

## 恒瑞医药 (600276) \ 医药生物

### 短期业绩扰动，全年医保谈判品种和新药带动业绩

#### 事件：

公司发布2022年年报和2023年一季报。2022年实现收入212.75亿（同比-17.87%），实现归母净利39.06亿（同比-13.77%），实现扣非归母净利34.10亿（同比-18.33%）。2023年一季度实现收入54.92亿（同比+0.25%），实现归母净利12.39亿（同比+0.17%），实现扣非归母净利12.20亿（同比+3.40%），业绩符合预期。

#### 短期业绩受医保谈判、集采、诊疗量的扰动

2022年公司收入下降17.87%，一是2022年价格谈判，阿帕替尼、吡咯替尼等多款新药执行新的医保谈判价格（平均降幅33%）；二是集采带来的影响，2022年第五批集采药品收入6.1亿（同比降79%），第七批集采药品收入9.8亿（同比降48%）；三是医疗机构日常诊疗业务量缩减，麻醉、造影产品销售受影响。2023年一季度收入利润增速已经转正，2月中下旬医院诊疗好活动恢复，后续销售增速有望提升。

#### 新药收入占比38.1%，2023年有望提升

恒瑞医药是国内少数在多个赛道实现矩阵式布局创新药的企业，海外畅销药的同靶点药物，恒瑞多于近2年上市，或即将上市。2023年1月谈判新纳入医保的新药（达尔西利、瑞维鲁胺、恒格列净）、已上市药物的适应症拓展（吡咯替尼、卡瑞利珠+阿帕替尼）、新上市药物（阿得贝利）均会在2023年贡献增量；第八批带量采购名单已公布，无恒瑞医药的大品种。2022年恒瑞新药收入占比38.1%，2023年新药占比有望提升。

#### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为253.97/294.78/337.69亿（原预测2023/24年分别为265.56/301.09亿），对应增速分别为19.37%/16.07%/14.56%，归母净利润分别为47.78/55.40/63.29亿（原预测2023/24年分别为50.79/58.12亿），增速分别为22.31%/15.94%/14.24%，EPS分别为0.75/0.87/0.99元/股，三年CAGR为17.45%。鉴于公司新药布局丰富，参照可比公司估值我们给予2023年75倍PE，目标价56.07元，维持“买入”评级。

**风险提示：**创新药出海不及预期；药品谈判降价超预期；销售不及预期；研发不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	25,906	21,275	25,397	29,478	33,769
增长率（%）	-6.59%	-17.87%	19.37%	16.07%	14.56%
EBITDA（百万元）	4,644	4,103	5,952	6,861	7,642
归母净利润（百万元）	4,530	3,906	4,778	5,540	6,329
增长率（%）	-28.41%	-13.77%	22.31%	15.94%	14.24%
EPS（元/股）	0.71	0.61	0.75	0.87	0.99
市盈率（P/E）	67	77	63	54	48
市净率（P/B）	8.62	7.98	7.19	6.45	5.77
EV/EBITDA	66.79	56.78	47.64	40.85	36.18

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月21日收盘价

投资评级：

行业：化学制药

投资建议：买入（维持评级）

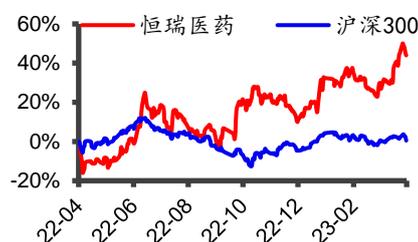
当前价格：47.32元

目标价格：56.07元

#### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	6,379/6,379
流通A股市值（百万元）	301,854
每股净资产（元）	6.10
资产负债率（%）	6.67
一年内最高/最低（元）	50.30/27.00

#### 股价相对走势



分析师：夏禹

执业证书编号：S0590518070004

电话：0510-82832787

邮箱：yuxia@glsc.com.cn

分析师：郑薇

执业证书编号：S0590521070002

电话：0510-82832787

邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《恒瑞医药 (600276) \ 医药生物行业由癌症向慢性病治疗延伸的制药龙头》2023.03.27
- 2、《恒瑞医药 (600276) \ 医药生物行业集采风险基本释放，员工持股加速创新药转型》2022.08.21
- 3、《恒瑞医药 (600276) \ 医药生物行业集采/谈判降价影响利润，期待研发落地》2022.04.24

## 1. 恒瑞医药业绩情况和展望

2022 年恒瑞医药新药实现收入 81.16 亿，占比 38.1%，截至 2023 年 3 月底恒瑞医药已经有 13 款新药上市。

### 1.1 2023 年新药有望贡献增量

2023 年创新药收入增长预计来源于：

#### ➤ (1) 已上市新药的新增适应症

2023 年 1 月恒瑞的卡瑞利珠+阿帕替尼获批肝癌 1L 适应症。肝癌一年的新发数，和靶向基因阴性的非小细胞肺癌人群可比，但肝癌中双艾组合竞争格局更优。

2023 年 4 月恒瑞医药吡咯替尼获批乳腺癌 1L 适应症 (+曲妥珠+多西他赛用于 HER2 阳性、未接受抗 HER2 治疗的复发或转移性乳腺癌)，此前吡咯替尼获批新辅助治疗和 2L 治疗。

图表 1: 已上市创新药的新适应症获批情况

产品	新获批适应症	时间
吡咯替尼	+曲妥珠+多西他赛用于 HER2 阳性、未接受抗 HER2 治疗的复发或转移性乳腺癌	2023 年 4 月
卡瑞利珠+阿帕替尼	晚期 1 线肝癌	2023 年 1 月

来源：恒瑞医药公告整理，国联证券研究所

#### ➤ (2) 2023 年新上市新药

阿得贝利单抗：单价高、竞争格局好。公司于 2023 年 3 月获批 PD-L1 抗体药物阿得贝利单抗。由于 PD-L1 单抗的定价 (9500 元/支) 高于 PD-1 (2928 元/支)，且阿得贝利获批适应症为广泛期小细胞肺癌，2022CSCO 小细胞肺癌指南中，推荐药物仅 2 款进口 PD-L1 产品度伐利尤、阿替利珠，没有 PD-1 销售体量和恒瑞接近的信达生物、百济神州的产品，短期竞争格局好。

除阿得贝利外，其他还有 4 个项目处于 NDA 阶段，有望后续贡献增量。

图表 2: 处于 NDA 阶段的药物和适应症

药品名称/代号	靶点	单药/联合	适应症
HR20033	SGLT2/二甲双胍	单药 (复方)	2 型糖尿病
SHR8008	CYP51	单药	急性外阴阴道假丝酵母菌病
SHR8554	MOR	单药	腹部手术后镇痛
羟乙磺酸达尔西利	CDK4/6	联合 (来曲唑/阿那曲唑)	一线 HR 阳性、HER2 阴性晚期乳腺癌

来源：恒瑞医药公告整理，国联证券研究所

➤ (3) 2023 年 1 月谈判进入医保的新药品种

2023 年 1 月 2 个抗肿瘤药、1 个降糖药新入医保贡献增量。2022 年恒瑞医药的 CDK4/6 抑制剂达尔西利、前列腺癌药物瑞维鲁胺、SGLT-2 抑制剂恒格列净新入医保，有望在 2023 年贡献增量。

**图表 3: 恒瑞医药新入医保产品**

序号	上市时间	产品	功能	收入驱动因素
1	2021 年 12 月	羟乙磺酸达尔西利	乳腺癌	新进医保产品
2	2021 年 12 月	脯氨酸恒格列净	降糖	新进医保产品
3	2022 年 6 月	瑞维鲁胺	前列腺癌	新进医保产品

来源：恒瑞医药公告整理，国联证券研究所

## 1.2 新药出口战略延续

2023 年 4 月 AACR 会议上恒瑞报道了 2 个 ADC (抗体偶联药物) 的临床数据，其中 HER2 ADC 药物 SHR-A1811 安全性好。SHR-A1811 的 I 期临床数据显示，其间质性肺炎的发生率为 3.2%；根据《Targeting HER2-positive breast cancer: advances and future directions》综述的报道，Destiny-Breast01 试验中，DS8201 的间质性肺炎发生率是 13.6%，表明 SHR-A1811 的安全性良好。

**图表 4: AACR 会议恒瑞医药的 ADC 产品相关汇报**

产品	药物类型	披露数据类型	会议标题
SHR-A1921	TROP-2 ADC	-	LB030 / 22 - SHR-A1921, a novel TROP-2 ADC with an optimized design and well-balanced profile between efficacy and safety
SHR-A1811	HER2-ADC	-	LB031 / 23 - SHR-A1811, a novel anti-HER2 ADC with superior bystander effect, optimal DAR and favorable safety profiles
SHR-A1811	HER2-ADC	全球多临床中心 I 期	CT175 / 7 - Safety, tolerability, pharmacokinetics, and antitumor activity of SHR-A1811 in HER2-expressing/mutated advanced solid tumors: A global phase 1, multi-center, first-in-human study
SHR-A1921	TROP-2 ADC	I 期	CT181 / 13 - A first-in-human (FIH) phase 1 study of SHR-A1921, a TROP-2 targeted antibody-drug conjugate (ADC), in patients with advanced solid tumors
SHR-A1811	HER2-ADC	多临床中心 I/II 期	CT204 / 17 - Safety, tolerability, pharmacokinetics, and efficacy of SHR-A1811, an antibody-drug conjugate, in patients with advanced HER2-mutant non-small cell lung cancer (NSCLC): a multicenter, open-label, phase 1/2 study

来源：AACR 网站，国联证券研究所

2022 年科伦药业 ADC 对外授权默沙东股价大涨、辉瑞 430 亿美元收购 Seagen、石药集团 Nectin-4 ADC 对外授权表明 ADC 的关注度高；恒瑞 ADC 良好的安全性增加了其在 HER2 ADC 药物中的竞争力，以及或有的出海预期。

海外新药临床方面，6 个临床项目处在 III 期临床阶段，与 2022 年中报披露信息相比，减少了瑞维鲁胺的海外 III 期临床。双艾组合方面，与战略合作伙伴 Elevar 共同进行阿帕替尼 FDA 的 NDA 递交准备工作，并于 2022 年 10 月与 FDA 召开卡瑞利珠的 Pre-BLA 沟通会。海曲泊帕乙醇胺于 2022 年 6 月获得 FDA 授予的孤儿药资格认定（化疗引起的血小板减少适应症）。

**图表 5: 海外创新药临床管线**

治疗领域	药品名称/代号	靶点	单药/联用	参与国家	IND	I 期	II 期	III 期
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)	一线晚期肝细胞癌			
	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)	实体瘤			
	SHR-1701	PD-L1/TGF-β	单药	澳洲	实体瘤			
	SHR-A1904	Claudin 18.2 ADC	单药	美国,澳洲	晚期实体瘤			
	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-2002	PVRIG-TIGIT	单药/联合(阿得贝利单抗)	澳洲	实体瘤			
血液	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			
风湿免疫	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			
	SHR-1819	IL-4Rα	单药	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	健康受试者			

来源：恒瑞医药公告整理，国联证券研究所

对外授权方面，恒瑞医药 EZH2 抑制剂对外授权 Treeline 获得 1100 万美元首付款。我们预计恒瑞未来在创新药出口方面会有更多建树。

## 2. 风险提示

创新药出海不及预期；药品谈判降价超预期；销售不及预期；研发不及预期

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,631	15,111	19,997	23,926	28,426	营业收入	25,906	21,275	25,397	29,478	33,769
应收账款+票据	6,884	8,341	8,064	9,360	10,723	营业成本	3,742	3,487	3,739	4,298	4,959
预付账款	973	1,055	909	1,055	1,209	税金及附加	202	190	227	264	302
存货	2,403	2,451	2,338	2,688	3,101	营业费用	9,384	7,348	8,772	10,182	11,583
其他	6,297	3,977	3,975	4,170	4,375	管理费用	8,804	7,193	8,587	9,966	11,417
<b>流动资产合计</b>	<b>30,188</b>	<b>30,934</b>	<b>35,283</b>	<b>41,199</b>	<b>47,834</b>	财务费用	-338	-471	-299	-391	-467
长期股权投资	193	768	768	768	768	资产减值损失	-14	-147	-13	-15	-17
固定资产	4,617	5,483	5,472	5,372	5,177	公允价值变动收益	36	77	70	70	70
在建工程	1,659	1,193	994	795	597	投资净收益	213	387	377	377	377
无形资产	442	520	667	767	820	其他	316	267	261	259	257
其他非流动资产	2,168	3,457	2,992	2,526	2,246	<b>营业利润</b>	<b>4,665</b>	<b>4,112</b>	<b>5,067</b>	<b>5,850</b>	<b>6,662</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,078</b>	<b>11,421</b>	<b>10,893</b>	<b>10,229</b>	<b>9,608</b>	营业外净收益	-199	-143	-151	-151	-151
<b>资产总计</b>	<b>39,266</b>	<b>42,355</b>	<b>46,176</b>	<b>51,428</b>	<b>57,442</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,466</b>	<b>3,968</b>	<b>4,915</b>	<b>5,699</b>	<b>6,511</b>
短期借款	0	1,261	0	0	0	所得税	-18	153	196	228	260
应付账款+票据	2,253	1,768	1,915	2,202	2,540	<b>净利润</b>	<b>4,484</b>	<b>3,815</b>	<b>4,719</b>	<b>5,472</b>	<b>6,251</b>
其他	1,149	611	1,453	1,674	1,929	少数股东损益	-46	-91	-59	-68	-78
<b>流动负债合计</b>	<b>3,402</b>	<b>3,639</b>	<b>3,369</b>	<b>3,875</b>	<b>4,469</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,530</b>	<b>3,906</b>	<b>4,778</b>	<b>5,540</b>	<b>6,329</b>
长期带息负债	152	99	99	99	99	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	141	204	204	204	204	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>293</b>	<b>303</b>	<b>303</b>	<b>303</b>	<b>303</b>	营业收入	-6.59%	-17.87%	19.37%	16.07%	14.56%
<b>负债合计</b>	<b>3,694</b>	<b>3,942</b>	<b>3,671</b>	<b>4,178</b>	<b>4,772</b>	EBIT	-38.51%	-15.28%	31.99%	14.99%	13.86%
少数股东权益	569	589	531	463	385	EBITDA	-35.40%	-11.65%	45.06%	15.27%	11.39%
股本	6,396	6,379	6,379	6,379	6,379	归母净利润	-28.41%	-13.77%	22.31%	15.94%	14.24%
资本公积	3,356	3,020	3,020	3,020	3,020	<b>获利能力</b>					
留存收益	25,251	28,425	32,575	37,388	42,886	毛利率	85.56%	83.61%	85.28%	85.42%	85.32%
<b>股东权益合计</b>	<b>35,572</b>	<b>38,413</b>	<b>42,505</b>	<b>47,250</b>	<b>52,670</b>	净利率	17.31%	17.93%	18.58%	18.56%	18.51%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>39,266</b>	<b>42,355</b>	<b>46,176</b>	<b>51,428</b>	<b>57,442</b>	ROE	12.94%	10.33%	11.38%	11.84%	12.10%
<b>现金流量表</b>						ROIC	24.04%	16.42%	18.04%	21.85%	23.31%
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	<b>偿债能力</b>					
净利润	4,484	3,815	4,719	5,472	6,251	资产负债	9.41%	9.31%	7.95%	8.12%	8.31%
折旧摊销	516	605	1,335	1,553	1,598	流动比率	8.87	8.50	10.47	10.63	10.70
财务费用	-338	-471	-299	-391	-467	速动比率	7.72	7.36	9.34	9.49	9.57
存货减少	-625	-48	113	-350	-413	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-690	-2,848	1,527	-1,480	-1,541	应收账款周转率	4.46	2.71	3.38	3.38	3.38
其它	846	173	-541	-78	-15	存货周转率	1.56	1.42	1.60	1.60	1.60
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,194</b>	<b>1,226</b>	<b>6,855</b>	<b>4,725</b>	<b>5,412</b>	总资产周转率	0.66	0.50	0.55	0.57	0.59
资本支出	-1,694	-1,930	-807	-888	-977	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	842	2,160	0	0	0	每股收益	0.71	0.61	0.75	0.87	0.99
其他	306	160	428	428	428	每股经营现金流	0.66	0.19	1.07	0.74	0.85
<b>投资活动现金流</b>	<b>-546</b>	<b>390</b>	<b>-379</b>	<b>-460</b>	<b>-549</b>	每股净资产	5.49	5.93	6.58	7.33	8.20
债权融资	152	1,208	-1,261	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,064	-17	0	0	0	市盈率	66.63	77.27	63.18	54.49	47.70
其他	-2,214	-1,510	-328	-336	-364	市净率	8.62	7.98	7.19	6.45	5.77
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-998</b>	<b>-319</b>	<b>-1,589</b>	<b>-336</b>	<b>-364</b>	EV/EBITDA	66.79	56.78	47.64	40.85	36.18
<b>现金净增加额</b>	<b>2,633</b>	<b>1,379</b>	<b>4,886</b>	<b>3,929</b>	<b>4,500</b>	EV/EBIT	75.14	66.60	61.42	52.80	45.75

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 21 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20% 以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20% 之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~5% 之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10% 以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~10% 之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易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而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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695