

TSLP 达成海外授权，关注创新药放量及长期成长

2023年08月16日

➤ **事件：**8月14日，恒瑞医药发布公告，将 SHR-1905 注射液在除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化独家权利有偿许可给美国 One Bio 公司。

➤ **SHR-1905 具有同类最佳潜力，目前处于临床 II 期。** SHR-1905 是 TSLP 单抗，可以阻断炎症细胞因子的释放，抑制下游炎症信号的传导，最终改善炎症状态并控制疾病进展。由于 TSLP 作用于炎症级联反应的早期上游，SHR-1905 有潜力适用于广泛的重度哮喘，不受表型（嗜酸性或过敏等）以及生物标志物的限制，因此相较其他靶点药物具有更大的市场潜力。此外，基于差异化的分子设计，SHR-1905 有望成为同类最佳（Best-in-class）。SHR-1905 于 2021 年 5 月获得国家药品监督管理局批准开展用于哮喘的临床试验，2023 年 5 月获批开展慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症的临床试验，目前均处于临床 II 期。

➤ **恒瑞将获得 2,150 万美元首付款、累计不超过 10.25 亿美元研发及销售里程碑款、及两位数净销售额提成。** 根据协议主要条款，One Bio 将获得在除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化 SHR-1905 的独家权利。恒瑞医药将获得首付款和近期里程碑总计 2,500 万美元，其中包括 2,150 万美元的首付款和为 SHR-1905 的首个海外临床 II 期试验提供一定数量的样品后获得的 350 万美元的近期里程碑付款。基于 SHR-1905 在美国、日本和约定的欧洲国家分别首次获批上市及实际年净销售额情况，恒瑞将获得累计不超过 10.25 亿美元的研发及销售里程碑款。此外，恒瑞将获得实际年净销售额两位数比例的销售提成。

➤ **关注年底医保谈判助力创新药放量。** 目前，公司已上市自研创新药达到 13 款、合作引进创新药达到 2 款。其中，近期获批上市的林普利塞、阿得贝利单抗、瑞格列汀、奥特康唑等创新药，以及吡咯替尼一线适应症、达尔西利一线适应症等新增适应症符合今年医保目录调整要求，有望今年年底参与医保谈判，进一步扩大可及性，助力销售放量。

➤ **管线深厚具备多样性，长期成长动力充足。** 公司创新药管线深厚，目前处于 NDA 及 III 期的创新药达十余款，近期 IL-17A 单抗夫那奇珠单抗注射液、JAK1 抑制剂硫酸艾玛昔替尼片、PCSK9 单抗瑞卡西单抗的上市申请相继获得受理，预计公司在自免及代谢等领域将逐渐进入收获期，长期成长动力充足。

➤ **投资建议：**我们预测，公司 2023/2024/2025 年的营收分别为 246.47 亿元/288.44 亿元/337.75 亿元，同比+15.9%/+17.0%/+17.1%；归母净利润分别为 47.12 亿元/57.17 亿元/69.66 亿元，同比+20.6%/+21.5%/+21.8%；对应 EPS 分别为 0.74 元/0.90 元/1.09 元；对应 PE 分别为 55 倍/45 倍/37 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**研发风险，产品申报获批风险，医保谈判不及预期风险，竞争加剧导致销售不及预期风险，集采风险，国际化进程不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	21275	24647	28844	33775
增长率 (%)	-17.9	15.9	17.0	17.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	3906	4712	5717	6966
增长率 (%)	-13.8	20.6	21.3	21.8
每股收益 (元)	0.61	0.74	0.90	1.09
PE	66	55	45	37
PB	6.8	6.3	5.7	5.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 15 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
40.50 元

分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

研究助理 王维肖

执业证书：S0100123050028

邮箱：wangweixiao@mszq.com

相关研究

1.恒瑞医药 (600276.SH) 事件点评：“双艾”组合数据发表柳叶刀，关注创新药放量-2023/07/26

2.恒瑞医药 (600276.SH) 事件点评：创新药研发持续兑现，关注医保谈判助力放量-2023/07/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21275	24647	28844	33775
营业成本	3487	4040	4728	5536
营业税金及附加	190	221	258	302
销售费用	7348	8257	9605	11146
管理费用	2306	2588	3029	3546
研发费用	4887	5546	6346	7262
EBIT	3302	4317	5255	6425
财务费用	-471	-400	-446	-501
资产减值损失	-147	-28	-33	-39
投资收益	387	246	288	338
营业利润	4112	4942	5963	7234
营业外收支	-143	-148	-148	-148
利润总额	3968	4794	5815	7086
所得税	153	191	232	283
净利润	3815	4602	5583	6803
归属于母公司净利润	3906	4712	5717	6966
EBITDA	3946	5104	6314	7785

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	15111	15923	17902	20703
应收账款及票据	6394	6648	7415	8221
预付款项	1055	1222	1430	1675
存货	2451	2811	3290	3852
其他流动资产	5924	5196	5696	6282
流动资产合计	30934	31800	35732	40732
长期股权投资	768	768	768	768
固定资产	5383	6343	7199	8032
无形资产	520	688	845	1001
非流动资产合计	11421	12431	13319	14177
资产合计	42355	44231	49051	54909
短期借款	1261	0	0	0
应付账款及票据	1768	2048	2397	2806
其他流动负债	611	705	823	961
流动负债合计	3639	2753	3219	3768
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	303	304	304	304
非流动负债合计	303	304	304	304
负债合计	3942	3056	3523	4071
股本	6379	6379	6379	6379
少数股东权益	589	479	346	183
股东权益合计	38413	41175	45528	50838
负债和股东权益合计	42355	44231	49051	54909

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-17.87	15.85	17.03	17.09
EBIT 增长率	-18.95	30.76	21.72	22.25
净利润增长率	-13.77	20.63	21.32	21.84
盈利能力 (%)				
毛利率	83.61	83.61	83.61	83.61
净利润率	18.36	19.12	19.82	20.62
总资产收益率 ROA	9.22	10.65	11.65	12.69
净资产收益率 ROE	10.33	11.58	12.65	13.75
偿债能力				
流动比率	8.50	11.55	11.10	10.81
速动比率	7.36	9.90	9.47	9.21
现金比率	4.15	5.78	5.56	5.49
资产负债率 (%)	9.31	6.91	7.18	7.41
经营效率				
应收账款周转天数	101.07	90.00	85.00	80.00
存货周转天数	256.54	256.54	256.54	256.54
总资产周转率	0.52	0.57	0.62	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.74	0.90	1.09
每股净资产	5.93	6.38	7.08	7.94
每股经营现金流	0.20	0.72	0.79	0.99
每股股利	0.16	0.19	0.23	0.29
估值分析				
PE	66	55	45	37
PB	6.8	6.3	5.7	5.1
EV/EBITDA	61.89	47.85	38.68	31.37
股息收益率 (%)	0.40	0.48	0.58	0.70

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3815	4602	5583	6803
折旧和摊销	644	787	1059	1360
营运资金变动	-2813	-736	-1533	-1704
经营活动现金流	1265	4609	5012	6319
资本开支	-1972	-1907	-2054	-2325
投资	2196	1016	0	0
投资活动现金流	390	-635	-1766	-1987
股权募资	379	0	0	0
债务募资	1260	-1261	0	0
筹资活动现金流	-319	-3161	-1268	-1530
现金净流量	1417	812	1979	2801

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026