

业绩符合预期，持续加强源头创新

恒瑞医药(600276)

推荐 (维持)

核心观点:

- 事件:** 2024.4.17, 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 2023 年公司实现营业收入 228.2 亿元, 同比增长 7.26%; 实现扣非归母净利润 41.41 亿元, 同比增长 21.46%。2024 年一季度公司实现营收 59.98 亿元, 同比增长 9.20%; 实现扣非归母净利润 14.40 亿元, 同比增长 18.06%
- 创新成果持续兑现, 驱动收入稳定增长。** 2023 年公司创新药收入达 106.37 亿元(含税, 不含对外许可收入), 同比增长 22.1%; 累计研发投入 61.50 亿元, 其中费用化研发投入 49.54 亿元。2023 年公司 3 款 1 类创新药(阿得贝利单抗、磷酸瑞格列汀、奥特康唑)、4 款 2 类新药(盐酸右美托咪定鼻喷雾剂、醋酸阿比特龙纳米晶、盐酸伊立替康脂质体、恒格列净二甲双胍缓释片)获批上市。截至目前, 公司已在国内获批上市 15 款 1 类创新药、4 款 2 类新药, 涉及抗肿瘤、镇痛麻醉、代谢性疾病、感染疾病等多个治疗领域。另外, 瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净 3 款创新药正式执行医保价格, 平均价格降幅达 65%, 满足了更多患者的临床需求, 收入贡献进一步扩大。仿制药方面, 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, 2023 年销售额同比减少 7.02 亿元, 第七批集采涉及产品销售额同比减少 9.11 亿元。
- 持续建设领先技术平台, 打造优质创新产品。** 2023 年公司不断完善已建立成熟的化药(含多肽、PROTAC)、单/双抗体药、ADC 药物、小核酸、核药等技术平台, 初步建成多特异性抗体、双抗 ADC 平台, 积极探索 PDC、AOC、DAC、mRNA 等新分子模式平台, 并尝试开拓结构生物学、AI 药物研发等平台。在新技术平台的支持和研发团队的努力下, 公司不断产出具有创新竞争力的产品。公司 ADC 平台已有 11 个新型、具有差异化的 ADC 分子成功获批临床, 其中公司自主研发的抗 HER2 ADC 产品 SHR-A1811, 在美国癌症研究协会(AACR)2023 年会上首次披露了晚期实体瘤全球多中心 I 期临床研究数据, 展现了具有竞争力的数据, SHR-A1811 目前已有五项适应症被 CDE 纳入突破性治疗品种名单。公司自主研发的 KRAS G12D 抑制剂采用脂质体包裹制成, 是全球首个脂质体 KRAS G12D 抑制剂, 具有靶向给药、利用不同的渗透性和高渗透滞留效应来被动地靶向肿瘤组织, 可控且持续进行药物释放等优秀药学特性, 其 I 期临床研究成功入选 2023 ESMO 大会优选口头报告, 是全球首个披露临床疗效数据的 KRAS G12D 抑制剂。
- 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 2024-2026 年归母净利润为 50.48/58.71/69.79 亿元, 同比增长 17.33%/16.31%/18.86%, EPS 分别为 0.79/0.92/1.09 元, 当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 53/45/38 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。

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

孙怡

✉: sunyi_yj@chinastock.com.cn

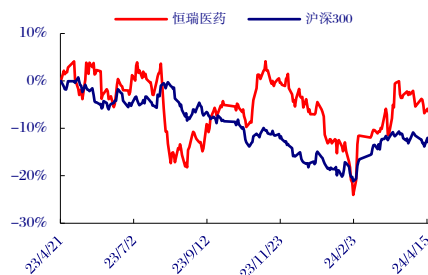
分析师登记编码: S0130524010001

市场数据

2024-04-19

股票代码	600276
A 股收盘价(元)	41.68
上证指数	3,065.26
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)	2,657

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】恒瑞医药三季报点评: 业绩稳定增长, 创新提供内生动力

表1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22819.78	25517.46	29007.40	33683.57
收入增长率%	7.26	11.82	13.68	16.12
归母净利润(百万元)	4302.44	5047.95	5871.47	6978.61
利润增速%	10.14	17.33	16.31	18.86
毛利率%	84.55	84.77	85.04	85.34
摊薄 EPS(元)	0.67	0.79	0.92	1.09
PE	61.80	52.67	45.28	38.10
PB	6.57	5.84	5.17	4.55
PS	11.65	10.42	9.17	7.89

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	31287.47	36281.15	42412.76	49141.29	营业收入	22819.78	25517.46	29007.40	33683.57
现金	20746.10	23563.24	27922.31	32357.26	营业成本	3525.25	3885.74	4340.86	4937.88
应收账款	5194.49	6379.37	7251.85	8420.89	营业税金及附加	219.26	244.97	278.47	323.36
其它应收款	438.25	496.17	564.03	654.96	营业费用	7577.18	8420.76	9572.44	11115.58
预付账款	1221.08	1204.58	1345.67	1530.74	管理费用	2416.97	2806.92	3190.81	3705.19
存货	2314.03	2881.93	3219.47	3662.26	财务费用	-478.39	-530.00	-580.00	-600.00
其他	1373.51	1755.87	2109.42	2515.18	资产减值损失	-107.22	0.00	0.00	0.00
非流动资产	12497.04	12895.22	13008.39	13731.89	公允价值变动收益	-58.26	0.00	0.00	0.00
长期投资	694.99	594.99	494.99	394.99	投资净收益	-49.16	-60.00	-60.00	-60.00
固定资产	5451.45	5515.23	5538.41	6171.91	营业利润	4909.90	5737.68	6632.34	7835.11
无形资产	883.77	1243.77	1603.77	1963.77	营业外收入	3.80	2.30	2.30	2.30
其他	5466.83	5541.23	5371.23	5201.23	营业外支出	246.59	256.00	256.00	256.00
资产总计	43784.51	49176.37	55421.16	62873.19	利润总额	4667.11	5483.98	6378.64	7581.41
流动负债	2553.66	2940.51	3293.85	3758.88	所得税	389.29	466.14	542.18	644.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	4277.82	5017.85	5836.45	6936.99
应付账款	1270.42	1457.15	1627.82	1851.71	少数股东损益	-24.62	-30.11	-35.02	-41.62
其他	1283.24	1483.36	1666.02	1907.18	归属母公司净利润	4302.44	5047.95	5871.47	6978.61
非流动负债	197.76	164.35	184.35	189.35	EBITDA	5399.70	5620.21	6505.46	7077.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.67	0.79	0.92	1.09
其他	197.76	164.35	184.35	189.35					
负债合计	2751.42	3104.87	3478.20	3948.24	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	567.29	537.18	502.17	460.54	营业收入	7.26%	11.82%	13.68%	16.12%
归属母公司股东权益	40465.80	45534.32	51440.79	58464.41	营业利润	19.41%	16.86%	15.59%	18.13%
负债和股东权益	43784.51	49176.37	55421.16	62873.19	归属母公司净利润	10.14%	17.33%	16.31%	18.86%
					毛利率	84.55%	84.77%	85.04%	85.34%
					净利率	18.85%	19.78%	20.24%	20.72%
					ROE	10.63%	11.09%	11.41%	11.94%
					ROIC	10.27%	9.83%	10.20%	10.83%
					资产负债率	6.28%	6.31%	6.28%	6.28%
					净负债比率	-50.38%	-51.06%	-53.64%	-54.80%
					流动比率	12.25	12.34	12.88	13.07
					速动比率	10.74	10.77	11.27	11.44
					总资产周转率	0.53	0.55	0.55	0.57
					应收帐款周转率	4.12	4.41	4.26	4.30
					应付帐款周转率	2.56	2.85	2.81	2.84
					每股收益	0.67	0.79	0.92	1.09
					每股经营现金	1.20	0.65	0.85	0.86
					每股净资产	6.34	7.14	8.06	9.17
					P/E	61.80	52.67	45.28	38.10
					P/B	6.57	5.84	5.17	4.55
					EV/EBITDA	49.60	43.12	36.59	33.00
					PS	11.65	10.42	9.17	7.89

资料来源：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，10年以上医学检验行业+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。

孙怡，南京大学制药工程/新南威尔士大学商业分析双硕士，2021 年就职于民生证券，2023 年加入银河证券研究院，主要从事医药行业研究工作。

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

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