



恒瑞医药 (600276.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

创新驱动强劲，出海布局达成多项里程碑

业绩简评

2024年4月17日，公司发布2023年年度报告以及2024Q1报告。2023年，公司实现收入228.20亿元(+7.26%，同比，下同)；归母净利润43.02亿元(+10.14%)；扣非归母净利润41.41亿元(+21.46%)。单季度看，公司2023年Q4实现收入58.06亿元(+8.9%)；归母净利润8.29亿元(+13.3%)；扣非归母净利润7.81亿元(+118.2%)。2024年Q1营收59.98亿元(+9.2%)；归母净利润13.69亿元(+10.48%)，扣非归母净利润14.40亿元(+18.06%)。

经营分析

创新转型成果逐步兑现。随着上市药品的不断放量，创新药正逐渐成为驱动公司业绩增长的主要推动力，2023年公司创新药收入达106.37亿元(不含对外许可收入)，同比增长22.1%，占总收入比重达41.61%。此外，公司去年推动3款1类创新药(阿得贝利单抗、磷酸瑞格列汀、奥特康唑)、4款2类新药(盐酸右美托咪定鼻喷雾剂、醋酸阿比特龙纳米晶、盐酸伊立替康脂质体、恒格列净二甲双胍缓释片)获批上市。

公司对外BD加速，产品出海在即。2023年公司与多家海外药企共达成5项对外授权，交易总金额超40亿美元，涉及产品包括EZH2抑制剂SHR2554，TSLP单抗SHR-1905，HER1/HER2/HER4靶向药物马来酸吡咯替尼，PD-1抑制剂卡瑞利珠单抗肝癌联合疗法，PARP抑制剂HRS-1167和Claudin 18.2 ADC SHR-A1904，其中PARP抑制剂和Claudin 18.2 ADC均授权给德国默克，这是公司首次与全球大型跨国企业达成战略合作，交易总额可达14亿欧元。此外，2023年7月卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼用于晚期肝癌一线治疗适应症BLA申请获得美国FDA受理，目标审评日期为2024年5月31日，海外商业化启动在即。与此同时，公司多个项目在美国、欧洲、亚太等国家和地区获得临床试验资格，HER2 ADC、Claudin 18.2 ADC、TROP2 ADC、HER3 ADC、CD79b ADC、Nectin-4 ADC等6款ADC以及PVRIG-TIGIT双抗等肿瘤创新产品以及SHR-1707(抗Aβ单抗)、Edralbrutinib等非肿瘤创新药均已实现国内外同步研发。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司发展前景，预计2024/2025/2026年公司营收276/322/377亿元，同比增长21%/17%/17%；归母净利润55亿/66亿/82亿元，同比增长28%/20%/23%，维持“买入”评级。

风险提示

临床研发不及预期风险，竞争加剧导致销售不及预期风险，国际化进程不及预期，集采中选产品降幅过大等风险。

医药组

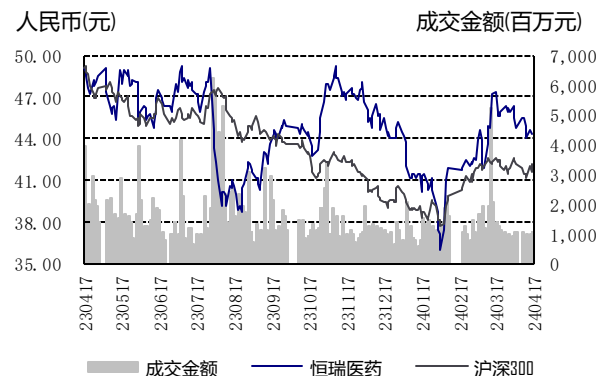
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币)：44.39元

相关报告：

- 《恒瑞医药公司点评：营收利润双升，费用率优化，国际化加速》，2023.10.26
- 《恒瑞医药公司点评：卡瑞利珠单抗联用治疗肝癌签署海外授权协议》，2023.10.18
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,275	22,820	27,600	32,200	37,700
营业收入增长率	-17.87%	7.26%	20.95%	16.67%	17.08%
归母净利润(百万元)	3,906	4,302	5,527	6,645	8,204
归母净利润增长率	-13.77%	10.14%	28.47%	20.22%	23.46%
摊薄每股收益(元)	0.612	0.674	0.866	1.042	1.286
每股经营性现金流净额	0.20	1.20	0.38	0.93	1.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.33%	10.63%	12.36%	13.30%	14.49%
P/E	62.92	67.06	51.23	42.61	34.52
P/B	6.50	7.13	6.33	5.67	5.00

来源：公司年报、国金证券研究所



后续创新产品储备丰富，提供持续增长动能。2023 年内公司研发管线中共有 14 项上市申请获 NMPA 受理，12 项临床推进至 III 期，35 项临床推进至 II 期，30 项临床推进至 I 期。

公司研发投入规模据行业前列。去年公司累计研发投入达到 61.50 亿元，研发费用率占 26.95%，其中研发费用 49.54 亿元，同比增长 1.38%。

公司多项在研临床项目展现出 BIC 潜力：(1) 全球多中心 III 期临床研究 (CARES-310 研究) 结果显示卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼一线治疗晚期肝癌患者中位总生存期 (mOS) 达到 22.1 个月，为目前已经公布数据的晚期肝癌一线治疗关键研究中位 OS 最长的治疗方案，该方案于 2023 年 1 月在中国获批，在美国递交的 BLA 申请已获受理。(2) 阿得贝利单抗联合化疗一线治疗广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC) 更新 3 年生存数据，中位 OS 达 15.3 个月，降低死亡风险达 27%，患者的 3 年 OS 率达 21.1%，超过 1/5 的患者生存期突破 3 年，阿得贝利单抗是目前已公布数据中唯一 3 年 OS 率超过 20% 的 PD-L1 抑制剂，也是首个公布中国 ES-SCLC 患者三年生存数据的 PD-L1 抑制剂。

公司布局多种创新技术平台。公司广泛布局多肽、PROTAC、单/双抗体药、ADC 药物、小核酸、核药、mRNA、结构生物学、AI 药物研发等技术平台。其中 ADC 技术平台进度领先，截至目前已有 11 个新型、具有差异化的 ADC 分子成功获批临床，进度最快的是 HER2-ADC SHR-A1811 目前正在国内开展治疗乳腺癌以及胃癌或胃食管结合部腺癌的 III 期临床。

公司 2023 年全年费用支出保持稳定，经营活动现金流净额改善明显。2023 年公司销售费用为 75.8 亿元 (+3.12%)，管理费用 24.2 亿元 (+4.79%)，财务费用-4.8 亿元 (+1.6%)，研发费用 49.6 亿元 (+1.38%)。现金流方面，因收入增长以及客户回款加快，公司 2023 年经营活动现金流净额达到 76.4 亿元，同比大涨 504.12%。



图表1: 报告期内公司对外许可交易项目

产品名称/代号 (靶点)	交易时间	交易对方	主要内容
SHR2554 (EZH2)	2023年2月	Treeline Bioscience	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, 向公司支付累计不超过 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根据实际年净销售额向公司支付销售提成。
SHR-1905 (TSLP)	2023年8月	One Bio, Inc. (已被 GSK 收购)	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. (已被 GSK 收购); One Bio 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, 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。
马来酸吡咯替尼 (HER1/HER2/HER4)	2023年10月	Dr. Reddy's	公司将自主研发的人表皮生长因子 1/2/4 (HER1/HER2/HER4) 靶向药物吡咯替尼在印度范围内开发及商业化的独家权利, 有偿许可给 Dr. Reddy's (瑞迪博士实验室); Dr. Reddy's 已向公司支付 300 万美元首付款; 进入商业化阶段以后, Dr. Reddy's 将向公司支付累计不超过 1.525 亿美元的销售里程碑款; 此外, Dr. Reddy's 还将根据实际年净销售额向公司支付两位数比例的销售提成。公司将自主研发的 PD-1 抑制剂卡瑞利珠单抗肝癌联合疗法有偿许可给 Elevar Therapeutics, Elevar Therapeutics 获得在除大中华区和韩国以外的全球范围内开发和商业化卡瑞利珠单抗与 Rivoceranib (国内上市产品名称为阿帕替尼) 联合用于治疗肝癌的独家权利; 进入商业销售阶段以后, Elevar Therapeutics 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, 并在超过一定累计净销售额后额外付款; 此外, Elevar Therapeutics 将向公司支付达到实际年净销售额 20.5% 的销售提成。
卡瑞利珠单抗 (PD-1)	2023年10月	Elevar Therapeutics	公司将自主研发的 PARP1 小分子抑制剂 HRS-1167 在中国大陆以外的全球范围内开发、生产和商业化的独家权利及在中国大陆与公司共同商业化的选择权, 和靶向 Claudin 18.2 的抗体药物偶联物 (ADC) SHR-A1904 在中国大陆以外的全球范围内开发、生产和商业化的独家选择权及在中国大陆与公司共同商业化的选择权, 有偿许可给 Merck Healthcare; Merck Healthcare 将向公司支付 1.6 亿欧元的首付款、高至 9000 万欧元的技术转移费和行权费, 以及研发里程碑付款、销售里程碑付款, 以上潜在的付款总额可能高达 14 亿欧元; 此外, Merck Healthcare 将根据实际年净销售额向公司支付两位数比例的销售提成。
HRS-1167 (PARP1) 及 SHR-A1904 (Claudin 18.2 ADC)	2023年10月	Merck Healthcare	

来源: 公司年报, 国金证券研究所

风险提示

临床研发不及预期风险。新药研发具有风险高、投入大、周期长的特点, 若公司在研品种研发不及预期, 可能将对公司的业绩造成不利影响。

竞争加剧导致销售不及预期风险。部分靶点药企布局较为集中, 可能导致未来竞争格局加剧, 影响公司营收。

国际化进程不及预期等风险。美国是全球药价高地, 也是未来公司业绩实现快速增长的重要推动力, 若公司产品在海外的申报或商业化不及预期, 可能会对公司的业绩预期造成不利影响。

集采中选产品降幅过大。公司积极响应国家药品集采, 如果公司在未来的集采中中选药品价格降幅超出市场预期, 可能会对公司业绩造成不良影响。


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)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	25,906	21,275	22,820	27,600	32,200	37,700	货币资金	13,631	15,111	20,746	19,858	22,585	26,103
增长率		-17.9%	7.3%	20.9%	16.7%	17.1%	应收款项	7,542	8,904	6,573	10,037	11,381	13,111
主营业务成本	-3,742	-3,487	-3,525	-4,168	-4,766	-5,429	存货	2,403	2,451	2,314	2,861	3,248	3,684
%销售收入	14.4%	16.4%	15.4%	15.1%	14.8%	14.4%	其他流动资产	6,612	4,469	1,654	2,949	3,690	4,202
毛利	22,164	17,789	19,295	23,432	27,434	32,271	流动资产	30,188	30,934	31,287	35,706	40,904	47,101
%销售收入	85.6%	83.6%	84.6%	84.9%	85.2%	85.6%	%总资产	76.9%	73.0%	71.5%	74.3%	76.3%	77.8%
营业税金及附加	-202	-190	-219	-265	-312	-369	长期投资	1,001	1,508	1,451	1,461	1,501	1,571
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	6,122	6,576	6,552	6,574	6,638	7,131
销售费用	-9,384	-7,348	-7,577	-8,832	-10,175	-11,612	%总资产	15.6%	15.5%	15.0%	13.7%	12.4%	11.8%
%销售收入	36.2%	34.5%	33.2%	32.0%	31.6%	30.8%	无形资产	1,012	2,572	3,712	3,808	3,988	4,163
管理费用	-2,860	-2,306	-2,417	-2,881	-3,326	-3,876	非流动资产	9,078	11,421	12,497	12,355	12,687	13,471
%销售收入	11.0%	10.8%	10.6%	10.4%	10.3%	10.3%	%总资产	23.1%	27.0%	28.5%	25.7%	23.7%	22.2%
研发费用	-5,943	-4,887	-4,954	-6,033	-7,090	-8,396	资产总计	39,266	42,355	43,785	48,061	53,591	60,572
%销售收入	22.9%	23.0%	21.7%	21.9%	22.0%	22.3%	短期借款	0	1,261	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	3,775	3,057	4,127	5,421	6,530	8,019	应付款项	2,953	2,050	2,119	2,046	2,283	2,568
%销售收入	14.6%	14.4%	18.1%	19.6%	20.3%	21.3%	其他流动负债	448	329	435	516	553	590
财务费用	338	471	478	394	412	476	流动负债	3,402	3,639	2,554	2,562	2,835	3,157
%销售收入	-1.3%	-2.2%	-2.1%	-1.4%	-1.3%	-1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-10	-173	-90	0	0	0	其他长期负债	293	303	198	226	246	263
公允价值变动收益	36	77	-58	60	65	70	负债	3,694	3,942	2,751	2,788	3,082	3,420
投资收益	213	387	-49	-30	-10	20	普通股股东权益	35,003	37,824	40,466	44,717	49,959	56,631
%税前利润	4.8%	9.8%	n.a	n.a	n.a	0.2%	其中：股本	6,396	6,379	6,379	6,379	6,379	6,379
营业利润	4,665	4,112	4,910	6,145	7,347	8,984	未分配利润	22,873	25,520	28,803	33,054	38,296	44,968
营业利润率	18.0%	19.3%	21.5%	22.3%	22.8%	23.8%	少数股东权益	569	589	567	555	550	520
营业外收支	-199	-143	-243	-150	-130	-100	负债股东权益合计	39,266	42,355	43,785	48,061	53,591	60,572
税前利润	4,466	3,968	4,667	5,995	7,217	8,884	比率分析						
利润率	17.2%	18.7%	20.5%	21.7%	22.4%	23.6%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	18	-153	-389	-480	-577	-711	每股指标						
所得税率	-0.4%	3.9%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%	每股收益	0.708	0.612	0.674	0.866	1.042	1.286
净利润	4,484	3,815	4,278	5,515	6,640	8,174	每股净资产	5.473	5.929	6.344	7.010	7.832	8.878
少数股东损益	-46	-91	-25	-12	-5	-30	每股经营现金净流	0.660	0.198	1.198	0.381	0.928	1.127
归属于母公司的净利润	4,530	3,906	4,302	5,527	6,645	8,204	每股股利	0.220	0.230	0.200	0.200	0.220	0.240
净利率	17.5%	18.4%	18.9%	20.0%	20.6%	21.8%	回报率						
							净资产收益率	12.94%	10.33%	10.63%	12.36%	13.30%	14.49%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.54%	9.22%	9.83%	11.50%	12.40%	13.54%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	10.65%	7.39%	9.20%	10.99%	11.87%	12.89%
净利润	4,484	3,815	4,278	5,515	6,640	8,174	增长率						
少数股东损益	-46	-91	-25	-12	-5	-30	主营业务收入增长率	-6.59%	-17.87%	7.26%	20.95%	16.67%	17.08%
非现金支出	551	817	884	746	862	1,001	EBIT增长率	-39.81%	-19.00%	35.00%	31.34%	20.47%	22.80%
非经营收益	-379	-554	-54	448	82	18	净利润增长率	-28.41%	-13.77%	10.14%	28.47%	20.22%	23.46%
营运资金变动	-437	-2,813	2,536	-4,278	-1,663	-2,007	总资产增长率	13.06%	7.87%	3.38%	9.77%	11.51%	13.03%
经营活动现金净流	4,219	1,265	7,644	2,432	5,922	7,186	资产管理能力						
资本开支	-1,649	-1,972	-1,464	-1,014	-1,235	-1,765	应收账款周转天数	68.4	90.3	88.7	92.8	90.1	88.7
投资	842	2,196	2,590	-970	-510	-350	存货周转天数	203.9	254.0	246.7	250.6	248.8	247.7
其他	260	166	96	-30	-10	20	应付账款周转天数	151.9	171.4	142.7	133.5	131.1	130.8
投资活动现金净流	-546	390	1,222	-2,014	-1,755	-2,095	固定资产周转天数	62.9	92.4	87.2	73.7	66.2	59.3
股权募资	342	379	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	1,260	-1,260	4	4	5	净负债/股东权益	-52.63%	-43.24%	-50.80%	-46.34%	-47.99%	-49.18%
其他	-1,340	-1,958	-1,884	-1,282	-1,411	-1,539	EBIT利息保障倍数	-11.2	-6.5	-8.6	-13.7	-15.9	-16.9
筹资活动现金净流	-998	-319	-3,144	-1,278	-1,406	-1,535	资产负债率	9.41%	9.31%	6.28%	5.80%	5.75%	5.65%
现金净流量	2,657	1,417	5,734	-860	2,760	3,557							

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
买入	1	9	20	26	87
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.07	1.10

来源：聚源数据

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

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。



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。

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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究