

恒瑞医药 (600276.SH)——

**再次成功转型，创新药已成为增长新引擎，静待启航**

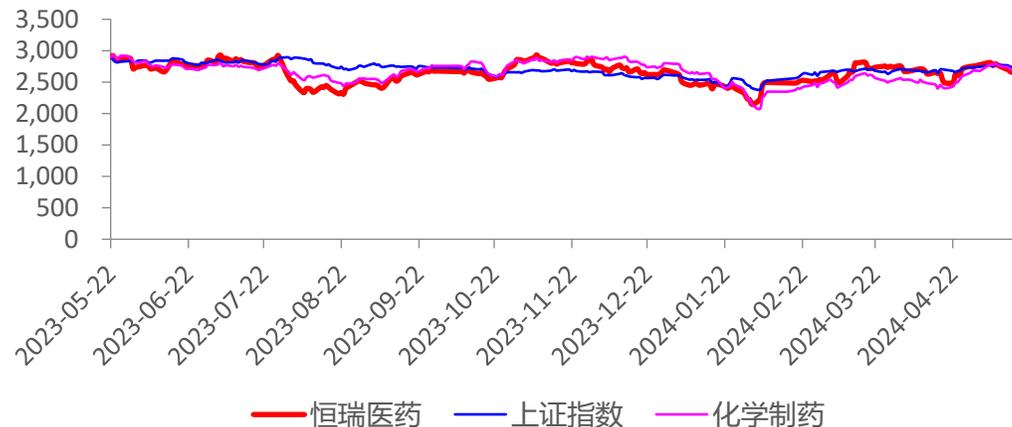
# 01

## 基本面

- 1.1 业绩恢复增长态势，股价走势与指数趋同
- 1.2 财务健康，利润率持续提升
- 1.3 公司各业务板块聚焦热门、发病率高领域重点突破
- 1.4 商业模式一般，经营支出较高
- 1.5 多年全产业链深耕，高研发效率+出海节奏领先构建较深竞争壁垒
- 1.6 治理结构完善+多元化资本市场工具配合，夯实公司持续发展之路

- ✓ **主营业务：**公司主要从事化学药物的研发、生产、销售业务，目前创新药占比接近5成，国内创新药龙头；
- ✓ **业绩情况：**公司近三年一期财务数据获悉，公司业绩已恢复正增长；
- ✓ **股价走势：**公司近一年股价走势与化学制药指数走势基本一致， $\beta$ 机会更好， $\alpha$ 机会稍弱；

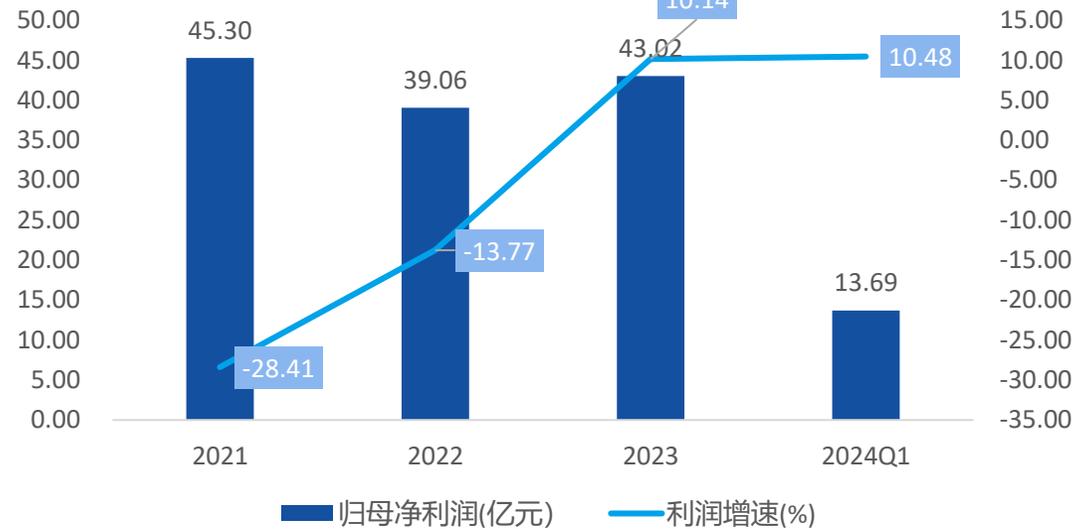
### 股价走势



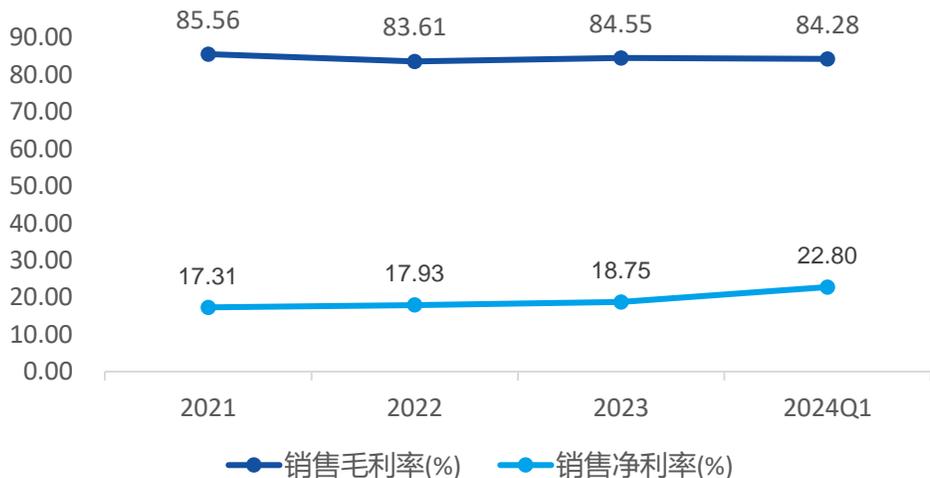
### 收入情况



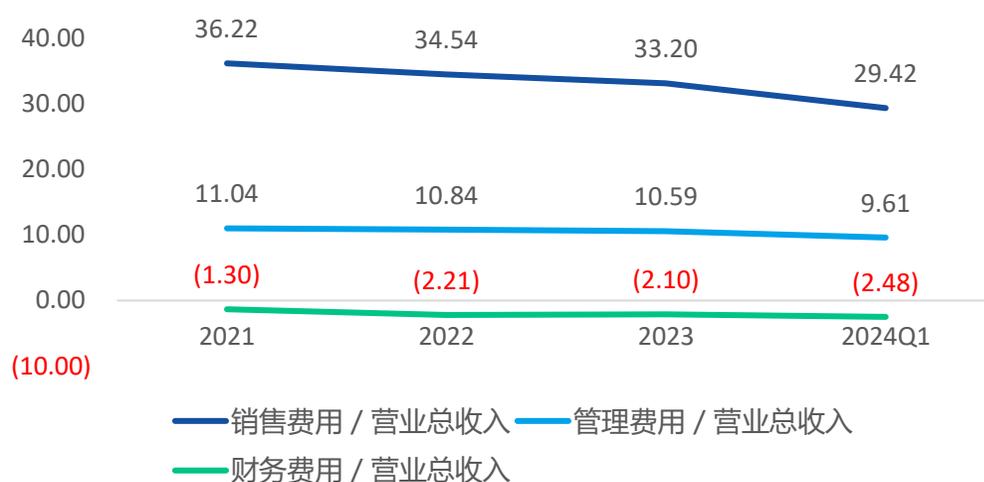
### 利润情况



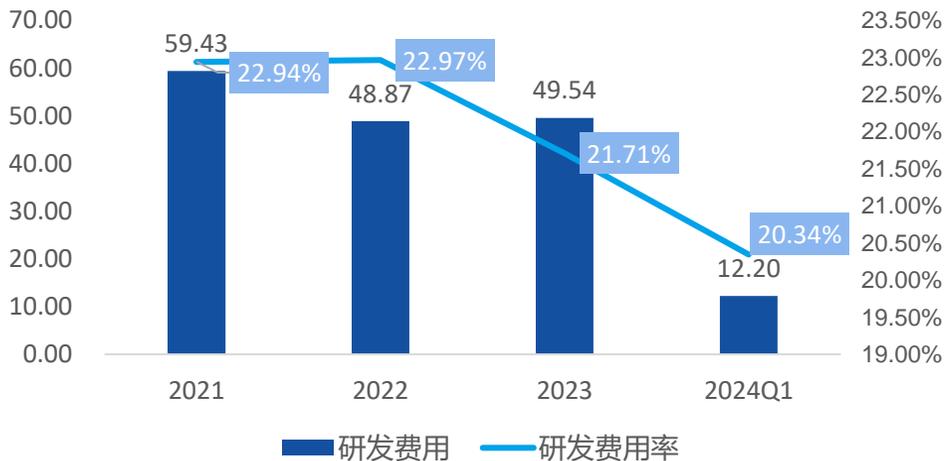
### 利润率情况



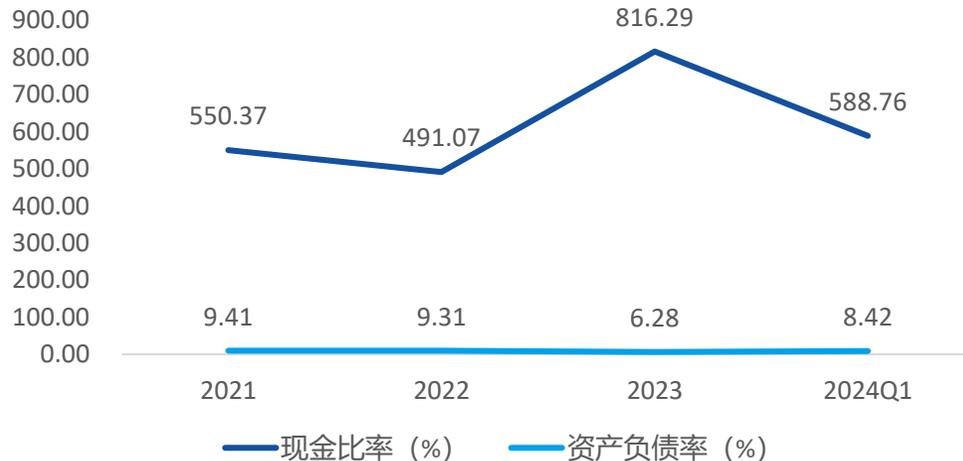
### 期间费用情况



### 研发投入情况



### 偿债能力



数据来源：公司公告、亿渡数据整理

(单位:亿元)/百分比	2021年报		2022年报		2023年报	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比
抗肿瘤药	130.72	<u>50.46%</u>	113.13	<u>53.17%</u>	122.17	<u>53.54%</u>
麻醉镇痛药	49.16	<u>18.98%</u>	33.36	<u>15.68%</u>	37.43	<u>16.40%</u>
其它	45.23	<u>17.46%</u>	38.36	<u>18.03%</u>	36.74	<u>16.10%</u>
造影剂	32.70	<u>12.62%</u>	27.29	<u>12.83%</u>	27.42	<u>12.02%</u>
其它业务	1.25	<u>0.48%</u>	0.62	<u>0.29%</u>	4.43	<u>1.94%</u>

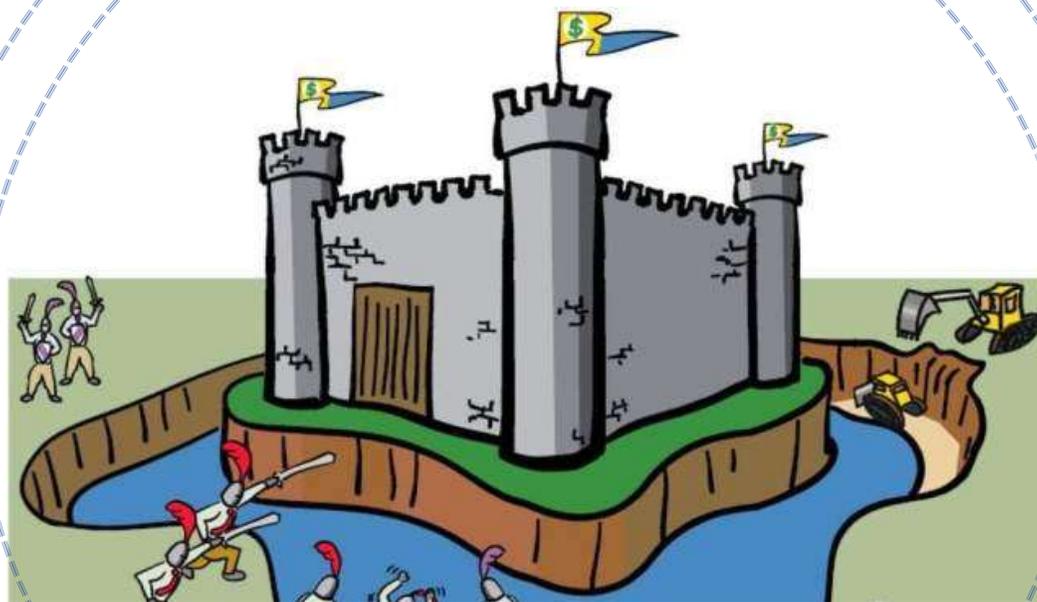
### 业务逻辑

- ✓ **重点突破发病率高领域**，乳腺癌、肺癌、消化道癌、泌尿系肿瘤等高发病率领域。
- ✓ **成功转型创新药**，从仿制药、首仿药为主升级为创新药为主。
- ✓ **深度布局疼痛管理**，新药瑞马唑仑有望放量。
- ✓ **国产替代加速**，恒瑞5款造影剂过评，其中四款是首评。
- ✓ **其它板块布局广泛**，即将迎来收获期。自身免疫、心血管疾病、代谢性疾病、抗感染等多个治疗领域。

恒瑞医药典型研发驱动型企业，只有不断的创新药上市才能支撑未来业绩收入。研发超级消耗资金并且有一定的失败风险，化药这门生意并不算太好，必须持续投入研发和销售费用才能维持运营。

<b>合作关系伙伴</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 默克</li> <li>✓ 辉瑞</li> <li>✓ 葛兰素史克</li> </ul>	<b>关键行动</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 坚定科技+国家化战略</li> <li>✓ 加速重磅品种出海节奏</li> </ul>	<b>价值主张</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 缓解病痛</li> <li>✓ 提升生命健康度</li> <li>✓ 治愈疾病</li> </ul>	<b>客户关系</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 医药学术推广</li> <li>✓ 销售代表制</li> </ul>	<b>客户细分</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 主要覆盖G端、B端，消费者是C端</li> <li>✓ 区域布局国内、国际</li> </ul>
	<b>核心资源</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 全球14个研发中心</li> <li>✓ 5000+研发团队</li> <li>✓ 多项先进技术研发平台</li> <li>✓ 美国、欧盟和日本标准的生产和质控体系</li> </ul>		<b>分销渠道</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2500家三级医院</li> <li>✓ 17000家一、二级医院</li> <li>✓ 25万家零售店</li> </ul>	
<b>成本支出</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 研发费用</li> <li>✓ 销售费用</li> <li>✓ 人员薪酬</li> </ul>		<b>盈利来源</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 销售药品收入</li> <li>✓ 商业化权力出让收入</li> </ul>		

领先优势明显，公司成功  
转型创新药企业



全产业链布局，公司业务  
线覆盖研发、生产、销售

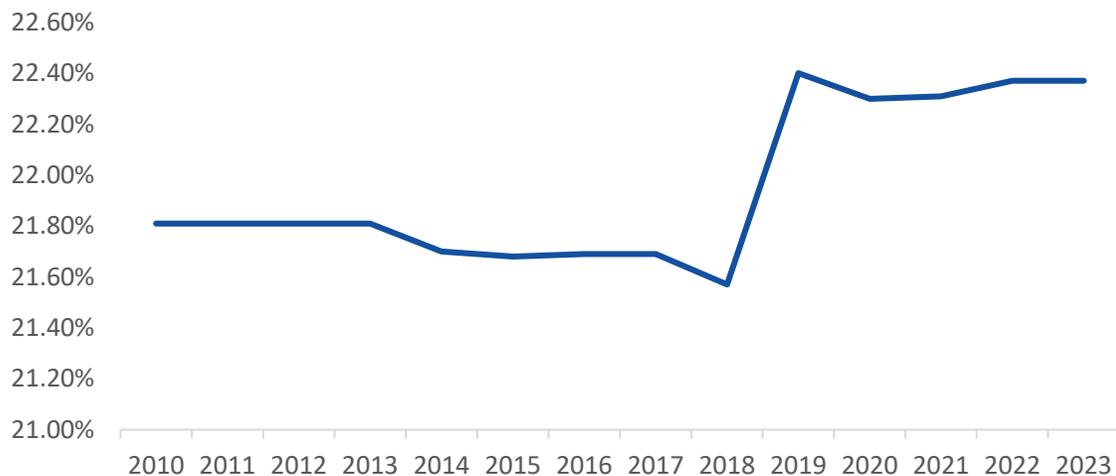
研发实力得到国际认  
可,2023年5款对外授权

多年积累品牌及销售渠道  
壁垒，短期难以复制

员工持股计划	2024	2025	2026
创新药收入 (亿)	130	165	208
IND获批数量 (个)	12	13	14

- ◆ 20多年老牌上市公司，建立完善的股东大会、董事会、监事会、经营管理层等治理体系，期间基本未收到监管层、交易所关注；
- ◆ 实控人孙飘扬先生近年来持续增加持股比例，叠加公司连续三年回购，按照最新一期员工持股计划业绩指引，公司2026年创新药收入达208亿元，足以说明公司内部对于未来发展信心。

### 孙飘扬控股比例



数据来源：公司公告、亿渡数据整理

董事会预案公告日	2024-05-16	2023-05-16	2022-03-14
方案进度	实施回购	回购完成	回购完成
回购方式	集中竞价	集中竞价	集中竞价
回购目的	基于未来发展信心以及股权激励		
<b>基本情况</b>			
最新每股回购价格上限(元)	67.38	69.98	60.06
总额上限(万元)	120,000.00	120,000.00	120,000.00
总额下限(万元)	60,000.00	60,000.00	60,000.00
资金来源	公司自有资金	公司自有资金	公司自有资金

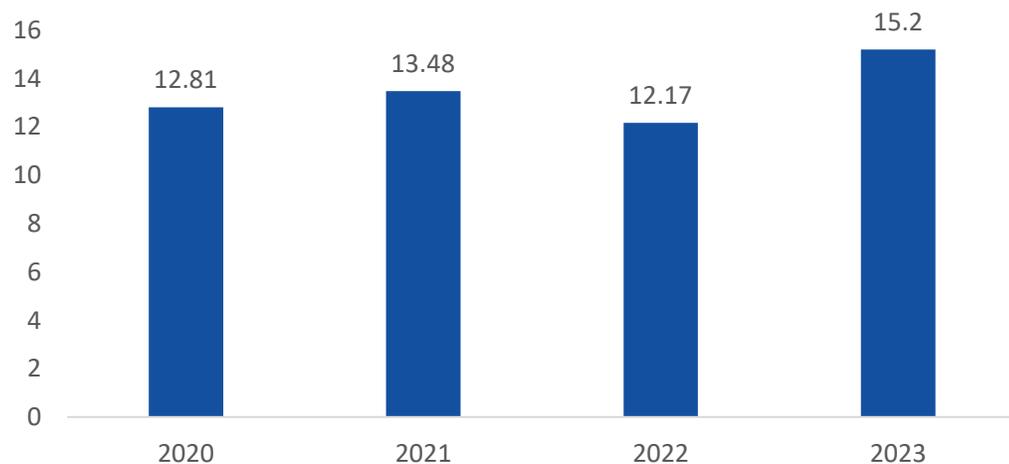
# 02

## 成长性

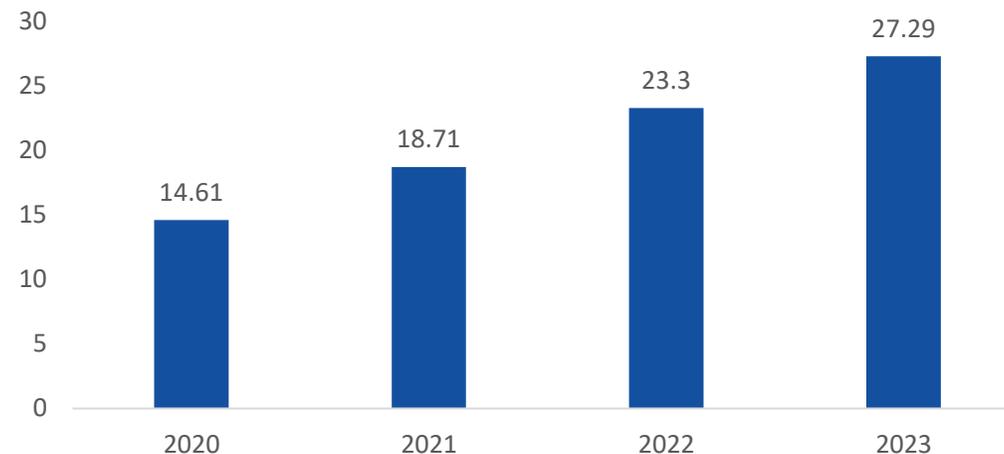
- 2.1 集采影响逐渐出清
- 2.2 创新药进入兑现期
- 2.3 研发管线储备丰富
- 2.4 中国医药行业是典型“长坡厚学”赛道
- 2.5 创新药竞争格局分散，恒瑞医药领先优势明显
- 2.6 催化剂

- ✓ 碘佛醇仅2款家过评，不满足集采条件，暂时业绩影响小；
- ✓ 布托啡诺也只有3家过评，不满足集采条件；
- ✓ 七氟烷6家过评，公司市场份额较大且品种属于麻醉类产品，有一定集采防御属性。

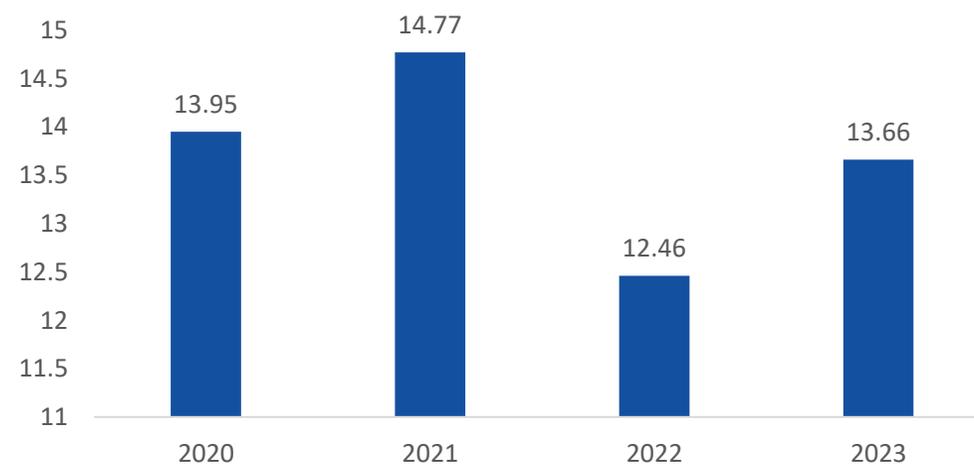
吸入用七氟烷销售额 (亿元)



碘佛醇销售额 (亿元)



布托啡诺销售额 (亿元)



上市时间	产品名称	商品名	适应症	医保
2024年1月	富马酸泰吉利定	艾苏特	术后疼痛	否
2024年1月	恒格列净二甲双胍		II型糖尿病	否
2023年6月	磷酸瑞格列汀	瑞泽唐	II型糖尿病	是
2023年6月	奥特康挫	瑞必康	外阴阴道念珠菌病	否
2023年3月	阿得贝利单抗	艾瑞利	小细胞肺癌	否
2022年11月	林普利塞	因他瑞	滤泡性淋巴瘤	是
2022年6月	瑞维鲁胺	艾瑞恩	激素敏感性前列腺癌	是
2021年6月	海曲泊帕乙醇胺	恒曲	免疫性血小板减少症；再生障碍性贫血	是
2021年12月	羟乙黄酸达尔西利	艾瑞康	HR阳性乳腺癌	是
2021年12月	脯氨酸恒格列净	瑞沁	II型糖尿病	是
2020年12月	氟挫帕利	艾瑞颐	输卵管癌；腹膜癌；卵巢癌；	是
2019年12月	甲苯磺酸瑞马唑仑	瑞倍宁	全身麻醉；镇定剂；麻醉阵痛；	是
2019年5月	卡瑞丽珠单抗	艾瑞卡	非小细胞肺癌；肝细胞癌等；	是
2018年8月	马来酸吡咯替尼	艾瑞妮	HER2阳性乳腺癌	是
2018年5月	流培非格司亭	艾多	化疗引起的中性粒细胞减少症	是
2014年10月	甲磺酸阿帕替尼	艾坦	肝细胞癌；胃癌	是
2011年6月	艾瑞昔布	恒扬	骨关节炎	是

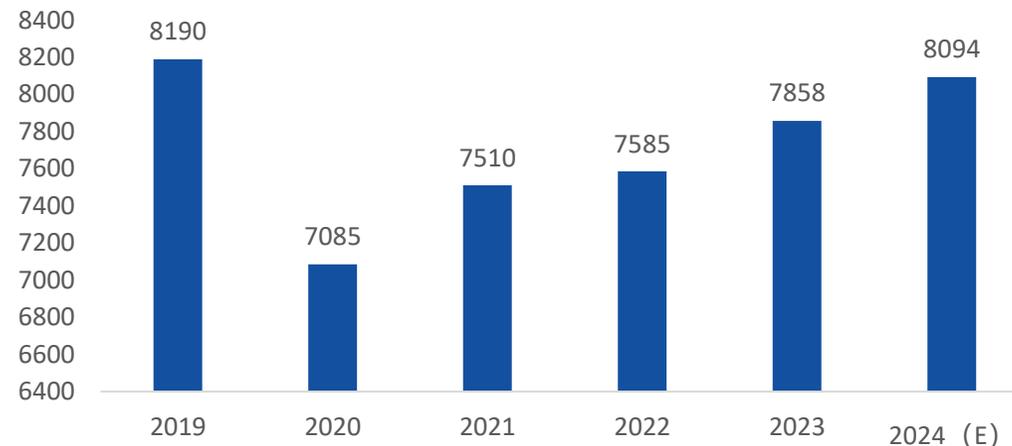
数据来源：公司公告，亿渡数据整理

- 17款创新药上市，进入20年后有明显的加速趋势；
- 多元化布局肝癌、乳腺癌、胃癌、前列腺癌等发病率高品种，后期想象空间大；
- 国际化稳步推进，公司多款新药全球多中心临床。另外BD授权提前实现业绩兑现；
- 创新药2023年实现106亿元收入，占比总营收近一半，建立领先优势；

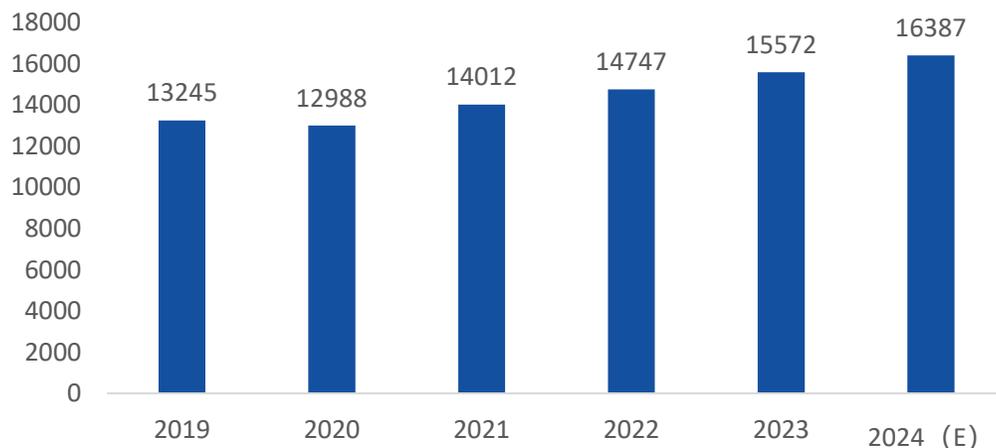
药品名称代号	靶点	临床阶段	适应症
SHR-1314	IL-7A	申请上市2023年4月	银屑病关节炎，斑块状银屑病，强直性脊柱炎
HRX0701	DPP-IV/二甲双弧	申请上市2023年1月	II型糖尿病
SHR8058	NOVO3	申请上市2023年2月	睑板腺功能障碍相关干眼病
SHR8028	环孢素A	申请上市2023年3月	干眼病（角结膜干燥症）
SHR0302	JAK1	申请上市2023年8月	特应性皮炎等自身免疫疾病
HR20031	DPPIV, SGLT2, PEN2	申请上市2023年11月	II型糖尿病
法米替尼	VEGFR, FGFR, c-kit	申请上市2023年12月	非小细胞肺癌，宫颈癌等实体瘤
HR20013	NK1, 5-HT3receptor	申请上市2023年12月	化疗引起的恶心呕吐
SHR-1209	PCSK9	申请上市2023年6月	高胆固醇血症，杂合子型家族性高胆固醇血症，纯合子型家族性高胆固醇血症等
SHR-A1811	HER2 ADC	III期临床	HER2阳性乳腺癌，HER2低表达乳腺癌等实体瘤
INS068	opioidreceptor	III期临床	II型糖尿病，I型糖尿病
SHR7280	GnRH	III期临床	伴月经过多的子宫肌瘤，控制性超促排卵治疗等
SHR4640	URAT1	III期临床	高尿酸血症
SHR-1701	PDL1, TGFBR2	III期临床	胃食管交界处癌，宫颈癌，非小细胞肺癌等实体瘤
非布司他缓释片	XO缓释片	III期临床	痛风伴高尿酸血症
HR19034滴眼液	阿托品	III期临床	延缓儿童近视进展
SHR-1703	IL-5	III期临床	嗜酸性肉芽肿性多血管炎，嗜酸性粒细胞型重症哮喘
罗哌卡因脂质体	长效酰胺类局麻药	III期临床	痔切除术后镇痛，收肌管阻滞，助间神经阻滞
布他奈德缓释胶囊	糖皮质激素	III期临床	IgA肾病，自身免疫性肝炎
SHR-A1921	TROP2 ADC	III期临床	卵巢癌
SHR2554	EZH2	III期临床	外周T细胞淋巴瘤
SHR0410	k opioid receptor	III期临床	术后镇痛
SHR-A1904	CLDN18.2 ADC	III期临床	实体瘤
HR19006	NA	III期临床	肠外营养
HR091506	NA	III期临床	高尿酸血症

- ✓ 中国化学药市场规模巨大，预计2024年超过8000亿元；
- ✓ 中国人口老龄化加速，驱动医药市场规模增加，2023年65岁以上占比15.4%；
- ✓ 医疗消费支出相对美国差异较大，具备较大提升空间。2023年中国人均医疗保障支出仅2460元，美国超1万美元；

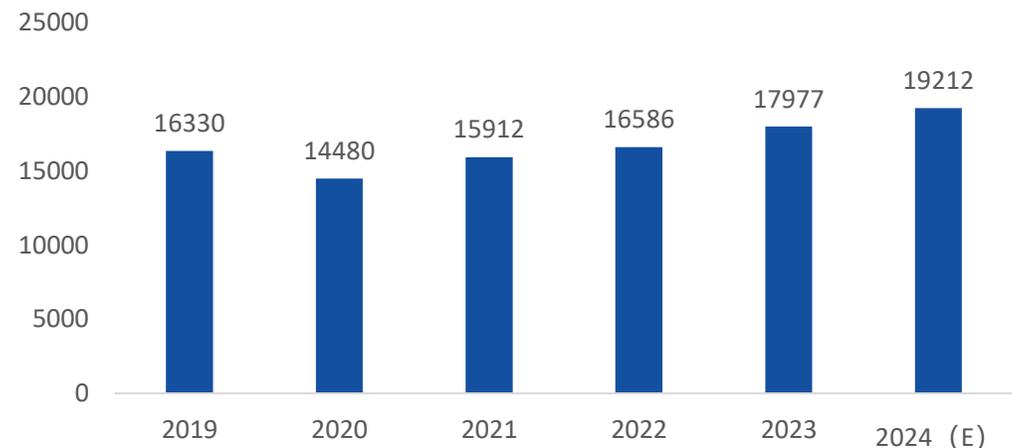
#### 中国化学药市场规模

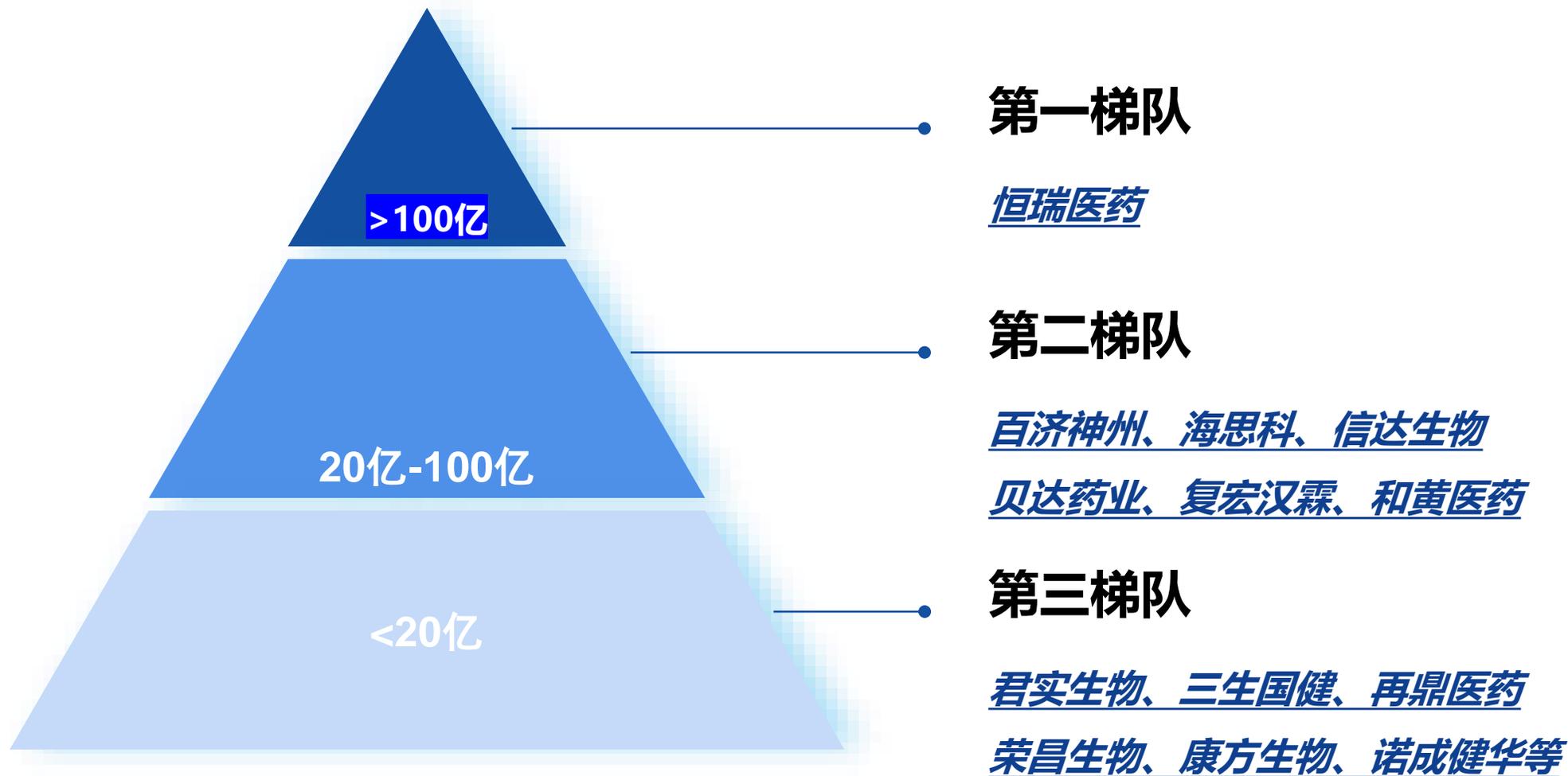


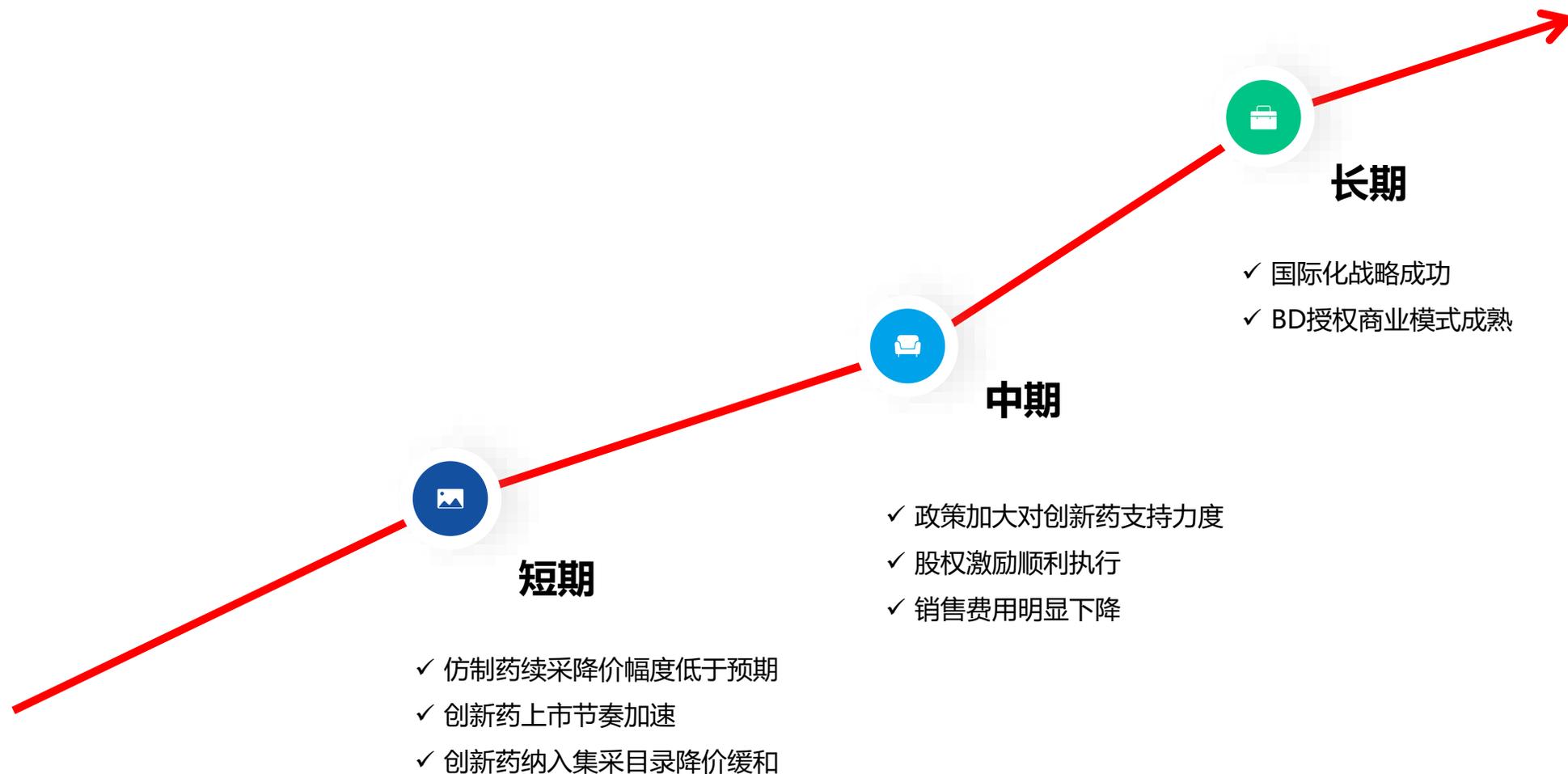
#### 全球医药市场规模



#### 中国医药市场规模







# 03

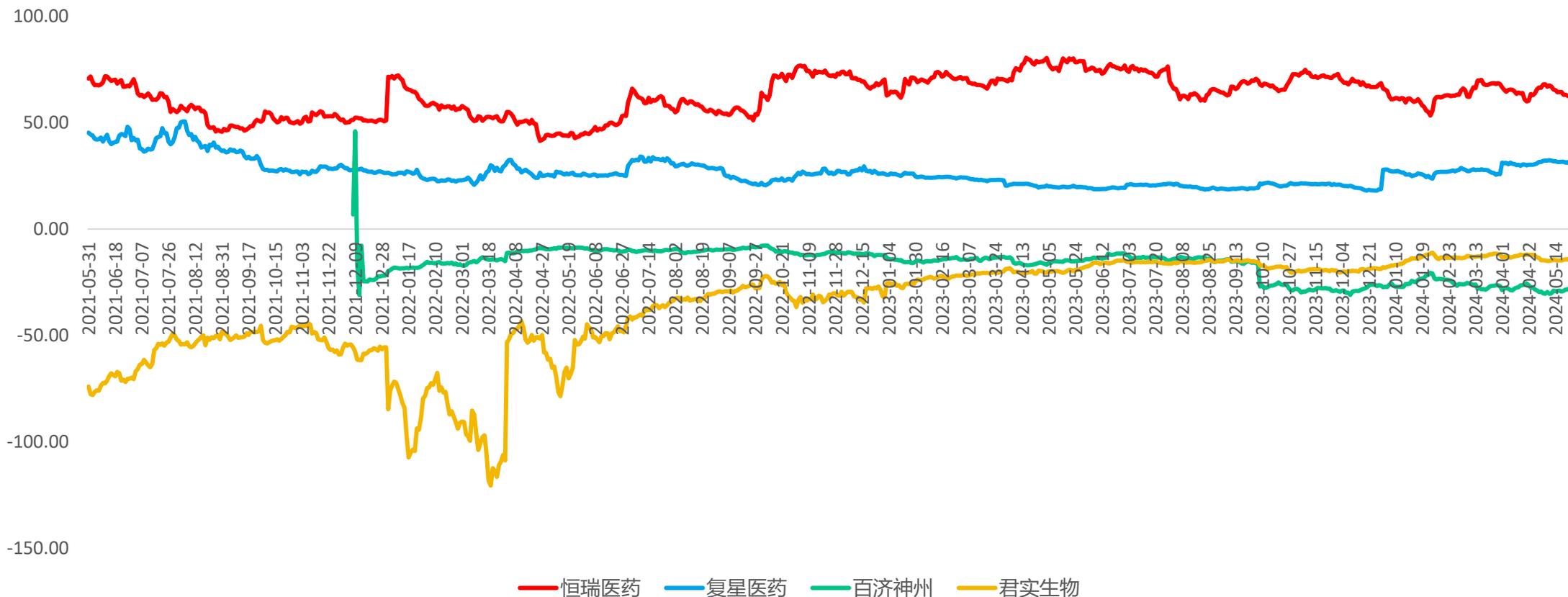
## 估值与风险

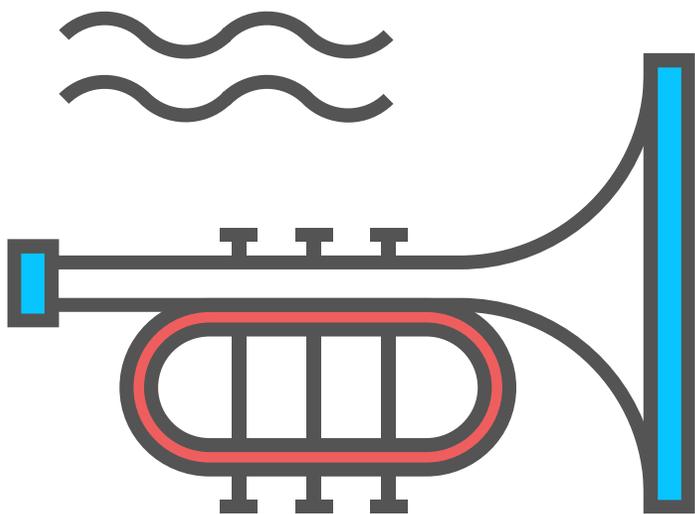
3.1 恒瑞医药目前从PE估值看并不便宜

3.2 研发失败+国际化进展是恒瑞面对最大风险

**恒瑞医药产品体系布局更加完善，业绩兑现更加明显，因此享受估值溢价。目前对比同行业公司估值偏高。**

PE (TTM) 对比





#### 研发失败风险

按照以往经验，一款新药的研发需要投入上亿元甚至10亿元，研发周期需5-10年，一旦失败对公司资源消耗较大。



#### 国际化进展不及预期风险

目前国内创新药竞争格局较差，出海是各药企持续增长核心，进展缓慢影响业绩释放。



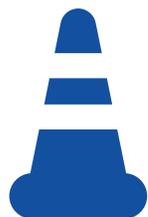
#### 政策变化风险

医药作为民生和生命健康赛道，政府对于该行业监管较为谨慎，一旦政策变化给药企带来新的不确定性。



#### 医保放量不及预期风险

创新药目前最大的消费渠道在医院端，因此是否纳入医保以及入保后是否快速放量对于业绩影响较大。





本报告由亿渡数据科技有限公司制作，本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但亿渡数据科技有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本次报告仅供参考价值，无任何投资建议。

- 本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险，投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，亿渡数据科技有限公司及/或其关联人员均不承担任何责任。
- 本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，亿渡数据公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
- 亿渡数据公司的销售人员、研究人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法，通过口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，亿渡数据公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据均代表过往表现，过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。

