

医药	收盘价 人民币 48.00	目标价 人民币 45.00↓	潜在涨幅 -6.2%
----	------------------	-------------------	---------------

2024年10月28日

恒瑞医药 (600276 CH)

3Q 收入延续复苏态势、但利润率略有承压，维持中性评级

3Q24 产品销售收入延续1H的高增长势头，但行业合规整治常态化后，公司营销活动恢复正常，给公司利润率带来一定压力。我们下调目标价至45元（人民币，下同）。公司创新药销售势头良好、出海持续取得重要进展，但仿制药大品种集采仍是最大不确定性，且最新目标价对应6%潜在股价降幅，因此维持中性评级。

⊕ **3Q24 收入延续高增速，利润率承压：**恒瑞医药3Q24收入65.9亿元，同比增长12.7%，基本符合市场预期，增速相较于2Q24（剔除首付款影响）的11.6%有所提高；归母净利润11.9亿元，同比增长1.9%，低于市场预期（13.5亿元）。管理层表示，公司3Q创新药收入占比相比1H24（超过50%）有进一步提升。3Q毛利率为85.4%，同比提升0.6ppt；但净利率率同比下降1.9ppts至18.0%。3Q销售费用增长25%，同时费用率上升3.4ppts，我们认为和行业合规整治常态化、公司市场活动逐步恢复有关；同时公司也加大了研发资源投放，研发费用同比增长8.4%至15.1亿元（占收入比重达22.9%）。3Q经营性现金流同比增加8.3%至15.5亿元，增幅低于营业收入，主要由于去年同期医院端集中回款，导致基数偏高。

⊖ **下调目标价：**我们维持公司2024-26年收入预测不变，考虑到4Q23基数较低，预计4Q24经营收入有望增长14%；同时下调净利润预测约3%，以反映公司在研发和营销端的更多费用投入。我们下调DCF目标价至45.0元，对应45.9倍2025年市盈率，与过去三年均值基本一致，维持**中性**评级。2H24-2025年关注重点包括：1）白紫仿制药已在美国启动销售，明年起有望贡献较多收入，布比卡因脂质体紧随其后；2）出海：“双艾”组合美国审批进展（新PDUFA日期为2025年3月23日）、新BD交易及已授权分子海外研发进展、以及GLP-1管线授权出海后的首付款收入确认；3）碘佛醇、七氟烷等大品种后续集采情况。

盈利预测变动

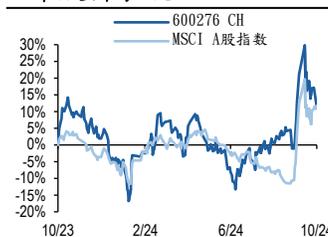
百万人民币	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	26,819	26,819	0.0%	28,221	28,221	0.0%	31,506	31,506	0.0%
毛利润	22,998	22,998	0.0%	24,200	24,200	0.0%	27,174	27,174	0.0%
毛利率	85.8%	85.8%	0.0ppt	85.8%	85.8%	0.0ppt	86.3%	86.3%	0.0ppt
归母净利润	5,715	5,877	-2.8%	6,253	6,454	-3.1%	7,605	7,841	-3.0%
净利率	21.3%	21.9%	-0.6ppt	22.2%	22.9%	-0.7ppt	24.1%	24.9%	-0.7ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	56.01
52周低位(人民币)	35.95
市值(百万人民币)	304,769.28
日均成交量(百万)	94.31
年初至今变化(%)	6.12
200天平均价(人民币)	43.84

资料来源：FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

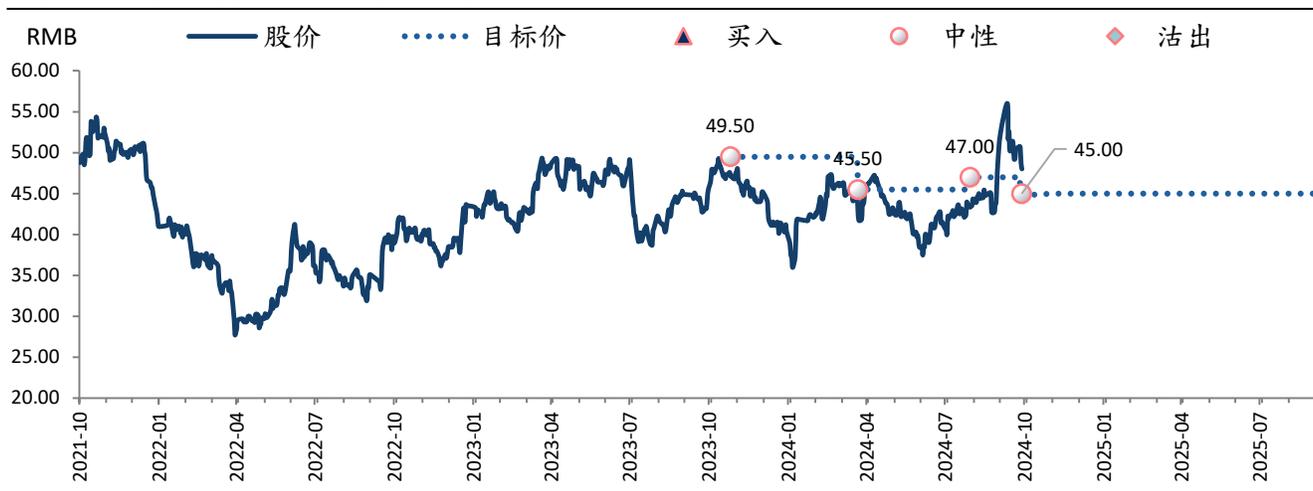
图表 1: 恒瑞医药：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	28,221	31,506	35,750	39,798	43,759	47,517	50,980	54,159	56,994
EBIT	6,429	8,217	10,254	12,410	14,520	16,718	18,650	20,571	22,446
EBIT* (1-t)	5,465	6,985	8,716	10,548	12,342	14,210	15,852	17,485	19,079
加：折旧摊销	745	802	872	951	1,035	1,122	1,209	1,294	1,376
减：营运资金增加/（减少）	(736)	(809)	(743)	(773)	(834)	(877)	(712)	(767)	(501)
减：资本开支	-1,242	-1,355	-1,501	-1,632	-1,750	-1,853	-1,937	-2,004	-2,052
自由现金流	4,232	5,624	7,343	9,096	10,793	12,601	14,412	16,008	17,903
永续增长率	4%								
自由现金流现值	65,174								
终值现值	194,795								
企业价值	259,970								
净现金	27,723								
少数股东权益	-630								
股权价值（百万人民币）	287,062								
股份数量（百万）	6,379								
每股价值（人民币）	45.00								

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.0
股权成本	10.0%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	8.9%

资料来源：交银国际预测

图表 2: 恒瑞医药 (600276 CH) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9926 HK	康方生物	买入	69.50	87.00	25.2%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	44.25	60.00	35.6%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	34.20	44.00	28.7%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	44.90	66.00	47.0%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	14.30	24.00	67.8%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.66	28.75	127.1%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	44.06	76.00	72.5%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	128.30	156.00	21.6%	2024 年 08 月 08 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	32.95	40.40	22.6%	2024 年 08 月 01 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.85	4.40	418.1%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	4.00	7.40	84.9%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	23.30	44.00	88.8%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	17.44	12.30	-29.5%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	17.42	24.50	40.6%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	75.05	93.30	24.3%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	51.92	33.10	-36.2%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
002422 CH	科伦药业	买入	32.65	42.50	30.2%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	7.20	10.00	38.9%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.54	4.80	35.7%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.36	14.00	67.5%	2024 年 04 月 01 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	20.75	20.40	-1.7%	2024 年 08 月 28 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	48.00	45.00	-6.2%	2024 年 10 月 28 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	6.23	6.30	1.2%	2024 年 08 月 22 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 10 月 25 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	21,275	22,820	26,819	28,221	31,506
主营业务成本	(3,487)	(3,525)	(3,821)	(4,021)	(4,331)
毛利	17,789	19,295	22,998	24,200	27,174
销售及管理费用	(9,654)	(9,994)	(11,264)	(11,486)	(12,256)
研发费用	(4,887)	(4,954)	(5,876)	(6,042)	(6,430)
经营利润	3,248	4,346	5,858	6,672	8,489
财务成本净额	471	478	708	745	833
其他非经营净收入/费用	250	(158)	(295)	(331)	(415)
税前利润	3,968	4,667	6,271	7,086	8,906
税费	(153)	(389)	(556)	(770)	(1,146)
非控股权益	91	25	0	(63)	(155)
净利润	3,906	4,302	5,715	6,253	7,605
作每股收益计算的净利润	3,906	4,302	5,715	6,253	7,605

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	14,537	20,272	24,057	27,723	32,383
应收账款及票据	6,394	5,520	6,236	6,908	7,593
存货	2,451	2,314	2,397	2,450	2,653
其他流动资产	7,552	3,182	2,586	2,644	2,779
总流动资产	30,934	31,287	35,276	39,725	45,408
物业、厂房及设备	6,576	6,552	6,848	7,408	8,080
无形资产	520	884	846	808	769
其他长期资产	4,325	5,061	4,343	4,343	4,343
总长期资产	11,421	12,497	12,037	12,559	13,193
总资产	42,355	43,785	47,314	52,284	58,601
短期贷款	1,261	0	0	0	0
应付账款	1,768	1,510	1,526	1,515	1,594
其他短期负债	611	1,043	1,355	1,415	1,538
总流动负债	3,639	2,554	2,880	2,929	3,133
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	303	198	198	198	198
总长期负债	303	198	198	198	198
总负债	3,942	2,751	3,078	3,127	3,330
股本	6,379	6,379	6,379	6,379	6,379
储备及其他资本项目	31,445	34,087	37,289	42,148	48,106
股东权益	37,824	40,466	43,668	48,527	54,485
非控股权益	589	567	567	630	786
总权益	38,413	41,033	44,235	49,157	55,271

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,968	4,667	6,271	7,086	8,906
折旧及摊销	578	705	714	745	802
营运资本变动	(2,848)	2,480	(783)	(736)	(809)
其他经营活动现金流	(433)	(208)	47	(594)	(976)
经营活动现金流	1,265	7,644	6,248	6,502	7,924
资本开支	20	20	0	0	0
投资活动	(7,276)	1,202	0	0	0
其他投资活动现金流	7,646	0	(1,207)	(1,242)	(1,355)
投资活动现金流	390	1,222	(1,207)	(1,242)	(1,355)
负债净变动	1,260	(1,260)	0	0	0
权益净变动	379	0	0	0	0
股息	(1,016)	0	(1,486)	(1,626)	(1,977)
其他融资活动现金流	(942)	(1,884)	229	32	68
融资活动现金流	(319)	(3,144)	(1,256)	(1,593)	(1,909)
汇率收益/损失	80	13	0	0	0
年初现金	13,120	14,537	20,272	24,057	27,723
年末现金	14,537	20,272	24,057	27,723	32,383

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.612	0.674	0.896	0.980	1.192
全面摊薄每股收益	0.612	0.674	0.896	0.980	1.192
每股账面值	5.929	6.344	6.846	7.607	8.541
利润率分析(%)					
毛利率	83.6	84.6	85.8	85.8	86.3
EBITDA利润率	17.4	21.6	23.6	25.4	28.6
EBIT利润率	18.7	20.5	23.4	25.1	28.3
净利率	18.4	18.9	21.3	22.2	24.1
盈利能力(%)					
ROA	9.2	9.8	12.1	12.0	13.0
ROE	10.2	10.5	12.9	12.7	13.8
ROIC	9.8	10.5	12.9	12.7	13.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	8.5	12.3	12.2	13.6	14.5
存货周转天数	256.5	239.6	229.0	222.4	223.5
应收账款周转天数	109.7	88.3	84.9	89.3	88.0
应付账款周转天数	185.0	156.4	145.7	137.5	134.4

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。