

恒瑞医药 (600276)

2022 和 2023 年一季报点评：王者归来，二季度迎接全面复苏

买入（维持）

2023 年 04 月 27 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

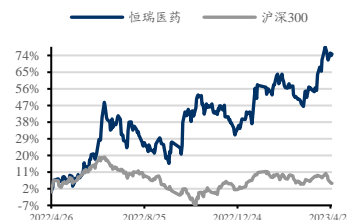
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	21,275	25,318	29,622	34,361
同比	-18%	19%	17%	16%
归属母公司净利润（百万元）	3,906	4,908	5,804	6,900
同比	-14%	26%	18%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.61	0.77	0.91	1.08
P/E（现价&最新股本摊薄）	78.71	62.65	52.98	44.56

关键词：#困境反转

投资要点

- **拐点如期而至，二季度有望加速。**2022 年，公司实现营收 212.75 亿元，同降 17.87%，创新药销售收入 81.16 亿元(含税 86.13 亿元)；归母净利润 39.06 亿元，同降 13.77%；扣非归母净利润 34.10 亿元，同降 18.83%，主要系集采+疫情的影响。2023 年一季度，收入 54.9 亿元，同增 0.25%，归母净利润 12.4 亿元，同增 0.17%，扣非归母净利润 12.2 亿元，同增 3.4%，拐点明确体现。
- **经营质量、效率显著提升。**2021、2022、1Q23，销售费用率分别为 36.2/34.5/30.4%，大幅下降；管理费用率 11.0/10.8/9.9%，平稳下降；销售净利率 17.3/17.9/22.5%，大幅提升。销售人员单产由 2021 年由 196 万元/人，提高至 205 万元/人。主要系：销售端合并、裁减低绩效办事处和人员，优化组织架构等方式；研发端设立研发管理委员会，确保研发重大决策流程的规范化，最大化研发产品线价值。研发投入达到 63.46 亿元，同增 2.29%，占收入比重达 29.83%，战略定力强大。
- **2025 年有望形成 20+创新药矩阵，内生增长动力强劲。**根据 2022 年年报，1) 13 个创新药已上市，其中卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、海曲泊帕乙醇胺增长动力强劲，达尔西利、瑞维鲁胺准入医保，亟待放量；2) 多个创新药处于 NDA 阶段，瑞格列汀、SHR8008、SHR8554、SHR8058 等，涉及降糖、镇痛、眼科、抗感染多领域；3) 10+创新药处于 3 期阶段，SHRA1811 (HER2-ADC)、SHR0302 (JAK1)、SHR1314 (IL17) 等，重磅品种丰富。
- **盈利预测与投资评级：**由于 23 年初疫情略有影响，我们将 2023-2024 年归母净利润由 50/59 亿元，调整为 49/58 亿元，预计 2025 年归母净利润为 69 亿元，同增 26/18/19%，当前市值对应 PE 分别为 63/53/45 倍。1) 拐点兑现，集采出清，业绩加速，迈入新增长阶段；2) 新药储备丰富，创新浓度提高，盈利能力、经营质量提升；3) 持续推进 BD 和国际化，有望迎来质变，维持“买入”评级。
- **风险提示：**药品价格下降，新药放量不及预期，竞争格局恶化

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.20
一年最低/最高价	27.00/50.30
市净率(倍)	7.91
流通 A 股市值(百万元)	307,467.91
总市值(百万元)	307,467.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.10
资产负债率(% ,LF)	6.67
总股本(百万股)	6,379.00
流通 A 股(百万股)	6,379.00

相关研究

《恒瑞医药(600276): 2022 年三季报点评: 边际改善明显, 创新持续推进》

2022-10-30

《恒瑞医药(600276): 黎明将至, “创新+国际化” 引领新征程》

2022-09-13

恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	30,934	36,747	43,632	51,216	营业总收入	21,275	25,318	29,622	34,361
货币资金及交易性金融资产	17,871	25,818	26,376	34,853	营业成本(含金融类)	3,487	3,450	4,026	4,699
经营性应收款项	9,396	8,058	12,351	12,237	税金及附加	190	219	251	299
存货	2,451	1,597	3,345	2,596	销售费用	7,348	8,102	9,775	11,339
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,306	2,780	3,245	3,754
其他流动资产	1,216	1,274	1,560	1,530	研发费用	4,887	5,570	6,517	7,559
非流动资产	11,421	12,316	13,321	14,077	财务费用	-471	-100	-100	-100
长期股权投资	768	1,004	1,318	1,694	加:其他收益	287	278	360	419
固定资产及使用权资产	5,483	6,140	6,807	7,310	投资净收益	387	327	389	507
在建工程	1,193	1,138	1,083	891	公允价值变动	77	0	0	0
无形资产	520	577	655	726	减值损失	-173	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	5	4	5	7
长期待摊费用	371	371	371	371	营业利润	4,112	5,906	6,662	7,744
其他非流动资产	3,086	3,086	3,086	3,086	营业外净收支	-143	0	0	0
资产总计	42,355	49,063	56,953	65,293	利润总额	3,968	5,906	6,662	7,744
流动负债	3,639	4,879	6,273	7,137	减:所得税	153	236	166	267
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,261	1,891	2,522	3,363	净利润	3,815	5,670	6,496	7,477
经营性应付款项	1,768	1,626	2,564	2,413	减:少数股东损益	-91	-71	-101	-129
合同负债	187	252	249	295	归属母公司净利润	3,906	4,908	5,804	6,900
其他流动负债	424	1,110	939	1,066	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.77	0.91	1.08
非流动负债	303	303	303	303	EBIT	3,302	5,475	6,167	7,130
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3,946	6,255	7,050	8,093
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	83.61	86.37	86.41	86.33
租赁负债	99	99	99	99	归母净利率(%)	18.36	19.39	19.59	20.08
其他非流动负债	204	204	204	204	收入增长率(%)	-17.87	19.00	17.00	16.00
负债合计	3,942	5,182	6,576	7,439	归母净利润增长率(%)	-13.77	25.64	18.25	18.89
归属母公司股东权益	37,824	42,529	48,333	55,233					
少数股东权益	589	1,352	2,044	2,621					
所有者权益合计	38,413	43,881	50,377	57,854					
负债和股东权益	42,355	49,063	56,953	65,293					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,265	8,862	1,422	8,842	每股净资产(元)	5.93	6.67	7.58	8.66
投资活动现金流	390	-1,344	-1,494	-1,206	最新发行在外股份(百万股)	6,379	6,379	6,379	6,379
筹资活动现金流	-319	428	630	841	ROIC(%)	8.41	12.27	12.17	12.04
现金净增加额	1,417	7,947	559	8,477	ROE-摊薄(%)	10.33	11.54	12.01	12.49
折旧和摊销	644	780	883	963	资产负债率(%)	9.31	10.56	11.55	11.39
资本开支	-1,972	-1,435	-1,568	-1,337	P/E (现价&最新股本摊薄)	78.71	62.65	52.98	44.56
营运资本变动	-2,813	2,743	-5,563	916	P/B (现价)	8.13	7.23	6.36	5.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

