



买入（维持）

所属行业：医药生物/化学制药
当前价格(元)：41.68

证券分析师

李霖阳

资格编号：S0120523080003

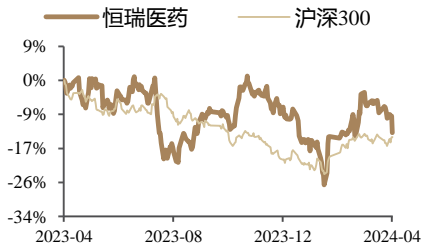
邮箱：lijy7@tebon.com.cn

陈进

资格编号：S0120521110001

邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.14	1.15	6.84
相对涨幅(%)	-10.14	-4.94	-3.71

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《恒瑞医药(600276.SH): Q3 业绩略超预期，迈入新一轮创新增长期》，2023.10.26
- 《恒瑞医药(600276.SH): 业绩反转明确，创新驱动重回增长通道》，2023.8.20
- 《恒瑞医药(600276.SH): 新一轮创新药兑现周期，业绩有望加速》，2023.7.10
- 《恒瑞医药(600276.SH): 王者归来，拥抱全面创新新周期》，2023.5.21

恒瑞医药(600276.SH): 业绩符合预期，第二成长曲线明确

投资要点

- 2023 年业绩**：2023 年全年，公司实现营业收入 228.20 亿元，同比增长 7.26%；归母净利润 43.02 亿元，同比增长 10.14%；扣非归母净利润 41.41 亿元，同比增长 21.46%。2023 年公司累计研发投入 61.50 亿元，其中费用化研发投入 49.54 亿元。2024 年第一季度，公司实现营收 59.98 亿元，同比增长 9.2%，实现归母净利润 13.69 亿元，同比增长 10.48%。
- 创新价值凸显，驱动收入增长**：2023 年公司创新药收入达 106.37 亿元，实现了同比 22.1% 的增长。2023 年公司 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 类新药获批上市，同时瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净 3 款创新药正式执行医保价格，驱动了收入的增长。仿制药收入略有下滑：第二批集采产品 23 年销售额同比减少 7.02 亿元，第七批集采涉及产品 23 年内销售额同比减少 9.11 亿元。
- 进入“全面创新”新时代，在研创新药驱动第二轮增长**：

1) **肿瘤领域**：公司 ADC 平台已有 11 个新型、具有差异化的 ADC 分子成功获批临床，其中 SHR-A1811 (HER2-ADC)、SHR-A1904 (CLDN18.2 ADC)、SHR-A1921 (TROP2 ADC) 已处于三期阶段，临床推进迅速。达尔西利正在开展 HR+/HER2-乳腺癌术后辅助治疗的 III 期研究，计划纳入超 4000 人；苹果酸法米替尼 2023 年 12 月宫颈癌适应症 NDA 获 CDE 受理；PD-L1 & TGF- β 双抗处于三期及澳洲一期；EZH2 (SHR2554) 处于 II 期关键临床 (T 细胞淋巴瘤)；

2) **代谢领域**，多个产品处于 NDA 和三期阶段，瑞格列汀 (DPP-IV 抑制剂) 已于 2023 年 6 月国内获批上市，HR20031 (DPP-IV/二甲双胍/SGLT2)、HRX0701 (DPP-IV/二甲双胍) 已处于 NDA 阶段，HR17031 (胰岛素/GLP-1) 已处于三期阶段，HRS-7535 (GLP-1 口服) 减重和糖尿病处于二期，HRS9531 (GLP-1/GIP) 处于二期；

3) **风湿免疫领域**，夫那奇珠单抗 (IL-17A) 23 年 4 月银屑病 NDA 获 CDE 受理，2024 年 2 月强直 NDA 获 CDE 受理；艾玛昔替尼 (JAK1) 23 年 8 月强直 NDA 获 CDE 受理，2023 年 11 月中重度特应性皮炎、类风湿关节炎 NDA 获 CDE 受理；SHR4640 (URAT1) 处于三期阶段。SHR-1703 (IL-5) 处于三期。

4) **大慢病领域**，在心血管、抗感染、眼科、呼吸、疼痛、肾病等大专科领域布局丰富的管线。奥特康唑 (CYP51 酶抑制剂/外阴阴道假丝酵母菌病) 2023 年 6 月获批。泰吉利定术后镇痛于 2024 年 1 月获批；SHR8058 干眼病适应症 2023 年 2 月 NDA 获 CDE 受理，SHR8028 (环孢素 A/干眼病) 2023 年 3 月干眼病适应症 NDA 获得 CDE 受理。我们预计未来 1-3 年将有多款新药上市，公司业绩将迎来新一轮加速成长。

- 国际化再上新台阶，BD 总额超 40 亿美金，多项海外临床开发中**：2023 年内，公司已达成 5 项对外许可交易 (EZH2 抑制剂 SHR2554、TSLP 单抗 SHR-1905、HER1/HER2/HER4 靶向药马来酸吡咯替尼片、PD-1 抑制剂卡瑞利珠单抗肝癌联合疗法、PARP1 抑制剂 HRS-1167、Claudin 18.2 ADC SHR-A1904)，交易总金额超 40 亿美金。公司未来将通过自研、合作、许可引进等多种模式，拓展海外研

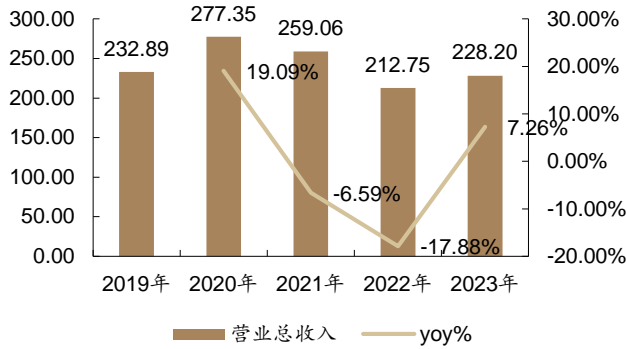
发边界，丰富创新产品管线。公司还稳步开展创新药国际临床试验：

- 1) 卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼(“双艾”组合)一线治疗晚期肝癌生物制品许可申请(BLA)获美国 FDA 正式受理；
 - 2) 开展近 20 项国际临床试验，6 款 ADC 以及 PVRIG-TIGIT 双抗等肿瘤创新产品均已实现国内外同步研发；
 - 3) HER3 ADC 产品 SHR-A2009 获美国 FDA 快速通道资格认定,这是公司产品首次获得该认定；
 - 4) Edralbrutinib 片用于视神经脊髓炎谱系疾病(NMOSD)适应症获美国 FDA 孤儿药资格认定。
- **盈利预测：**公司创新药管线丰富，仿制药影响逐渐出清，业绩有望重回高增长，我们预计公司 24-26 年收入为 256.5、301.3、378.3 亿元，同比增速分别为 12.4%、17.5%、25.5%；归母净利润为 50.6、63、84.5 亿元，同比增速分别为 17.5%、24.5%、34.2%；对应 PE 分别为 52.6、42.2、31.5 倍。维持“买入”评级。
 - **风险提示：**临床失败风险，竞争恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	6,379.00	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流通股(百万股):	6,374.00	营业收入(百万元)	21,275	22,820	25,651	30,132	37,830
总市值(百万元):	265,877	(+/-)YOY(%)	-17.9%	7.3%	12.4%	17.5%	25.5%
总资产(百万元):	43,785.00	净利润(百万元)	3,906	4,302	5,056	6,295	8,445
每股净资产(元):	6.34	(+/-)YOY(%)	-13.8%	10.1%	17.5%	24.5%	34.2%
资料来源：公司公告		全面摊薄 EPS(元)	0.61	0.67	0.79	0.99	1.32
		毛利率(%)	83.6%	84.6%	86.0%	87.7%	89.5%
		净资产收益率(%)	10.3%	10.6%	11.4%	12.8%	15.2%

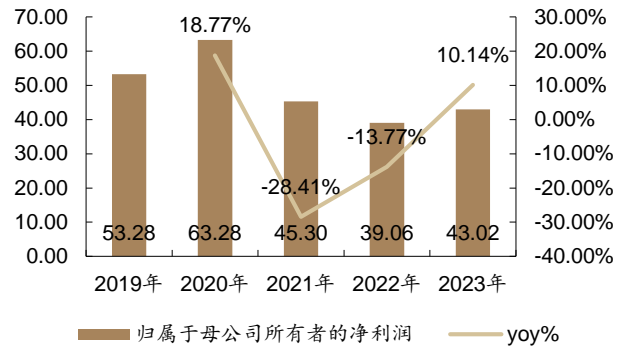
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润。

图 1：2019-2023 公司营业收入（亿元）



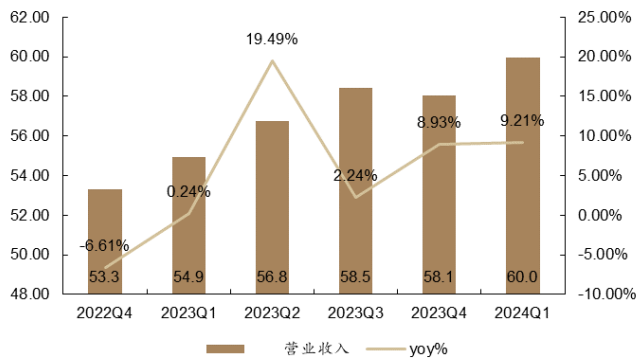
资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 2：2019-2023 公司归母净利润（亿元）



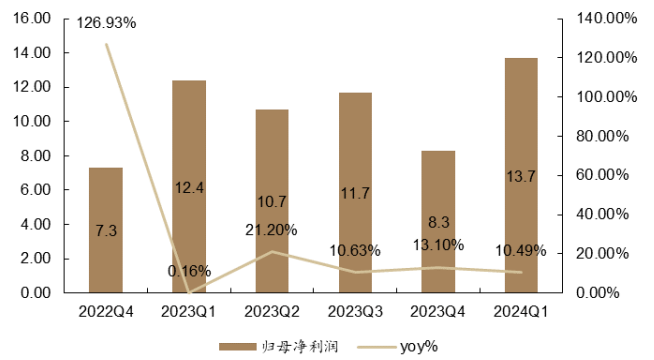
资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 3：2022 Q4-2024Q1 公司分季度营业收入（亿元）



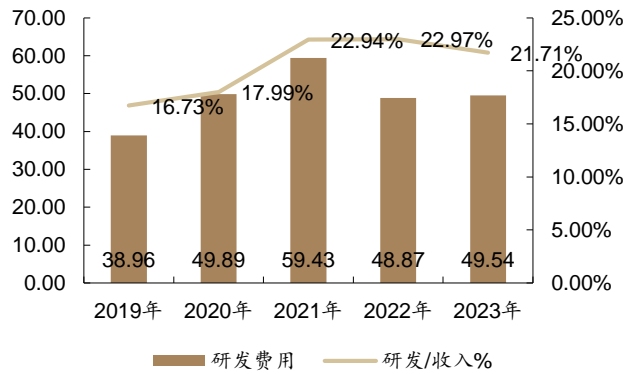
资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 4：2022Q4-2024Q1 公司分季度归母净利润（亿元）



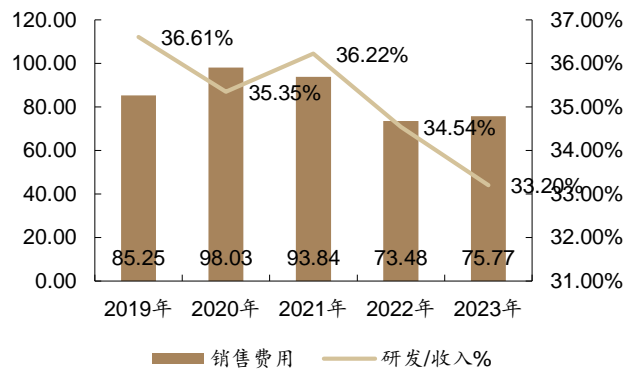
资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 5：2019-2023 公司研发费用（亿元）



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

图 6：2019-2023 公司销售费用（亿元）



资料来源：公司公告，wind，德邦研究所

表 1：公司分季度财务数据情况（亿元）

时间	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	63.68	69.01	57.07	54.79	47.50	57.17	53.30	54.92	56.76	58.45	58.06	59.98
营业成本	8.44	9.74	10.13	8.55	8.33	9.81	8.18	8.60	9.10	8.88	8.68	9.43
销售费用	23.35	23.31	23.88	17.58	15.08	18.95	21.86	16.70	20.09	17.30	21.69	17.64
管理费用	5.35	3.75	13.22	5.59	4.17	4.92	8.38	5.46	5.38	5.92	7.41	5.76
研发费用	12.64	15.61	18.01	10.07	11.77	13.13	13.89	11.49	11.82	13.94	12.28	12.20
归母净利润	11.71	15.40	3.23	12.37	8.82	10.54	7.33	12.39	10.69	11.66	8.29	13.69

资料来源：wind、公司公告、德邦研究所

图 7：恒瑞医药海外临床管线及对外许可交易

附表 6-海外创新药主要临床研发管线（截至 2024 年 3 月 31 日）

治疗领域	药品名称/代号	靶点	单药/联用	参与国家	I 期	II 期	III 期	BLA
抗肿瘤	卡瑞利珠单抗	PD-1	联合(阿帕替尼)	美国, 欧洲, 亚太(含中国)	一线晚期肝癌			
	马来酸吡咯替尼	HER1、HER2、HER4	单药	美国, 欧洲, 亚太(含中国)	HER2 突变的晚期非鳞状非小细胞肺癌			
	氟唑帕利	PARP	联合(阿比特龙)	美国, 欧洲, 亚太(含中国)	转移性去势抵抗性前列腺癌			
	SHR-A1811	HER2 ADC	单药	美国, 欧洲, 亚太(含中国)	实体瘤			
	SHR-1701	PD-L1/TGF-β	单药	澳洲	实体瘤			
	SHR-A1904	Claudin 18.2 ADC	单药	美国, 澳洲	晚期实体瘤			
	SHR-A1912	CD79b ADC	单药	美国	B 细胞非霍奇金淋巴瘤			
	SHR-A1921	TROP2 ADC	单药	美国, 澳洲	晚期实体瘤			
	SHR-A2009	HER3 ADC	单药	日本, 韩国	晚期实体瘤			
	SHR-A2102	Nectin-4 ADC	单药	美国	晚期实体瘤			
SHR-2002	PVRIG-TIGIT	单药或联合(阿得贝利单抗)	澳洲	实体瘤				
血液/抗肿瘤	海曲泊帕乙醇胺	TPO-R	单药	美国, 澳洲, 欧洲	化疗所致血小板减少症			
自身免疫	SHR0302	JAK1	单药	美国, 欧洲, 中国	溃疡性结肠炎			
			单药	加拿大, 中国	中重度特应性皮炎			
	HRS-7085	/	单药	澳洲	健康受试者			
	SHR-1819	IL-4R α	单药	澳洲	健康受试者			
呼吸系统	SHR-1905	抗 TSLP	单药	澳洲	健康受试者			
其他	SHR-1707	A-beta	单药	澳洲	健康受试者			

附表 7-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 Biosciences	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。
卡瑞利珠单抗 (PD-1)	2023 年 10 月	Elevar Therapeutics	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。
HRS-1167 (PARP1) 及 SHR-A1904 (Claudin 18.2 ADC)	2023 年 10 月	Merck Healthcare	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。

资料来源：公司年报、德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.68	0.79	0.99	1.32
每股净资产	6.34	6.95	7.70	8.71
每股经营现金流	1.20	0.60	0.84	1.02
每股股利	0.20	0.19	0.24	0.31
价值评估(倍)				
P/E	66.51	52.59	42.23	31.48
P/B	7.13	6.00	5.41	4.78
P/S	11.65	10.37	8.82	7.03
EV/EBITDA	49.60	42.95	32.38	23.90
股息率%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	84.6%	86.0%	87.7%	89.5%
净利润率	18.7%	19.5%	20.7%	22.1%
净资产收益率	10.6%	11.4%	12.8%	15.2%
资产回报率	9.8%	10.7%	12.1%	14.4%
投资回报率	10.3%	10.3%	11.8%	14.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	7.3%	12.4%	17.5%	25.5%
EBIT 增长率	39.5%	11.8%	33.4%	35.3%
净利润增长率	10.1%	17.5%	24.5%	34.2%
偿债能力指标				
资产负债率	6.3%	5.1%	4.9%	4.8%
流动比率	12.3	15.7	17.2	18.2
速动比率	10.7	14.0	15.5	16.6
现金比率	8.1	10.4	11.5	12.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	87.4	81.5	83.3	80.8
存货周转天数	243.3	235.8	236.5	231.7
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	4.2	4.9	6.2	8.5

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,302	5,056	6,295	8,445
少数股东损益	-25	-50	-62	-84
非现金支出	884	502	506	510
非经营收益	-54	-41	2	2
营运资金变动	2,536	-1,617	-1,363	-2,382
经营活动现金流	7,644	3,849	5,378	6,492
资产	-1,464	-320	0	0
投资	2,590	0	0	0
其他	96	121	0	0
投资活动现金流	1,222	-199	0	0
债权募资	-1,260	0	0	0
股权募资	0	45	0	0
其他	-1,884	-1,208	-1,502	-2,002
融资活动现金流	-3,144	-1,163	-1,502	-2,002
现金净流量	5,734	2,468	3,876	4,489

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 19 日。
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,820	25,651	30,132	37,830
营业成本	3,525	3,597	3,706	3,981
毛利率%	84.6%	86.0%	87.7%	89.5%
营业税金及附加	219	231	271	340
营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	7,577	8,721	10,245	12,862
营业费用率%	33.2%	34.0%	34.0%	34.0%
管理费用	2,417	2,822	3,315	4,161
管理费用率%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用	4,954	5,387	6,026	7,566
研发费用率%	21.7%	21.0%	20.0%	20.0%
EBIT	4,606	5,150	6,871	9,298
财务费用	-478	-413	-462	-540
财务费用率%	-2.1%	-1.6%	-1.5%	-1.4%
资产减值损失	-107	0	0	0
投资收益	-49	0	0	0
营业利润	4,910	5,562	7,333	9,837
营业外收支	-243	0	0	0
利润总额	4,667	5,562	7,333	9,837
EBITDA	5,400	5,651	7,377	9,808
所得税	389	556	1,100	1,476
有效所得税率%	8.3%	10.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-25	-50	-62	-84
归属母公司所有者净利润	4,302	5,056	6,295	8,445

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,746	23,214	27,090	31,580
应收账款及应收票据	5,520	6,911	8,119	10,193
存货	2,314	2,398	2,470	2,654
其它流动资产	2,707	2,524	2,733	3,119
流动资产合计	31,287	35,048	40,413	47,546
长期股权投资	695	695	695	695
固定资产	5,451	5,060	4,653	4,232
在建工程	1,101	991	892	803
无形资产	884	884	884	884
非流动资产合计	12,497	12,240	11,734	11,224
资产总计	43,785	47,288	52,147	58,769
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,510	1,439	1,482	1,592
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,043	790	872	1,024
流动负债合计	2,554	2,228	2,355	2,616
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	198	199	199	199
非流动负债合计	198	199	199	199
负债总计	2,751	2,428	2,554	2,815
实收资本	6,379	6,379	6,379	6,379
普通股股东权益	40,466	44,342	49,138	55,583
少数股东权益	567	517	455	371
负债和所有者权益合计	43,785	47,288	52,147	58,769

信息披露

分析师与研究助理简介

李霖阳 德邦证券研究所 医药行业分析师。研究方向：创新药。电子科技大学生物技术学士，华威大学商学院会计与金融学硕士。拥有三年二级医药行业研究经验，曾任职于中泰证券。所在团队获得 2023 年医药生物领域 卖方分析师 水晶球第二名，2023 年新浪财经麒麟创新药行业菁英分析师第二名。执业证书编号：S0120523080003

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。