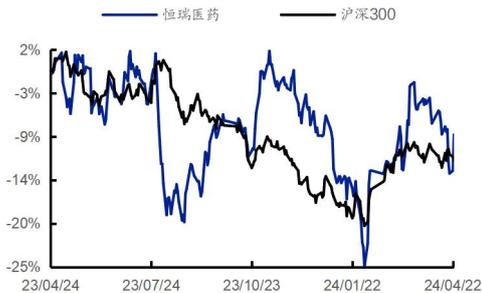


研究所:
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002
 zhouxg@ghzq.com.cn
 联系人: 万鹏辉 S0350122020021
 wanph@ghzq.com.cn

创新药收入稳步增长，研发与国际化进程加速

——恒瑞医药（600276）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/23

表现	1M	3M	12M
恒瑞医药	-4.0%	9.4%	-6.5%
沪深300	-1.1%	8.5%	-13.1%

市场数据

2024/04/23

当前价格(元)	44.07
52周价格区间(元)	35.51-50.50
总市值(百万)	281,122.63
流通市值(百万)	281,122.63
总股本(万股)	637,900.23
流通股本(万股)	637,900.23
日均成交额(百万)	2,134.26
近一月换手(%)	0.40

相关报告

《恒瑞医药(600276.SH)公司深度报告: 创新药持续兑现, 经营步入新周期(买入)*化学制药*周小刚》——2024-02-08

事件:

2024年4月18日, 恒瑞医药发布2023年度报告和2024年第一季度报告, 公司2023年实现营业收入228.20亿元, 同比增长7.26%; 归母净利润43.02亿元, 同比增长10.14%; 扣非归母净利润41.41亿元, 同比增长21.46%。2024Q1单季度, 收入59.98亿元, 同比增长9.20%, 归母净利润为13.69亿元, 同比增长10.48%, 扣非归母净利润为14.40亿元, 同比增长18.06%。

投资要点:

创新成果逐步落地, 驱动创新药收入增长 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%。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2023年底, 公司已在国内获批上市15款1类创新药、4款2类新药。新获批创新药疗效优异, 凸显临床优势及品牌价值, 销售收入持续稳定增长。新进入国家医保目录的创新药可及性大大提高, 2023年, 3款创新药(瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净)正式执行医保价格, 进一步贡献业绩增量。2023年公司仿制药收入略有下滑, 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, 销售额同比减少7.02亿元, 2022年11月开始执行的第七批集采涉及产品销售额同比减少9.11亿元。

持续建设研发平台, 加强源头创新与国际合作 2023年公司不断完善已建立的各项技术平台, 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, 成果显著。同时, 公司以全球化的视野积极探索与跨国制药企业及全球领先医药企业的交流合作, 实现研发成果的快速转化, 加速融入全球药物创新网络, 实现产品价值最大化。2023年, 公司已达成5项对外许可交易, 交易总金额超40亿美金。

盈利预测和投资评级 根据公司运营情况, 考虑到公司创新药管线后续陆续上市销售放量, 我们适当调整盈利预测, 预计2024-2026年营业收入为254.07亿元/289.98亿元/331.04亿元, 对应归母净利润50.93亿元/67.92亿元/82.99亿元, 对应PE为55/41/34X。我们长期看好公司在

创新药领域的竞争力和国际化潜力，维持“买入”评级。

风险提示 产品销售不及预期风险；研发不及预期风险；海外拓展不及预期风险；原材料成本上涨风险；行业政策变化风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22820	25407	28998	33104
增长率(%)	7	11	14	14
归母净利润（百万元）	4302	5093	6791	8298
增长率(%)	10	18	33	22
摊薄每股收益（元）	0.67	0.80	1.06	1.30
ROE(%)	11	11	13	14
P/E	66.51	55.19	41.40	33.88
P/B	7.13	6.18	5.37	4.64
P/S	12.64	11.06	9.69	8.49
EV/EBITDA	49.60	42.62	32.03	25.92

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：恒瑞医药盈利预测表

证券代码:	600276				股价:	44.07				投资评级:	买入				日期:	2024/04/23			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	11%	11%	13%	14%	EPS	0.68	0.80	1.06	1.30										
毛利率	85%	85%	85%	85%	BVPS	6.34	7.14	8.20	9.50										
期间费率	42%	42%	40%	38%	估值														
销售净利率	19%	20%	23%	25%	P/E	66.51	55.19	41.40	33.88										
成长能力					P/B	7.13	6.18	5.37	4.64										
收入增长率	7%	11%	14%	14%	P/S	12.64	11.06	9.69	8.49										
利润增长率	10%	18%	33%	22%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.53	0.55	0.55	0.55	营业收入	22820	25407	28998	33104										
应收账款周转率	4.12	4.63	4.68	4.68	营业成本	3525	3820	4344	4943										
存货周转率	1.48	1.58	1.62	1.62	营业税金及附加	219	244	279	318										
偿债能力					销售费用	7577	8436	9279	10262										
资产负债率	6%	6%	6%	6%	管理费用	2417	2541	2755	2979										
流动比	12.25	13.06	13.75	14.52	财务费用	-478	-414	-493	-606										
速动比	10.74	11.56	12.26	13.05	其他费用/(-收入)	4954	5516	5800	6621										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	4910	5768	7609	9244										
现金及现金等价物	20845	24807	30424	37422	营业外净收支	-243	-243	-243	-243										
应收款项	5520	6146	7015	8008	利润总额	4667	5525	7367	9001										
存货净额	2314	2508	2852	3244	所得税费用	389	461	614	751										
其他流动资产	2608	2829	3177	3573	净利润	4278	5064	6752	8250										
流动资产合计	31287	36291	43468	52248	少数股东损益	-25	-29	-39	-47										
固定资产	5451	5257	5007	4703	归属于母公司净利润	4302	5093	6791	8298										
在建工程	1101	1046	994	944	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	5250	5803	6112	6420	经营活动现金流	7644	5407	6835	8223										
长期股权投资	695	622	549	476	净利润	4302	5093	6791	8298										
资产总计	43785	49018	56129	64792	少数股东损益	-25	-29	-39	-47										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	794	906	958	1010										
应付款项	1510	1637	1861	2118	公允价值变动	58	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	2536	-815	-1177	-1346										
其他流动负债	1043	1143	1301	1481	投资活动现金流	1222	-1385	-1193	-1202										
流动负债合计	2554	2779	3162	3598	资本支出	-1464	-1559	-1239	-1238										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	2590	73	73	73										
其他长期负债	198	176	152	128	其他	96	101	-27	-36										
长期负债合计	198	176	152	128	筹资活动现金流	-3144	-41	-24	-24										
负债合计	2751	2955	3314	3727	债务融资	-1260	-24	-24	-24										
股本	6379	6379	6379	6379	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	41033	46063	52815	61065	其它	-1884	-17	-1	0										
负债和股东权益总计	43785	49018	56129	64792	现金净增加额	5734	3962	5617	6998										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、9年医药研究工作经验。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和CXO板块。
沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，分析师，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，

本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。