

化学制剂

恒瑞医药（600276.SH）

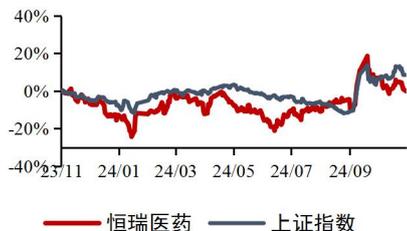
买入-A(首次)

创新药龙头新药加速商业化，代谢、自免管线进入收获期

2024年11月19日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年11月18日

收盘价(元):	47.20
年内最高/最低(元):	57.53/35.51
流通A股/总股本(亿):	63.79/63.79
流通A股市值(亿):	3,010.89
总市值(亿):	3,010.89

基础数据：2024年9月30日

基本每股收益(元):	0.73
摊薄每股收益(元):	0.73
每股净资产(元):	6.95
净资产收益率(%):	10.41

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

邓周宇

执业登记编码：S0760524040002

邮箱：dengzhouyu@sxzq.com

事件描述

- 2024年10月25日，公司发布2024年三季报。2024年前三季度公司营收201.9亿元（+18.7%），归母净利润46.2亿元（+33.0%）。第三季度公司营收65.9亿元（+12.7%），归母净利润11.9亿元（+1.9%）。
- 2024年9月9日，公司发布员工持股计划。根据100%解锁的业绩目标，2024年、2025年、2026年公司创新药收入为130亿元、165亿元、208亿元，同比23%、27%、26%；新分子实体IND获批数量分别为12个、13个、14个；创新药NDA申请数量（包含新适应症）分别为6个、5个、4个。

事件点评

- **销售人员精简，研发加大投入。**前三季度销售费用61.1亿元，销售费用率30.3%（-1.5pct），系公司精简销售人员所致。前三季度公司研发费用45.5亿元，研发费用率22.5%（+0.6pct），系多款管线处在临床后期，公司加大研发投入所致。
- **上市新药进入医保，创新药业务快速增长。**瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净等10多款创新药已进医保，进院数量持续增加。2024年H1，公司创新药收入66.1亿元（+33%），预计三季度创新药仍维持快速增长。阿得贝利单抗显著提高患者OS，海曲泊帕快速升板安全高效，两款新药快速商业化。卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼的BLA获得FDA受理，有望美国上市。
- **小分子、ADC、双抗肿瘤新药陆续进入后期或上市申请阶段，EZH2抑制剂SHR2554片在PTCL上市申请受理，SHR-A1811已申报HER2阳性NSCLC的上市申请受理，TROP2、CLAUDIN18.2 ADC进入临床3期。PD-L1/TGFβ双抗SHR-1701的G/GEJC适应症上市申请受理，推进多项3期，新一代TIGIT多抗已开展临床，有10多个双/多特异性抗体在研。**
- **降糖新药布局丰富，GLP-1组合授权出海。**降糖领域公司持续推进恒格列净、瑞格列汀商业化，推出和二甲双胍多种联用方案，其复方制剂HR20031已在NDA。公司将GLP-1类组合HRS-7535、HRS9531、HRS-4729在海外的权利许可给美国Hercules公司。首付款和近期里程碑、销售里程碑分别为1.1亿美元、不超过57.25亿美元，展现出良好的市场潜力。
- **IL-17A单抗已上市，JAK1、IL-5、URAT1新药将陆续上市。**公司自免领域在研新药有望陆续上市，IL-17A夫那奇珠单抗银屑病适应症首先上市，成人活动性强直性脊柱炎上市申报。JAK1抑制剂SHR0302强直性脊柱炎适应症、中重度特应性皮炎、类风湿关节炎、重度斑秃已在NDA，IL-5单抗



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



SHR-1703、URAT1 抑制剂 SHR4640、SHR-1819 IL-4R α 单抗已入 3 期临床。

投资建议

➢ 公司已有 17 款创新药上市，近 10 款新药 NDA 受理，根据员工持股方案，2024-2026 年新增 15 款新药 NDA 申请，密集上市的新药提供增长动力。预计公司 2024-2026 年营收 269.4 亿元、312.3 亿元、360.7 亿元，同比 18.0%/15.9%/15.5%；归母净利润为 60.8 亿元、70.4 亿元、80.1 亿元，同比 41.3%/15.7%/13.9%；PE 分别为 50.1\43.2\38.0，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示

➢ **研发及员工持股计划业绩不及风险：**近年来新药审评和监管的政策与措施不断出台，国家对于新药开发中各阶段的审评标准也不断提高。公司采取了一系列的措施推动创新靶点前移，也因此会承担更高的研发风险，存在新药研发的上市申请及进入临床阶段新药不及预期风险，从而无法达到员工持股计划发布的研究进展带来的业绩风险。

➢ **行业政策风险：**医药行业受国家政策影响大，近年来行业监管日趋严格，发展变化快速且复杂。随着“三医联动”持续深化医疗卫生体制改革，药品带量采购、医保药品目录动态调整、医保支付方式改革等政策的推进，公司药品的盈利水平可能会受到影响。

➢ **市场竞争风险：**随着国内药品审评审批制度逐步与国际接轨，国外医药企业的产品进入国内速度加快。同时医药产业同质化竞争激烈，公司产品销售面临一定的市场压力。

➢ **质量控制风险：**药品质量关乎人们的健康和生命，药品监管机构对生产质量的要求日趋严格。由于药品的生产环节较多，有可能因原材料、生产、质检、运输、储存、使用等原因而使公司面临一定的质量控制风险。

➢ **环境保护风险：**药品生产过程中产生的污染物，若处理不当可能会对环 境造成不利影响。随着社会环保意识的增强，国家及地方环保部门的监管力度不断提高，对于污染物排放管控 力度持续加大，公司面临的环保压力和风险逐步增加，有可能需支付更高的环保费用。

➢ **里程碑不及预期风险：**公司自研创新药陆续通过授权海外权益获得商业化权益，海外授权收益通常包括首付款、研发里程碑、销售里程碑及分成，公司存在新药研发及销售进度不及预期带来里程碑收益不及预期风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,275	22,820	26,938	31,233	36,069
YoY(%)	-17.9	7.3	18.0	15.9	15.5
净利润(百万元)	3,906	4,302	6,079	7,035	8,015

	YoY(%)	-13.8	10.1	41.3	15.7	13.9
毛利率(%)		83.6	84.6	86.4	86.5	86.9
EPS(摊薄/元)		0.61	0.67	0.95	1.10	1.26
ROE(%)		9.9	10.4	13.1	13.5	13.6
P/E(倍)		77.9	70.7	50.1	43.2	38.0
P/B(倍)		8.0	7.5	6.7	5.9	5.2
净利率(%)		18.4	18.9	22.6	22.5	22.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	30934	31287	35872	41305	47291
现金	15111	20746	24717	28843	32983
应收票据及应收账款	6394	5520	5255	6103	7013
预付账款	1055	1221	1466	1649	1948
存货	2451	2314	2644	3036	3344
其他流动资产	5924	1486	1790	1674	2002
非流动资产	11421	12497	13311	14189	15281
长期投资	768	695	622	549	476
固定资产	5383	5451	5810	6141	6522
无形资产	2201	3376	3937	4595	5388
其他非流动资产	3069	2974	2942	2904	2895
资产总计	42355	43785	49182	55494	62572
流动负债	3639	2554	3213	3725	4010
短期借款	1261	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1768	1510	2456	2489	3065
其他流动负债	611	1043	758	1237	945
非流动负债	303	198	198	198	198
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	303	198	198	198	198
负债合计	3942	2751	3411	3923	4208
少数股东权益	589	567	503	414	309
股本	6379	6379	6379	6379	6379
资本公积	3020	3058	3058	3058	3058
留存收益	28819	32102	36684	41857	47688
归属母公司股东权益	37824	40466	45269	51156	58055
负债和股东权益	42355	43785	49182	55494	62572

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1265	7644	6148	6266	6481
净利润	3815	4278	6014	6947	7910
折旧摊销	605	756	754	884	1030
财务费用	-471	-478	-625	-729	-862
投资损失	-387	49	-24	-24	-24
营运资金变动	-2848	2480	46	-795	-1561
其他经营现金流	551	559	-18	-18	-14
投资活动现金流	390	1222	-1527	-1721	-2086
筹资活动现金流	-319	-3144	-651	-419	-255
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.67	0.95	1.10	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.20	0.96	0.98	1.02
每股净资产(最新摊薄)	5.93	6.34	7.10	8.02	9.10

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21275	22820	26938	31233	36069
营业成本	3487	3525	3668	4203	4721
营业税金及附加	190	219	240	275	327
营业费用	7348	7577	8620	10151	11903
管理费用	2306	2417	2505	2905	3354
研发费用	4887	4954	6061	7027	8116
财务费用	-471	-478	-625	-729	-862
资产减值损失	-173	-90	0	0	0
公允价值变动收益	77	-58	18	18	14
投资净收益	387	-49	24	24	24
营业利润	4112	4910	6510	7443	8547
营业外收入	2	4	2	3	3
营业外支出	146	247	176	192	190
利润总额	3968	4667	6336	7254	8360
所得税	153	389	322	306	450
税后利润	3815	4278	6014	6947	7910
少数股东损益	-91	-25	-65	-88	-105
归属母公司净利润	3906	4302	6079	7035	8015
EBITDA	4197	4801	6408	7334	8463

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-17.9	7.3	18.0	15.9	15.5
营业利润(%)	-11.9	19.4	32.6	14.3	14.8
归属于母公司净利润(%)	-13.8	10.1	41.3	15.7	13.9
获利能力					
毛利率(%)	83.6	84.6	86.4	86.5	86.9
净利率(%)	18.4	18.9	22.6	22.5	22.2
ROE(%)	9.9	10.4	13.1	13.5	13.6
ROIC(%)	8.8	9.1	11.8	12.0	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	9.3	6.3	6.9	7.1	6.7
流动比率	8.5	12.3	11.2	11.1	11.8
速动比率	6.8	10.5	9.6	9.6	10.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.5	3.8	5.0	5.5	5.5
应付账款周转率	1.7	2.2	1.9	1.7	1.7
估值比率					
P/E	77.9	70.7	50.1	43.2	38.0
P/B	8.0	7.5	6.7	5.9	5.2
EV/EBITDA	68.7	59.2	43.7	37.6	32.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

