

恒瑞医药 (600276)

创新药驱动收入增长，2024 年迎来产品上市高峰

事件：

恒瑞医药公布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年实现收入 228.20 亿元（同比+7.26%），实现归母净利 43.02 亿元（同比+10.14%），实现扣非归母净利 41.41 亿元（同比+21.46%）；2024 年一季度实现收入 59.98 亿元（同比+9.20%），实现归母净利 13.69 亿元（同比+10.48%），实现扣非归母净利 14.40 亿元（同比+18.06%）。业绩符合预期。

➤ 创新药驱动收入增长

2023 年公司创新药实现收入 106.37 亿元（含税），同比增长 22.1%，报告期内获批了 3 款 1 类新药（阿得贝利、瑞格列汀、奥特康唑）和 4 款 2 类新药（右美托咪定鼻喷雾剂、阿比特龙纳米晶、伊立替康脂质体、恒格列净二甲双胍复方），同时瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净执行医保价格后销量增加。受第二批集采相关产品续约未中标和降价，以及第七批集采相关产品的影响，公司仿制药收入下降，但剩余销售金额较大且未集采的仿制药仅有 3 款，未来集采对业绩的冲击有望减少。

➤ 看好恒瑞医药的肿瘤和慢病的丰富研发储备

2023 年公司研发费用接近 50 亿元，截至 2023 年底恒瑞医药进入到 NDA 阶段的项目有 14 项，镇痛药物泰吉利定已于 2024 年上市，其他新产品包括 PCSK9 单抗、IL-17A 单抗、JAK1 抑制剂、2 款滴眼液（环孢素 A、NOV03）等有望于年内上市。恒瑞医药在乳腺癌、肺癌、肝癌的药物开发逐步形成矩阵式布局，非肿瘤疾病中自免、降糖、肾病用途药物布局丰富。

➤ 盈利预测、估值与评级

由于新药入院 2023 年受到影响，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 271.05/309.71/350.72 亿元，同比增速分别为 18.78%/14.26%/13.24%，归母净利润分别为 55.28/64.13/74.02 亿元，同比增速分别为 28.49%/16.00%/15.43%，EPS 分别为 0.87/1.01/1.16 元/股，3 年 CAGR 为 19.83%。鉴于公司创新药储备丰富，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 58 倍 PE，目标价 50.26 元，维持“买入”评级。

风险提示：集采中选品种的续约风险；创新药出海不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21275	22820	27105	30971	35072
增长率（%）	-17.87%	7.26%	18.78%	14.26%	13.24%
EBITDA（百万元）	4103	4945	6788	7753	8638
归母净利润（百万元）	3906	4302	5528	6413	7402
增长率（%）	-13.77%	10.14%	28.49%	16.00%	15.43%
EPS（元/股）	0.61	0.67	0.87	1.01	1.16
市盈率（P/E）	68.1	61.8	48.1	41.5	35.9
市净率（P/B）	7.0	6.6	5.9	5.3	4.7
EV/EBITDA	56.8	54.9	36.3	31.2	27.4

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 19 日收盘价

行业：医药生物/化学制药
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：41.68 元
 目标价格：50.26 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	6,379.00/6,379.00
流通 A 股市值（百万元）	265,876.81
每股净资产（元）	6.56
资产负债率（%）	8.42
一年内最高/最低（元）	50.50/35.51

股价相对走势



作者

分析师：夏禹
 执业证书编号：S0590518070004
 邮箱：yuxia@glsc.com.cn
 分析师：郑薇
 执业证书编号：S0590521070002
 邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

相关报告

1、《恒瑞医药（600276）：二季度业绩向好，创新药贡献增长》2023.08.19
 2、《恒瑞医药（600276）：短期业绩扰动，全年医保谈判品种和新药带动业绩》2023.04.22

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	15111	20746	24015	29186	35012	营业收入	21275	22820	27105	30971	35072
应收账款+票据	8341	6135	8372	9566	10833	营业成本	3487	3525	3985	4478	5007
预付账款	1055	1221	1271	1452	1644	营业税金及附加	190	219	238	272	308
存货	2451	2314	2659	2987	3340	营业费用	7348	7577	8809	10035	11293
其他	3977	871	1342	1519	1708	管理费用	7193	7371	8626	9856	11162
流动资产合计	30934	31287	37659	44711	52538	财务费用	-471	-478	-444	-528	-638
长期股权投资	768	695	695	695	695	资产减值损失	-147	-107	-110	-125	-142
固定资产	5483	5528	4817	4077	3308	公允价值变动收益	77	-58	0	0	0
在建工程	1193	1101	917	734	550	投资净收益	387	-49	0	0	0
无形资产	520	884	1083	1212	1273	其他	267	519	366	366	365
其他非流动资产	3473	4289	3705	3122	2707	营业利润	4112	4910	6147	7099	8164
非流动资产合计	11437	12497	11218	9840	8533	营业外净收益	-143	-243	-195	-195	-195
资产总计	42371	43785	48877	54551	61071	利润总额	3968	4667	5952	6904	7969
短期借款	1261	0	0	0	0	所得税	153	389	496	576	665
应付账款+票据	1768	1510	2042	2295	2566	净利润	3815	4278	5456	6328	7305
其他	611	1043	1044	1178	1321	少数股东损益	-91	-25	-73	-84	-97
流动负债合计	3639	2554	3086	3472	3887	归属于母公司净利润	3906	4302	5528	6413	7402
长期带息负债	99	75	75	75	75	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	220	123	123	123	123	成长能力					
非流动负债合计	319	198	198	198	198	营业收入	-17.87%	7.26%	18.78%	14.26%	13.24%
负债合计	3958	2751	3284	3670	4085	EBIT	-15.28%	19.76%	31.50%	15.76%	14.98%
少数股东权益	589	567	495	410	313	EBITDA	-11.65%	20.51%	37.27%	14.23%	11.42%
股本	6379	6379	6379	6379	6379	归属于母公司净利润	-13.77%	10.14%	28.49%	16.00%	15.43%
资本公积	3020	3058	3058	3058	3058	获利能力					
留存收益	28424	31029	35661	41034	47236	毛利率	83.61%	84.55%	85.30%	85.54%	85.72%
股东权益合计	38413	41033	45592	50881	56986	净利率	17.93%	18.75%	20.13%	20.43%	20.83%
负债和股东权益总计	42371	43785	48877	54551	61071	ROE	10.33%	10.63%	12.26%	12.71%	13.06%
						ROIC	16.42%	16.55%	22.19%	23.50%	26.09%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	9.34%	6.28%	6.72%	6.73%	6.69%
净利润	3815	4278	5456	6328	7305	流动比率	8.5	12.3	12.2	12.9	13.5
折旧摊销	605	756	1279	1377	1307	速动比率	7.4	10.7	10.7	11.4	12.0
财务费用	-471	-478	-444	-528	-638	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-48	137	-345	-328	-353	应收账款周转率	2.7	3.9	3.5	3.5	3.5
营运资金变动	-2848	2480	-2570	-1495	-1586	存货周转率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
其它	173	433	355	339	364	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
经营活动现金流	1226	7606	3732	5693	6398	每股指标(元)					
资本支出	-1914	-1581	0	0	0	每股收益	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2
长期投资	2160	2590	0	0	0	每股经营现金流	0.2	1.2	0.6	0.9	1.0
其他	144	213	-11	-11	-11	每股净资产	5.9	6.3	7.1	7.9	8.9
投资活动现金流	390	1222	-11	-11	-11	估值比率					
债权融资	1208	-1285	0	0	0	市盈率	68.1	61.8	48.1	41.5	35.9
股权融资	-17	0	0	0	0	市净率	7.0	6.6	5.9	5.3	4.7
其他	-1510	-1860	-452	-511	-562	EV/EBITDA	56.8	54.9	36.3	31.2	27.4
筹资活动现金流	-319	-3144	-452	-511	-562	EV/EBIT	66.6	64.9	44.7	37.9	32.3
现金净增加额	1379	5696	3269	5171	5826						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年04月19日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼