

**事件：**10月24日，恒瑞医药发布2024年三季度报，前三季度公司实现营业收入201.89亿元，同比增长18.67%；实现归母净利润46.20亿元，同比增长32.98%；实现扣非归母净利润46.16亿元，同比增长37.38%。单三季度来看，公司实现营业收入65.89亿元，同比增长12.72%；实现归母净利润11.88亿元，同比增长1.91%；实现扣非归母净利润11.26亿元，同比增长0.84%。

**研发进展不断，国内创新药进入收获期。**半年报以来，公司研发进展不断，创新药管线进入收获期。8月28日，公司IL-17A产品夫那奇单抗获批上市，用于治疗适合接受系统治疗或光疗的中重度斑块状银屑病的成人患者，是公司自免领域首个获批上市的创新药，同时该产品治疗成人活动性强制性脊柱炎适应症已提交上市申请。仅半年报以来，公司5项创新药上市申请获得受理，包括（1）HER2 ADC 瑞康曲妥珠单抗（SHR-A1811）治疗HER2突变的NSCLC；（2）口服EZH2抑制剂SHR2554治疗外周T细胞淋巴瘤；（3）PD-L1/TGF-β融合蛋白瑞拉芙普-α（SHR-1701）治疗胃食管癌；（4）JAK1抑制剂艾玛昔替尼（SHR0302）治疗重度斑秃；（5）海曲泊帕治疗再生障碍性贫血。此外，公司SHR-1918治疗纯合子家族性高胆固醇血症、HR19042胶囊治疗活动性自身免疫性肝炎纳入突破性治疗品种。我们认为公司在国内的创新药管线已进入收获期，预计产品不断获批放量将有望加速公司业绩增长。

**坚持出海战略，自研与合作双线推进。**公司坚持出海战略，自研出海方面，（1）10月11日，公司白蛋白紫杉醇在美国获批，成为该产品的美国首仿；（2）10月16日，公司重新提交的卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼治疗一线肝癌的上市申请获得美国FDA受理，目标审评日期为2025年3月23日。合作出海方面，公司GLP-1系列产品授权的首付款和近期里程碑款总计1.1亿美元有望在年内确认收入，进一步提升公司业绩增长。

**员工持股计划彰显创新战略与信心。**9月公司发布2024年员工持股计划，公司业绩考核指标包括创新药收入（2024-2026年指标分别为累计130亿元/295亿元/503亿元）、新分子实体IND获批数量（2024-2026年指标分别为累计12个/25个/39个）、创新药申报并获得受理的NDA申请数量（2024-2026年指标分别为累计6个/11个/15个），彰显出公司对创新战略的坚持和信心。

**投资建议：**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61.04/66.74/80.59亿元，同比增长41.9%/9.3%/20.8%，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	6,104	6,674	8,059
增长率 (%)	10.1	41.9	9.3	20.8
每股收益 (元)	0.67	0.96	1.05	1.26
PE	71	50	46	38
PB	7.6	6.8	6.1	5.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年10月25日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**48.00 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) 2024 年半年报点评：双轮创新驱动业绩大增，管线丰富进展不断-2024/08/22
- 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 年三季度报点评：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

## 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	8,391	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	6,236	6,782	8,189
财务费用	-478	-611	-685	-778
资产减值损失	-107	-120	-140	-167
投资收益	-49	135	153	182
营业利润	4,910	6,866	7,484	8,986
营业外收支	-243	-245	-245	-245
利润总额	4,667	6,622	7,239	8,742
所得税	389	552	604	729
净利润	4,278	6,069	6,636	8,013
归属于母公司净利润	4,302	6,104	6,674	8,059
EBITDA	5,400	7,071	7,695	9,173

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,746	21,833	24,790	28,504
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	2,553	2,733	3,018
流动资产合计	31,287	35,512	40,271	46,685
长期股权投资	695	695	695	695
固定资产	5,451	6,028	6,483	6,856
无形资产	884	944	1,004	1,064
非流动资产合计	12,497	13,367	13,613	13,855
资产合计	43,785	48,879	53,885	60,540
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	1,278	1,154	1,367
流动负债合计	2,554	3,058	3,235	3,854
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	198	201	201	201
非流动负债合计	198	201	201	201
负债合计	2,751	3,259	3,436	4,055
股本	6,379	6,379	6,379	6,379
少数股东权益	567	532	494	448
股东权益合计	41,033	45,620	50,449	56,485
负债和股东权益合计	43,785	48,879	53,885	60,540

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.26	18.61	13.37	18.64
EBIT 增长率	39.49	35.39	8.76	20.75
净利润增长率	10.14	41.88	9.33	20.75
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	84.55	85.94	85.50	85.39
净利润率	18.85	22.55	21.75	22.14
总资产收益率 ROA	9.83	12.49	12.39	13.31
净资产收益率 ROE	10.63	13.54	13.36	14.38
<b>偿债能力</b>				
流动比率	12.25	11.61	12.45	12.11
速动比率	10.50	9.99	10.69	10.37
现金比率	8.12	7.14	7.66	7.40
资产负债率 (%)	6.28	6.67	6.38	6.70
<b>经营效率</b>				
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	0.60	0.64
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.67	0.96	1.05	1.26
每股净资产	6.34	7.07	7.83	8.78
每股经营现金流	1.20	0.77	0.94	1.09
每股股利	0.20	0.28	0.31	0.37
<b>估值分析</b>				
PE	71	50	46	38
PB	7.6	6.8	6.1	5.5
EV/EBITDA	52.62	40.19	36.93	30.98
股息收益率 (%)	0.42	0.59	0.65	0.78

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,278	6,069	6,636	8,013
折旧和摊销	794	835	913	985
营运资金变动	2,536	-2,115	-1,765	-2,248
经营活动现金流	7,644	4,926	6,015	6,979
资本开支	-1,464	-1,697	-1,361	-1,428
投资	2,590	-675	0	0
投资活动现金流	1,222	-2,355	-1,208	-1,246
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,260	36	0	0
筹资活动现金流	-3,144	-1,484	-1,850	-2,019
现金净流量	5,734	1,087	2,957	3,714

## 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