

双轮创新驱动业绩大增，管线丰富进展不断

2024 年 08 月 22 日

➤ **创新成果价值凸显，双轮驱动业绩大增。**8月21日，恒瑞医药发布2024年半年报，上半年公司实现营业收入136.01亿元，同比增长21.78%；实现归母净利润34.32亿元，同比增长48.67%；实现扣非归母净利润34.90亿元，同比增长55.58%。其中，（1）创新药收入达66.12亿元（含税，不含对外许可收入），同比增长33%，其中瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净进入医保后收入快速制，阿得贝利单抗收入贡献持续扩大，海曲泊帕收入持续稳定增长；（2）对外许可收入中，将收到的Merck Healthcare的1.6亿欧元首付款确认为收入，大幅提升公司业绩；（3）仿制药收入受集采影响，仍略有下滑。

➤ **持续加大创新力度，管线丰富进展不断。**报告期内公司累计研发投入38.60亿元，其中费用化研发投入30.38亿元，同比增长30.3%。报告期内公司共有3项创新成果获批上市，包括泰吉利定获批上市、氟唑帕利的卵巢癌一线维持治疗获批上市、恒格列净域二甲双胍和瑞格列汀联用获批上市；有2项上市申请获NMPA受理，包括夫那奇珠单抗治疗强直性脊柱炎、氟唑帕利联用阿帕替尼治疗HER2阴性乳腺癌；10项临床推进至III期，包括CLDN18.2 ADC、TROP2 ADC、GLP-1/GIP、胰岛素/GLP-1等；20项临床推进至II期，包括KRAS G12D、HER3 ADC、Nectin-4 ADC、口服GLP-1、HBV siRNA等；19项临床推进至I期，包括TSLP、口服GLP-1/GIP等。公司ADC平台已有12个新型、具有差异化的ADC分子成功获批临床，三款产品进入III期临床，其中SHR-A1811目前已有6项适应症被CDE纳入突破性治疗品种名单，三个ADC产品获得美国FDA授予快速通道资格。

➤ **着力加强国际合作，GLP-1产品达成授权。**报告期内，公司将具有自主知识产权的GLP-1类创新药HRS-7535、HRS9531、HRS-4729在除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化的独家权利有偿许可给美国Hercules公司。根据协议条款，美国Hercules公司需向公司支付首付款和近期里程碑款总计1.1亿美元，临床开发及监管里程碑款累计不超过2亿美元，销售里程碑款累计不超过57.25亿美元，及达到实际年净销售额低个位数至低两位数比例的销售提成。作为对外许可交易对价一部分，公司将取得美国Hercules公司19.9%的股权。我们预计交易首付款将在下半年确认收入，进一步提升公司业绩增长。

➤ **投资建议：**考虑到公司对外授权收入不断确认，我们上调2024年盈利预测，预计公司2024/2025/2026年实现营收270.66/306.86/364.06亿元，同比增长18.6%/13.4%/18.6%；实现归母净利润62.51/66.89/80.73亿元，同比增长45.3%/7.0%/20.7%，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险；仿制药风险；政策变化风险；集采风险；产品研发不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	22,820	27,066	30,686	36,406
增长率 (%)	7.3	18.6	13.4	18.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,302	6,251	6,689	8,073
增长率 (%)	10.1	45.3	7.0	20.7
每股收益 (元)	0.67	0.98	1.05	1.27
PE	65	45	42	35
PB	6.9	6.2	5.6	5.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年8月22日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

43.93 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@mszq.com

相关研究

- 恒瑞医药 (600276.SH) 2023 年年报&2024 年一季报点评：加强早研及技术平台建设，优质创新成果持续获批-2024/04/18
- 恒瑞医药 (600276.SH) 2023 年三季报点评：业绩持续向好，国际化不断推进-2023/10/26
- 恒瑞医药 (600276.SH) 2023 年中报点评：创新驱动增长，研发进展不断-2023/08/24
- 恒瑞医药 (600276.SH) 事件点评：TSLP 达成海外授权，关注创新药放量及长期成长-2023/08/16
- 恒瑞医药 (600276.SH) 事件点评：“双艾”组合数据发表柳叶刀，关注创新药放量-2023/07/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,820	27,066	30,686	36,406
营业成本	3,525	3,806	4,449	5,318
营业税金及附加	219	244	276	328
销售费用	7,577	8,271	9,820	11,650
管理费用	2,417	2,707	3,069	3,641
研发费用	4,954	6,090	6,751	7,827
EBIT	4,606	6,355	6,782	8,189
财务费用	-478	-651	-701	-793
资产减值损失	-107	-120	-140	-167
投资收益	-49	135	153	182
营业利润	4,910	7,025	7,500	9,002
营业外收支	-243	-245	-245	-245
利润总额	4,667	6,781	7,256	8,757
所得税	389	566	605	730
净利润	4,278	6,215	6,650	8,027
归属于母公司净利润	4,302	6,251	6,689	8,073
EBITDA	5,400	7,183	7,677	9,148

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,746	22,347	25,275	28,999
应收账款及票据	5,520	7,341	8,323	9,874
预付款项	1,221	1,318	1,541	1,842
存货	2,314	2,467	2,884	3,447
其他流动资产	1,486	2,715	2,895	3,180
流动资产合计	31,287	36,188	40,918	47,342
长期股权投资	695	695	695	695
固定资产	5,451	5,895	6,261	6,575
无形资产	884	944	1,004	1,064
非流动资产合计	12,497	12,938	13,184	13,426
资产合计	43,785	49,126	54,102	60,768
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,510	1,780	2,081	2,487
其他流动负债	1,043	1,282	1,158	1,371
流动负债合计	2,554	3,062	3,239	3,858
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	198	203	203	203
非流动负债合计	198	203	203	203
负债合计	2,751	3,265	3,442	4,061
股本	6,379	6,379	6,379	6,379
少数股东权益	567	532	493	447
股东权益合计	41,033	45,861	50,661	56,707
负债和股东权益合计	43,785	49,126	54,102	60,768

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.26	18.61	13.37	18.64
EBIT 增长率	39.49	37.98	6.71	20.75
净利润增长率	10.14	45.29	7.00	20.69
盈利能力 (%)				
毛利率	84.55	85.94	85.50	85.39
净利润率	18.85	23.09	21.80	22.17
总资产收益率 ROA	9.83	12.72	12.36	13.28
净资产收益率 ROE	10.63	13.79	13.33	14.35
偿债能力				
流动比率	12.25	11.82	12.63	12.27
速动比率	10.50	10.22	10.89	10.54
现金比率	8.12	7.30	7.80	7.52
资产负债率 (%)	6.28	6.65	6.36	6.68
经营效率				
应收账款周转天数	87.44	79.95	85.46	83.68
存货周转天数	243.28	226.10	216.46	214.28
总资产周转率	0.53	0.58	0.59	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	0.98	1.05	1.27
每股净资产	6.34	7.11	7.86	8.82
每股经营现金流	1.20	0.80	0.94	1.09
每股股利	0.20	0.29	0.31	0.37
估值分析				
PE	65	45	42	35
PB	6.9	6.2	5.6	5.0
EV/EBITDA	47.78	35.92	33.61	28.20
股息收益率 (%)	0.46	0.66	0.71	0.85

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,278	6,215	6,650	8,027
折旧和摊销	794	828	895	960
营运资金变动	2,536	-2,074	-1,765	-2,248
经营活动现金流	7,644	5,117	6,012	6,968
资本开支	-1,464	-1,290	-1,344	-1,403
投资	2,590	-874	0	0
投资活动现金流	1,222	-2,127	-1,190	-1,221
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,260	37	0	0
筹资活动现金流	-3,144	-1,389	-1,893	-2,023
现金净流量	5,734	1,600	2,929	3,724

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026