

恒瑞医药 (600276.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

卡瑞利珠单抗联用治疗肝癌签署海外授权协议

事件

2023年10月17日，公司公告，将公司自主研发的1类新药、PD-1抑制剂卡瑞利珠单抗（商品名：艾瑞卡）与Rivoceranib（国内上市产品名称为阿帕替尼，商品名：艾坦）联合用于治疗肝癌（“联合疗法”）在除大中华区和韩国以外全球范围内开发及商业化的独家权利有偿许可给美国Elevar Therapeutics公司。

点评

卡瑞利珠单抗获批适应症和覆盖瘤种数量领先，与Elevar合作有望拓宽海外市场。①卡瑞利珠单抗是公司自主研发的PD-1单抗，于2019年5月获NMPA批准上市，目前已在肺癌、肝癌、食管癌、鼻咽癌及淋巴瘤五大瘤种中获批了9个适应症，为获批适应症和覆盖瘤种数量领先的国产PD-1产品。②根据此次协议条款，基于卡瑞利珠单抗在美国、日本和约定的欧洲国家分别首次获批上市及未来每年净销售额实际情况，Elevar将在达到一定累计净销售额后向公司支付累计6亿美元的销售里程碑款，在超过一定累计净销售额后额外付款。并且Elevar将支付达到实际年净销售额20.5%的销售提成。本协议的签署有助于拓宽卡瑞利珠单抗的海外市场，有望进一步提升公司创新品牌和海外业绩。

“双艾”组合肝癌适应症FDA获批，肝癌适应症经治疗可有效延长总生存期。①据GLOBOCAN 2020公布数据，肝癌为全球第6位高发肿瘤，死亡率高居第3，为肝癌患者提供全新有效的治疗手段是临床未满足的迫切需求。2021年4月，卡瑞利珠单抗（艾瑞卡®）联合阿帕替尼（艾坦®）一线治疗不可切除或转移性肝细胞癌适应症获得美国FDA孤儿药资格认定。②卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼（“双艾”组合）于2023年初获NMPA批准用于一线治疗晚期肝细胞癌，这也是全球首个获批的用于治疗晚期肝细胞癌的PD-1抑制剂与小分子抗血管生成药物组合。2023年7月，“双艾”组合肝癌一线治疗适应症美国申报上市获FDA受理。③2023年7月，“双艾”组合用于治疗晚期不可切除肝细胞癌的全球多中心III期临床研究主论文发表于国际顶级医学期刊《柳叶刀》主刊，结果表明，“双艾”组合一线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。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计公司2023/24/25年营收237/276/322亿元，归母净利润46/54/63亿元。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发及商业推广不达预期、市场竞争加剧等风险。

医药组

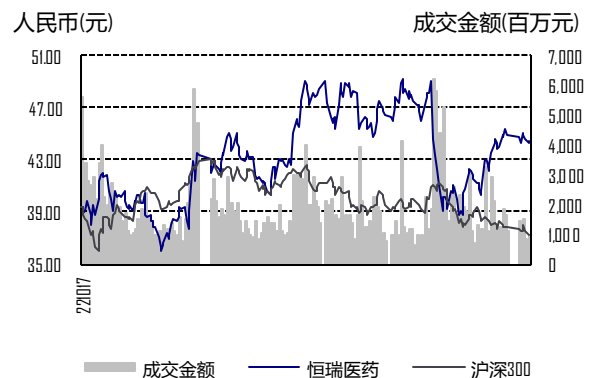
分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：44.47元

相关报告：

- 1.《恒瑞医药公司点评：创新药临床价值凸显，业绩重回增长轨道》，2023.8.19
- 2.《恒瑞医药公司点评：股权激励彰显龙头信心，创新药驱动长期成长》，2023.8.1
- 3.《恒瑞医药公司点评：拟股份回购用于员工持股计划，业绩拐点已现新...》，2023.5.16



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,906	21,275	23,681	27,581	32,186
营业收入增长率	-6.59%	-17.87%	11.31%	16.47%	16.70%
归母净利润(百万元)	4,530	3,906	4,580	5,416	6,291
归母净利润增长率	-28.41%	-13.77%	17.25%	18.24%	16.16%
摊薄每股收益(元)	0.708	0.612	0.718	0.849	0.986
每股经营性现金流净额	0.66	0.20	1.38	0.79	0.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.94%	10.33%	11.35%	12.19%	12.80%
P/E	71.60	62.92	61.93	52.38	45.09
P/B	9.27	6.50	7.03	6.38	5.77

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	27,735	25,906	21,275	23,681	27,581	32,186	货币资金	10,805	13,631	15,111	20,939	22,765	25,191	
增长率	-6.6%	-17.9%	11.3%	16.5%	16.7%		应收款项	8,827	7,542	8,904	7,336	8,544	9,971	
主营业务成本	-3,349	-3,742	-3,487	-3,967	-4,620	-5,391	存货	1,778	2,403	2,451	2,216	2,581	3,012	
%销售收入	12.1%	14.4%	16.4%	16.8%	16.8%	16.8%	其他流动资产	6,640	6,612	4,469	3,924	4,308	4,666	
毛利	24,386	22,164	17,789	19,715	22,961	26,795	流动资产	28,050	30,188	30,934	34,415	38,198	42,839	
%销售收入	87.9%	85.6%	83.6%	83.3%	83.3%	83.3%	%总资产	80.8%	76.9%	73.0%	77.6%	78.1%	79.0%	
营业税金及附加	-257	-202	-190	-237	-276	-322	长期投资	1,502	1,001	1,508	1,508	1,508	1,508	
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	4,585	6,122	6,576	7,158	7,596	7,890	
销售费用	-9,803	-9,384	-7,348	-7,898	-9,102	-10,557	%总资产	13.2%	15.6%	15.5%	16.1%	15.5%	14.5%	
%销售收入	35.3%	36.2%	34.5%	33.4%	33.0%	32.8%	无形资产	539	1,012	2,572	1,151	1,452	1,791	
管理费用	-3,067	-2,860	-2,306	-2,368	-2,758	-3,219	非流动资产	6,680	9,078	11,421	9,960	10,740	11,413	
%销售收入	11.1%	11.0%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	19.2%	23.1%	27.0%	22.4%	21.9%	21.0%	
研发费用	-4,989	-5,943	-4,887	-5,210	-6,068	-7,081	资产总计	34,730	39,266	42,355	44,375	48,938	54,252	
%销售收入	18.0%	22.9%	23.0%	22.0%	22.0%	22.0%	短期借款	0	0	1,261	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	6,271	3,775	3,057	4,002	4,758	5,616	应付款项	3,229	2,953	2,050	2,924	3,401	3,966	
%销售收入	22.6%	14.6%	14.4%	16.9%	17.3%	17.5%	其他流动负债	542	448	329	298	348	406	
财务费用	182	338	471	318	424	467	流动负债	3,772	3,402	3,639	3,223	3,749	4,372	
%销售收入	-0.7%	-1.3%	-2.2%	-1.3%	-1.5%	-1.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-14	-10	-173	0	0	0	其他长期负债	171	293	303	246	271	294	
公允价值变动收益	16	36	77	0	0	0	负债	3,943	3,694	3,942	3,469	4,020	4,666	
投资收益	341	213	387	200	200	200	普通股股东权益	30,504	35,003	37,824	40,367	44,429	49,147	
%税前利润	5.0%	4.8%	9.8%	4.3%	3.6%	3.1%	其中：股本	5,332	6,396	6,379	6,379	6,379	6,379	
营业利润	7,007	4,665	4,112	4,820	5,682	6,584	未分配利润	20,844	22,873	25,520	28,956	33,017	37,735	
营业利润率	25.3%	18.0%	19.3%	20.4%	20.6%	20.5%	少数股东权益	283	569	589	539	489	439	
营业外收支	-112	-199	-143	-150	-150	-150	负债股东权益合计	34,730	39,266	42,355	44,375	48,938	54,252	
税前利润	6,895	4,466	3,968	4,670	5,532	6,434	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	24.9%	17.2%	18.7%	19.7%	20.1%	20.0%	每股指标							
所得税	-587	18	-153	-140	-166	-193	每股收益	1.187	0.708	0.612	0.718	0.849	0.986	
所得税率	8.5%	-0.4%	3.9%	3.0%	3.0%	3.0%	每股净资产	5.721	5.473	5.929	6.328	6.965	7.704	
净利润	6,309	4,484	3,815	4,530	5,366	6,241	每股经营现金净流	0.644	0.660	0.198	1.381	0.786	0.922	
少数股东损益	-19	-46	-91	-50	-50	-50	每股股利	0.220	0.230	0.200	0.180	0.212	0.247	
归属于母公司的净利润	6,328	4,530	3,906	4,580	5,416	6,291	回报率							
净利率	22.8%	17.5%	18.4%	19.3%	19.6%	19.5%	净资产收益率	20.75%	12.94%	10.33%	11.35%	12.19%	12.80%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	18.22%	11.54%	9.22%	10.32%	11.07%	11.60%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	18.62%	10.65%	7.39%	9.49%	10.27%	10.99%	
净利润	6,309	4,484	3,815	4,530	5,366	6,241	增长率							
少数股东损益	-19	-46	-91	-50	-50	-50	主营业务收入增长率	19.09%	-6.59%	-17.87%	11.31%	16.47%	16.70%	
非现金支出	486	551	817	764	920	1,078	EBIT 增长率	14.08%	-39.81%	-19.00%	30.90%	18.88%	18.05%	
非经营收益	-340	-379	-554	124	-42	-41	净利润增长率	18.78%	-28.41%	-13.77%	17.25%	18.24%	16.16%	
营运资金变动	-3,023	-437	-2,813	3,392	-1,230	-1,393	总资产增长率	26.03%	13.06%	7.87%	4.77%	10.28%	10.86%	
经营活动现金净流	3,432	4,219	1,265	8,810	5,014	5,884	资产管理能力							
资本开支	-551	-1,649	-1,972	374	-1,800	-1,850	应收账款周转天数	65.7	68.4	90.3	68.4	68.4	68.4	
投资	2,007	842	2,196	-200	-200	-200	存货周转天数	184.5	203.9	254.0	203.9	203.9	203.9	
其他	341	260	166	200	200	200	应付账款周转天数	142.5	151.9	171.4	151.9	151.9	151.9	
投资活动现金净流	1,798	-546	390	374	-1,800	-1,850	固定资产周转天数	43.2	62.9	92.4	90.4	82.1	72.5	
股权募资	1,320	342	379	-892	0	0	偿债能力							
债权募资	0	0	1,260	-1,249	13	14	净负债/股东权益	-53.38%	-52.63%	-43.24%	-58.42%	-57.72%	-57.58%	
其他	-1,029	-1,340	-1,958	-1,180	-1,362	-1,582	EBIT 利息保障倍数	-34.5	-11.2	-6.5	-12.6	-11.2	-12.0	
筹资活动现金净流	291	-998	-319	-3,321	-1,349	-1,567	资产负债率	11.35%	9.41%	9.31%	7.82%	8.22%	8.60%	
现金净流量	5,432	2,657	1,417	5,862	1,865	2,467								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-30	买入	35.52	N/A
2	2022-08-20	买入	35.90	N/A
3	2022-10-30	买入	38.95	N/A
4	2023-01-13	买入	37.79	52.30~52.30
5	2023-02-13	买入	43.60	N/A
6	2023-05-16	买入	47.44	N/A
7	2023-08-01	买入	44.58	N/A
8	2023-08-19	买入	39.95	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

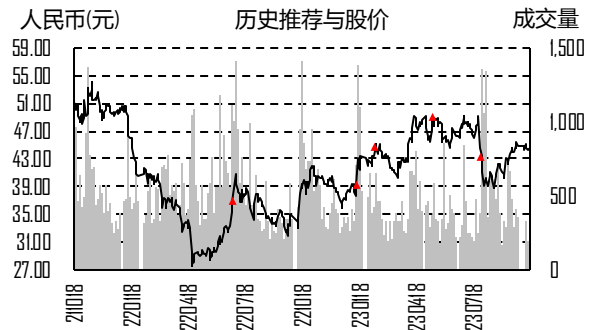
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806