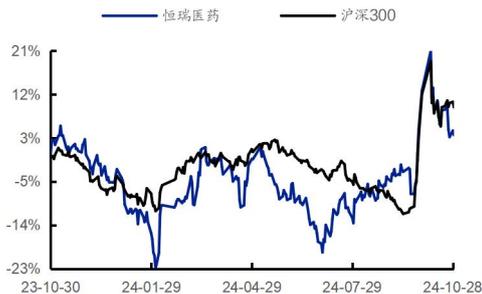


研究所: 万鹏辉 S0350524050003
 证券分析师: wanph@ghzq.com.cn

多项创新管线取得进展, 股权激励夯实发展信心

——恒瑞医药 (600276) 公司点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
恒瑞医药	-1.0%	19.0%	6.6%
沪深300	6.0%	15.7%	10.2%

市场数据

市场数据	2024/10/29
当前价格(元)	48.18
52周价格区间(元)	35.51-57.53
总市值(百万)	307,340.33
流通市值(百万)	307,340.33
总股本(万股)	637,900.23
流通股本(万股)	637,900.23
日均成交额(百万)	1,926.24
近一月换手(%)	0.91

相关报告

《恒瑞医药(600276)2024年中报点评: 创新药收入快速增长, 出海成为第二引擎(买入)*化学制药*万鹏辉》——2024-08-26

《恒瑞医药(600276)点评报告: 创新药收入稳步增长, 研发与国际化进程加速(买入)*化学制药*周小刚》——2024-04-24

《恒瑞医药(600276.SH)公司深度报告: 创新药持续兑现, 经营步入新周期(买入)*化学制药*周小刚》——2024-02-08

事件:

2024年10月25日, 恒瑞医药发布2024年三季度报, 公司2024年前三季度实现营业收入201.89亿元(同比+18.67%), 归属于上市公司股东的净利润为46.20亿元(同比+32.98%), 扣非后归属于上市公司股东净利润为46.16亿元(同比+37.38%)。2024年单Q3季度实现营业收入65.89亿元(同比+12.72%), 归属于上市公司股东的净利润为11.88亿元(同比+1.91%)。

2024年10月29日, 恒瑞医药获得药物临床试验批准通知书, 国家药监局同意开展一项注射用SHR-1826联合其他抗肿瘤治疗在实体瘤患者中的安全性、耐受性和有效性的多中心、开放的IB/II期临床研究。

投资要点:

■ **持续加大研发投入, 多项管线取得进展** 2024年前三季度公司研发费用投入共计45.49亿元, 占比高达22.53%。2024年Q3季度, 公司多项在研管线取得进展: (1) 2024年8月28日, 夫那奇珠单抗注射液上市, 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; (2) 2024年9月6号, 拟定适用于成人重度斑秃的JAK1抑制剂硫酸艾玛昔替尼片(SHR0302片)获上市申请许可; (3) 2024年9月14号, 拟定用于既往接受过至少一种系统治疗的局部晚期或转移性HER2突变成人非小细胞肺癌患者的治疗的注射用瑞康曲妥珠单抗获上市申请许可; (4) 2024年9月20号, 拟定联合氟尿嘧啶类和铂类药物用于局部晚期不可切除、复发或转移性胃及胃食管结合部腺癌的一线治疗的瑞拉芙普-α注射液获上市申请许可; (5) 2024年10月14号, 拟定用于既往接受过至少1线系统性治疗的复发或难治外周T细胞淋巴瘤的SHR2554片获上市申请许可; (6) 2024年10月16号, 拟定联合免疫抑制治疗, 适用于15岁及以上初治重型再生障碍性贫血(SAA)患者的海曲泊帕乙醇胺片获上市许可。

■ **坚持出海策略, 出海成为第二引擎** 2024年第三季度公司向美国FDA申报的注射用紫杉醇(白蛋白结合型)ANDA(简略新药申请, 即美国仿制药申请)已获得批准, 是首家在美国获得该品种仿制药批准的厂家。除此之外, 公司重新提交的注射用卡瑞利珠单抗联合甲磺酸阿帕替尼片用于不可切除或转移性肝细胞癌患者的一线治疗

的生物制品许可申请获得 FDA 受理, FDA 对注射用卡瑞利珠单抗的目标审评日期为 2025 年 3 月 23 日。

- **员工持股计划激励创新药营收增长** 2024 年 9 月公司发布员工持股计划, 在公司层面的业绩考核指标包括创新药销售收入、新分子实体 IND 获批数量、创新药申报并获得受理的 NDA 申请数量 (包含新适应症) 三项。根据考核标准, 2024-2026 年累计创新药收入分别达 130、295、503 亿元; 2024-2026 年新分子实体 IND 累计获批数量达 12、25、39 个; 2024-2026 年创新药申报并获得受理的 NDA 累计申请数量 (包含新适应症) 分别达 6、11、15 个。
- **盈利预测和投资评级** 预计 2024-2026 年公司营业收入为 269、308、360 亿元, 归母净利润为 61、67、80 亿元, 对应 PE 为 50、46、38 倍, 创新药占比不断提升, 创新药出海将成为第二曲线, 维持“买入”评级。
- **风险提示** 1、产品销售不及预期; 2、产品临床失败风险; 3、核心技术或销售人员变动风险; 4、产品出海进度不及预期; 5、行业政策变动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	22820	26939	30758	36007
增长率 (%)	7	18	14	17
归母净利润 (百万元)	4302	6106	6666	8046
增长率 (%)	10	42	9	21
摊薄每股收益 (元)	0.67	0.96	1.05	1.26
ROE (%)	11	14	13	14
P/E	66.51	50.34	46.10	38.20
P/B	7.13	6.82	6.14	5.48
P/S	12.64	11.41	9.99	8.54
EV/EBITDA	49.60	40.02	36.35	30.07

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：恒瑞医药盈利预测表

证券代码:	600276				股价:	48.18				投资评级:	买入				日期:	2024/10/29			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	11%	14%	13%	14%	EPS	0.68	0.96	1.05	1.26										
毛利率	85%	85%	85%	86%	BVPS	6.34	7.07	7.85	8.80										
期间费率	42%	38%	38%	37%	估值														
销售净利率	19%	23%	22%	22%	P/E	66.51	50.34	46.10	38.20										
成长能力					P/B	7.13	6.82	6.14	5.48										
收入增长率	7%	18%	14%	17%	P/S	12.64	11.41	9.99	8.54										
利润增长率	10%	42%	9%	21%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.53	0.58	0.60	0.63	营业收入	22820	26939	30758	36007										
应收账款周转率	4.12	4.76	4.68	4.74	营业成本	3525	3958	4503	5196										
存货周转率	1.48	1.61	1.62	1.63	营业税金及附加	219	259	296	346										
偿债能力					销售费用	7577	7947	9074	10442										
资产负债率	6%	6%	6%	7%	管理费用	2417	2694	2922	3349										
流动比	12.25	11.90	12.01	12.05	财务费用	-478	-414	-452	-523										
速动比	10.74	10.43	10.56	10.61	其他费用/(-收入)	4954	5926	7290	8642										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	4910	6918	7526	9022										
现金及现金等价物	20845	22756	26244	30366	营业外净收支	-243	-295	-295	-295										
应收款项	5520	6517	7441	8710	利润总额	4667	6623	7231	8727										
存货净额	2314	2598	2956	3411	所得税费用	389	552	603	728										
其他流动资产	2608	2948	3313	3795	净利润	4278	6071	6628	8000										
流动资产合计	31287	34818	39953	46282	少数股东损益	-25	-35	-38	-46										
固定资产	5451	5257	5007	4703	归属于母公司净利润	4302	6106	6666	8046										
在建工程	1101	1046	994	944	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	5250	6813	7217	7621	经营活动现金流	7644	5951	6696	7684										
长期股权投资	695	795	895	995	净利润	4302	6106	6666	8046										
资产总计	43785	48729	54066	60546	少数股东损益	-25	-35	-38	-46										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	794	906	958	1010										
应付款项	1510	1696	1929	2226	公允价值变动	58	0	0	0										
合同负债	198	234	267	313	营运资金变动	2536	-1283	-1248	-1693										
其他流动负债	845	997	1130	1302	投资活动现金流	1222	-2576	-1517	-1528										
流动负债合计	2554	2927	3326	3841	资本支出	-1464	-2270	-1321	-1320										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	2590	-100	-100	-100										
其他长期负债	198	177	154	130	其他	96	-207	-96	-108										
长期负债合计	198	177	154	130	筹资活动现金流	-3144	-1442	-1691	-2035										
负债合计	2751	3104	3479	3970	债务融资	-1260	13	-24	-24										
股本	6379	6379	6379	6379	权益融资	0	81	0	0										
股东权益	41033	45625	50587	56575	其它	-1884	-1536	-1667	-2012										
负债和股东权益总计	43785	48729	54066	60546	现金净增加额	5734	1911	3488	4121										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

年庆功，分析师，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖中药、零售药店、干扰素、疫苗和血制品等板块。

林羽茜，分析师，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，4.5年医药股权投资经验，2.5年医药二级市场研究经验，主要覆盖创新药和CXO板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

万鹏辉，分析师，中科院药物所药物化学硕士，浙江大学药学学士，4年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO、软镜、创新药等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

【分析师承诺】

万鹏辉，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。