



买入（维持）

所属行业：医药生物/化学制药
当前价格(元)：43.62

证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001
邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

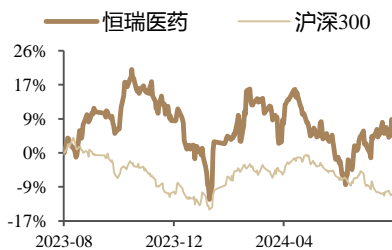
李霖阳

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(%)	5.36	8.80	3.29
相对涨幅(%)	8.02	13.10	10.91

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《恒瑞医药(600276.SH)：业绩符合预期，第二成长曲线明确》，2024.4.21
- 《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)：创新药收入高增，出海成为第二引擎

投资要点

- 2024上半年业绩**：公司发布2024年中报，公司实现营业收入136.01亿元，同比增长21.78%；归母净利润34.32亿元，同比增长48.67%；扣非归母净利润34.90亿元，同比增长55.58%。2024上半年公司累计研发投入38.60亿元，其中费用化研发投入30.38亿元。

- 创新价值凸显，新品放量驱动收入增长，出海成为第二引擎：**

1) 2024上半年公司创新药收入达66.12亿元，实现了同比33%的增长。瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净等产品进入医保后可及性大大提高，伴随进院数量的增加，收入快速增长；阿得贝利单抗供了更优治疗方案，多地惠民保已将其纳入特药报销目录，收入贡献进一步扩大；海曲泊帕销售收入持续稳定增长；卡瑞利珠单抗等上市较早的创新药，在报告期亦有一定的销售增量贡献。

2) 出海方面：报告期内，Merck Healthcare 1.6亿欧元对外许可首付款确认为收入，进一步推动经营业绩指标增长。

3) 仿制药收入略有下滑：2024年3月开始执行的第九批国家集采涉及产品注射用醋酸卡泊芬净报告期内销售额同比减少2.79亿元；地方集采涉及的产品中，碘佛醇注射液、吸入用七氟烷及盐酸罂粟碱注射液报告期内销售额同比减少2.76亿元。

- 进入“全面创新”新时代，在研创新药驱动第二轮增长**：报告期内，公司3个新产品或适应症获批，共有2项上市申请获NMPA受理，10项临床推进至III期，20项临床推进至II期，19项临床推进至I期；目前公司有20多项创新药产品处于NDA或注册三期的阶段。

1) 肿瘤领域：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，其中SHR-A1811(HER-2 ADC)、SHR-A1904(CLDN18.2 ADC)、SHR-A1921(TROP2 ADC)已处于三期阶段，临床推进迅速。三个ADC产品获得美国FDA授予快速通道资格(FTD)。

2) 代谢领域，产品组合丰富，多个处于NDA和三期阶段：磷酸瑞格列汀(DPP4)治疗T2DM已于2023年6月获批，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、糖尿病和糖尿病肾病处于二期，HRS9531(GLP-1/GIP)减重处于三期。

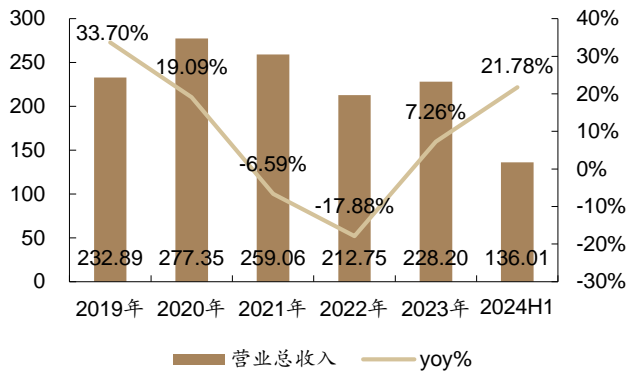
3) 风湿免疫领域：夫那奇珠单抗(IL-17A)2024年2月强直NDA获CDE受理，24年5月银屑病NDA获CDE受理；艾玛昔替尼(JAK1)强直、中重度特应性皮炎、类风湿关节炎NDA获CDE受理；SHR4640(URAT1)治疗原发性痛风伴高尿酸血症处于三期阶段；SHR-1703(IL-5)嗜酸性肉芽肿性多血管炎处于三期。

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。泰吉利定腹部术后镇痛2024年1月获批，骨科术后镇痛NDA获CDE受理；奥特康唑2023年6月获批重度外阴阴道假丝酵母菌病适应症；SHR8058(F6H8的无菌滴眼液)2023年2月睑板腺功能障碍相关干眼病适应症上市申请获CDE受理；SHR8028(环孢素A眼用溶液)2023年3月干眼病适应症上市申请获得受理；瑞卡西单抗(PCSK9单抗/高胆固醇血症)2023年6月上市申请获CDE受理。HR20013(NK-1RA与5-HT3RA复合制剂/预防化疗后恶心呕吐)2023年12月上市申请获CDE受理。另有众多管线处于关键临床阶段，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 首付及里程碑款逐步兑现，多项海外临床开发中：**2024 上半年内，公司收到 Merck Healthcare 1.6 亿欧元对外许可首付款(PARP1 抑制剂 HRS-1167、Claudin 18.2 ADC SHR-A1904)，该 BD 项目金额最高达 14.15 亿欧元。24 年 5 月，恒瑞医药将 GLP-1 产品组合有偿许可给美国 Hercules 公司，首付款和近期里程碑付款近 1.1 亿美元，含销售分成的交易总价最高可超 60 亿美元，并获得 Hercules 19.9% 的股权。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。
- 盈利预测：**公司创新药管线丰富，业绩有望重回高增长，由于收到海外 BD 首付款，我们上调了盈利预测，预计公司 24-26 年收入为 276.5、300、365.9 亿元，同比增速分别为 21.2%、8.5%、21.9%；归母净利润为 59.4、66.9、86.1 亿元，同比增速分别为 38.1%、12.5%、28.7%。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

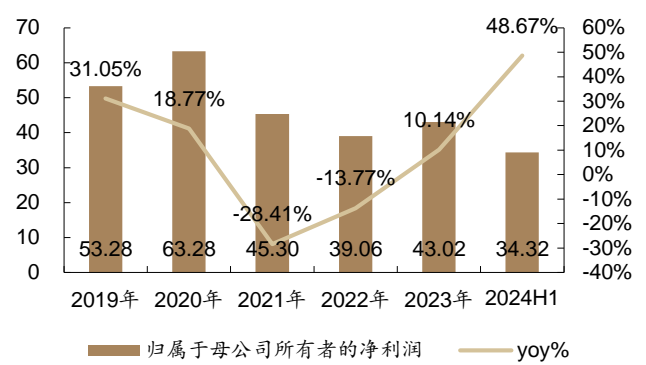
股票数据		主要财务数据及预测					
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
总股本(百万股):	6,379.00						
流通 A 股(百万股):	6,379.00						
52 周内股价区间(元):	35.77-49.04						
总市值(百万元):	278,252.08						
总资产(百万元):	48,181.36						
每股净资产(元):	6.68						
资料来源: 公司公告							
营业收入(百万元)	21,275	22,820	27,651	30,002	36,587		
(+/-)YOY(%)	-17.9%	7.3%	21.2%	8.5%	21.9%		
净利润(百万元)	3,906	4,302	5,943	6,689	8,610		
(+/-)YOY(%)	-13.8%	10.1%	38.1%	12.5%	28.7%		
全面摊薄 EPS(元)	0.61	0.67	0.93	1.05	1.35		
毛利率(%)	83.6%	84.6%	84.4%	84.9%	86.3%		
净资产收益率(%)	10.3%	10.6%	13.1%	13.3%	15.1%		
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: 2019-2024H1 公司营业收入 (亿元)



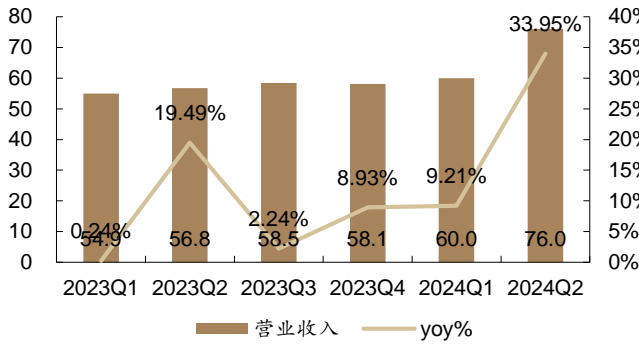
资料来源: 公司公告, wind, 德邦研究所

图 2: 2019-2024H1 公司归母净利润 (亿元)



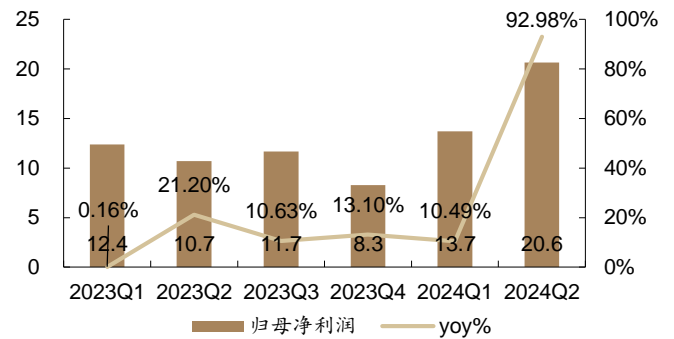
资料来源: 公司公告, wind, 德邦研究所

图 3: 2022 Q4-2024Q1 公司分季度营业收入 (亿元)



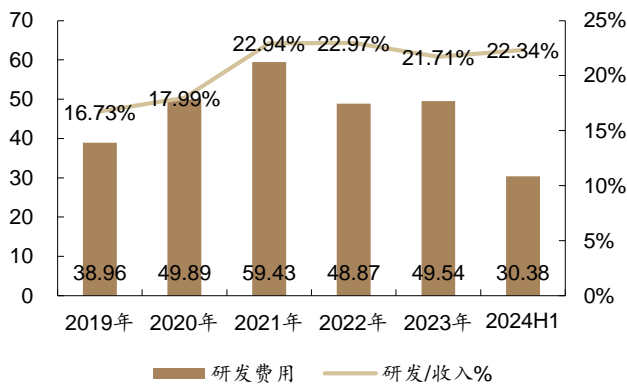
资料来源: 公司公告, wind, 德邦研究所

图 4: 2022Q4-2024Q1 公司分季度归母净利润 (亿元)



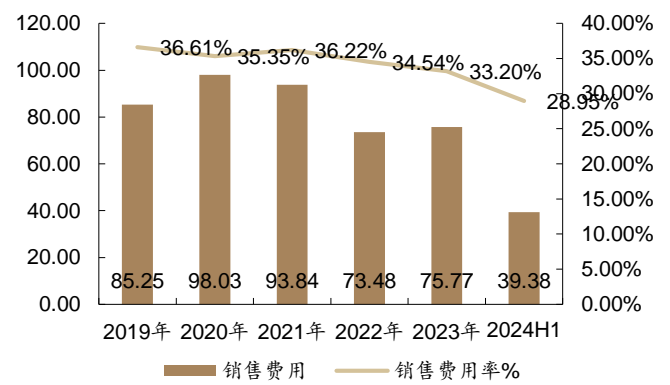
资料来源: 公司公告, wind, 德邦研究所

图 5: 2019-2024H1 公司研发费用 (亿元)



资料来源: 公司公告, wind, 德邦研究所

图 6: 2019-2024H1 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	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入	69.01	57.07	54.79	47.50	57.17	53.30	54.92	56.76	58.45	58.06	59.98	76.03
营业成本	9.74	10.13	8.55	8.33	9.81	8.18	8.60	9.10	8.88	8.68	9.43	9.30
销售费用	23.31	23.88	17.58	15.08	18.95	21.86	16.70	20.09	17.30	21.69	17.64	21.74
管理费用	3.75	13.22	5.59	4.17	4.92	8.38	5.46	5.38	5.92	7.41	5.76	5.98
研发费用	15.61	18.01	10.07	11.77	13.13	13.89	11.49	11.82	13.94	12.28	12.20	18.18
归母净利润	15.40	3.23	12.37	8.82	10.54	7.33	12.39	10.69	11.66	8.29	13.69	20.63

资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

表 2: 恒瑞医药处于 NDA 及三期阶段的新药

药品名称	药品类别二	作用机制	疾病	中国阶段	中国阶段开始日期
普那布林	化药	GEF-H1 激活剂	化疗引起的中性粒细胞减少症	申请上市	2020-03-30
普那布林	化药	GEF-H1 激活剂	非小细胞肺癌	III 期临床	2015-07-22
夫那奇珠单抗	生物	anti-IL-17A 单抗	斑块状银屑病	申请上市	2023-04-27
夫那奇珠单抗	生物	anti-IL-17A 单抗	强直性脊柱炎	申请上市	2024-02-08
艾玛昔替尼	化药	JAK1 抑制剂	特应性皮炎	申请上市	2023-06-09
艾玛昔替尼	化药	JAK1 抑制剂	强直性脊柱炎	申请上市	2023-08-24
艾玛昔替尼	化药	JAK1 抑制剂	类风湿性关节炎	申请上市	2023-11-30
艾玛昔替尼	化药	JAK1 抑制剂	银屑病关节炎	III 期临床	2021-07-09
艾玛昔替尼	化药	JAK1 抑制剂	溃疡性结肠炎	III 期临床	2021-11-12
艾玛昔替尼	化药	JAK1 抑制剂	斑秃	III 期临床	2022-01-24
艾玛昔替尼	化药	JAK1 抑制剂	非放射学中轴型脊柱关节炎	III 期临床	2022-04-11
艾玛昔替尼	化药	JAK1 抑制剂	白癜风	II/III 期临床	2020-12-29
瑞卡西单抗	生物	anti-PCSK9 单抗	高胆固醇血症	申请上市	2023-06-21
瑞卡西单抗	生物	anti-PCSK9 单抗	混合型高脂血症	III 期临床	2021-04-15
瑞格列汀+恒格列净+二甲双胍	化药	双胍类降糖药;SGLT2 抑制剂;DPP-4 抑制剂	II 型糖尿病	申请上市	2023-11-10
法米替尼	化药	c-Kit 抑制剂;VEGFR 抑制剂;PDGFR 抑制剂	宫颈癌	申请上市	2023-12-06
法米替尼	化药	c-Kit 抑制剂;VEGFR 抑制剂;PDGFR 抑制剂	结直肠癌	III 期临床	2015-03-18
法米替尼	化药	c-Kit 抑制剂;VEGFR 抑制剂;PDGFR 抑制剂	非鳞状非小细胞肺癌	III 期临床	2016-05-09
法米替尼	化药	c-Kit 抑制剂;VEGFR 抑制剂;PDGFR 抑制剂	胃肠道间质瘤	III 期临床	2020-06-01
法米替尼	化药	c-Kit 抑制剂;VEGFR 抑制剂;PDGFR 抑制剂	非小细胞肺癌	III 期临床	2020-10-24
法米替尼	化药	c-Kit 抑制剂;VEGFR 抑制剂;PDGFR 抑制剂	三阴性乳腺癌	III 期临床	2023-03-08
MIL62	生物	anti-CD20 单抗	边缘区淋巴瘤	III 期临床	2021-03-25
MIL62	生物	anti-CD20 单抗	滤泡性淋巴瘤	III 期临床	2021-03-25
MIL62	生物	anti-CD20 单抗	视神经脊髓炎	III 期临床	2021-12-06
MIL62	生物	anti-CD20 单抗	膜性肾病	III 期临床	2023-05-17
MIL62	生物	anti-CD20 单抗	特发性膜性肾病	III 期临床	2023-07-21
MIL62	生物	anti-CD20 单抗	系统性红斑狼疮	II/III 期临床	2023-02-08
SHR0410	化药	κ opioid receptor 激动剂	术后疼痛	III 期临床	2021-04-19
SHR-1701	生物	PDL1/TGFBR2 抗体融合蛋白	胃食管交界处癌	III 期临床	2021-07-06
SHR-1701	生物	PDL1/TGFBR2 抗体融合蛋白	胃癌	III 期临床	2021-07-06
SHR-1701	生物	PDL1/TGFBR2 抗体融合蛋白	非鳞状非小细胞肺癌	III 期临床	2021-11-17
SHR-1701	生物	PDL1/TGFBR2 抗体融合蛋白	宫颈癌	III 期临床	2021-11-22
SHR-1701	生物	PDL1/TGFBR2 抗体融合蛋白	结直肠癌	II/III 期临床	2021-04-22
SHR-A1811	生物	anti-HER2 抗体偶联药物	HER2 阳性乳腺癌	III 期临床	2022-06-16
SHR-A1811	生物	anti-HER2 抗体偶联药物	非小细胞肺癌	III 期临床	2023-03-17
SHR-A1811	生物	anti-HER2 抗体偶联药物	HER2 低表达乳腺癌	III 期临床	2023-04-12
SHR-A1811	生物	anti-HER2 抗体偶联药物	胃癌	III 期临床	2023-11-08
SHR-A1811	生物	anti-HER2 抗体偶联药物	胃食管交界处癌	III 期临床	2023-11-08
SHR-A1811	生物	anti-HER2 抗体偶联药物	结直肠癌	III 期临床	2023-12-27
INS068	生物	insulin 类似物	II 型糖尿病	III 期临床	2023-01-17
SHR7280	化药	GnRHR 拮抗剂	辅助生殖技术	III 期临床	2023-08-11

SHR7280	化药	GnRHR 拮抗剂	不孕不育	III 期临床	2023-08-16
SHR7280	化药	GnRHR 拮抗剂	子宫肌瘤	II/III 期临床	2022-06-16
SHR7280	化药	GnRHR 拮抗剂	月经过多	II/III 期临床	2022-07-05
SHR2554	化药	EZH2 抑制剂	外周 T 细胞淋巴瘤	III 期临床	2023-11-08
SHR-A1921	生物	anti-TROP2 抗体偶联药物	卵巢癌	III 期临床	2024-05-01
SHR-A1921	生物	anti-TROP2 抗体偶联药物	腹膜癌	III 期临床	2024-05-09
SHR-A1921	生物	anti-TROP2 抗体偶联药物	输卵管癌	III 期临床	2024-05-09
SHR-A1904	生物	anti-CLDN18.2 抗体偶联药物	实体瘤	III 期临床	2024-04-03
HR17031	生物	GLP-1R 激动剂;insulin 类似物	II 型糖尿病	III 期临床	2024-04-28
HRS9531	化药	GLP-1R 激动剂;GIPR 激动剂	肥胖	III 期临床	2024-05-02
SHR-1819	生物	anti-IL-4R α 单抗	特应性皮炎	III 期临床	2024-05-28
SHR-1819	生物	anti-IL-4R α 单抗	结节性痒疹	II/III 期临床	2024-08-14
SHR6508	化药	Ca2+ 补充剂	慢性肾病继发性甲状旁腺功能亢进	III 期临床	2024-05-30
HRS5580	化药	NK1 拮抗剂	术后恶心呕吐	III 期临床	2024-07-15
HR19042	化药	NA	IgA 肾病	II/III 期临床	2021-08-23
SHR-1703	生物	anti-IL-5 单抗	变应性肉芽肿性血管炎	II/III 期临床	2023-08-07

资料来源：医药魔方、德邦研究所

图 7：恒瑞医药海外临床管线（截至 2024 年 7 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, 澳洲, 亚太(含中国)	晚期实体瘤			
	SHR-1701	PD-L1/TGF-β	单药	澳洲	晚期实体瘤			
	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	联合(阿得贝利单抗)	澳洲	晚期实体瘤				
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	中国, 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	阿尔茨海默病			

资料来源：公司 2024 中报、德邦研究所

图 8：代谢领域在研产品管线

治疗领域	药品名称/代号	靶点	单药/联合	I 期	II 期	III 期	NDA
代谢性疾病	HRX0701	DPP-IV/二甲双胍	单药 (复方)	2 型糖尿病			
	HR20031	DPP-IV/二甲双胍/SGLT2	单药 (三方)	2 型糖尿病			
	INS068	胰岛素	单药	2 型糖尿病			
	HR17031	胰岛素/GLP-1	单药 (复方)	2 型糖尿病			
	HRS-7535	GLP-1 (口服)	单药	2 型糖尿病			
			单药	超重或肥胖			
			单药	糖尿病肾病			
	HRS9531	GLP-1/GIP	单药	超重或肥胖			
			单药 (片)	2 型糖尿病 伴心衰的肥胖			
	SHR-3167	/	单药	2 型糖尿病和体重管理 糖尿病			

资料来源：恒瑞医药 2024 年中报，德邦研究所

图 9：恒瑞医药自免领域创新药在研管线

治疗领域	药品名称/代号	靶点	单药/联合	I 期	II 期	III 期	NDA	
自身免疫	夫那奇珠单抗	IL-17A	单药	中重度斑块状银屑病				
			单药	成人活动性强直性脊柱炎				
			单药	儿童及青少年中重度慢性斑块状银屑病				
			单药	银屑病关节炎				
	SHR4640	URAT1	单药	原发性痛风伴高尿酸血症				
自身免疫	SHR0302	JAK1	联合 (非布司他)	痛风患者高尿酸血症				
			单药	中重度特应性皮炎				
			单药	强直性脊柱炎				
			单药	中重度活动性类风湿关节炎				
			单药	银屑病关节炎				
			单药	溃疡性结肠炎				
			单药	活动性放射学阴性中轴型脊柱关节炎				
			单药	斑秃				
			单药 (软膏)	轻中度特应性皮炎				
			单药 (口服溶液)	移植物抗宿主病				
	单药 (碱凝胶)	白癜风						
	SHR-1819	IL-4R α	单药	特应性皮炎				
			单药	中重度慢性鼻窦炎伴鼻息肉				
			SHR-1654	/	单药	类风湿关节炎		
			SHR-2001	/	单药	系统性红斑狼疮		
SHR-2106			/	单药	预防器官移植术后的移植物排斥反应			
HRS-7085	/	单药	炎症性肠病包括溃疡性结肠炎和克罗恩病					
RSS0393	/	单药	银屑病					
SHR-1139	/	单药	银屑病					
SHR-2173	/	单药	系统性红斑狼疮					
		单药	IgA 肾病					
非布司他缓释片	/	单药	痛风伴高尿酸血症					

资料来源：恒瑞医药 2024 年中报，德邦研究所

图 10：大慢病领域在研产品管线

治疗领域	药品名称/代号	靶点	单药/联合	I 期	II 期	III 期	NDA
心血管 疾病	SHR-1209	PCSK9	单药	原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症			
			联合(降脂药)	血脂控制不佳的原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症			
	SHR-2004	FXIa	单药	杂合子家族性高胆固醇血症			
			单药	预防或治疗动静脉血栓			
			单药	高脂血症及纯合子家族性高胆固醇血症			
			单药	心肌肥厚			
			单药	脂蛋白紊乱			
SHR-7249	/	单药	高脂血症				
抗感染	HRS9950	TLR-8	单药	慢性乙肝			
	HRS9432	阿尼芬净衍生	单药	念珠菌血症或侵袭性念珠菌病			
	HRS-8427	头孢地尔衍生	单药	复杂性尿路感染			
	HRS-5635	HBV siRNA	单药	肺部感染			
眼科	SHR8058	NOV03	单药	慢性乙肝			
	SHR8028	环孢素 A	单药	睑板腺功能障碍相关干眼病			
	HR19034 滴眼液	阿托品	单药	干眼病(角结膜干燥症)			
呼吸系统	SHR-1703	IL-5	单药	延缓儿童近视进展			
				嗜酸性肉芽肿性多血管炎			
	SHR-1905	抗 TSLP	单药	嗜酸性粒细胞型重症哮喘			
				哮喘			
				慢性鼻炎伴鼻息肉			
				慢性阻塞性肺疾病			
				慢性咳嗽			
				中重度气流受限慢性阻塞性肺疾病			
				慢性阻塞性肺疾病			
				非囊性纤维化支气管扩张			
镇痛麻醉	注射用 HR18034	长效酰胺类局麻药	单药	支气管哮喘维持治疗			
				特发性肺纤维化			
				痔切除术镇痛			
				收肌管阻滞			
肾病	SHR6508	拟钙剂	单药	肋间神经阻滞			
				慢性肾脏病维持性血液透析患者的继发性甲状旁腺功能亢进			
	SHR-1780	盐皮质激素	单药	慢性肾脏病			
				IgA 肾病			
	SHR-2010	MASP-2	单药	阵发性睡眠性血红蛋白尿			
				IgA 肾病			
HRS-5965	Factor B	单药(胶囊)	补体参与介导的原发性/继发性肾小球疾病; 补体参与介导的溶血性贫血				
其他	HRS-9057	/	单药(注射剂)	心力衰竭引起的体液潴留			
			单药(片)	常染色体显性多囊肾病			
	布地奈德缓释胶囊	/	单药	IgA 肾病			
				自身免疫性肝炎			
	SHR-1222	SOST	单药	骨质疏松症			
				伴月经过多的子宫肌瘤			
	SHR7280	GnRH	单药	控制性超促排卵治疗			
				子宫内膜异位症			
	SHR-1707	A-beta	单药	阿尔茨海默病			
	HRS-7450	/	单药	急性缺血性脑卒中			
HRS-9231	/	单药	全身各部位磁共振成像(MRI)检测和显示异常血管病变				
HRS8179	SUR1	单药	大面积缺血性脑卒中后严重脑水肿				
HRG2010	卡比多巴 与左旋多巴复方	单药	帕金森病				

资料来源: 恒瑞医药 2024 年中报, 德邦研究所

表 3: 双抗、ADC、Protac 产品

药品名称	作用机制	全球阶段	全球阶段开始日期
trastuzumab rezetecan	anti-HER2 抗体偶联药物	III 期临床	2022-06-16
SHR-A1921	anti-TROP2 抗体偶联药物	III 期临床	2024-01-19
SHR-A1904	anti-CLDN18.2 抗体偶联药物	III 期临床	2024-02-28
SHR-A2009	anti-HER3 抗体偶联药物	II 期临床	2024-06-18
SHR-4602	anti-HER2 抗体偶联药物	II 期临床	2024-06-21
SHR-2002	anti-TIGIT/CD112R 双特异性抗体	II 期临床	2024-07-02
HRS-1358	ER PROTAC	II 期临床	2024-08-05
SHR-A2102	anti-nectin-4 抗体偶联药物	II 期临床	2024-08-09
SHR-A1912	anti-CD79b 抗体偶联药物	I/II 期临床	2023-10-27
SHR-A1403	anti-c-Met 抗体偶联药物	I 期临床	2018-01-12
SHR-2017	双特异性抗体	I 期临床	2023-06-21
HRS-5041	AR PROTAC	I 期临床	2023-07-07
SHR-1826	anti-c-Met 抗体偶联药物	I 期临床	2023-10-16
HRP04248	双特异性抗体	临床前	
HRA00242-C004	anti-PSMA 抗体偶联药物	临床前	
WO2021147993	anti-TROP2 抗体偶联药物	临床前	
WO2021190586	anti-B7-H3 抗体偶联药物	临床前	
WO2021121204	anti-CEA 抗体偶联药物	临床前	
WO2022166779	anti-TNF- α 抗体偶联药物;GCCR 激动剂	临床前	
HRA00130-C004	anti-DLL3 抗体偶联药物	临床前	
HRA00184-C004	anti-tissue factor 抗体偶联药物	临床前	
SDP03923-000-9106	anti-LIV-1 抗体偶联药物	临床前	
WO2021098822	anti-CEA/CD3 双特异性抗体	临床前	
WO2022057888	anti-Ang2/VEGF-A 双特异性抗体	临床前	
WO2022156739	anti-BCMA/CD3 双特异性抗体	临床前	
WO2024027815	anti-GC-C/CD3 双特异性抗体	临床前	
WO2023246885	anti-DLL3/CD3 双特异性抗体	临床前	
WO2024140917A1	anti-CD40 抗体偶联药物	临床前	
WO2024114676A1	anti-CLDN18.2/4-1BB 双特异性抗体	临床前	
WO2024067818	Bcl-2 PROTAC;Bcl-xl PROTAC	临床前	
WO2024017251	EGFR PROTAC	临床前	

资料来源: 医药魔方、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	0.93	1.05	1.35
每股净资产	6.34	7.09	7.90	8.94
每股经营现金流	1.20	0.59	0.99	1.08
每股股利	0.20	0.19	0.24	0.31
价值评估(倍)				
P/E	66.51	47.15	41.90	32.55
P/B	7.13	6.20	5.56	4.91
P/S	12.28	10.13	9.34	7.66
EV/EBITDA	49.60	36.78	32.23	24.83
股息率%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	84.6%	84.4%	84.9%	86.3%
净利润率	18.7%	21.3%	22.1%	23.3%
净资产收益率	10.6%	13.1%	13.3%	15.1%
资产回报率	9.8%	12.2%	12.4%	14.2%
投资回报率	10.3%	12.1%	12.2%	14.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	7.3%	21.2%	8.5%	21.9%
EBIT 增长率	39.5%	41.4%	12.8%	29.2%
净利润增长率	10.1%	38.1%	12.5%	28.7%
偿债能力指标				
资产负债率	6.3%	5.9%	5.6%	5.5%
流动比率	12.3	13.4	14.7	15.5
速动比率	10.7	11.7	13.1	13.9
现金比率	8.1	8.5	9.7	10.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	87.4	78.8	86.5	81.9
存货周转天数	243.3	216.8	233.8	228.8
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	4.2	5.3	6.2	8.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	4,302	5,943	6,689	8,610
少数股东损益	-25	-59	-66	-85
非现金支出	884	502	506	510
非经营收益	-54	-80	2	2
营运资金变动	2,536	-2,530	-798	-2,145
经营活动现金流	7,644	3,776	6,333	6,892
资产	-1,464	-823	0	0
投资	2,590	0	0	0
其他	96	-98	0	0
投资活动现金流	1,222	-921	0	0
债权募资	-1,260	37	0	0
股权募资	0	22	0	0
其他	-1,884	-1,199	-1,502	-2,002
融资活动现金流	-3,144	-1,141	-1,502	-2,002
现金净流量	5,734	1,708	4,830	4,890

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 22 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,820	27,651	30,002	36,587
营业成本	3,525	4,301	4,536	5,002
毛利率%	84.6%	84.4%	84.9%	86.3%
营业税金及附加	219	249	270	329
营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	7,577	8,295	9,301	11,342
营业费用率%	33.2%	30.0%	31.0%	31.0%
管理费用	2,417	2,489	2,550	3,110
管理费用率%	10.6%	9.0%	8.5%	8.5%
研发费用	4,954	6,083	6,300	7,683
研发费用率%	21.7%	22.0%	21.0%	21.0%
EBIT	4,606	6,510	7,344	9,486
财务费用	-478	-413	-447	-543
财务费用率%	-2.1%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
资产减值损失	-107	0	0	0
投资收益	-49	0	0	0
营业利润	4,910	6,923	7,791	10,030
营业外收支	-243	0	0	0
利润总额	4,667	6,923	7,791	10,030
EBITDA	5,400	7,012	7,850	9,996
所得税	389	1,038	1,169	1,504
有效所得税率%	8.3%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-25	-59	-66	-85
归属母公司所有者净利润	4,302	5,943	6,689	8,610

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,746	22,454	27,285	32,175
应收账款及应收票据	5,520	7,450	8,084	9,858
存货	2,314	2,867	3,024	3,335
其它流动资产	2,707	2,814	2,977	3,377
流动资产合计	31,287	35,586	41,370	48,745
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	13,000	12,494	11,984
资产总计	43,785	48,586	53,864	60,729
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,510	1,720	1,815	2,001
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,043	930	992	1,145
流动负债合计	2,554	2,651	2,806	3,146
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	198	203	203	203
非流动负债合计	198	203	203	203
负债总计	2,751	2,853	3,009	3,348
实收资本	6,379	6,379	6,379	6,379
普通股股东权益	40,466	45,224	50,413	57,023
少数股东权益	567	508	442	357
负债和所有者权益合计	43,785	48,586	53,864	60,729

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 年新浪财经金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经营范围包括证券投资咨询业务。