

恒瑞医药 (600276)

2023 年报和 2024 一季报点评: 创新药收入占比持续增加, 国际化进程稳步推进

买入 (维持)

2024 年 04 月 24 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	21,275	22,820	26,243	30,311	35,160
同比 (%)	(17.87)	7.26	15.00	15.50	16.00
归母净利润 (百万元)	3,906	4,302	5,381	6,632	8,172
同比 (%)	(13.77)	10.14	25.06	23.25	23.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.61	0.67	0.84	1.04	1.28
P/E (现价&最新摊薄)	71.97	65.34	52.25	42.39	34.40

股价走势



投资要点

- 事件:** 公司发布 2023 年报, 2023 年实现营收 228.20 亿元 (+7.26%, 括号内为同比增速, 下同); 实现归母净利润 43.02 亿元 (+10.14%); 实现扣非归母净利润 41.41 亿元 (+21.46%)。其中创新药收入达 106.37 亿元 (+22.1%, 不含对外许可收入), 维持较高增速, 创新药收入占比创新高, 达 46.6%。2024Q1 实现营收 59.98 亿元 (+9.20%); 实现归母净利润 13.69 亿元 (+10.48%); 实现扣非归母净利润 14.40 亿元 (+18.06%)。业绩符合我们预期。
- 创新成果持续兑现, 驱动业绩稳步增长:** 公司已获批上市 16 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。2023 年创新药收入达 106.37 亿元 (+22.1%, 不含对外许可收入), 收入占比达 46.6%, 创新驱动业绩稳步增长。此外, IL17 单抗、PCSK9 单抗、JAK1 抑制剂等重磅产品预计今年陆续获批, HER2 ADC 今年年中左右申报上市, 预计明年获批。随着新产品陆续获批和放量, 创新药收入占比有望持续增加, 成为公司业绩增长的重要引擎。
- 海外授权和海外临床收获不断, 稳步推进国际化进程:** 2023 年公司达成 5 项对外许可交易, 包括 PARP1 抑制剂、Claudin 18.2 ADC、TSLP 单抗等, 交易总金额超 40 亿美金。预计今年包括 HER3 ADC 在内的多个产品有望达成海外授权, 创新药全球价值不断兑现。卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼治疗晚期肝癌已完成全球多中心临床并获 FDA 受理, PDUFA 日期为 5 月 31 日。HER2 ADC、Claudin 18.2 ADC、TROP2 ADC、HER3 ADC、CD79b ADC、Nectin-4 ADC 等多款 ADC 产品实现国内外同步研发, 稳步推进国际化进程。
- 早期研发能力突出, 多个创新技术平台有望不断产出新产品:** 公司 2023 年研发投入 61.5 亿元, 营收占比 26.95%, 研发投入稳定增长。公司构建了 PROTAC、分子胶、ADC、双/多特异性抗体、AI 分子设计、 $\gamma\delta T$ 等丰富的技术平台, 有望不断推出新产品进入临床阶段。
- 盈利预测与投资评级:** 根据公司创新药放量情况, 我们调整 2024-2025 年归母净利润至 53.81 (前值 54.65)/66.32 (前值 65.89) 亿元, 预计 2026 年归母净利润 81.72 亿元, 当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 52/42/34 倍。由于: 1) 创新成果持续兑现, 驱动业绩稳步增长; 2) 持续推进 BD 和国际化, 有望迎来质变; 3) 利空出清, 迈入新增长阶段, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 创新药放量不及预期; 国际化突破难度较大; 带量采购影响仍有延续

市场数据

收盘价(元)	44.07
一年最低/最高价	35.51/50.50
市净率(倍)	6.71
流通 A 股市值(百万元)	280,911.35
总市值(百万元)	281,122.63

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.56
资产负债率(% ,LF)	8.42
总股本(百万股)	6,379.00
流通 A 股(百万股)	6,374.21

相关研究

《恒瑞医药(600276): 2023 年中报点评: 重回增长轨道, 创新药对外授权不断兑现》

2023-08-21

《恒瑞医药(600276): 2022 和 2023 年一季报点评: 王者归来, 二季度迎接全面复苏》

2023-04-27

恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	31,287	36,667	43,737	52,457	营业总收入	22,820	26,243	30,311	35,160
货币资金及交易性金融资产	20,845	23,734	28,972	35,819	营业成本(含金融类)	3,525	3,936	4,395	4,922
经营性应收款项	7,356	9,369	10,812	12,249	税金及附加	219	238	280	325
存货	2,314	2,635	2,948	3,288	销售费用	7,577	8,398	9,396	10,548
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,417	2,821	3,247	3,764
其他流动资产	772	928	1,005	1,101	研发费用	4,954	5,861	6,738	7,798
非流动资产	12,497	12,849	12,623	12,412	财务费用	(478)	0	0	0
长期股权投资	695	882	1,048	1,181	加:其他收益	498	457	553	653
固定资产及使用权资产	5,528	5,311	4,926	4,544	投资净收益	(49)	167	167	159
在建工程	1,101	1,176	1,105	1,080	公允价值变动	(58)	0	0	0
无形资产	884	946	1,011	1,075	减值损失	(90)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	5	5	6
长期待摊费用	336	336	336	336	营业利润	4,910	5,617	6,979	8,620
其他非流动资产	3,953	4,197	4,197	4,197	营业外净收支	(243)	0	0	0
资产总计	43,785	49,516	56,360	64,870	利润总额	4,667	5,617	6,979	8,620
流动负债	2,554	2,931	3,223	3,651	减:所得税	389	303	427	539
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	4,278	5,314	6,552	8,082
经营性应付款项	1,510	1,903	2,062	2,299	减:少数股东损益	(25)	(67)	(80)	(91)
合同负债	198	228	264	306	归属母公司净利润	4,302	5,381	6,632	8,172
其他流动负债	845	799	898	1,046	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.67	0.84	1.04	1.28
非流动负债	198	199	199	199	EBIT	4,606	5,617	6,979	8,620
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,400	6,180	7,591	9,231
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	84.55	85.00	85.50	86.00
租赁负债	75	75	75	75	归母净利率(%)	18.85	20.50	21.88	23.24
其他非流动负债	123	124	124	124	收入增长率(%)	7.26	15.00	15.50	16.00
负债合计	2,751	3,130	3,422	3,851	归母净利润增长率(%)	10.14	25.06	23.25	23.24
归属母公司股东权益	40,466	45,885	52,517	60,689					
少数股东权益	567	501	421	330					
所有者权益合计	41,033	46,386	52,937	61,019					
负债和股东权益	43,785	49,516	56,360	64,870					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,644	3,549	5,451	7,083	每股净资产(元)	6.34	7.19	8.23	9.51
投资活动现金流	1,222	(699)	(214)	(236)	最新发行在外股份(百万股)	6,379	6,379	6,379	6,379
筹资活动现金流	(3,144)	39	0	0	ROIC(%)	10.44	12.14	13.17	14.16
现金净增加额	5,734	2,889	5,238	6,847	ROE-摊薄(%)	10.63	11.73	12.63	13.47
折旧和摊销	794	563	612	611	资产负债率(%)	6.28	6.32	6.07	5.94
资本开支	(1,464)	(799)	(215)	(262)	P/E (现价&最新股本摊薄)	65.34	52.25	42.39	34.40
营运资本变动	2,536	(2,113)	(1,540)	(1,445)	P/B (现价)	6.95	6.13	5.35	4.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>