

2023年10月27日

# 恒瑞医药 (600276.SH)

## 公司快报

医药 | 化学制剂III

投资评级

**买入-B(维持)**

股价(2023-10-27)

45.40 元

### 交易数据

总市值(百万元)	289,606.70
流通市值(百万元)	289,606.70
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	48.74/36.69

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.1	3.25	17.29
绝对收益	1.57	-5.57	14.7

分析师

赵宁达

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

### 相关报告

恒瑞医药: Q2 净利重回 20% 增长, 在研管线进入密集收获期-华金证券-医药-恒瑞医药-公司快报 2023.8.21

## Q3 业绩继续向好, 海外临床及 BD 取得积极进展

### 投资要点

- Q3 业绩继续向好, 盈利能力持续提升。**公司发布 2023 年第三季度报告: 2023 年前三季度, 公司实现营收 170.14 亿元 (+6.70%, 同增, 下同), 归母净利润 34.74 亿元 (+9.47%), 扣非归母净利润 33.60 亿元 (+10.13%); 毛利率 84.38% (+1.54pp), 净利率 20.28% (+0.87pp)。单 Q3 来看, 公司实现营收 58.45 亿元 (+2.24%), 环比增长 2.98%; 归母净利润 11.66 亿元 (+10.57%), 扣非归母净利润 11.17 亿元 (+7.14%); 毛利率 84.81% (+1.96pp), 净利率 19.86% (+1.88pp)。费用方面, 受益于公司持续推动销售合规转型, 2023 年前三季度实现销售费用 54.09 亿元 (+4.78%), 费用率 31.79% (-0.58pp); 其中 Q3 销售费用 17.30 亿元 (-8.70%), 费用率 29.60% (-3.55pp)。
- 持续加大研发投入, 创新成果加速转化。**公司持续加大研发投入, 2023 年前三季度研发费用 37.25 亿元 (+6.52%), 费用率 21.90% (-0.04pp); 其中 Q3 研发费用 13.94 亿元 (+6.16%), 费用率 23.85% (+0.88pp)。公司 Q3 新获批 1 款 2 类新药盐酸右美托咪定鼻喷雾剂(儿童适应症), 其为全球首款鼻喷剂型; 4 款创新药 NDA 获受理, 分别为 SHR0302 (JAK1 抑制剂) (治疗强直性脊柱炎)、氟唑帕利(晚期卵巢癌等含铂化疗后的维持治疗)、恒格列净(与二甲双胍和瑞格列汀联用治疗 2 型糖尿病)及引进产品林普利塞(治疗 R/RPTCL); 另有 1 项 BLA 已获 FDA 正式受理, 18 款药物获批临床。此外, 在 2023 ESMO 大会上公司共有 13 款肿瘤创新药的 36 项研究成果入围, 学术实力备受国际学界认可。
- 海外临床及 BD 取得积极进展。**国际临床方面, 公司目前已有近 20 项创新药开展国际临床。其中首个国际多中心 III 期临床卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼(“双艾”组合)治疗晚期肝癌已达到主要研究终点, 结果显示“双艾”组合治疗晚期肝癌中位总生存期达 22.1 个月, 是目前已公布数据的晚期肝癌一线治疗关键研究中位总生存期最长的治疗方案, 目前其美国上市申请已获 FDA 受理。BD 方面, 2023 年 10 月新增 2 项海外 BD 授权, 具体来看, 10 月 8 日公司将马来酸吡咯替尼授权至印度 Dr.Reddy's, 公司将收取 300 万美元首付款及最多 1.525 亿美元销售里程碑付款; 10 月 17 日公司将卡瑞利珠单抗联合疗法治疗肝癌适应症有偿许可至美国 Elevar Therapeutics, 公司有望获得累计 6 亿美元的销售里程碑款及后续额外付款, 另有实际年净销售额 20.5% 的销售提成。至今公司已将 7 款创新药进行海外授权。
- 投资建议:** 公司业绩继续向好, 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, 我们维持原有盈利预测, 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 61/51/42 倍。维持“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)	63.9	74.1	61.2	51.0	41.7
P/B(倍)	8.3	7.7	7.0	6.3	5.6
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

## 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
<b>流动资产</b>	30188	30934	34852	37435	43183	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	4665	4112	5120	6026	7252
<b>资产总计</b>	39266	42355	47235	50867	57919	营业外收入	2	2	2	2	2
<b>流动负债</b>	3402	3639	4855	4070	5402	营业外支出	201	146	138	149	159
短期借款	0	1261	1261	1261	1261	<b>利润总额</b>	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	<b>税后利润</b>	4484	3815	4684	5614	6847
<b>非流动负债</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	4530	3906	4728	5680	6942
其他非流动负债	293	303	303	303	303	EBITDA	4598	4197	5307	6257	7537
<b>负债合计</b>	3694	3942	5158	4372	5705	<b>主要财务比率</b>					
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	<b>成长能力</b>					
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
<b>负债和股东权益</b>	39266	42355	47235	50867	57919	<b>获利能力</b>					
						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
						<b>偿债能力</b>					
						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
						<b>营运能力</b>					
						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
						<b>估值比率</b>					
						P/E	63.9	74.1	61.2	51.0	41.7
						P/B	8.3	7.7	7.0	6.3	5.6
						EV/EBITDA	59.1	65.2	51.2	43.2	35.4

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](http://www.huajinsec.cn)