

买入 (维持)

恒瑞医药 (600276.SH)

2024 年三季报点评：
收入增长符合预期，继续加强出海和创新投入

2024 年 11 月 04 日

市场数据

日期	2024-11-01
收盘价(元)	47.56
总股本(百万股)	6379
流通股本(百万股)	6379
净资产(百万元)	43768
总资产(百万元)	48338
每股净资产(元)	6.86

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《恒瑞医药(600276)深度报告: 开启新产品周期, 国际化创新启航》2023-03-14

《恒瑞医药(600276)2023 年年报及 2024 年一季报点评: 创新药快速增长, 研发管线亮点纷呈》2024-04-22

《恒瑞医药(600276)2024 年半年报点评: 创新药收入占比过半, 出海成为第二增长引擎》2024-09-05

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

王佳慧

wangjiahui20@xyzq.com.cn

S0190522080007

杨希成

yangxicheng@xyzq.com.cn

S0190522090002

投资要点

- 公司发布 2024 年三季报。2024 年前三季度, 公司实现营收 201.89 亿元 (YOY+18.67%); 归母净利润 46.20 亿元 (YOY+32.98%); 扣非归母净利润 46.16 亿元 (YOY+37.38%)。实现经营性现金流 45.85 亿元 (YOY+6.42%)。截至三季度末, 合同负债 12.77 亿元。
- 2024Q3 单季度收入符合预期, 利润增速慢于收入增速主要是销售费用和研发费用增长较快, 去年同期销售费用基数较低。2024Q3 公司实现营收 65.89 亿元 (YOY+12.72%); 归母净利润 11.88 亿元 (YOY+1.91%); 扣非归母净利润 11.26 亿元 (YOY+0.84%)。实现经营性现金流 15.53 亿元 (YOY+8.31%)。2024Q3 公司毛利率、净利率分别为 85.43%、18.03%, 同比分别+0.63pp、-1.82pp, 销售、管理、研发、财务费用率分别为 32.95%、10.63%、22.94%、-1.00%, 同比分别+3.35pp、+0.50pp、-0.92pp、+1.19pp。
- 加大研发投入, 创新产品研发进展快。前三季度公司研发费用 45.49 亿元 (YOY+22.10%)。2024Q3 夫那奇单抗 (IL17) 获批上市, 截至 2024Q3 累计 17 款创新药上市。管线进展上, HER2 ADC 治疗局部晚期或转移性 HER2+非小细胞肺癌、EZH2 抑制剂治疗复发或难治外周 T 细胞淋巴瘤申报上市并纳入优先评审, PDL1/TGF β 治疗局部晚期不可切除、复发或转移性胃及胃食管结合部腺癌申报上市, GLP1/GIP 双激动剂进入 III 期。
- 国际化进展积极, 出海成为第二增长曲线。2024Q3 以来布比卡因脂质体、紫杉醇 (白蛋白结合型) 获得美国 FDA 批准, “双艾”组合在重新申报上市获 FDA 受理, 预计 2025 年春季有望上市, 多个产品拉动海外销售收入增长。随着对外授权的 GLP-1 类产品、TSLP 等海外临床进展快速推进, 海外里程碑收入也值得期待。
- 盈利预测与评级: 公司创新药开启新产品周期, 重磅品种未来 2 年集中上市兑现, 产品竞争力提升, 出海成为第二增长引擎。考虑到对外许可收入确认对 2024 年业绩的增厚, 我们预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 0.99、1.09、1.28 元, 2024 年 11 月 1 日收盘价对应的 2024-2026 年市盈率分别为 48.1、43.7、37.3 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 研发创新风险, 行业政策风险, 市场竞争风险。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22820	27371	30133	35306
同比增长	7.3%	19.9%	10.1%	17.2%
归母净利润(百万元)	4302	6305	6948	8135
同比增长	10.1%	46.5%	10.2%	17.1%
毛利率	84.6%	86.1%	86.8%	86.8%
ROE	10.6%	13.9%	13.7%	14.3%
每股收益(元)	0.67	0.99	1.09	1.28
市盈率	70.5	48.1	43.7	37.3

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理 注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	31287	35216	39393	44747
货币资金	20746	22743	26287	29709
交易性金融资产	99	466	466	466
应收票据及应收账款	5520	6258	6821	7987
预付款项	1221	1061	1116	1304
存货	2314	2536	2671	3110
其他	1387	2151	2031	2170
非流动资产	12497	13647	14733	15837
长期股权投资	695	695	695	695
固定资产	5451	5585	5768	5959
在建工程	1101	1331	1491	1604
无形资产	884	1119	1385	1640
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	336	358	367	373
其他	4030	4559	5027	5565
资产总计	43785	48863	54126	60584
流动负债	2554	2613	2684	2992
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1510	1,624	1,708	1,996
其他	1043	989	977	996
非流动负债	198	237	239	238
长期借款	0	0	0	0
其他	198	237	239	238
负债合计	2751	2850	2924	3230
股本	6379	6379	6379	6379
资本公积	3058	3058	3058	3058
未分配利润	28803	33832	39058	45255
少数股东权益	567	532	494	448
股东权益合计	41033	46013	51202	57353
负债及权益合计	43785	48863	54126	60584

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	4302	6305	6948	8135
折旧和摊销	756	770	891	1030
资产减值准备	107	8	15	25
资产处置损失	-3	-4	-4	-4
公允价值变动损失	58	13	28	23
财务费用	6	-315	-355	-406
投资损失	-23	-96	-48	-64
少数股东损益	-25	-35	-39	-46
营运资金的变动	2480	-1085	-737	-1605
经营活动产生现金流量	7644	5507	6701	7082
投资活动产生现金流量	1222	-2090	-1941	-2079
融资活动产生现金流量	-3144	-1419	-1216	-1582
现金净变动	5734	1997	3544	3422
现金的期初余额	14537	20746	22743	26287
现金的期末余额	20272	22743	26287	29709

利润表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	22820	27371	30133	35306
营业成本	3525	3791	3986	4659
税金及附加	219	240	275	324
销售费用	7577	8211	8889	10592
管理费用	2417	2682	2863	3354
研发费用	4954	6295	7232	8297
财务费用	-478	-315	-355	-406
其他收益	498	397	412	421
投资收益	-49	96	48	64
公允价值变动收益	-58	-13	-28	-23
信用减值损失	17	1	2	4
资产减值损失	-107	-120	-116	-117
资产处置收益	3	4	4	4
营业利润	4910	6829	7566	8839
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	247	205	209	214
利润总额	4667	6627	7360	8628
所得税	389	357	450	539
净利润	4278	6270	6909	8089
少数股东损益	-25	-35	-39	-46
归属母公司净利润	4302	6305	6948	8135
EPS(元)	0.67	0.99	1.09	1.28

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	7.3%	19.9%	10.1%	17.2%
营业利润增长率	19.4%	39.1%	10.8%	16.8%
归母净利润增长率	10.1%	46.5%	10.2%	17.1%
盈利能力				
毛利率	84.6%	86.1%	86.8%	86.8%
归母净利率	18.7%	22.9%	22.9%	22.9%
ROE	10.6%	13.9%	13.7%	14.3%
偿债能力				
资产负债率	6.3%	5.8%	5.4%	5.3%
流动比率	12.25	13.48	14.67	14.96
速动比率	11.33	12.49	13.66	13.90
营运能力				
资产周转率	53.0%	59.1%	58.5%	61.6%
应收账款周转率	405.1%	496.5%	499.1%	513.8%
存货周转率	145.7%	153.8%	150.7%	158.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.67	0.99	1.09	1.28
每股经营现金	1.20	0.86	1.05	1.11
每股净资产	6.34	7.13	7.95	8.92
估值比率(倍)				
PE	70.5	48.1	43.7	37.3
PB	7.5	6.7	6.0	5.3

数据来源:天软,兴业证券经济与金融研究院整理 注:每股收益均按照最新股本摊薄计算。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，
 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
 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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn