

业绩稳定增长，创新提供内生动力

—恒瑞医药三季报点评

核心观点：

- **事件：**2023.10.25 公司发布三季报，前三季度实现收入 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%。
- **反腐承压下，公司业绩持续进入稳定增长轨道。**分季度来看，单 Q3 实现收入 58.45 亿元，同比增长 2.24%（Q1 同比+0.25%，Q2 同比+19.51%）；实现归母净利润 11.66 亿元，同比增长 10.57%（Q1 同比+0.17%，Q2 同比+21.17%）；实现扣非归母净利润 11.17 亿元，同比增长 7.14%（Q1 同比+3.40%，Q2 同比+23.48%）。费用率方面，2023Q1-Q3 销售费用率分别为 30.40%、35.39%、29.60%，Q3 同比下降 3.55pts，环比下降 5.79pts；管理费用率分别为 9.94%、9.48%、10.13%，较去年略有上升；研发费用率分别为 20.92%、20.83%、23.85%，前三季度公司累计研发费用 37.25 亿元；销售净利率分别为 22.46%、18.62%、19.86%，Q3 略有提高。公司继上半年营收和净利润恢复正增长之后，业绩继续稳步上升，且前三季度公司经营现金流入达 43.09 亿元，比去年同期增长 96.97%。
- **在高强度研发投入下，公司研发成果加速转化落地。**1) 目前公司已有 13 款自主研发的 1 类创新药、1 款自主研发的 2 类新药及 2 款合作引进创新药在国内获批上市。第三季度 2 类新药盐酸右美托咪定鼻喷雾剂儿童适应症获批上市，该剂型为全球首款鼻喷剂型。在上市申报方面，第三季度公司 4 款创新药产品的上市申请获得受理，分别为 JAK1 抑制剂 SHRO302 片治疗强直性脊柱炎，氟唑帕利胶囊用于晚期上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌患者维持治疗，脯氨酸恒格列净片与盐酸二甲双胍和磷酸瑞格列汀联合使用，用于血糖控制，及合作引进创新药林普利塞片用于治疗复发和/或难治性外周 T 细胞淋巴瘤（R/R PTCL）患者。2) 国际合作方面，今年公司实现 4 项创新药海外授权，分别为授予美国 Elevar Therapeutics 公司 PD-1 抑制剂卡瑞利珠单抗联合疗法治疗肝癌适应症的权益，后续包括累计 6 亿美元里程碑款以及实际年净销售额 20.5%的销售提成。10 月初，公司将马来酸吡咯替尼片有偿许可给印度 Dr. Reddy's 公司，后续包括 300 万美元首付款和最多 1.525 亿美元里程碑款。今年 8 月，公司授予 One Bio 公司 TSLP 单抗 SHR-1905 注射液项目，包括 2500 万美元首付款和近期里程碑款、研发及销售里程碑款累计可达 10.25 亿美元。
- **投资建议：**考虑公司研发管线丰富，未来将持续兑现，贡献业绩增量，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 45.20/54.27/66.27 亿元，同比增长 15.72%、20.05%、22.12%，EPS 分别为 0.71/0.85/1.04 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 61/51/42 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**研发进度不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、降价超预期的风险、产品注册进度不及预期的风险。

恒瑞医药(600276)

推荐 (维持)

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

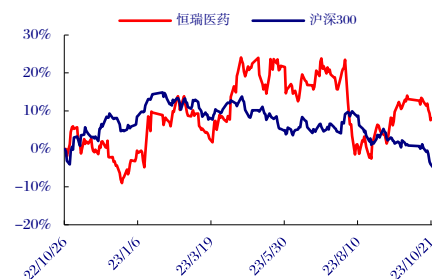
分析师登记编码：S0130522100001

市场数据

2023-10-25

股票代码	600276
A 股收盘价(元)	43.17
上证指数	2,974.11
总股本(万股)	637,900
实际流通 A 股(万股)	637,421
流通 A 股市值(亿元)	2,752

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河医药】公司点评_恒瑞医药(600276): 创新药收入高增长, 管线进入收获期

表1: 主要财务指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21275.27	23854.68	27613.36	32594.96
收入增长率%	-17.87	12.12	15.76	18.04
净利润(百万元)	3906.30	4520.44	5426.84	6627.39
利润增速%	-13.77	15.72	20.05	22.12
毛利率%	83.61	83.07	83.34	83.59
摊薄 EPS(元)	0.61	0.71	0.85	1.04
PE	70.50	60.92	50.74	41.55
PB	7.28	6.64	5.87	5.14
PS	12.94	11.54	9.97	8.45

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	30934.05	32505.60	36567.91	42049.22	营业收入	21275.27	23854.68	27613.36	32594.96
现金	15110.68	14579.37	16433.84	18986.20	营业成本	3486.64	4039.05	4600.60	5347.50
应收账款	5891.40	6758.83	7823.79	9235.24	营业税金及附加	190.39	212.31	245.76	290.10
其它应收款	562.18	656.00	759.37	896.36	营业费用	7347.89	8110.59	9250.48	10756.34
预付账款	1054.79	1252.11	1426.18	1657.72	管理费用	2306.48	2457.03	2844.18	3357.28
存货	2450.57	2995.63	3412.11	3966.06	财务费用	-470.87	-490.00	-530.00	-580.00
其他	5864.43	6263.67	6712.62	7307.64	资产减值损失	-146.68	0.00	0.00	0.00
非流动资产	11420.95	13828.92	15513.12	17095.26	公允价值变动收益	76.50	0.00	0.00	0.00
长期投资	767.86	1347.86	1927.86	2507.86	投资净收益	387.36	429.38	497.04	586.71
固定资产	5383.16	6204.40	6923.60	7540.74	营业利润	4111.96	4809.63	5743.19	6979.73
无形资产	519.90	597.90	675.90	753.90	营业外收入	2.08	2.30	2.30	2.30
其他	4750.04	5678.76	5985.76	6292.76	营业外支出	145.55	156.00	156.00	156.00
资产总计	42355.01	46334.53	52081.02	59144.48	利润总额	3968.49	4655.93	5589.49	6826.03
流动负债	3639.22	4112.67	4514.15	5047.88	所得税	153.42	232.80	279.47	341.30
短期借款	1260.94	1260.94	1260.94	1260.94	净利润	3815.07	4423.13	5310.02	6484.72
应付账款	1486.97	1739.04	1980.81	2302.39	少数股东损益	-91.23	-97.31	-116.82	-142.66
其他	891.31	1112.69	1272.39	1484.55	归属母公司净利润	3906.30	4520.44	5426.84	6627.39
非流动负债	302.63	244.73	244.73	244.73	EBITDA	3945.91	4980.68	5976.30	7264.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.61	0.71	0.85	1.04
其他	302.63	244.73	244.73	244.73					
负债合计	3941.85	4357.41	4758.88	5292.62	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	589.35	492.04	375.22	232.55	营业收入	-17.87%	12.12%	15.76%	18.04%
归属母公司股东权益	37823.81	41485.08	46946.92	53619.31	营业利润	-11.85%	16.97%	19.41%	21.53%
负债和股东权益	42355.01	46334.53	52081.02	59144.48	归属母公司净利润	-13.77%	15.72%	20.05%	22.12%
					毛利率	83.61%	83.07%	83.34%	83.59%
					净利率	18.36%	18.95%	19.65%	20.33%
					ROE	10.33%	10.90%	11.56%	12.36%
					ROIC	7.98%	9.13%	9.87%	10.75%
					资产负债率	9.31%	9.40%	9.14%	8.95%
					净负债比率	10.26%	10.38%	10.06%	9.83%
					流动比率	8.50	7.90	8.10	8.33
					速动比率	7.36	6.71	6.88	7.09
					总资产周转率	0.52	0.54	0.56	0.59
					应收帐款周转率	4.04	3.77	3.79	3.82
					应付帐款周转率	2.13	2.50	2.47	2.50
					每股收益	0.61	0.71	0.85	1.04
					每股经营现金	0.20	0.53	0.64	0.73
					每股净资产	5.93	6.50	7.36	8.41
					P/E	70.50	60.92	50.74	41.55
					P/B	7.28	6.64	5.87	5.14
					EV/EBITDA	58.80	52.64	43.56	35.48
					P/S	12.94	11.54	9.97	8.45

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn