

## 创新药收入高增长，管线进入收获期

恒瑞医药(600276)

**推荐** (首次)

### 核心观点:

- **事件:** 公司发布 2023 年中报业绩, 上半年公司实现营业收入 111.68 亿元, 同比增长 9.19%; 归母净利润 23.08 亿元, 同比增长 8.91%; 扣非归母净利润 22.43 亿元, 同比增长 11.68%。
- **Q2 业绩提速明显, 经营质量、效率显著提升。** 分季度来看, 公司单 Q2 实现营业收入 56.76 亿元, 同比增长 19.51% (Q1 同比+0.25%); 实现归母净利润 10.69 亿元, 同比增长 21.17% (Q1 同比+0.17%); 扣非归母净利润 10.23 亿元, 同比增长 23.48% (Q1 同比+3.40%)。费用率方面, 2021~2023H1 销售费用率分别为 36.22%、34.54%、32.94%, 下降较为明显; 管理费用率为 11.04%、10.84%、9.71%, 平稳下降; 研发费用率分别为 22.94%、22.97%、20.87%, 上半年公司累计研发投入 30.58 亿元, 其中费用化研发投入 23.31 亿元; 销售净利率分别为 17.31%、17.93%、20.51%, 提升显著。2023 年上半年股权激励费用中, 销售费用、研发费用与管理费用分别分摊 3480 万元、4614 万元和 1019 万元。公司业绩重回增长快车道, 费用率将逐步优化, 经营管理质量显著提升。
- **创新药价值凸显驱动业绩增长, 仿制药收入基本持平。** 2023H1 公司创新药收入达 49.62 亿元 (含税), 公司创新药进入医保后可及性大大提高。重点产品中达尔西利是中国首个自主研发的 CDK4/6 抑制剂, 在 HR+/HER2- 一线乳腺癌患者治疗中 PFS 首次突破 30 个月, 客观缓解率 (ORR) 为 57.4%; 瑞维鲁胺是中国首个自主研发的 AR 抑制剂。此外, 上半年新获批阿得贝利单抗 (PD-L1 抑制剂), 显著延长患者的总生存期 (OS) 至 15.3 个月, 目前还在准入放量初期, 为公司业绩贡献了一定增量。上半年仿制药收入基本持平。随着医疗机构诊疗复苏, 处方药需求逐步释放, 公司手术麻醉、造影等产品以及新上市的仿制药销售同比增长较为明显, 但仿制药集采对销售仍然造成一定程度的压力, 第二批集采涉及产品注射用紫杉醇 (白蛋白结合型)、醋酸阿比特龙片因多数省份集采续约未中标及降价等因素影响, 上半年销售额同比减少 5.23 亿元, 2022 年 11 月开始执行的第七批集采涉及产品销售额同比减少 5.78 亿元。
- **多项创新成果获批上市, 内生增长动力强劲。** 2023H1 公司 1 类创新药阿得贝利单抗、磷酸瑞格列汀、奥特康唑获批上市, 改良型新药盐酸右美托咪定鼻喷雾剂获批上市, 卡瑞利珠单抗的第 9 个适应症、阿帕替尼的第 3 个适应症 (二者联合用于一线治疗晚期肝癌)、马来酸吡咯替尼片第 3 个适应症 (联合曲妥珠单抗加多西他赛一线治疗 HER2 阳性复发/转移性乳腺癌) 以及羟乙磺酸达尔西利第 2 个适应症 (联合来曲唑或阿那曲唑一线治疗 HR 阳性、HER2 阴性局部复发或晚期转移性乳腺癌) 获批上市。研发管线进展包括: 共有 6 项上市申请获 NMPA 受理, 6 项临床推进至 III 期, 17 项临床推进至 II 期, 18 项临床推进至 I 期。重磅品种丰富, 未来有望形成 20+ 创新药矩阵, 提供长远强劲增长动力。
- **投资建议:** 考虑公司研发管线丰富, 未来将持续兑现, 贡献业绩增量, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 47.21/57.15/70.66 亿元, 同比增长

### 分析师

程培

☎: 02120257805

✉: chengpei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130522100001

### 市场数据

2023-08-21

A 股收盘价(元)	38.8
股票代码	600276
A 股一年内最高价/最低价(元)	49.29/31.90
上证指数	3,092.98
总股本/实际流通 A 股(万股)	637,900/637,421
流通 A 股市值(亿元)	2,473

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

20.85%、21.06%、23.63%，EPS 分别为 0.74/0.90/1.11 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 52/43/35 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**研发进度不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、降价超预期的风险、产品注册进度不及预期的风险。

**表1：主要财务指标预测**

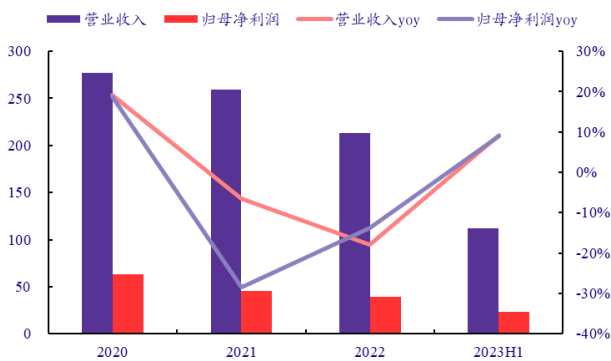
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21275.27	23854.68	27613.36	32594.96
收入增长率%	-17.87	12.12	15.76	18.04
净利润(百万元)	3906.30	4720.87	5715.30	7065.75
利润增速%	-13.77	20.85	21.06	23.63
毛利率%	83.61	83.61	83.90	84.16
摊薄 EPS(元)	0.61	0.74	0.90	1.11
PE	63.36	52.43	43.31	35.03
PB	6.54	6.02	5.28	4.59
PS	11.63	10.38	8.96	7.59

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 一、业绩提速明显，经营质量、效率显著提升

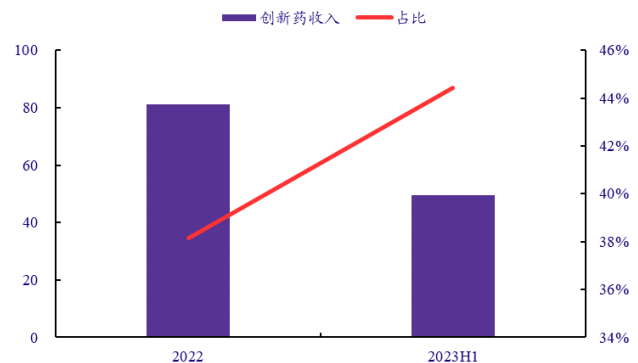
根据公司 2023 年半年报，2023H1 总营收 111.68 亿元，同比增长 9.19%。归属于母公司所有者的净利润 23.08 亿元，同比增长 8.19%，创新药销售收入 49.62 亿元，占总营收 44.43%，相比 2022 年提高 6.28pcts，公司创新药凭借更贴合中国人群的优异临床价值，为广大患者带来了更好的治疗选择，进入医保后可及性大大提高。2023H1 仿制药收入基本持平，随着医疗机构诊疗复苏，处方药需求逐步释放，公司手术麻醉、造影等产品以及新上市的仿制药销售同比增长较为明显，但仿制药集采对销售仍然造成一定程度的压力。

图 1: 2020-2023 H1 收入和归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

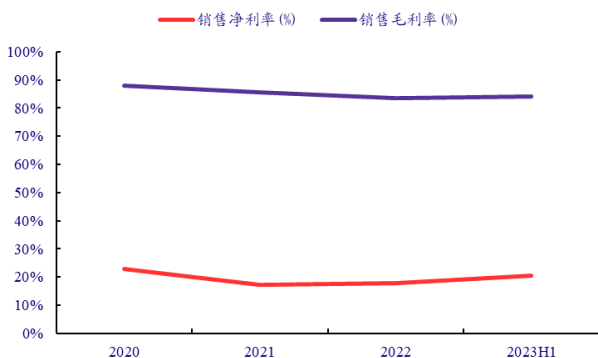
图 2: 2022-2023H1 公司创新药收入 (亿元) 和占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

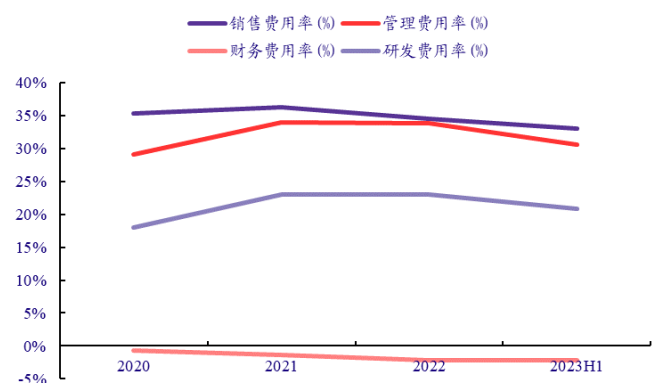
公司加强资源整合,通过降本增效提高经营质量以及盈利能力。费用率方面,2021~2023H1 销售费用率分别为 36.22%、34.54%、32.94%，下降较为明显；管理费用率为 11.04%、10.84%、9.71%，平稳下降；研发费用率分别为 22.94%、22.97%、20.87%，上半年公司累计研发投入 30.58 亿元，其中费用化研发投入 23.31 亿元；销售净利率分别为 17.31%、17.93%、20.51%，提升显著。公司严格把控人员管理，不断提高人均单产，加强对销售运营支持体系、营销财务体系的管理，提升销售运营效率，确保公司提质增效。

图 3: 2020-2023H1 销售净利率和销售毛利率情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 2020-2023H1 四项费用率情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 二、多项创新成果获批上市，内生增长动力强劲

2023 上半年公司 1 类创新药阿得贝利单抗、磷酸瑞格列汀、奥特康唑获批上市，改良型新药盐酸右美托咪定鼻喷雾剂获批上市，卡瑞利珠单抗的第 9 个适应症、阿帕替尼的第 3 个适应症（二者联合用于一线治疗晚期肝癌）、马来酸吡咯替尼片第 3 个适应症（联合曲妥珠单抗加多西他赛一线治疗 HER2 阳性复发/转移性乳腺癌、羟乙磺酸达尔西利第 2 个适应症（联合来曲唑或阿那曲唑一线治疗 HR 阳性、HER2 阴性局部复发或晚期转移性乳腺癌）获批上市。另外，公司研发管线进展包括：共有 6 项上市申请获 NMPA 受理，6 项临床推进至 III 期，17 项临床推进至 II 期，18 项临床推进至 I 期。重磅品种丰富，未来有望形成 20+ 创新药矩阵，提供长远强劲增长动力。

图 5：2023H1 公司临床后期管线进展

2023 年进展	药品名称/代号	靶点	单药/联合	I 期	II 期	III 期	NDA	
NDA 受理 (6 项)	SHR-1209	PCSK9	单药	原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症				
			联合(降脂药)	血脂控制不佳的原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症				
			单药	杂合子家族性高胆固醇血症				
	SHR0302	JAK1	单药	成人和 12 岁及以上青少年特应性皮炎				
	SHR-1314	IL-17A	单药	中重度斑块状银屑病				
	SHR8028	环孢素 A	单药	干眼病(角结膜干燥症)				
	SHR8058	NOV03	单药	睑板腺功能障碍相关干眼病				
HRX0701	DPP-IV/二甲双胍	单药(复方)	2 型糖尿病					
进入 III 期临床 (6 项)	SHR-1703	IL-5	单药	嗜酸性肉芽肿性多血管炎				
	SHR7280	GnRH	单药	控制性超促排卵治疗				
	海曲泊帕乙醇胺	TPO-R	单药	化疗所致血小板减少症				
	SHR-A1811	HER2 ADC	单药	HER2 低表达复发/转移性乳腺癌				
	非布司他缓释片	/	单药	痛风伴高尿酸血症				
	盐酸伊立替康脂质体	/	联合(奥沙利铂、5-FU/LV、贝伐珠单抗)	一线治疗晚期结直肠癌				

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

拓展海外合作方面，2023 年 2 月，公司将自主研发的 EZH2 抑制剂 SHR2554 除大中华区以外的全球权益，有偿许可给 Treeline Biosciences；Treeline 已向公司支付 1,100 万美元首付款，并将按开发进度向公司支付累计不超过 4,500 万美元的开发里程碑款；进入商业销售阶段以后，Treeline 将根据实际年净销售额，向恒瑞支付累计不超过 6.5 亿美元的销售里程碑款；此外，Treeline 公司还将按照约定比例（10%-12.5%）根据实际年净销售额向公司支付销售提成。

2023 年 8 月，公司将自主研发的胸腺基质淋巴细胞生成素（TSLP）单克隆抗体除大中华区以外的全球权益，有偿许可给 One Bio, Inc.；One Bio 将向公司支付 2,500 万美元首付款和近期里程碑付款，并将按开发及商业化进度向公司支付累计不超过 10.25 亿美元的研发及销售里程碑款；此外，One Bio 还将按照约定比例根据实际年净销售额向公司支付销售提成。

表 1：公司 2023H1 海外拓展情况

时间	产品	合作方	协议内容	授权地区
2023 年 2 月	SHR2554 (EZH2 抑制剂)	Treeline Biosciences	向公司支付 1,100 万美元首付款，并将按开发进度向公司支付累计不超过 4,500 万美元的开发里程碑款 进入商业销售阶段以后，Treeline 将根据实际年净销售额，向恒瑞支付累计不超过 6.5 亿美元的销售里程碑款 Treeline 公司还将按照约定比例（10%-12.5%）根据实际年净销售额向公司支付销售提成	大中华区以外区域
2023 年 8 月	胸腺基质淋巴细胞生成素 (TSLP) 单克隆抗体	One Bio, Inc.	向公司支付 2,500 万美元首付款和近期里程碑付款，并将按开发及商业化进度向公司支付累计不超过 10.25 亿美元的研发及销售里程碑款 One Bio 还将按照约定比例根据实际年净销售额向公司支付销售提成	大中华区以外区域

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

## 公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)			
<b>流动资产</b>	30934.05	32233.96	36564.11	42455.46	营业收入	21275.27	23854.68	27613.36	32594.96	
现金	15110.68	14444.55	16591.49	19586.17	营业成本	3486.64	3908.95	4447.08	5163.28	
应收账款	5891.40	6758.83	7823.79	9235.24	营业税金及附加	190.39	212.31	245.76	290.10	
其它应收款	562.18	656.00	759.37	896.36	营业费用	7347.89	8110.59	9250.48	10756.34	
预付账款	1054.79	1211.78	1378.59	1600.62	管理费用	2306.48	2385.47	2706.11	3096.52	
存货	2450.57	2899.14	3298.25	3829.43	财务费用	-470.87	-490.00	-530.00	-580.00	
其他	5864.43	6263.67	6712.62	7307.64	资产减值损失	-146.68	0.00	0.00	0.00	
<b>非流动资产</b>	11420.95	13660.88	15345.07	16927.22	公允价值变动收益	76.50	0.00	0.00	0.00	
长期投资	767.86	1347.86	1927.86	2507.86	投资净收益	387.36	429.38	497.04	586.71	
固定资产	5383.16	6204.40	6923.60	7540.74	营业利润	4111.96	5016.06	6040.30	7431.23	
无形资产	519.90	597.90	675.90	753.90	营业外收入	2.08	2.30	2.30	2.30	
其他	4750.04	5510.72	5817.72	6124.72	营业外支出	145.55	156.00	156.00	156.00	
<b>资产总计</b>	42355.01	45894.84	51909.18	59382.68	利润总额	3968.49	4862.36	5886.60	7277.53	
<b>流动负债</b>	3639.22	4032.63	4419.70	4934.55	所得税	153.42	243.12	294.33	363.88	
短期借款	1260.94	1260.94	1260.94	1260.94	净利润	3815.07	4619.24	5592.27	6913.65	
应付账款	1486.97	1683.02	1914.71	2223.08	少数股东损益	-91.23	-101.62	-123.03	-152.10	
其他	891.31	1088.67	1244.04	1450.53	归属母公司净利润	3906.30	4720.87	5715.30	7065.75	
<b>非流动负债</b>	302.63	287.48	287.48	287.48	EBITDA	3945.91	5187.12	6273.41	7716.38	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.61	0.74	0.90	1.11	
其他	302.63	287.48	287.48	287.48						
<b>负债合计</b>	3941.85	4320.11	4707.19	5222.03	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
少数股东权益	589.35	487.72	364.69	212.59	营业收入	-17.87%	12.12%	15.76%	18.04%	
归属母公司股东权益	37823.81	41087.00	46837.30	53948.05	营业利润	-11.85%	21.99%	20.42%	23.03%	
<b>负债和股东权益</b>	42355.01	45894.84	51909.18	59382.68	归属母公司净利润	-13.77%	20.85%	21.06%	23.63%	
					毛利率	83.61%	83.61%	83.90%	84.16%	
					净利率	18.36%	19.79%	20.70%	21.68%	
					ROE	10.33%	11.49%	12.20%	13.10%	
					ROIC	7.98%	9.67%	10.48%	11.46%	
					资产负债率	9.31%	9.41%	9.07%	8.79%	
					净负债比率	10.26%	10.39%	9.97%	9.64%	
					流动比率	8.50	7.99	8.27	8.60	
					速动比率	7.36	6.81	7.07	7.37	
					总资产周转率	0.52	0.54	0.56	0.59	
					应收帐款周转率	4.04	3.77	3.79	3.82	
					应付帐款周转率	2.13	2.47	2.47	2.50	
					每股收益	0.61	0.74	0.90	1.11	
					每股经营现金	0.20	0.56	0.68	0.80	
					每股净资产	5.93	6.44	7.34	8.46	
					P/E	63.36	52.43	43.31	35.03	
					P/B	6.54	6.02	5.28	4.59	
					EV/EBITDA	58.80	45.19	37.03	29.71	
					PS	11.63	10.38	8.96	7.59	

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**程培**，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚玲	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn