

恒瑞医药 (600276)

抗肿瘤创新药亮相 ASCO, 瑞维鲁胺 (ARi)、 “双艾”等数据亮眼

买入 (维持)

2022年06月04日

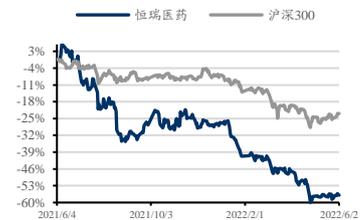
证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	25,906	26,321	30,561	35,554
同比	-7%	2%	16%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	4,530	5,096	6,052	7,133
同比	-28%	12%	19%	18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.71	0.80	0.95	1.12
P/E (现价&最新股本摊薄)	42.02	37.35	31.45	26.69

股价走势



投资要点

- 事件:** 2022年美国临床肿瘤学会 (ASCO) 年会, 于芝加哥当地时间6月3日开幕。恒瑞医药连续12年有研究入选ASCO年会, 2022年ASCO共有63项研究入选, 包括2项口头报告、1项壁报讨论、34项壁报和27项线上发表, 涉及卡瑞利珠单抗、阿帕替尼片、吡咯替尼、达尔西利片、氟唑帕利, 阿得贝利单抗、普那布林、法米替尼、SHR3680 (ARi)、SHR-1701 (PD-L1/TGF-βRII 双抗)、SHR2554 (EZH2i) 等药物。
- 二代 AR 拮抗剂闪耀 ASCO 舞台, CHART 研究绽放中国原创风采。** CHART 研究是一项国际多中心、随机对照、开放的 III 期临床试验, 在全球范围内共有 72 家参研中心, 包括 22 家欧洲中心以及 50 家国内中心, 旨在探索新型二代 AR 拮抗剂瑞维鲁胺联合 ADT 治疗高瘤负荷转移性激素敏感性前列腺癌患者的疗效与安全性。CHART 研究纳入 654 例 mHSPC 患者, 随机分组 (1:1) 接受 ADT+SHR3680 (240 mg/d, n=326) 或 比卡鲁胺 (Bica) (50 mg/d, n=328) 治疗, 主要终点由独立评审委员会 (IRC) 评估的影像学无进展生存期 (rPFS) 和总生存期 (OS)。截至 2021 年 5 月 16 日, SHR3680 组的中位随访时间为 22.1 个月, Bica 组为 20.4 个月。与 Bica 相比, SHR3680 显著降低了影像学进展或死亡的风险 (mrPFS 为未达到 vs 25.1 个月), SHR3680 组 OS 数据不成熟, 所有次要疗效终点均显示 SHR3680 治疗更有效。安全性方面, SHR3680 和 Bica 组分别有 19.2% 和 13.9% 的患者发生 ≥3 级治疗相关不良事件, 各组间任何级别、任何原因的不良反应发生频率相似。
- “双艾”组合在黑色素瘤领域取得重要进展:** 在黑色素瘤领域, 恒瑞医药的卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼 (“双艾”组合) 联合注射用替莫唑胺方案 (CAM/APA/TMZ) 一线治疗晚期肢端黑色素瘤的单中心、单臂 II 期研究 (NCT04397770), 获选口头报告。结果显示, CAM/APA/TMZ 方案治疗肢端黑色素瘤, 客观缓解率 (ORR) 为 64.6%, 疾病控制率 (DCR) 为 95.8%, 6 个月和 12 个月的中位无进展生存 (PFS) 率分别为 81.7% 和 62.9%, 12 个月总生存 (OS) 率为 82.3%, “双艾”联合注射用替莫唑胺可以为肢端黑色素瘤患者带来生存获益。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计 2022-2024 年的归母净利润为 50.96 亿元、60.52 亿元、71.33 亿元, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 37、31、27 倍。恒瑞医药创新实力强劲, 250+创新药管线, 10 个创新药已上市, 中期期待 “创新药+首仿/高端制剂+国际化” 的兑现, 维持 “买入” 评级。
- 风险提示:** 药品价格下降的风险, 新冠疫情的风险, 竞争恶化的风险

市场数据

收盘价(元)	29.84
一年最低/最高价	27.74/84.15
市净率(倍)	5.25
流通 A 股市值(百万元)	190,349.43
总市值(百万元)	190,349.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.68
资产负债率(% ,LF)	7.62
总股本(百万股)	6,379.00
流通 A 股(百万股)	6,379.00

相关研究

- 《恒瑞医药(600276): 2021 年年报和 2022 年一季报点评: 集采影响逐渐消化, 创新药进入良性循环》
2022-04-26
- 《恒瑞医药(600276): 2021 年中报点评: 受集采影响公司业绩承压, 创新与国际化转型持续加速》
2021-08-24
- 《恒瑞医药(600276): 2020 年年报及 2021 一季报点评: 持续加大研发投入, 业绩稳健增长》
2021-04-20

2022 年 ASCO 开幕，恒瑞医药 2 项口头报告、1 项壁报讨论等 63 项入选。2022 年美国临床肿瘤学会 (ASCO) 年会于芝加哥时间 6 月 3 日开幕，恒瑞医药共有 63 项研究入选，包括 2 项口头报告、1 项壁报讨论、34 项壁报和 27 项线上发表。其中，SHR3680 的 CHART 研究入选口头报告 (abstact#: 5005)，双艾在黑色素瘤和头颈癌领域分别入选口头报告 (abstact#: 9508) 和壁报讨论 (Abstract #: 6012; Poster #: 4)

表 1: 恒瑞医药 2022 年 ASCO 口头报告和壁报讨论入选情况

药物	摘要号/壁报编号	报告类型	疾病领域
SHR3680 (ARi)	5005	Oral Abstract Session	Genitourinary Cancer
camrelizumab+apatinib	9508	Oral Abstract Session	Melanoma/Skin Cancers
camrelizumab+apatinib	6012/4	Poster Discussion Session	Head and Neck Cancer

数据来源: ASCO, 东吴证券研究所

SHR3680 (瑞维鲁胺) 可大幅降低高瘤负荷转移性激素敏感性前列腺癌患者的影像学进展或死亡风险。CHART (NCT03520478) 是一项随机、开放标签的 3 期临床研究，旨在探索新型二代 AR 拮抗剂瑞维鲁胺联合 ADT 治疗高瘤负荷转移性激素敏感性前列腺癌患者的疗效与安全性。截至 2021 年 5 月 16 日，结果显示 SHR3680 显著降低了影像学进展或死亡的风险 (mrPFS 为未达到 vs 25.1 个月)。

图 1: SHR3680 CHART 研究结果

	SHR3680 (n = 326)	Bica (n = 328)	Treatment Effect*	P value
rPFS by investigator, mo	NR (32.7-NR)	18.5 (14.8-25.1)	0.37 (0.28-0.49)	< 0.0001
Time to PSA progression, mo	NR (NR)	11.0 (9.2-12.9)	0.19 (0.14-0.26)	< 0.0001
Time to next skeletal-related event, mo	NR (NR)	NR (28.5-NR)	0.64 (0.48-0.86)	0.0032
Time to initiation of new anti-prostate cancer therapy, mo	NR (32.7-NR)	15.6 (13.6-19.0)	0.34 (0.26-0.43)	< 0.0001
ORR by IRC	81.0 (74.2-86.6)	68.2 (60.3-75.4)	12.8 (3.40-22.20)	0.0065
PSA undetectable (< 0.2 ng/mL) rate	68.1 (62.7-73.1)	33.2 (28.2-38.6)	34.9 (27.7-42.1)	< 0.0001

数据来源: 东吴证券研究所

5 款已上市产品+6 款未上市产品大放异彩。2022 年 ASCO 涉及的抗肿瘤药包括 5 款已上市创新产品: 注射用卡瑞利珠单抗 (艾瑞卡®)、甲磺酸阿帕替尼片 (艾坦®)、马来酸吡咯替尼片 (艾瑞妮®)、羟乙磺酸达尔西利片 (艾瑞康®)、氟唑帕利胶囊 (艾瑞颐®), 以及 6 款未上市创新产品: 雄激素受体拮抗剂 SHR3680、人源化抗 PD-L1 抗体阿

得贝利单抗 (SHR-1316)、微管蛋白抑制剂普那布林、多靶点受体酪氨酸激酶抑制剂法米替尼、抗 PD-L1/TGF- β RII 双抗 SHR-1701、组蛋白甲基转移酶 EZH2 抑制剂 SHR2554 等。研究成果涵盖泌尿肿瘤、黑色素瘤、头颈肿瘤、消化道肿瘤、乳腺癌、肺癌、妇科肿瘤和血液肿瘤等 8 个肿瘤治疗领域。

表 2: 恒瑞医药 2022 年 ASCO 入选概况

疾病领域	入选概况
头颈肿瘤领域	卡瑞利珠单抗、阿帕替尼、法米替尼、SHR1701 等药物的单药或联合方案研究入选 1 篇壁报讨论、7 项壁报, 3 项线上发表。
消化道领域	卡瑞利珠单抗和阿帕替尼, 以及未上市创新药法米替尼和 SHR1701 在消化道的研究共入选 5 项壁报展示和 13 项线上发表。
乳腺癌领域	吡咯替尼、达尔西利、氟唑帕利和阿帕替尼, 或产品间联合或联合化疗, 共有 9 项研究入选壁报展示环节, 6 项研究入选线上发表。
在肺癌领域	卡瑞利珠单抗、阿帕替尼、普那布林和阿得贝利单抗等产品的单药或联合治疗方案相关研究入选 7 项壁报展示和 2 项线上发表。
妇瘤、实体瘤、血液和其他领域	卡瑞利珠单抗、阿帕替尼、吡咯替尼、SHR2554 等产品相关研究入选了 4 篇壁报和 3 篇在线发表。

数据来源: ASCO, 东吴证券研究所

恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	30,188	36,354	41,832	48,344	营业总收入	25,906	26,321	30,561	35,554
货币资金及交易性金融资产	18,721	24,658	28,219	32,643	营业成本(含金融类)	3,742	4,103	4,771	5,501
经营性应收款项	7,857	8,009	9,406	10,882	税金及附加	202	205	238	277
存货	2,403	2,421	2,851	3,314	销售费用	9,384	9,213	10,696	12,444
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,860	2,895	3,362	3,911
其他流动资产	1,207	1,267	1,357	1,505	研发费用	5,943	5,791	6,723	7,822
非流动资产	9,078	10,773	12,026	13,282	财务费用	-338	-660	-844	-1,001
长期股权投资	193	269	352	441	加:其他收益	309	258	310	367
固定资产及使用权资产	4,617	6,541	7,898	9,137	投资净收益	213	275	306	351
在建工程	1,659	1,239	963	789	公允价值变动	36	0	0	0
无形资产	442	549	634	729	减值损失	-10	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	3	4	4
长期待摊费用	309	315	321	327	营业利润	4,665	5,311	6,234	7,322
其他非流动资产	1,858	1,859	1,859	1,859	营业外净收支	-199	0	0	0
资产总计	39,266	47,127	53,859	61,626	利润总额	4,466	5,311	6,234	7,322
流动负债	3,402	3,946	4,618	5,255	减:所得税	-18	247	225	241
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	4,484	5,064	6,009	7,081
经营性应付款项	2,253	2,165	2,556	2,994	减:少数股东损益	-46	-32	-42	-52
合同负债	220	267	333	365	归属母公司净利润	4,530	5,096	6,052	7,133
其他流动负债	929	1,514	1,729	1,896	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.80	0.95	1.12
非流动负债	293	393	443	493	EBIT	4,074	4,115	4,770	5,599
长期借款	0	100	150	200	EBITDA	4,615	4,837	5,661	6,617
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	85.56	84.41	84.39	84.53
租赁负债	152	152	152	152	归母净利率(%)	17.49	19.36	19.80	20.06
其他非流动负债	141	141	141	141	收入增长率(%)	-6.59	1.61	16.11	16.34
负债合计	3,694	4,338	5,061	5,747	归母净利润增长率(%)	-28.41	12.48	18.76	17.87
归属母公司股东权益	35,003	42,251	48,303	55,436					
少数股东权益	569	537	495	443					
所有者权益合计	35,572	42,788	48,798	55,879					
负债和股东权益	39,266	47,127	53,859	61,626					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,219	5,827	5,355	6,305	每股净资产(元)	5.47	6.58	7.52	8.63
投资活动现金流	-546	-2,159	-1,835	-1,918	最新发行在外股份(百万股)	6,379	6,379	6,379	6,379
筹资活动现金流	-998	2,249	41	38	ROIC(%)	12.30	9.96	9.98	10.28
现金净增加额	2,657	5,917	3,561	4,424	ROE-摊薄(%)	12.94	12.06	12.53	12.87
折旧和摊销	541	723	890	1,017	资产负债率(%)	9.41	9.21	9.40	9.33
资本开支	-1,649	-2,331	-2,052	-2,174	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.02	37.35	31.45	26.69
营运资本变动	-690	-211	-1,369	-1,471	P/B(现价)	5.45	4.54	3.97	3.46

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

