

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

恒瑞医药 (600276)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

宋丹 联系人

联系电话: +86 15622304638

邮箱: songdan3@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 恒瑞医药：上市创新药增至 15 个，“双艾”在美申报获受理

2023 年 09 月 07 日

**事件：**公司发布 2023 半年报，2023 上半年实现收入 111.68 亿元 (yoy+9.19%)，归母净利润 23.08 亿元 (yoy+8.91%)。2023H1 创新药收入 49.62 亿元 (含税，占比为 44.43%)。2023Q2 实现收入 56.76 亿元 (yoy+19.51%)，归母净利润 10.69 亿元 (yoy+21.17%)。

**点评：**

## ➤ 上市创新药增至 15 个，6 项创新药申报上市未来可期

2023H1 创新药收入 49.62 亿元，**3 项创新药获批**，上市创新药已增至 **15 款**，阿得贝利单抗 (PD-L1，小细胞肺癌)、瑞格列汀 (DPP-4，2 型糖尿病)、奥特康唑 (重度外阴阴道假丝酵母菌病) 相继获批上市。**3 项新适应症获批**，“双艾”组合用于一线治疗晚期肝癌中国获批上市。**6 项创新药申报上市**，SHR-1314 (IL-17A，特应性皮炎)、SHR0302 (JAK1，银屑病)、SHR8058 (NOV03，干眼病)、SHR8028 (环孢素 A，干眼病)、SHR-1209 (PCSK9，高脂血症和高胆固醇血症) 及 HRX0701 (DPP-IV/二甲双胍，2 型糖尿病) 六项上市申请获受理。另有 80 多个自主创新产品正在临床开发，270 多项临床试验在国内外开展。

## ➤ 国际化进程稳步推进，“双艾”组合 NDA 获 FDA 受理

目前公司开展近 20 项创新药国际临床试验，卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼治疗晚期肝癌国际多中心 III 期研究达到主要研究终点，美国申报上市已获 FDA 受理。该研究主论文近日发表于《柳叶刀》主刊，结果表明，“双艾”组合治疗晚期肝癌中位总生存期达 22.1 个月，是目前已公布数据的晚期肝癌一线治疗关键研究中位总生存期最长的治疗方案。

2023 年 2 月，公司将 EZH2 抑制剂 SHR2554 除大中华区以外的全球权益授权给 Treeline，首付款 1100 万美元，里程碑付款至多 6.95 亿美元+年净销售额提成 (10%-12.5%)。8 月，公司将 TSLP 单抗除大中华区以外的全球权益授权给 One Bio，首付款 2,500 万美元+至多 10.25 亿美元里程碑款+销售提成。

## ➤ 集采致仿制药收入短期承压

2023H1 仿制药收入基本持平，诊疗复苏后手术麻醉、造影等产品以及新上市的仿制药销售同比增长明显，但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，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。

## ➤ 盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 240.55 亿元、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

282.33 亿元和 324.45 亿元；归母净利润分别为 49.46 亿元、62.33 亿元和 81.37 亿元；2023-2025 年 EPS 分别为 0.78 元、0.98 元和 1.28 元，对应 PE 估值分别为 53、42 和 32 倍。

- **风险因素：**市场拓展销售不及预期风险；市场同质化竞争风险；产品降价及集采风险；全球疫情等不可抗力风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	25,906	21,275	24,055	28,233	32,445
增长率 YoY %	-6.6%	-17.9%	13.1%	17.4%	14.9%
归属母公司净利润 (百万元)	4,530	3,906	4,946	6,233	8,137
增长率 YoY%	-28.4%	-13.8%	26.6%	26.0%	30.6%
毛利率%	85.6%	83.6%	82.7%	83.4%	84.0%
净资产收益率ROE%	12.9%	10.3%	11.8%	13.4%	15.3%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.61	0.78	0.98	1.28
市盈率 P/E(倍)	57.35	66.51	52.53	41.69	31.93
市净率 P/B(倍)	7.42	6.87	6.21	5.58	4.87

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 9 月 6 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	30,188	30,934	36,319	40,952	49,174	
货币资金	13,631	15,111	20,387	25,136	32,443	
应收票据	1,081	503	834	656	984	
应收账款	4,633	5,891	4,200	3,685	3,126	
预付账款	973	1,055	1,202	1,370	1,512	
存货	2,403	2,451	3,488	3,533	3,949	
其他	7,468	5,924	6,208	6,572	7,160	
<b>非流动资产</b>	9,078	11,421	12,150	12,757	13,113	
长期股权投资	193	768	868	1,068	1,068	
固定资产(合)	4,463	5,383	6,168	6,827	7,382	
无形资产	442	520	605	688	772	
其他	3,980	4,750	4,509	4,174	3,892	
<b>资产总计</b>	39,266	42,355	48,469	53,709	62,287	
<b>流动负债</b>	3,402	3,639	5,801	6,436	8,439	
短期借款	0	1,261	2,102	3,082	4,016	
应付票据	466	281	526	410	618	
应付账款	1,787	1,487	2,278	2,000	2,728	
其他	1,149	611	895	944	1,077	
<b>非流动负债</b>	293	303	303	303	303	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	293	303	303	303	303	
<b>负债合计</b>	3,694	3,942	6,103	6,739	8,741	
少数股东权益	569	589	495	368	205	
归属母公司	35,003	37,824	41,870	46,603	53,340	
<b>负债和股东权益</b>	39,266	42,355	48,469	53,709	62,287	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	25,906	21,275	24,055	28,233	32,445	
同比(%)	-6.6%	-17.9%	13.1%	17.4%	14.9%	
归属母公司净利润	4,530	3,906	4,946	6,233	8,137	
同比(%)	-28.4%	-13.8%	26.6%	26.0%	30.6%	
毛利率(%)	85.6%	83.6%	82.7%	83.4%	84.0%	
ROE%	12.9%	10.3%	11.8%	13.4%	15.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.61	0.78	0.98	1.28	
P/E	57.35	66.51	52.53	41.69	31.93	
P/B	7.42	6.87	6.21	5.58	4.87	
EV/EBITDA	67.37	58.80	40.52	32.11	26.10	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	25,90	21,275	24,055	28,233	32,445	
营业成本	3,742	3,487	4,168	4,674	5,187	
营业税金及附加	202	190	206	245	281	
销售费用	9,384	7,348	7,698	8,893	10,058	
管理费用	2,860	2,306	2,526	2,823	3,082	
研发费用	5,943	4,887	5,244	6,070	6,813	
财务费用	-338	-471	-224	-290	-343	
减值损失合	-14	-147	506	272	339	
投资净收益	213	387	358	452	507	
其他	353	343	-328	-251	-11	
<b>营业利润</b>	4,665	4,112	4,974	6,289	8,201	
营业外收支	-199	-143	0	0	0	
<b>利润总额</b>	4,466	3,968	4,974	6,289	8,201	
所得税	-18	153	122	184	226	
<b>净利润</b>	4,484	3,815	4,852	6,105	7,975	
少数股东损	-46	-91	-94	-128	-163	
<b>归属母公司</b>	4,530	3,906	4,946	6,233	8,137	
EBITDA	4,615	3,946	5,963	7,408	8,868	
EPS(当年)(元)	0.71	0.61	0.78	0.98	1.28	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	4,219	1,265	6,585	6,424	8,760	
净利润	4,484	3,815	4,852	6,105	7,975	
折旧摊销	541	644	792	879	976	
财务费用	5	6	78	118	160	
投资损失	-253	-457	-358	-452	-507	
营运资金变	-437	-2,813	1,087	-578	59	
其它	-121	70	134	351	97	
<b>投资活动现金流</b>	-546	390	-1,171	-1,038	-828	
资本支出	-1,649	-1,972	-1,429	-1,290	-1,335	
长期投资	842	2,196	-100	-200	0	
其他	260	166	358	452	507	
<b>筹资活动现金流</b>	-998	-319	-138	-637	-626	
吸收投资	342	379	100	0	0	
借款	0	1,260	841	981	934	
支付利息或股息	-1,066	-1,016	-1,078	-1,618	-1,560	
<b>现金流净增加额</b>	2,657	1,417	5,277	4,748	7,307	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在 PPC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**阮帅**，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

**吴欣**，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**赵骁翔**，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

**曹佳琳**，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**宋丹**，团队成员，中山大学中山医学院基础医学硕士，2 年证券从业经验，2 年创新药研发产业工作经验，曾任职于方正证券研究所、强生研发部。2023 年加入信达证券，负责创新药板块行业研究。

**章钟涛**，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。