

恒瑞医药 (600276)

证券研究报告

2023年05月07日

23Q1 营收增速同比转正, SHR-A1811 开展多项适应症研究

事件: 4月21日, 公司发布2022年年报及2023一季报: 受仿制药集中带量采购、创新药医保准入及疫情下医疗机构诊疗业务下降影响, 2022年全年实现收入212.75亿元, 同比下降17.87%, 归母净利润39.06亿元, 同比下降13.77%。其中创新药销售收入81.16亿元(含税86.13亿元), 占比达38.15%。2023Q1实现收入54.92亿元, 同比上升0.25%, 归母净利润12.39亿元, 同比上升0.17%。

第七批仿制药集采对收入影响收窄, 销售费用持续降低

2023Q1是多季度以来公司首次营收增速同比转正。自2018年以来, 公司涉及国家集中带量采购的仿制药共有35个品种, 中选22个品种, 中选价平均降幅74.5%。相较第五批集采, 第七批集采对公司收入的影响有所收窄。2022年, 两批集采合计减少31.8亿元收入, 同比下降67%。其中第五批集采涉及8个药品, 收入6.1亿元, 同比下降79%; 第七批集采涉及5个药品, 收入9.8亿元, 同比下滑48%。第八批集采中, 恒瑞医药仅涉及盐酸左布比卡因注射液一款产品纳入集采范围。此外, 公司持续优化销售费用, 提升销售体系运营效率, 销售费用从2021年的36.22%降至34.54%。

全面推动ADC药物研发, SHR-A1811启动多项临床试验, 早期数据提示药物安全有效

恒瑞医药于2023年AACR年会披露了SHR-A1811 HER2表达/突变的晚期实体瘤全球多中心的I期临床试验结果(编号CT175)。摘要显示, SHR-A1811 ORR和DS8201处于同一水平。针对HER2阳性的乳腺癌患者ORR达到81.5%(88/108), 在HER低表达的乳腺癌患者中, ORR达55.8%(43/77); 此外, 在HER2突变NSCLC适应症上, SHR-A1811的ORR达40%(20/50), 优于DS8201的34.1%(14/41), mPFS达10.8个月, 优于DS8201的6.7个月; 安全性方面, 三级及以上TRAEs为42%, 低于DS8201的51.2%, 在有效性和安全性上同样显示出潜在的竞争力。目前SHR-A1811共有10项临床试验在开展中, 2023年新增3项临床试验。SHR-A1811已启动针对HER2阳性和HER2低表达BC的两项III期临床试验。其中针对HER2高表达BC患者的III期临床于2022年6月启动, 目标入组人数269人。针对HER2低表达的III期临床于2023年4月12日首次公示, 目标入组528人, 暂无患者入组。此外, SHR-A1811在BC(一线), NSCLC, GC等多个实体瘤都在进行I/II期临床试验探索。

多领域创新药获批上市或上市申请获得受理, 已上市创新药数量达12款

阿得贝利单抗(PD-L1)于2023年3月获批上市, 恒瑞医药在国内上市的创新药增至12个; 吡咯替尼联用方案用于乳腺癌患者的新辅助治疗新适应症于2022年5月获批上市; 瑞马唑仑用于支气管镜诊疗麻醉的新适应症于2022年12月获批上市; 吡咯替尼联合曲妥珠单抗和多西他赛用于HER2阳性晚期乳腺癌一线治疗于2023年4月获批上市。另外, 多款药物上市申请获得受理: 用于术后镇痛治疗靶向μ阿片受体(MOR)的小分子药物SHR8554, 用于治疗糖尿病患者的脯氨酸恒格列净二甲双胍复方缓释片HR20033以及用于治疗干眼的体征和症状的SHR8028(环孢素滴眼液)。

盈利预测与投资评级

考虑创新药国谈降价, 仿制药集采降价带来收入减少, 我们将2023-2024年营收从255.11亿元、293.48亿元下调至245.05亿元、267.59亿元, 预计2025年营收达297.14亿元; 考虑到公司研发投入持续上升, 我们将2023-2024年归母净利润从48.56亿元、57.70亿元下调至46.34亿元、52.33亿元, 预计2025年归母净利润达60.71亿元。维持“买入”评级。

风险提示: 政策变动风险, 研发进度不及预期风险, 销售不及预期风险

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	47.47元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,379.00
流通A股股本(百万股)	6,379.00
A股总市值(百万元)	302,811.24
流通A股市值(百万元)	302,811.24
每股净资产(元)	6.10
资产负债率(%)	6.67
一年内最高/最低(元)	50.30/28.25

作者

杨松	分析师
SAC执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	联系人
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《恒瑞医药-半年报点评:业绩符合预期, 股权激励中创新药收入有望保持较高增速》2022-09-11
- 《恒瑞医药-年报点评报告:业绩受多重因素影响, 创新药商业化稳步推进》2022-04-25
- 《恒瑞医药-季报点评:创新研发再升级, 海外战略稳步推进》2021-10-20

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,905.53	21,275.27	24,504.86	26,759.30	29,713.53
增长率(%)	(6.59)	(17.87)	15.18	9.20	11.04
EBITDA(百万元)	10,501.84	9,093.54	5,258.63	5,820.94	6,643.45
净利润(百万元)	4,530.22	3,906.30	4,633.70	5,232.77	6,071.05
增长率(%)	(28.41)	(13.77)	18.62	12.93	16.02
EPS(元/股)	0.71	0.61	0.73	0.82	0.95
市盈率(P/E)	66.84	77.52	65.35	57.87	49.88
市净率(P/B)	8.65	8.01	7.36	6.65	6.00
市销率(P/S)	11.69	14.23	12.36	11.32	10.19
EV/EBITDA	28.96	25.06	52.64	47.47	40.35

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,630.82	15,110.68	21,894.31	22,361.47	30,629.52	营业收入	25,905.53	21,275.27	24,504.86	26,759.30	29,713.53
应收票据及应收账款	5,713.55	6,394.19	4,750.63	6,609.94	6,004.83	营业成本	3,741.80	3,486.64	4,043.30	4,415.29	4,902.73
预付账款	973.02	1,054.79	746.17	1,369.17	1,092.19	营业税金及附加	201.81	190.39	219.29	239.46	265.90
存货	2,402.67	2,450.57	2,293.65	3,126.28	2,679.49	销售费用	9,383.71	7,347.89	7,719.03	8,429.18	9,359.76
其他	7,467.69	5,923.82	6,159.04	5,749.95	6,243.87	管理费用	2,860.31	2,306.48	2,695.53	2,675.93	2,733.64
流动资产合计	30,187.75	30,934.05	35,843.79	39,216.80	46,649.90	研发费用	5,943.31	4,886.55	5,538.10	6,154.64	6,834.11
长期股权投资	192.83	767.86	767.86	767.86	767.86	财务费用	(337.96)	(470.87)	(489.55)	(593.24)	(710.34)
固定资产	4,462.87	5,383.16	4,818.23	4,253.30	3,688.38	资产/信用减值损失	(9.82)	(172.97)	(65.59)	(82.79)	(107.11)
在建工程	1,659.02	1,193.20	1,193.20	1,193.20	1,193.20	公允价值变动收益	36.23	76.50	0.00	0.00	0.00
无形资产	702.44	2,200.93	2,166.84	2,132.76	2,098.67	投资净收益	213.43	387.36	314.07	304.96	335.47
其他	2,061.32	1,875.81	1,882.87	1,840.13	1,721.72	其他	(792.11)	(874.67)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	9,078.47	11,420.95	10,829.01	10,187.25	9,469.83	营业利润	4,664.82	4,111.96	5,027.65	5,660.21	6,556.06
资产总计	39,266.22	42,355.01	46,672.80	49,404.05	56,119.73	营业外收入	2.22	2.08	1.79	2.03	1.97
短期借款	0.00	1,260.94	0.00	0.00	0.00	营业外支出	200.73	145.55	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,252.78	1,767.55	2,209.54	2,384.78	2,493.48	利润总额	4,466.31	3,968.49	5,029.44	5,662.24	6,558.03
其他	929.20	423.65	2,522.94	688.70	2,483.32	所得税	(17.72)	153.42	452.65	509.60	590.22
流动负债合计	3,181.98	3,452.14	4,732.49	3,073.48	4,976.80	净利润	4,484.03	3,815.07	4,576.79	5,152.64	5,967.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(46.19)	(91.23)	(56.91)	(80.12)	(103.24)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	4,530.22	3,906.30	4,633.70	5,232.77	6,071.05
其他	292.88	302.63	255.50	283.67	280.60	每股收益(元)	0.71	0.61	0.73	0.82	0.95
非流动负债合计	292.88	302.63	255.50	283.67	280.60						
负债合计	3,694.41	3,941.85	4,987.99	3,357.15	5,257.40	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	568.85	589.35	543.53	479.03	395.93	成长能力					
股本	6,396.01	6,379.00	6,379.00	6,379.00	6,379.00	营业收入	-6.59%	-17.87%	15.18%	9.20%	11.04%
资本公积	3,356.18	3,020.24	3,070.04	3,070.04	3,070.04	营业利润	-33.43%	-11.85%	22.27%	12.58%	15.83%
留存收益	25,927.86	28,819.37	32,549.50	36,761.87	41,649.07	归属于母公司净利润	-28.41%	-13.77%	18.62%	12.93%	16.02%
其他	(677.09)	(394.80)	(857.26)	(643.05)	(631.70)	获利能力					
股东权益合计	35,571.81	38,413.16	41,684.81	46,046.90	50,862.33	毛利率	85.56%	83.61%	83.50%	83.50%	83.50%
负债和股东权益总计	39,266.22	42,355.01	46,672.80	49,404.05	56,119.73	净利率	17.49%	18.36%	18.91%	19.55%	20.43%
						ROE	12.94%	10.33%	11.26%	11.48%	12.03%
						ROIC	34.31%	23.67%	20.72%	30.44%	27.87%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	9.41%	9.31%	10.69%	6.80%	9.37%
净利润	4,484.03	3,815.07	4,633.70	5,232.77	6,071.05	净负债率	-38.32%	-36.05%	-52.52%	-48.56%	-60.22%
折旧摊销	540.73	605.38	599.01	599.01	599.01	流动比率	8.87	8.50	7.57	12.76	9.37
财务费用	4.71	6.49	(489.55)	(593.24)	(710.34)	速动比率	8.17	7.83	7.09	11.74	8.84
投资损失	(252.59)	(457.34)	(314.07)	(304.96)	(335.47)	营运能力					
营运资金变动	1,053.06	(3,560.32)	4,173.90	(4,493.94)	2,853.60	应收账款周转率	4.80	3.51	4.40	4.71	4.71
其它	(1,611.12)	855.98	(56.91)	(80.12)	(103.24)	存货周转率	12.39	8.77	10.33	9.87	10.24
经营活动现金流	4,218.82	1,265.26	8,546.08	359.52	8,374.62	总资产周转率	0.70	0.52	0.55	0.56	0.56
资本支出	2,429.18	3,057.36	47.13	(28.17)	3.07	每股指标(元)					
长期投资	132.83	575.04	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.71	0.61	0.73	0.82	0.95
其他	(3,108.27)	(3,242.11)	266.94	333.13	332.40	每股经营现金流	0.66	0.20	1.34	0.06	1.31
投资活动现金流	(546.26)	390.29	314.07	304.96	335.47	每股净资产	5.49	5.93	6.45	7.14	7.91
债权融资	337.96	1,731.81	(771.39)	593.24	710.34	估值比率					
股权融资	1,079.98	(70.66)	(1,305.13)	(790.56)	(1,152.38)	市盈率	66.84	77.52	65.35	57.87	49.88
其他	(2,416.26)	(1,979.92)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	8.65	8.01	7.36	6.65	6.00
筹资活动现金流	(998.32)	(318.77)	(2,076.52)	(197.31)	(442.04)	EV/EBITDA	28.96	25.06	52.64	47.47	40.35
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	30.47	26.64	59.41	52.92	44.35
现金净增加额	2,674.23	1,336.78	6,783.63	467.16	8,268.05						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com