



恒瑞医药 (600276.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

创新药业务拉动营收快速增长，对外授权收入提供额外增长动力

业绩简评

2024年8月21日公司披露半年报，1H24公司营收136.01亿元(+21.78%)，归母净利润34.32亿元(+48.67%)，扣非归母净利润(+55.58%)。

经营分析

创新转型持续兑现，收入实现高增长。(1)公司近年来持续推动创新转型，2024年上半年公司创新药收入达66.12亿元(含税，不含对外许可收入)，同比增长33%，占总收入比重达48.61%。其中，瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净三款产品于2023年进入国家医保，可及性大大提高，24H1收入快速增长；其他已上市品种中海曲泊帕(TPO-R激动剂)、卡瑞利珠单抗(PD-1)、吡咯替尼(HER2抑制剂)、阿帕替尼(VEGFR抑制剂)、阿得贝利单抗也贡献了一定的销售增量。(2)对外许可收入成为拉动业绩增长的又一驱动力，报告期内，公司将收到的来自Merck Healthcare的1.6亿欧元首付款确认为收入。

国际化进程持续推进，GLP1系列产品达成重磅交易。(1)公司产品海外临床稳步推进，报告期内海曲泊帕(TPO-R激动剂)、氟唑帕利(PARP抑制剂)正开展多项国际多中心III期临床研究，除此以外，公司三款ADC产品SHR-A1912(CD79b ADC)、SHR-A1921(TROP-2 ADC)、SHR-A2102(Nectin-4 ADC)获得美国FDA授予的快速通道资格(FTD)认证；(2)2024年5月，公司与Hercules达成协议，将包括HRS-7535、HRS9531、HRS-4729在内的3款GLP-1在除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化的独家权利授予Hercules，美国Hercules公司需向公司支付首付款和近期里程碑款总计1.1亿美元，临床开发及监管里程碑款累计不超过2亿美元，销售里程碑款累计不超过57.25亿美元，及达到实际年净销售额低个位数至低两位数比例的销售提成，同时公司还将获得Hercules 19.9%的股权。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司创新转型正进入收获期，且公司海外商业化逐步兑现，因此我们预计，2024/25/26年公司实现营业收入267.52/318.35/382.02亿元，同比17.23%/19.00%/20.00%。维持“买入”评级。

风险提示

竞争加剧导致销售不及预期风险；海外仿制药大幅降价；临床研究数据不达预期，产品海外申报无法获批等风险。

医药组

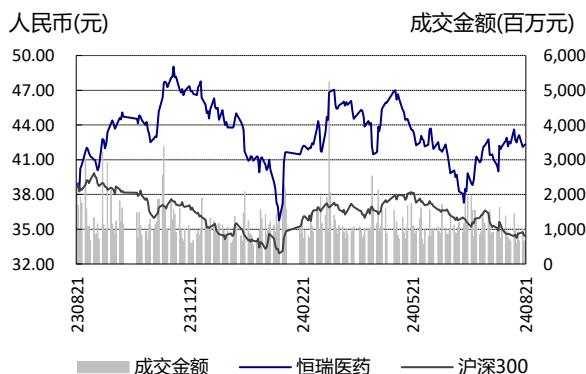
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：42.31 元

相关报告：

- 《恒瑞医药公司点评：创新驱动强劲，出海布局达成多项里程碑》，2024.4.18
- 《恒瑞医药公司点评：营收利润双升，费用率优化，国际化加速》，2023.10.26
- 《恒瑞医药公司点评：卡瑞利珠单抗联用治疗肝癌签署海外授权协议》，2023.10.18



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,275	22,820	26,752	31,835	38,202
营业收入增长率	-17.87%	7.26%	17.23%	19.00%	20.00%
归母净利润(百万元)	3,906	4,302	5,680	6,871	8,339
归母净利润增长率	-13.77%	10.14%	32.02%	20.97%	21.37%
摊薄每股收益(元)	0.612	0.674	0.890	1.077	1.307
每股经营性现金流净额	0.20	1.20	0.70	0.91	1.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.33%	10.63%	12.95%	14.32%	15.73%
P/E	62.92	67.06	47.52	39.28	32.36
P/B	6.50	7.13	6.15	5.62	5.09

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	25,906	21,275	22,820	26,752	31,835	38,202
增长率		-17.9%	7.3%	17.2%	19.0%	20.0%
主营业务成本	-3,742	-3,487	-3,525	-4,307	-4,934	-5,692
%销售收入	14.4%	16.4%	15.4%	16.1%	15.5%	14.9%
毛利	22,164	17,789	19,295	22,445	26,900	32,510
%销售收入	85.6%	83.6%	84.6%	83.9%	84.5%	85.1%
营业税金及附加	-202	-190	-219	-268	-318	-382
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-9,384	-7,348	-7,577	-8,026	-9,391	-11,079
%销售收入	36.2%	34.5%	33.2%	30.0%	29.5%	29.0%
管理费用	-2,860	-2,306	-2,417	-2,327	-2,833	-3,476
%销售收入	11.0%	10.8%	10.6%	8.7%	8.9%	9.1%
研发费用	-5,943	-4,887	-4,954	-5,992	-7,290	-8,939
%销售收入	22.9%	23.0%	21.7%	22.4%	22.9%	23.4%
息税前利润 (EBIT)	3,775	3,057	4,127	5,832	7,067	8,634
%销售收入	14.6%	14.4%	18.1%	21.8%	22.2%	22.6%
财务费用	338	471	478	429	449	489
%销售收入	-1.3%	-2.2%	-2.1%	-1.6%	-1.4%	-1.3%
资产减值损失	-10	-173	-90	-53	-7	-8
公允价值变动收益	36	77	-58	0	0	0
投资收益	213	387	-49	0	0	0
%税前利润	4.8%	9.8%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	4,665	4,112	4,910	6,208	7,510	9,114
营业利润率	18.0%	19.3%	21.5%	23.2%	23.6%	23.9%
营业外收支	-199	-143	-243	0	0	0
税前利润	4,466	3,968	4,667	6,208	7,510	9,114
利润率	17.2%	18.7%	20.5%	23.2%	23.6%	23.9%
所得税	18	-153	-389	-528	-638	-775
所得税率	-0.4%	3.9%	8.3%	8.5%	8.5%	8.5%
净利润	4,484	3,815	4,278	5,680	6,871	8,339
少数股东损益	-46	-91	-25	0	0	0
归属于母公司的净利润	4,530	3,906	4,302	5,680	6,871	8,339
净利率	17.5%	18.4%	18.9%	21.2%	21.6%	21.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	4,484	3,815	4,278	5,680	6,871	8,339
少数股东损益	-46	-91	-25	0	0	0
非现金支出	551	817	884	835	860	926
非经营收益	-379	-554	-54	241	3	2
营运资金变动	-437	-2,813	2,536	-2,280	-1,902	-1,816
经营活动现金净流	4,219	1,265	7,644	4,477	5,833	7,452
资本开支	-1,649	-1,972	-1,464	-1,544	-1,640	-1,780
投资	842	2,196	2,590	-200	0	0
其他	260	166	96	0	0	0
投资活动现金净流	-546	390	1,222	-1,744	-1,640	-1,780
股权募资	342	379	0	0	0	0
债权募资	0	1,260	-1,260	-39	0	0
其他	-1,340	-1,958	-1,884	-2,277	-2,752	-3,338
筹资活动现金净流	-998	-319	-3,144	-2,315	-2,752	-3,338
现金净流量	2,657	1,417	5,734	417	1,441	2,334

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,631	15,111	20,746	21,143	22,569	24,891
应收款项	7,542	8,904	6,573	8,844	10,292	12,089
存货	2,403	2,451	2,314	2,611	2,952	3,358
其他流动资产	6,612	4,469	1,654	2,725	3,501	3,860
流动资产	30,188	30,934	31,287	35,322	39,314	44,198
%总资产	76.9%	73.0%	71.5%	73.2%	74.1%	75.2%
长期投资	1,001	1,508	1,451	1,451	1,451	1,451
固定资产	6,122	6,576	6,552	6,762	6,806	6,790
%总资产	15.6%	15.5%	15.0%	14.0%	12.8%	11.6%
无形资产	1,012	2,572	3,712	4,652	5,398	6,280
非流动资产	9,078	11,421	12,497	12,938	13,725	14,587
%总资产	23.1%	27.0%	28.5%	26.8%	25.9%	24.8%
资产总计	39,266	42,355	43,785	48,261	53,039	58,785
短期借款	0	1,261	0	0	0	0
应付款项	2,953	2,050	2,119	2,917	3,583	4,354
其他流动负债	448	329	435	848	853	835
流动负债	3,402	3,639	2,554	3,765	4,436	5,189
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	293	303	198	55	40	29
负债	3,694	3,942	2,751	3,819	4,475	5,218
普通股股东权益	35,003	37,824	40,466	43,874	47,997	53,000
其中：股本	6,396	6,379	6,379	6,379	6,379	6,379
未分配利润	22,873	25,520	28,803	32,211	36,334	41,337
少数股东权益	569	589	567	567	567	567
负债股东权益合计	39,266	42,355	43,785	48,261	53,039	58,785

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.708	0.612	0.674	0.890	1.077	1.307
每股净资产	5.473	5.929	6.344	6.878	7.524	8.309
每股经营现金净流	0.660	0.198	1.198	0.702	0.914	1.168
每股股利	0.160	0.160	0.200	0.356	0.431	0.523
回报率						
净资产收益率	12.94%	10.33%	10.63%	12.95%	14.32%	15.73%
总资产收益率	11.54%	9.22%	9.83%	11.77%	12.96%	14.19%
投入资本收益率	10.65%	7.39%	9.20%	12.01%	13.32%	14.75%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.59%	-17.87%	7.26%	17.23%	19.00%	20.00%
EBIT 增长率	-39.81%	-19.00%	35.00%	41.30%	21.18%	22.16%
净利润增长率	-28.41%	-13.77%	10.14%	32.02%	20.97%	21.37%
总资产增长率	13.06%	7.87%	3.38%	10.22%	9.90%	10.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.4	90.3	88.7	87.3	86.1	84.7
存货周转天数	203.9	254.0	246.7	225.8	222.8	219.7
应付账款周转天数	151.9	171.4	142.7	145.1	152.7	160.1
固定资产周转天数	62.9	92.4	87.2	73.1	58.5	45.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.63%	-43.24%	-50.80%	-47.80%	-46.68%	-46.65%
EBIT 利息保障倍数	-11.2	-6.5	-8.6	-13.6	-15.7	-17.7
资产负债率	9.41%	9.31%	6.28%	7.91%	8.44%	8.88%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	15	27	41	100
增持	0	1	1	1	1
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.18	1.10	1.07	1.03

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究