86	26,759.30	29,713.53
应收票据及应收账款	5,713.55	6,394.19	4,750.63	6,609.94	6,004.83	营业成本	3,741.80	3,486.64	4,043.30	4,415.29	4,902.73
预付账款	973.02	1,054.79	746.17	1,369.17	1,092.19	营业税金及附加	201.81	190.39	219.29	239.46	265.90
存货	2,402.67	2,450.57	2,293.65	3,126.28	2,679.49	销售费用	9,383.71	7,347.89	7,719.03	8,429.18	9,359.76
其他	7,467.69	5,923.82	6,159.04	5,749.95	6,243.87	管理费用	2,860.31	2,306.48	2,695.53	2,675.93	2,733.64
<b>流动资产合计</b>	<b>30,187.75</b>	<b>30,934.05</b>	<b>35,843.79</b>	<b>39,216.80</b>	<b>46,649.90</b>	研发费用	5,943.31	4,886.55	5,538.10	6,154.64	6,834.11
长期股权投资	192.83	767.86	767.86	767.86	767.86	财务费用	(337.96)	(470.87)	(489.55)	(593.24)	(710.34)
固定资产	4,462.87	5,383.16	4,818.23	4,253.30	3,688.38	资产/信用减值损失	(9.82)	(172.97)	(65.59)	(82.79)	(107.11)
在建工程	1,659.02	1,193.20	1,193.20	1,193.20	1,193.20	公允价值变动收益	36.23	76.50	0.00	0.00	0.00
无形资产	702.44	2,200.93	2,166.84	2,132.76	2,098.67	投资净收益	213.43	387.36	314.07	304.96	335.47
其他	2,061.32	1,875.81	1,882.87	1,840.13	1,721.72	其他	(792.11)	(874.67)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,078.47</b>	<b>11,420.95</b>	<b>10,829.01</b>	<b>10,187.25</b>	<b>9,469.83</b>	<b>营业利润</b>	<b>4,664.82</b>	<b>4,111.96</b>	<b>5,027.65</b>	<b>5,660.21</b>	<b>6,556.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>39,266.22</b>	<b>42,355.01</b>	<b>46,672.80</b>	<b>49,404.05</b>	<b>56,119.73</b>	营业外收入	2.22	2.08	1.79	2.03	1.97
短期借款	0.00	1,260.94	0.00	0.00	0.00	营业外支出	200.73	145.55	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,252.78	1,767.55	2,209.54	2,384.78	2,493.48	<b>利润总额</b>	<b>4,466.31</b>	<b>3,968.49</b>	<b>5,029.44</b>	<b>5,662.24</b>	<b>6,558.03</b>
其他	929.20	423.65	2,522.94	688.70	2,483.32	所得税	(17.72)	153.42	452.65	509.60	590.22
<b>流动负债合计</b>	<b>3,181.98</b>	<b>3,452.14</b>	<b>4,732.49</b>	<b>3,073.48</b>	<b>4,976.80</b>	<b>净利润</b>	<b>4,484.03</b>	<b>3,815.07</b>	<b>4,576.79</b>	<b>5,152.64</b>	<b>5,967.81</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(46.19)	(91.23)	(56.91)	(80.12)	(103.24)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,530.22</b>	<b>3,906.30</b>	<b>4,633.70</b>	<b>5,232.77</b>	<b>6,071.05</b>
其他	292.88	302.63	255.50	283.67	280.60	每股收益(元)	0.71	0.61	0.73	0.82	0.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>292.88</b>	<b>302.63</b>	<b>255.50</b>	<b>283.67</b>	<b>280.60</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,694.41</b>	<b>3,941.85</b>	<b>4,987.99</b>	<b>3,357.15</b>	<b>5,257.40</b>	主要财务比率					
少数股东权益	568.85	589.35	543.53	479.03	395.93		2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	6,396.01	6,379.00	6,379.00	6,379.00	6,379.00	<b>成长能力</b>					
资本公积	3,356.18	3,020.24	3,070.04	3,070.04	3,070.04	营业收入	-6.59%	-17.87%	15.18%	9.20%	11.04%
留存收益	25,927.86	28,819.37	32,549.50	36,761.87	41,649.07	营业利润	-33.43%	-11.85%	22.27%	12.58%	15.83%
其他	(677.09)	(394.80)	(857.26)	(643.05)	(631.70)	归属于母公司净利润	-28.41%	-13.77%	18.62%	12.93%	16.02%
<b>股东权益合计</b>	<b>35,571.81</b>	<b>38,413.16</b>	<b>41,684.81</b>	<b>46,046.90</b>	<b>50,862.33</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>39,266.22</b>	<b>42,355.01</b>	<b>46,672.80</b>	<b>49,404.05</b>	<b>56,119.73</b>	毛利率	85.56%	83.61%	83.50%	83.50%	83.50%
						净利率	17.49%	18.36%	18.91%	19.55%	20.43%
						ROE	12.94%	10.33%	11.26%	11.48%	12.03%
						ROIC	34.31%	23.67%	20.72%	30.44%	27.87%
						偿债能力					
						资产负债率	9.41%	9.31%	10.69%	6.80%	9.37%
						净负债率	-38.32%	-36.05%	-52.52%	-48.56%	-60.22%
						流动比率	8.87	8.50	7.57	12.76	9.37
						速动比率	8.17	7.83	7.09	11.74	8.84
						营运能力					
						应收账款周转率	4.80	3.51	4.40	4.71	4.71
						存货周转率	12.39	8.77	10.33	9.87	10.24
						总资产周转率	0.70	0.52	0.55	0.56	0.56
						每股指标(元)					
						每股收益	0.71	0.61	0.73	0.82	0.95
						每股经营现金流	0.66	0.20	1.34	0.06	1.31
						每股净资产	5.49	5.93	6.45	7.14	7.91
						估值比率					
						市盈率	55.13	63.93	53.90	47.73	41.14
						市净率	7.13	6.60	6.07	5.48	4.95
						EV/EBITDA	28.96	25.06	42.55	38.35	32.37
						EV/EBIT	30.47	26.64	48.02	42.75	35.57

  

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,484.03	3,815.07	4,633.70	5,232.77	6,071.05
折旧摊销	540.73	605.38	599.01	599.01	599.01
财务费用	4.71	6.49	(489.55)	(593.24)	(710.34)
投资损失	(252.59)	(457.34)	(314.07)	(304.96)	(335.47)
营运资金变动	1,053.06	(3,560.32)	4,173.90	(4,493.94)	2,853.60
其它	(1,611.12)	855.98	(56.91)	(80.12)	(103.24)
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,218.82</b>	<b>1,265.26</b>	<b>8,546.08</b>	<b>359.52</b>	<b>8,374.62</b>
资本支出	2,429.18	3,057.36	47.13	(28.17)	3.07
长期投资	132.83	575.04	0.00	0.00	0.00
其他	(3,108.27)	(3,242.11)	266.94	333.13	332.40
<b>投资活动现金流</b>	<b>(546.26)</b>	<b>390.29</b>	<b>314.07</b>	<b>304.96</b>	<b>335.47</b>
债权融资	337.96	1,731.81	(771.39)	593.24	710.34
股权融资	1,079.98	(1,090.53)	(1,305.13)	(790.56)	(1,152.38)
其他	(2,416.26)	(960.05)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(998.32)</b>	<b>(318.77)</b>	<b>(2,076.52)</b>	<b>(197.31)</b>	<b>(442.04)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,674.23</b>	<b>1,336.78</b>	<b>6,783.63</b>	<b>467.16</b>	<b>8,268.05</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com