

恒瑞医药 (600276)

证券研究报告

2023年11月27日

2023Q3 收入增速符合预期，出海逻辑兑现加强

事件

2023Q1-3 公司营业收入 170.14 亿元，同比增长 6.70%，归母净利润 34.74 亿元，同比增长 9.47%。2023Q3 收入 58.45 亿元，同比增长 2.24%，归母净利润 11.66 亿元，同比增长 10.57%。

继续拓展国际市场，多款药物海外商业化稳步推进

卡瑞利珠单抗在海外取得较大进展。治疗晚期肝癌的卡瑞利珠单抗联用阿帕替尼国际多中心 III 期研究已达到主要研究终点，FDA 已正式受理卡瑞利珠单抗的 BLA。

公司在 8 月有偿授权给 One Bio TSLP 单抗的除大中华区外的全球权益。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销售提成等。

公司将自主研发且具有知识产权的卡瑞利珠单抗有偿许可给 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与 Rivoceranib 联合用于治疗肝细胞癌的独家权利。

公司将具有自主知识产权的 1 类新药 HRS-1167 片和注射用 SHR-A1904 项目有偿许可给 Merck Healthcare。HRS-1167 为 PARP 抑制剂，属于第二代 PARP 抑制剂，具有更高选择性并且可以诱导 DNA 捕获。SHR-A1904 为靶向 Claudin 18.2 ADC 产品。本次交易首付款为 1.6 亿欧元，技术转移费多至 4000 万欧元。如果 Merck 选择行权 SHR-A1904，将支付 5000 万欧元的行权费。HRS-1167 的研发里程碑付款累计不超过 1.25 亿欧元，销售里程碑累计不超过 4.65 亿欧元，SHR-A1904 的研发里程碑付款累计不超过 1.1 亿欧元，销售里程碑累计不超过 4.65 亿欧元，两款药物销售提成为实际年净销售额两位数。

公司研发管线储备多，早期临床的管线质量提升

经过多年积累，公司研发能力逐步提升。早期临床的管线质量提升，未来有望更多管线具有海外权益授出的潜力。在多个维度上，公司均具有领先和丰富的布局。适应症领域包括肿瘤、多种慢病、自免；技术路线上包括化学小分子、单抗、双抗、ADC 以及 PROTAC 等。单 2023Q3 便有 8 款在研产品进入 IND 阶段。肿瘤领域包括注射用 SHR-5495、SHR-2005 注射液、注射用 SHR-1826、注射用 SHR-A1912 和 SHR-2022 注射液。预防器官移植术后的移植物排斥反应和潜在治疗自身免疫性疾病的注射用 SHR-3032，溶栓药物 HRS-7450 注射液，以及用于改善由于免疫系统异常活化导致的肠道炎症的 HRS-7085 片。

十余款药品参与本轮医保谈判，包括多款首次参谈品种

恒瑞医药有 15 款产品通过本轮医保谈判的初步形式审查，其中目录外首次参谈品种 6 款，目录内新增适应症品种 6 款，目录内协议到期续约谈判品种 3 款。吡咯替尼、达尔西利、甲苯磺酸瑞马唑仑、卡瑞利珠单抗、阿帕替尼等均有新增适应症。多款镇静镇痛产品首次参与医保谈判，包括布比卡因脂质体注射液、盐酸右美托咪定鼻喷雾剂等。

盈利预测与投资评级

我们预计 2023 至 2025 年营收分别为 231.22 亿、269.37 亿以及 312.09 亿元人民币；归母净利润分别为 46.69 亿、55.04 亿以及 64.27 亿元人民币。维持“买入”评级。

风险提示：政策变动风险，研发失败风险，经营风险，市场竞争加剧风险

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	46.8 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)	298,537.31
流通 A 股市值(百万元)	298,537.31
每股净资产(元)	6.21
资产负债率(%)	6.22
一年内最高/最低(元)	50.50/35.93

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-半年报点评:创新药增速快，海外拓展值得期待》 2023-08-23
- 《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

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	23,121.96	26,937.09	31,209.31
增长率(%)	(6.59)	(17.87)	8.68	16.50	15.86
EBITDA(百万元)	10,501.84	9,093.54	5,317.14	6,149.43	7,066.67
归属母公司净利润(百万元)	4,530.22	3,906.30	4,668.75	5,504.17	6,426.60
增长率(%)	(28.41)	(13.77)	19.52	17.89	16.76
EPS(元/股)	0.71	0.61	0.73	0.86	1.01
市盈率(P/E)	65.90	76.42	63.94	54.24	46.45
市净率(P/B)	8.53	7.89	7.25	6.52	5.85
市销率(P/S)	11.52	14.03	12.91	11.08	9.57
EV/EBITDA	28.96	25.06	51.67	44.53	37.69

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,630.82	15,110.68	20,790.01	21,721.98	29,198.49
应收票据及应收账款	5,713.55	6,394.19	5,423.70	8,344.14	7,607.29
预付账款	973.02	1,054.79	644.54	1,484.85	1,100.40
存货	2,402.67	2,450.57	2,025.92	3,430.02	2,668.01
其他	7,467.69	5,923.82	6,083.62	5,834.99	6,241.61
流动资产合计	30,187.75	30,934.05	34,967.78	40,815.99	46,815.80
长期股权投资	192.83	767.86	767.86	767.86	767.86
固定资产	4,462.87	5,383.16	4,818.23	4,253.30	3,688.38
在建工程	1,659.02	1,193.20	1,193.20	1,193.20	1,193.20
无形资产	702.44	2,200.93	2,166.84	2,132.76	2,098.67
其他	2,061.32	1,875.81	1,882.87	1,840.13	1,721.72
非流动资产合计	9,078.47	11,420.95	10,829.01	10,187.25	9,469.83
资产总计	39,266.22	42,355.01	45,796.79	51,003.23	56,285.63
短期借款	0.00	1,260.94	1,100.00	1,123.00	1,091.00
应付票据及应付账款	2,252.78	1,767.55	1,369.33	2,285.13	1,948.93
其他	929.20	423.65	1,359.28	1,021.53	1,578.42
流动负债合计	3,181.98	3,452.14	3,828.61	4,429.66	4,618.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	292.88	302.63	255.50	283.67	280.60
非流动负债合计	292.88	302.63	255.50	283.67	280.60
负债合计	3,694.41	3,941.85	4,084.11	4,713.34	4,898.95
少数股东权益	568.85	589.35	543.19	475.34	387.37
股本	6,396.01	6,379.00	6,379.00	6,379.00	6,379.00
资本公积	3,356.18	3,020.24	3,070.04	3,070.04	3,070.04
留存收益	25,927.86	28,819.37	32,577.71	37,008.56	42,181.98
其他	(677.09)	(394.80)	(857.26)	(643.05)	(631.70)
股东权益合计	35,571.81	38,413.16	41,712.68	46,289.90	51,386.68
负债和股东权益总计	39,266.22	42,355.01	45,796.79	51,003.23	56,285.63

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,484.03	3,815.07	4,668.75	5,504.17	6,426.60
折旧摊销	540.73	605.38	599.01	599.01	599.01
财务费用	4.71	6.49	(469.09)	(558.42)	(671.18)
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)	1,941.73	(4,267.26)	1,812.72
其它	(1,611.12)	855.98	(57.34)	(84.28)	(109.29)
经营活动现金流	4,218.82	1,265.26	6,368.99	888.26	7,722.40
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
投资活动现金流	(546.26)	390.29	314.07	304.96	335.47
债权融资	337.96	1,731.81	308.14	581.42	639.18
股权融资	1,079.98	(1,090.53)	(1,311.88)	(842.67)	(1,220.53)
其他	(2,416.26)	(960.05)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(998.32)	(318.77)	(1,003.74)	(261.25)	(581.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,674.23	1,336.78	5,679.33	931.97	7,476.52

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	25,905.53	21,275.27	23,121.96	26,937.09	31,209.31
营业成本	3,741.80	3,486.64	3,815.12	4,444.62	5,149.54
营业税金及附加	201.81	190.39	206.91	241.06	279.29
销售费用	9,383.71	7,347.89	7,352.78	8,458.25	9,815.33
管理费用	2,860.31	2,306.48	2,312.20	2,424.34	2,746.42
研发费用	5,943.31	4,886.55	5,086.83	6,195.53	7,178.14
财务费用	(337.96)	(470.87)	(469.09)	(558.42)	(671.18)
资产/信用减值损失	(9.82)	(172.97)	(65.59)	(82.79)	(107.11)
公允价值变动收益	36.23	76.50	0.00	0.00	0.00
投资净收益	213.43	387.36	314.07	304.96	335.47
其他	(792.11)	(874.67)	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,664.82	4,111.96	5,065.69	5,953.89	6,940.13
营业外收入	2.22	2.08	1.79	2.03	1.97
营业外支出	200.73	145.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	4,466.31	3,968.49	5,067.48	5,955.92	6,942.10
所得税	(17.72)	153.42	456.07	536.03	624.79
净利润	4,484.03	3,815.07	4,611.41	5,419.89	6,317.31
少数股东损益	(46.19)	(91.23)	(57.34)	(84.28)	(109.29)
归属于母公司净利润	4,530.22	3,906.30	4,668.75	5,504.17	6,426.60
每股收益(元)	0.71	0.61	0.73	0.86	1.01

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-6.59%	-17.87%	8.68%	16.50%	15.86%
营业利润	-33.43%	-11.85%	23.19%	17.53%	16.56%
归属于母公司净利润	-28.41%	-13.77%	19.52%	17.89%	16.76%
获利能力					
毛利率	85.56%	83.61%	83.50%	83.50%	83.50%
净利率	17.49%	18.36%	20.19%	20.43%	20.59%
ROE	12.94%	10.33%	11.34%	12.01%	12.60%
ROIC	34.31%	23.67%	20.99%	28.25%	27.05%
偿债能力					
资产负债率	9.41%	9.31%	8.92%	9.24%	8.70%
净负债率	-38.32%	-36.05%	-47.20%	-44.50%	-54.70%
流动比率	8.87	8.50	9.13	9.21	10.14
速动比率	8.17	7.83	8.60	8.44	9.56
营运能力					
应收账款周转率	4.80	3.51	3.91	3.91	3.91
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	0.52	0.56	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.71	0.61	0.73	0.86	1.01
每股经营现金流	0.66	0.20	1.00	0.14	1.21
每股净资产	5.49	5.93	6.45	7.18	7.99
估值比率					
市盈率	65.90	76.42	63.94	54.24	46.45
市净率	8.53	7.89	7.25	6.52	5.85
EV/EBITDA	28.96	25.06	51.67	44.53	37.69
EV/EBIT	30.47	26.64	58.23	49.33	41.18

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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com