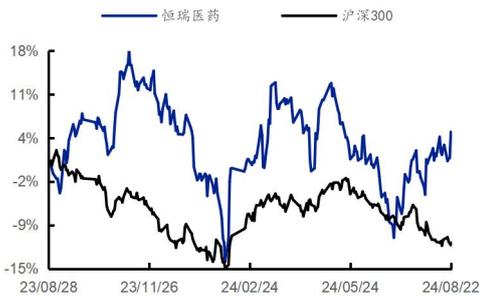


研究所：
证券分析师： 万鹏辉 S0350524050003
wanph@ghzq.com.cn

创新药收入快速增长，出海成为第二引擎

——恒瑞医药（600276）2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-------|-------|--------|
| 恒瑞医药 | 5.3% | 1.8% | 13.3% |
| 沪深300 | -3.3% | -8.6% | -10.0% |

市场数据

| 当前价格(元) | 43.62 |
|------------|-------------|
| 52周价格区间(元) | 35.51-49.74 |
| 总市值(百万) | 278,252.08 |
| 流通市值(百万) | 278,252.08 |
| 总股本(万股) | 637,900.23 |
| 流通股本(万股) | 637,900.23 |
| 日均成交额(百万) | 1,208.09 |
| 近一月换手(%) | 0.38 |

相关报告

《恒瑞医药(600276)点评报告：创新药收入稳步增长，研发与国际化进程加速（买入）*化学制药*周小刚》——2024-04-24

《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8月21日，恒瑞医药发布2024半年报，上半年实现营业收入136亿元(+21.8%)，归属于上市公司股东的净利润为34.3亿元(+48.7%)，扣非后归属于上市公司股东净利润为34.9亿元(+55.6%)。

投资要点：

- 创新药收入快速增长，出海成为第二引擎** 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)，虽然面临竞争加剧、产品降价及准入难等因素影响，仍然实现了同比33%的增长。公司已将收到的Merck Healthcare 1.6亿欧元对外许可首付款确认为收入，进一步推动经营业绩指标增长。仿制药集采对销售仍然造成一定程度的压力，2024年3月开始执行的第九批国家集采涉及产品注射用醋酸卡泊芬净报告期内销售额同比减少2.79亿元；地方集采涉及的产品中，碘佛醇注射液、吸入用七氟烷及盐酸罂粟碱注射液报告期内销售额同比减少2.76亿元。
- 快速推进临床试验，多项管线取得进展** 1类创新药富马酸泰吉利定获批上市；氟唑帕利的第3个适应症(用于晚期卵巢癌一线含铂化疗后维持治疗)与脯氨酸恒格列净的第2个适应症(与盐酸二甲双胍和磷酸瑞格列汀联合使用治疗2型糖尿病)获批上市。报告期内研发管线进展包括：共有2项上市申请获NMPA受理，10项临床推进III期，20项临床推进至II期，19项临床推进至I期。
- 盈利预测和投资评级** 预计2024-2026年公司营业收入为263、301、343亿元，归母净利润为56、65、77亿元，对应PE为50、42、36x，创新药占比不断提升，创新药出海将成为第二曲线，维持“买入”评级。
- 风险提示** 1、产品销售不及预期；2、产品临床失败风险；3、核心技术或核心销售人员变动风险；4、产品出海进度不及预期

风险；5、行业政策变动风险。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 22820 | 26328 | 30056 | 34321 |
| 增长率(%) | 7 | 15 | 14 | 14 |
| 归母净利润（百万元） | 4302 | 5569 | 6535 | 7684 |
| 增长率(%) | 10 | 29 | 17 | 18 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.67 | 0.87 | 1.02 | 1.20 |
| ROE(%) | 11 | 12 | 13 | 14 |
| P/E | 66.51 | 49.96 | 42.58 | 36.21 |
| P/B | 7.13 | 6.23 | 5.61 | 5.03 |
| P/S | 12.64 | 10.57 | 9.26 | 8.11 |
| EV/EBITDA | 49.60 | 39.10 | 33.17 | 28.05 |

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： | 43.62 | | | | 投资评级： | 买入 | | | | 日期： | 2024/08/23 | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|----|--|--|--|-----|------------|--|--|--|
| 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% | 12% | 13% | 14% | EPS | 0.68 | 0.87 | 1.02 | 1.20 | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 85% | 85% | 85% | 85% | BVPS | 6.34 | 7.00 | 7.77 | 8.67 | | | | | | | | | | |
| 期间费率 | 42% | 37% | 37% | 36% | 估值 | | | | | | | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 19% | 21% | 22% | 22% | P/E | 66.51 | 49.96 | 42.58 | 36.21 | | | | | | | | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 7.13 | 6.23 | 5.61 | 5.03 | | | | | | | | | | |
| 收入增长率 | 7% | 15% | 14% | 14% | P/S | 12.64 | 10.57 | 9.26 | 8.11 | | | | | | | | | | |
| 利润增长率 | 10% | 29% | 17% | 18% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表（百万元） | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.53 | 0.57 | 0.59 | 0.61 | 营业收入 | 22820 | 26328 | 30056 | 34321 | | | | | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.12 | 4.71 | 4.68 | 4.68 | 营业成本 | 3525 | 3908 | 4445 | 5058 | | | | | | | | | | |
| 存货周转率 | 1.48 | 1.60 | 1.62 | 1.62 | 营业税金及附加 | 219 | 253 | 289 | 330 | | | | | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 7577 | 7635 | 8716 | 9953 | | | | | | | | | | |
| 资产负债率 | 6% | 6% | 6% | 6% | 管理费用 | 2417 | 2633 | 2855 | 3089 | | | | | | | | | | |
| 流动比 | 12.25 | 12.06 | 12.24 | 12.46 | 财务费用 | -478 | -414 | -457 | -531 | | | | | | | | | | |
| 速动比 | 10.74 | 10.59 | 10.78 | 11.00 | 其他费用/（-收入） | 4954 | 6319 | 7213 | 8237 | | | | | | | | | | |
| 资产负债表（百万元） | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业利润 | 4910 | 6336 | 7384 | 8631 | | | | | | | | | | |
| 现金及现金等价物 | 20845 | 22964 | 26681 | 31129 | 营业外净收支 | -243 | -295 | -295 | -295 | | | | | | | | | | |
| 应收款项 | 5520 | 6369 | 7271 | 8303 | 利润总额 | 4667 | 6041 | 7089 | 8336 | | | | | | | | | | |
| 存货净额 | 2314 | 2565 | 2918 | 3320 | 所得税费用 | 389 | 504 | 591 | 695 | | | | | | | | | | |
| 其他流动资产 | 2608 | 2902 | 3260 | 3670 | 净利润 | 4278 | 5537 | 6497 | 7641 | | | | | | | | | | |
| 流动资产合计 | 31287 | 34801 | 40130 | 46422 | 少数股东损益 | -25 | -32 | -37 | -44 | | | | | | | | | | |
| 固定资产 | 5451 | 5257 | 5007 | 4703 | 归属于母公司净利润 | 4302 | 5569 | 6535 | 7684 | | | | | | | | | | |
| 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 | 6533 | 6811 | 7090 | 经营活动现金流 | 7644 | 5612 | 6592 | 7619 | | | | | | | | | | |
| 长期股权投资 | 695 | 622 | 549 | 476 | 净利润 | 4302 | 5569 | 6535 | 7684 | | | | | | | | | | |
| 资产总计 | 43785 | 48258 | 53491 | 59635 | 少数股东损益 | -25 | -32 | -37 | -44 | | | | | | | | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 折旧摊销 | 794 | 906 | 958 | 1010 | | | | | | | | | | |
| 应付款项 | 1510 | 1674 | 1904 | 2167 | 公允价值变动 | 58 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 合同负债 | 198 | 229 | 261 | 298 | 营运资金变动 | 2536 | -1098 | -1220 | -1395 | | | | | | | | | | |
| 其他流动负债 | 845 | 983 | 1113 | 1262 | 投资活动现金流 | 1222 | -2131 | -1217 | -1226 | | | | | | | | | | |
| 流动负债合计 | 2554 | 2886 | 3279 | 3727 | 资本支出 | -1464 | -2084 | -1261 | -1260 | | | | | | | | | | |
| 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 | 179 | 155 | 132 | 其他 | 96 | -120 | -30 | -39 | | | | | | | | | | |
| 长期负债合计 | 198 | 179 | 155 | 132 | 筹资活动现金流 | -3144 | -1356 | -1658 | -1945 | | | | | | | | | | |
| 负债合计 | 2751 | 3065 | 3434 | 3859 | 债务融资 | -1260 | 13 | -24 | -24 | | | | | | | | | | |
| 股本 | 6379 | 6379 | 6379 | 6379 | 权益融资 | 0 | 22 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 股东权益 | 41033 | 45193 | 50057 | 55776 | 其它 | -1884 | -1391 | -1635 | -1921 | | | | | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 43785 | 48258 | 53491 | 59635 | 现金净增加额 | 5734 | 2119 | 3716 | 4448 | | | | | | | | | | |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

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。

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，4.5年医药股权投资经验，2.5年医药二级研究经验，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。

万鹏辉，分析师，中科院药物所药物化学硕士，浙江大学药学学士，4年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO、软镜、创新药等板块。

年庆功，分析师，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，主要覆盖中药、零售药店、干扰素、疫苗和血制品等板块。

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。

林羽茜，分析师，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。

【分析师承诺】

万鹏辉，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。