

## 业绩持续向好，国际化不断推进

2023 年 10 月 26 日

➤ **事件。**10 月 25 日，恒瑞医药发布 2023 年第三季度报告。23 年前三季度，公司实现营收 170.14 亿元，同比增长 6.70%；实现归母净利润 34.74 亿元，同比增长 9.47%；实现扣非归母净利润 33.60 亿元，同比增长 10.13%。

➤ **业绩持续向好，Q3 营收、利润均实现同比、环比正增长。**2023 年 Q3，公司实现营收 58.45 亿元，同比增长 2.24%，环比增长 2.98%；实现归母净利润 11.66 亿元，同比增长 10.57%，环比增长 10.63%；扣非归母净利润 11.17 亿元，同比增长 7.14%，环比增长 7.20%。公司 22Q4 业绩触底以来，连续三个季度保持营收环比增长；23Q3 在医药反腐压力下，公司营收和归母净利润均实现同比、环比正增长。

➤ **研发持续投入，销售费用率改善。**公司持续投入研发，2023 年前三季度研发费用为 37.25 亿元，同比增长 6.52%，研发费用率 21.90%，保持在高位。公司前三季度销售费用为 54.09 亿元，同比增长 4.78%，前三季度销售费用率为 31.79%，同比下降 0.48pp。

➤ **国际化持续推进，创新药出海落地在即。**2023 年 10 月 17 日，恒瑞医药发布公告，与美国 Elevar Therapeutics 公司达成协议，将卡瑞利珠单抗项目有偿许可给 Elevar，Elevar 将获得在除大中华区和韩国以外的全球范围内开发和商业化卡瑞利珠单抗联用治疗肝细胞癌的独家权利。此前，卡瑞利珠单抗在美国的上市申请已经获得美国食品药品监督管理局受理，基于这项合作，恒瑞医药将有望获得累计 6 亿美元的销售里程碑款和卡瑞利珠单抗在许可地区年净销售额的 20.5% 的提成。此外，2023 年 10 月 7 日，恒瑞医药宣布与印度 Dr. Reddy's 达成协议，将马来酸吡咯替尼片在印度地区的开发额商业化的独家权益有偿许可给 Dr. Reddy's，恒瑞医药将获得 300 万美元首付款和累计不超过 1.525 亿美元的销售里程碑款和实际年净销售额两位数比例的销售提成。

➤ **管线深厚具备多样性，长期成长动力充足。**公司创新药管线深厚，目前处于 NDA 及 III 期的创新药达十余款，近期 IL-17A 单抗夫那奇珠单抗注射液、JAK1 抑制剂硫酸艾玛昔替尼片、PCSK9 单抗瑞卡西单抗的上市申请相继获得受理，预计公司在自免及代谢等领域将逐渐进入收获期，长期成长动力充足。

➤ **投资建议：**我们预测，公司 2023/2024/2025 年的营收分别为 236.10 亿元/278.32 亿元/332.56 亿元，同比+11.0%/+17.9%/+19.5%；归母净利润分别为 46.55 亿元/56.34 亿元/68.90 亿元，同比+19.2%/+21.0%/+22.3%；对应 EPS 分别为 0.73 元/0.88 元/1.08 元；对应 PE 分别为 59 倍/49 倍/40 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**研发风险，产品申报获批风险，医保谈判不及预期风险，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。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	21,275	23,610	27,832	33,256
增长率 (%)	-17.9	11.0	17.9	19.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,906	4,655	5,634	6,890
增长率 (%)	-13.8	19.2	21.0	22.3
每股收益 (元)	0.61	0.73	0.88	1.08
PE	70	59	49	40
PB	7.3	6.8	6.1	5.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价）

## 推荐

## 维持评级

### 当前价格：

### 43.17 元



**分析师 王班**

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

**研究助理 王维肖**

执业证书：S0100123050028

邮箱：wangweixiao@mszq.com

### 相关研究

- 1.恒瑞医药 (600276.SH) 2023 年中报点评：创新驱动增长，研发进展不断-2023/08/24
- 2.恒瑞医药 (600276.SH) 事件点评：TSLP 达成海外授权，关注创新药放量及长期成长-2023/08/16
- 3.恒瑞医药 (600276.SH) 事件点评：“双艾”组合数据发表柳叶刀，关注创新药放量-2023/07/26
- 4.恒瑞医药 (600276.SH) 事件点评：创新药研发持续兑现，关注医保谈判助力放量-2023/07/04

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21,275	23,610	27,832	33,256
营业成本	3,487	3,870	4,562	5,451
营业税金及附加	190	211	249	298
销售费用	7,348	7,776	9,167	10,953
管理费用	2,306	2,479	2,922	3,492
研发费用	4,887	5,312	6,123	7,150
EBIT	3,302	4,269	5,172	6,347
财务费用	-471	-400	-454	-507
资产减值损失	-147	-27	-32	-38
投资收益	387	236	278	333
营业利润	4,112	4,883	5,879	7,157
营业外收支	-143	-148	-148	-148
利润总额	3,968	4,735	5,731	7,009
所得税	153	189	229	280
净利润	3,815	4,546	5,502	6,729
归属于母公司净利润	3,906	4,655	5,634	6,890
EBITDA	3,946	5,055	6,231	7,708

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,111	16,212	18,101	20,632
应收账款及票据	6,394	6,368	7,155	8,094
预付款项	1,055	1,171	1,380	1,649
存货	2,451	2,693	3,174	3,793
其他流动资产	5,924	5,219	5,721	6,366
流动资产合计	30,934	31,662	35,531	40,534
长期股权投资	768	768	768	768
固定资产	5,383	6,343	7,199	8,032
无形资产	520	688	845	1,001
非流动资产合计	11,421	12,426	13,314	14,172
资产合计	42,355	44,088	48,845	54,706
短期借款	1,261	0	0	0
应付账款及票据	1,768	1,962	2,313	2,763
其他流动负债	611	677	796	949
流动负债合计	3,639	2,639	3,109	3,712
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	303	293	293	293
非流动负债合计	303	293	293	293
负债合计	3,942	2,932	3,402	4,005
股本	6,379	6,379	6,379	6,379
少数股东权益	589	481	349	188
股东权益合计	38,413	41,156	45,443	50,701
负债和股东权益合计	42,355	44,088	48,845	54,706

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-17.87	10.97	17.88	19.49
EBIT 增长率	-18.95	29.29	21.16	22.72
净利润增长率	-13.77	19.17	21.03	22.30
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	83.61	83.61	83.61	83.61
净利润率	18.36	19.72	20.24	20.72
总资产收益率 ROA	9.22	10.56	11.53	12.60
净资产收益率 ROE	10.33	11.44	12.49	13.64
<b>偿债能力</b>				
流动比率	8.50	12.00	11.43	10.92
速动比率	7.36	10.28	9.75	9.27
现金比率	4.15	6.14	5.82	5.56
资产负债率 (%)	9.31	6.65	6.96	7.32
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	101.07	90.00	85.00	80.00
存货周转天数	256.54	256.54	256.54	256.54
总资产周转率	0.52	0.55	0.60	0.64
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.61	0.73	0.88	1.08
每股净资产	5.93	6.38	7.07	7.92
每股经营现金流	0.20	0.77	0.77	0.95
每股股利	0.16	0.19	0.23	0.28
<b>估值分析</b>				
PE	70	59	49	40
PB	7.3	6.8	6.1	5.5
EV/EBITDA	65.38	51.03	41.40	33.47
股息收益率 (%)	0.37	0.44	0.53	0.65

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,815	4,546	5,502	6,729
折旧和摊销	644	787	1,059	1,360
营运资金变动	-2,813	-421	-1,555	-1,922
经营活动现金流	1,265	4,884	4,918	6,032
资本开支	-1,972	-1,907	-2,054	-2,325
投资	2,196	1,016	0	0
投资活动现金流	390	-647	-1,776	-1,992
股权募资	379	0	0	0
债务募资	1,260	-1,261	0	0
筹资活动现金流	-319	-3,135	-1,253	-1,509
现金净流量	1,417	1,101	1,889	2,531

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026