

恒瑞医药 (600276.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

创新药加速放量在即，经营拐点渐现

投资逻辑：

医保谈判继续促进创新药放量。医保谈判是国产创新药开启放量的关键里程碑。公司已有 12 个创新药上市，8 个已经进入医保。本轮医保谈判，公司有达尔西利、恒格列净、瑞维鲁胺 3 个新产品，以及 PD-1、吡咯替尼、瑞马唑仑的多项新适应症通过医保谈判形式审查，预计 2023 年通过医保谈判后将开启加速放量。

创新药研发管线深厚，ADC 技术平台突破在即。公司持续投入创新药研发，打造深厚的创新药管线，目前公司已有 5 个处于 NDA 阶段的创新药和 10 余个处于 III 期阶段的创新药，管线中的晚期产品数量远高于国内其它创新药企业。预计未来 3 年，公司将保持每年 3 个或以上创新药获批上市。公司布局 ADC 技术平台，领衔产品 SHR-A1811 已处于临床 III 期，目前已有 8 款 ADC 候选药物进入临床阶段，创新药加速增长动力充足。

仿制药集采压力降级。第五批集采涉及公司 40 亿以上存量产品，从 2021Q4 开始执行，公司业绩明显承压。第七批集采涉及公司产品规模大幅缩小，估计规模约为第五批集采的 30%，整体集采压力明显缓和。公司尚未集采的仿制药存量大品种中，目前仅有吸入用七氟烷和注射用卡泊芬净符合国家集采条件，预计后续集采影响将进一步降级。

仿创结合双轮推进国际化。创新药方面，公司 PD-1 联合阿帕替尼治疗一线肝癌已完成国际 III 期，预计 2023 年将提交美国 BLA 申请。仿制药方面，公司的钆特酸葡胺注射液、碘克沙醇注射液、钆布醇注射液已于今年陆续获得 FDA 的上市批准，国际化进程持续推进。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2022/2023/2024 年公司实现营业收入 220.2 亿/246.7 亿/287.3 亿元，同比-15.0%/+12.0%/+16.5%，归母净利润 42.20 亿/48.86 亿/58.46 亿元，同比-6.9%/+15.8%/+19.7%，对应 EPS 为 0.66/0.77/0.92 元。基于分部估值法，我们给予公司创新药部分估值 3066 亿元，仿制药部分估值 270 亿元，公司整体合理估值为 3336 亿元，对应目标价 52.30 元，维持“买入”评级。

风险提示

创新药研发风险，产品申报获批风险，医保谈判不及预期风险，竞争加剧导致销售不及预期风险，集采风险，国际化进程不及预期风险，核心人员流失风险。

医药组

分析师：王班 (执业 S1130520110002)

wang_ban@gjzq.com.cn

联系人：王维肖

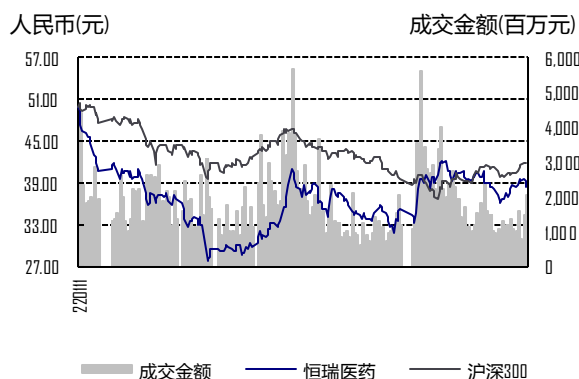
wangweix@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：38.45 元

目标价 (人民币)：52.30 元

相关报告：

- 《环比业绩改善，四季度有望迎来业绩拐点-恒瑞医药三季报点评》，2022.10.30
- 《短期业绩承压，加速推进创新转型-恒瑞医药半年报点评》，2022.8.20
- 《瑞维鲁胺片获批，创新药逐步迎来收获期-恒瑞医药点评》，2022.6.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,735	25,906	22,021	24,668	28,730
营业收入增长率	19.09%	-6.59%	-14.99%	12.02%	16.47%
归母净利润(百万元)	6,328	4,530	4,220	4,886	5,846
归母净利润增长率	18.78%	-28.41%	-6.85%	15.78%	19.66%
摊薄每股收益(元)	1.187	0.708	0.661	0.766	0.916
每股经营性现金流净额	0.64	0.66	0.97	0.74	0.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.75%	12.94%	11.24%	11.86%	12.83%
P/E	93.91	71.60	58.13	50.20	41.95
P/B	19.48	9.27	6.54	5.95	5.38

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

医保谈判继续促进创新药放量.....	4
医保谈判开启创新药放量，公司多款产品即将参与 2022 年底医保谈判.....	4
瑞维鲁胺具有适应症优势.....	5
达尔西利强化乳腺癌产品组合.....	8
恒格列净领衔糖尿病产品管线.....	11
创新药研发管线深厚，ADC 技术平台突破在即.....	15
研发投入持续增长，创新药获批数量及晚期数量领先行业.....	15
ADC 技术平台突破在即，SHR-A1811 开启新天地.....	17
仿制药集采压力逐步降级.....	19
第五批集采影响出清，三季度营收环比转正.....	19
第七批集采涉及规模小，暂未集采大品种有限，集采压力逐步降级.....	19
仿创结合双轮推进国际化.....	20
“双艾组合”治疗一线肝癌国际 III 期临床成功.....	20
仿制药出海捷报频传.....	21
盈利预测与投资建议.....	21
盈利预测.....	21
投资建议及估值.....	22
风险提示.....	25

图表目录

图表 1：国谈品种进入医保后实现销售额增长.....	4
图表 2：通过形式审查药品数量 5 个以上的 11 家企业.....	5
图表 3：公司通过 2022 年医保谈判形式审查药品.....	5
图表 4：AR 药物作用机理.....	6
图表 5：前列腺癌发展阶段及主要治疗手段.....	6
图表 6：转移性激素敏感性前列腺癌治疗方式选择.....	7
图表 7：国内已上市二代 AR 药物.....	7
图表 8：CHART 研究 rPFS 结果.....	8
图表 9：CDK4/6 抑制剂作用机制.....	9
图表 10：乳腺癌分型.....	9
图表 11：HR+/HER2-乳腺癌的推荐用药方案.....	10
图表 12：国内已上市 CDK4/6 药物.....	10

图表 13:	达尔西利临床试验 PFS 数据	11
图表 14:	达尔西利的亚组临床数据	11
图表 15:	达尔西利国内临床研究汇总	11
图表 16:	SGLT2 抑制剂降糖作用机理	12
图表 17:	2 型糖尿病诊疗路径	12
图表 18:	国内已上市 SGLT2 药物	13
图表 19:	恒格列净单药治疗降 HbA1c 临床数据	13
图表 20:	恒格列净联合二甲双胍治疗降 HbA1c 临床数据	14
图表 21:	公司糖尿病领域创新药研发管线	15
图表 22:	公司研发投入情况 (亿元)	15
图表 23:	国内头部创新药企业研发费用 (亿元)	16
图表 24:	重点公司已上市创新药	16
图表 25:	重点公司 III 期及以后创新药管线	17
图表 26:	ADC 药物结构示意图	17
图表 27:	ADC 作用机理	17
图表 28:	全球已上市 ADC 药物	18
图表 29:	HER2 ADC 药物结构对比	18
图表 30:	公司进入临床阶段的 ADC 候选药物	19
图表 31:	公司第五批集采产品情况	19
图表 32:	公司按季度营收及利润 (亿元)	19
图表 33:	公司第七批集采中标情况	20
图表 34:	公司暂未集采大品种过评情况	20
图表 35:	“双艾组合”治疗一线肝癌国际多中心 III 期临床数据	21
图表 36:	公司获得美国上市批准的产品	21
图表 37:	公司营收拆分及预测	22
图表 38:	已上市创新药 DCF 估值	23
图表 39:	管线中 III 期以后创新药 PS 估值	23
图表 40:	仿制药可比公司估值比较	24

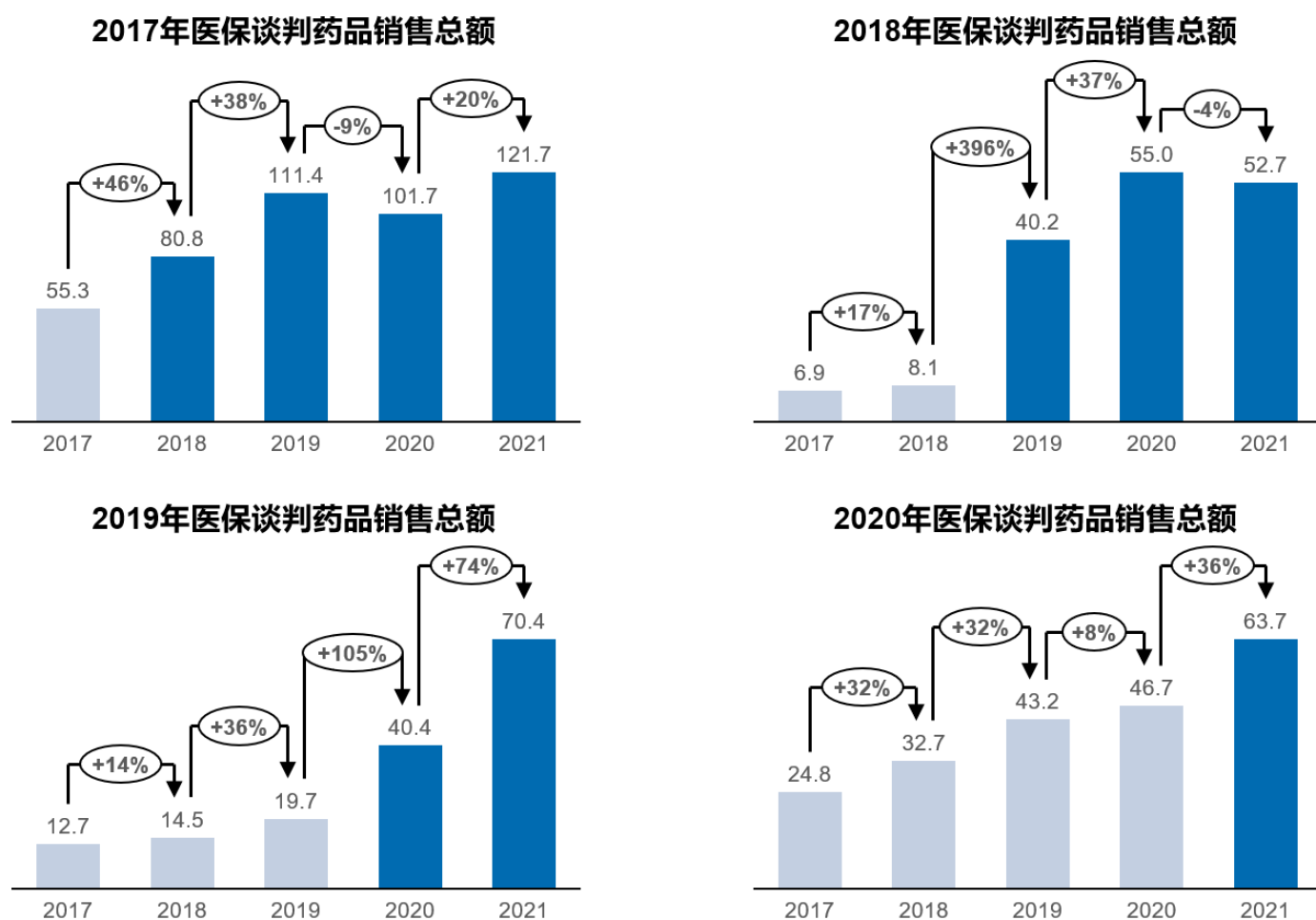
医保谈判继续促进创新药放量

医保谈判开启创新药放量，公司多款产品即将参与 2022 年底医保谈判

中国医疗保险制度经历多年发展，从 2017 年起逐步进入到建设具有中国特色医疗保障制度的发展阶段。2018 年国家医疗保障局正式成立，2018 年以后，我国逐渐建立起医保动态调整机制，医保目录调整周期由原来的多年调整一次，逐渐进展为每年常态化调整。2020 年起，国家医保目录调整要求全部入选品种均需经过医保谈判。每年的医保目录常态化谈判调整，为创新药获批上市后进入医保目录提供了快速、稳定的通道。

2017 年以来，多款独家创新药产品经过谈判纳入国家医保目录。历年医保谈判价格降幅较大，2021 年医保谈判平均价格降幅达到 62%。但是，从样本医院销售数据来看，通过谈判的产品在进入医保目录后，总体销售额仍旧实现了高速稳定的增长。因此我们认为，医保谈判仍然是创新药实现放量的关键里程碑事件。

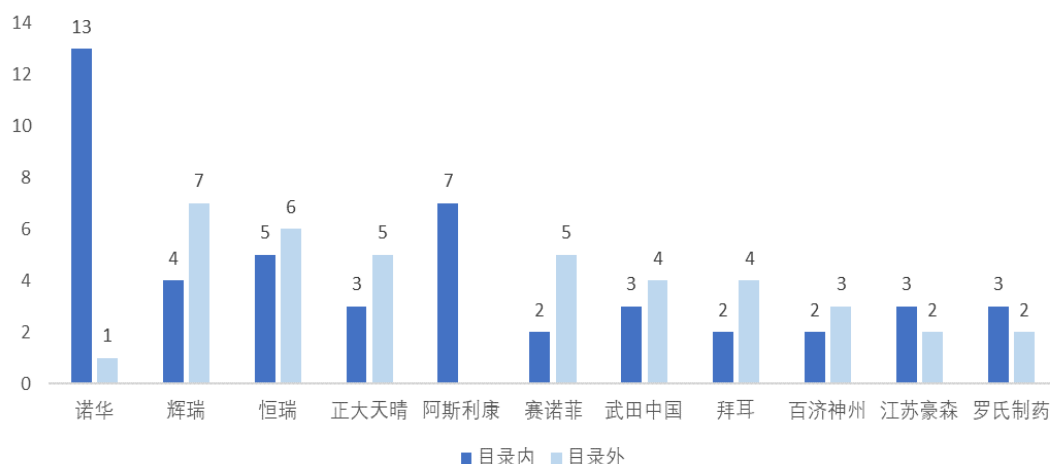
图表1：国谈品种进入医保后实现销售额增长



来源：PDB，国金证券研究所

2022 年 9 月，国家医保局公布了《2022 年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整通过形式审查的申报药品名单》，共计 343 个药品符合本次的医保目录调整申报条件，通过了形式审查，其中 198 个目录外药品通过形式审查，145 个目录内药品通过形式审查。下一步这些药品将有资格进入到专家评审及后续的谈判或竞价环节。公司共有 11 款产品通过形式审查，是通过形式审查药品数量最多的国内企业，仅次于诺华，与辉瑞数量相同。

图表2: 通过形式审查药品数量5个以上的11家企业



来源: 国家医保局, 国金证券研究所

公司通过形式审查的药品共计11款,包括3款一年内获批上市的自研创新药: CDK4/6 抑制剂羟乙磺酸达尔西利片、SGLT2 抑制剂脯氨酸恒格列净片、AR 抑制剂瑞维鲁胺片; 以及另外3款有新增适应症的创新药: PD-1 注射用卡瑞利珠单抗、HER2 口服药马来酸吡咯替尼片、麻醉镇静药物注射用甲苯磺酸瑞马唑仑, 预计今年医保谈判后, 明年公司创新药产品将开启加速放量。此外, 公司还有3款新获批的独家仿制药产品和2款医保目录内的独家仿制药产品将参与本轮的医保谈判或续约。

图表3: 公司通过2022年医保谈判形式审查药品

序号	药品通用名称	是否独家	通过的申报条件
1	羟乙磺酸达尔西利片	是	目录外条件1
2	脯氨酸恒格列净片	是	目录外条件1
3	瑞维鲁胺片	是	目录外条件1
4	注射用卡瑞利珠单抗	是	目录内条件2
5	马来酸吡咯替尼片	是	目录内条件2
6	注射用甲苯磺酸瑞马唑仑	是	目录内条件2
7	昂丹司琼口溶膜	是	目录外条件1
8	尼莫地平口服溶液	是	目录外条件1,5
9	普瑞巴林缓释片	是	目录外条件1
10	盐酸艾司氯胺酮注射液	是	目录内条件1
11	培门冬酶注射液	是	目录内条件1

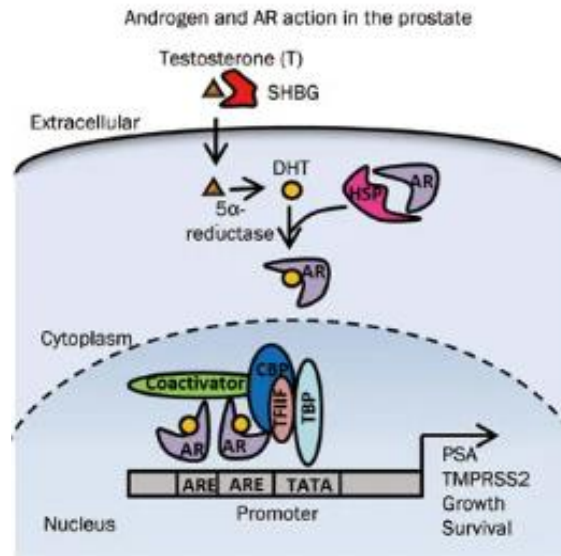
来源: 国家医保局, 国金证券研究所

瑞维鲁胺具有适应症优势

瑞维鲁胺(商品名: 艾瑞恩)是公司自主研发的雄激素受体(AR)抑制剂,于2022年6月30日获批上市,适应症为治疗高瘤负荷的转移性激素敏感性前列腺癌。

雄激素受体(AR)抑制剂可以通过阻断雄激素与AR的结合,达到治疗前列腺癌的目的。前列腺癌具有雄激素依赖性,睾酮等雄激素在血液循环中与血清性激素结合球蛋白(SHBG)和白蛋白结合,被运输到靶组织,如前列腺,并通过5- α -还原酶转化为二氢睾酮(DHT)进入前列腺细胞,取代热休克蛋白(HSPs)与雄激素受体(AR)结合,驱动AR的N端与C端相互作用结合importin- α 蛋白进入细胞核,AR转位到细胞核,二聚并结合在靶基因启动子区的雄激素反应元件(ARE),如前列腺特异性抗原(PSA)和TMPRSS2,促进其表达进而促进细胞的生长及存活。AR抑制剂通过内源性阻断雄激素与AR的结合,从而抑制AR信号通路的正常激活,达到治疗前列腺癌的目的。

图表4: AR 药物作用机理



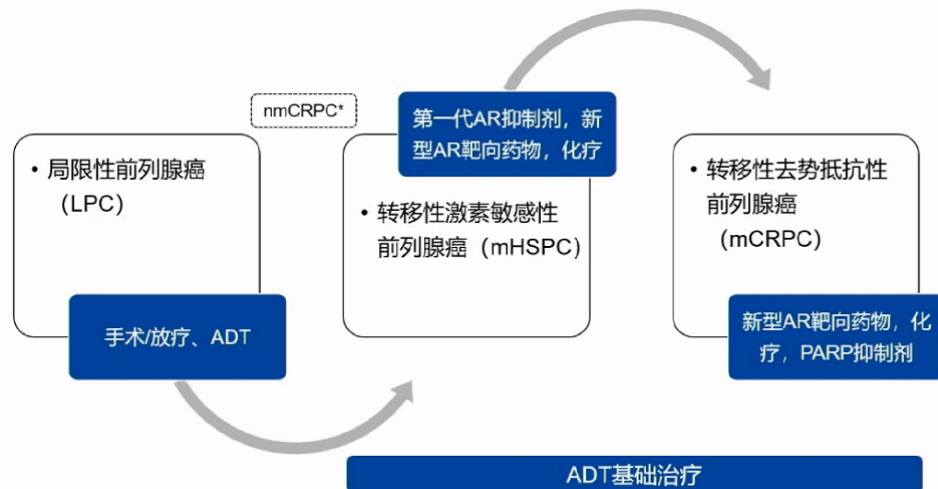
来源: PubMed, 国金证券研究所

前列腺癌是男性人口最常见的癌症类型之一。前列腺癌始发于前列腺中的健康细胞发生变化并且失去控制，最终发展成肿瘤。可能导致前列腺癌的风险因素包括：BRCA1 及/或 BRCA2 基因的突变，其他遗传变化（HPC1、HPC2、HPCX、CAPB、ATM 及 FANCA），及家族史及饮食习惯。

2021 年 2 月 WHO 国际癌症研究机构发表的全球癌症统计报告显示，2020 年全球新发前列腺癌 141.4 万例，占全身恶性肿瘤的 7.3%，发病率仅次于乳腺癌和肺癌，位于第 3 位；前列腺癌死亡病例 37.5 万例，占全身恶性肿瘤的 3.8%，死亡率位居第 8 位。2019 年 1 月国家癌症中心公布了 2015 年我国恶性肿瘤最新发病率和死亡率情况，其中前列腺癌新发病例 7.2 万，发病率为 10.23/10 万，位居男性恶性肿瘤的第 6 位；死亡 3.1 万，死亡率为 4.36/10 万，位居男性恶性肿瘤的第 10 位。根据 Globocan 预测，中国每年新增前列腺癌患者将从 2020 年的 11.5 万人，增长至 2030 年的 17.0 万人，年复合增长率接近 4%。

根据前列腺癌的发展阶段，可以将前列腺癌分为局限性前列腺癌、转移性激素敏感性前列腺癌（mHSPC）、和转移性去势抵抗性前列腺癌 mCRPC）。转移性前列腺癌是严重影响患者预后的重要疾病阶段，在欧美人群中，转移性前列腺癌仅占新发前列腺癌的 5%-6%，而在我国，这一比例则高达 54%。

图表5: 前列腺癌发展阶段及主要治疗手段



来源: 公司官网, 国金证券研究所

根据 CSCO 前列腺癌诊疗指南，针对 mHSPC，将出现 ≥ 4 个骨转移灶（其中 ≥ 1 个骨转移位于盆腔或脊柱以外）或出现内脏转移的患者定义为高瘤负荷患者，针对高瘤负荷的 mHSPC 患者，推荐使用雄激素剥夺治疗（Androgen deprivation therapy, ADT，也称为去势疗法）联合 AR 抑制剂等疗法。其中，ADT 联合瑞维鲁胺被作为高瘤负荷患者的 1A 级推荐药物。

图6：转移性激素敏感性前列腺癌治疗方式选择

	I级推荐	II级推荐	III级推荐
低瘤负荷	ADT为基础的联合治疗 (1A) ADT+醋酸阿比特龙+泼尼松 (1A) ADT+恩扎卢胺 (1A) ADT+阿帕他胺 (1A) ADT+达罗他胺+多西他赛 (1A) ADT+EBRT (1A) ADT+比卡鲁胺 (2A)	ADT+多西他赛+泼尼松 (1B) ADT+原发灶手术切除或者近距离放疗 (2B)	间歇性ADT (2B) ADT+冷冻治疗 (3类) ADT+氟他胺 (2B类)
高瘤负荷	ADT为基础的联合治疗 (1A) ADT+醋酸阿比特龙+泼尼松 (1A) ADT+多西他赛+泼尼松 (1A) ADT+恩扎卢胺 (1A) ADT+阿帕他胺 (1A) ADT+达罗他胺+多西他赛 (1A) ADT+阿比特龙+多西他赛 (1A) ADT+瑞维鲁胺 (1A)	ADT+比卡鲁胺 (2B)	ADT+氟他胺 (2B类) ADT+原发灶手术切除或者近距离放疗 (2B)

来源：CSCO 前列腺癌诊疗指南，国金证券研究所

自 2019 年以来，中国陆续批准了 4 个二代 AR 药物，分别是安斯泰来的恩杂鲁胺，杨森的阿帕他胺，拜耳的达罗他胺，和公司的瑞维鲁胺。其中阿帕他胺获批了 CRPC 和 HSPC 两类适应症，恩杂鲁胺和达罗他胺获批适应症为 CRPC，瑞维鲁胺是国内第二款获批 HSPC 适应症的二代 AR 抑制剂。

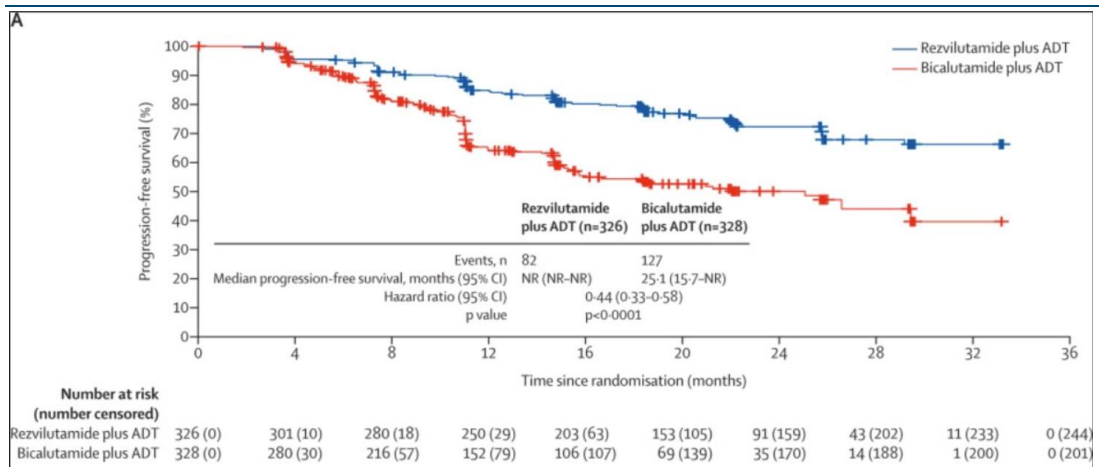
图7：国内已上市二代 AR 药物

	恩扎卢胺	阿帕他胺	达罗他胺	瑞维鲁胺
公司	安斯泰来，豪森（仿制药）	杨森	拜耳	恒瑞
中国获批适应症及获批时间	用于雄激素去除治疗失败且既往未经化疗的无症状或者有轻微症状的转移性去势抵抗性前列腺癌（mCRPC）。（2019年11月25日） 用于治疗非转移性去势抵抗性前列腺癌（NM-CRPC）成年男性患者。（2020年11月4日）	用于治疗有高危转移风险的非转移性去势抵抗性前列腺癌（NM-CRPC）成年患者。（2019年9月5日） 用于治疗转移性内分泌治疗敏感性前列腺癌（mHSPC）成年患者。（2020年8月14日）	用于治疗有高危转移风险的非转移性去势抵抗性前列腺癌（NM-CRPC）成年患者。（2021年2月2日）	适用于治疗高瘤负荷的转移性激素敏感性前列腺癌患者。（mHSPC）患者。（2022年6月28日）
中国在研适应症	转移性激素敏感性前列腺癌	前列腺切除术后复发的前列腺癌 前列腺切除术后辅助治疗	转移性激素敏感性前列腺癌	去势抵抗性前列腺癌 局限高危或局部晚期前列腺癌
规格	40mg，胶囊剂	60mg，片剂	300mg，片剂	80mg，片剂
用法用量	160mg，每日一次	240mg，每日一次	600mg，每日两次	240mg，每日一次
医保状态	2020年医保乙类（限雄激素去除治疗失败且既往未经化疗的无症状或者有轻微症状的转移性去势抵抗性前列腺癌患者）	2021年医保乙类	2021年医保乙类	即将参加医保谈判
中标价	安斯泰来： 医保前：36000/112粒 医保后：7795.20/112粒 豪森仿制药：1350/28粒	医保前：39900/120片 医保后：6600/120片	医保前：23600/120片 医保后：7512/120片	医保前：23043/84片
年治疗费用（365天）	安斯泰来： 医保前：约46.93万 医保后：约10.16万 豪森仿制药：7.04万	医保前：48.41万 医保后：8.00万	医保前：28.71万 医保后：9.14万	医保前：30.04万

来源：医药魔方，国金证券研究所

瑞维鲁胺的获批和指南推荐是基于 CHART 研究。CHART 研究是一项国际多中心、随机、对照、开放的 III 期临床试验，供入组 654 例高瘤负荷 mHSPC 患者。研究结果显示，瑞维鲁胺 (240mg, qd) 联合 ADT 对比比卡鲁胺联合 ADT 可显著延长高瘤负荷 mHSPC 患者的中位 OS (NR vs. NR, HR=0.58, 95% CI 0.44-0.77, p=0.0001) 及 IRC 评估的中位 rPFS (NR vs. 23.5 个月, HR=0.46, 95% CI 0.36-0.60, p<0.0001)。两组治疗相关的不两个反应率相当，瑞维鲁胺联合治疗组 ≥3 级不良反应的发生率为 20.7%。

图表8: CHART 研究 rPFS 结果



来源: PubMed, 国金证券研究所

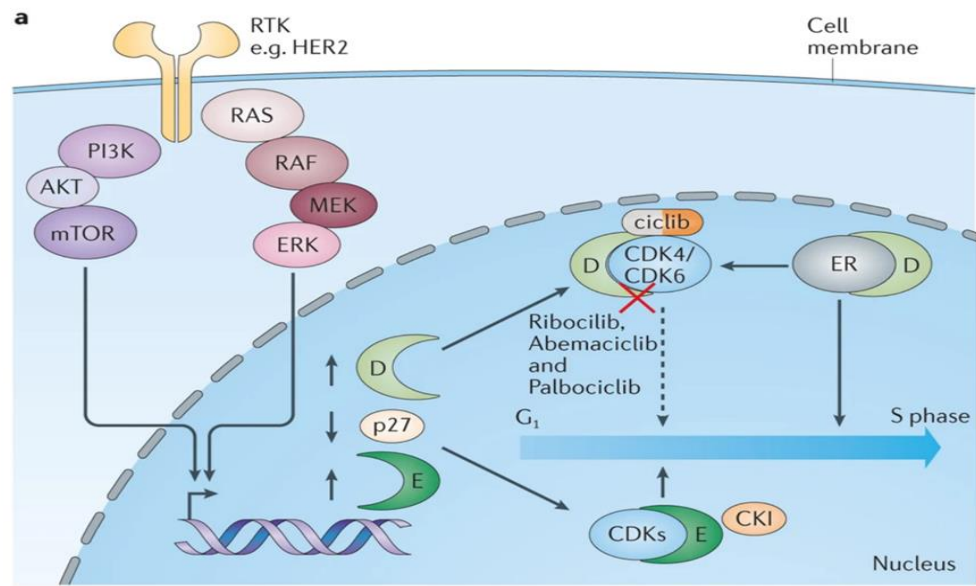
基于瑞维鲁胺的临床数据及适应症优势，预计 2023 年通过医保谈判后，瑞维鲁胺将实现加速放量。

达尔西利强化乳腺癌产品组合

羟乙基磺酸达尔西利片 (商品名: 艾瑞康) 是公司自主研发的 CDK4/6 抑制剂，于 2021 年 12 月 31 日正式获批上市，适应症为联合氟维司群治疗既往接受内分泌治疗后出现疾病进展的激素受体阳性 (HR+)、人表皮生长因子受体 2 阴性 (HER2-) 的复发或转移性乳腺癌患者。

CDK (Cyclin-dependent Kinase) 全称为“细胞周期蛋白依赖性激酶”，是一种调控细胞生长和分裂的关键因子。CDK4/6 即细胞周期蛋白依赖性激酶 4 和 6，CDK4 和 CDK6 均能与 D 型细胞周期蛋白 (cyclin D) 的 3 种亚型结合。在促有丝分裂信号的诱导下，cyclin D 与 CDK4/6 结合形成复合物，促使抑癌基因 Rb 磷酸化，导致转录因子 E2F 从 Rb-E2F 复合物解离，激活基因转录，使细胞从 G1 期进入 S 期。在肿瘤细胞中，细胞周期的紊乱是一大特征。CDK4/6 在许多恶性肿瘤尤其是 ER+ 阳性的乳腺癌中过度表达，表现出显著活性，促使癌细胞增殖扩散。CDK4/6 抑制剂通过抑制 CDK4/6 的活性，阻断细胞从 G1 期到 S 期的进程，降低肿瘤细胞系的细胞增殖，抑制细胞异常复制。

图表9: CDK4/6 抑制剂作用机制



来源: PubMed, 国金证券研究所

全球癌症统计报告 2020 版指出, 相较于 2018 年全球癌症统计报告数据, 2020 年女性乳腺癌已超过肺癌、成为全球癌症发病率第一的癌症, 估计有 230 万新发病例(11.7%); 同时为全球第五大癌症死亡原因, 死亡人数达到 68.5 万人。在中国, 乳腺癌的新发病例数位居第四位, 仅次于肺癌、结直肠癌和胃癌。

根据人表皮生长因子受体 2 (HER2)、雌激素受体 (ER)、孕激素受体 (PR) 的表达情况, 可以将乳腺癌分为 HER2 阳性乳腺癌, 三阴性乳腺癌, 和 HR 阳性 HER2 阴性 (Luminal A/B 型) 乳腺癌。HR+/HER2-则是乳腺癌的主要亚型, 占有病例的约 70%。

图表10: 乳腺癌分型

分子分型	指标表达情况			
	HER2	ER	PR	Ki-67
HER2 阳性(HR 阴性)	+	-	-	任何
HER2 阳性(HR 阳性)	+	+	任何	任何
三阴型	-	+	-	任何
Luminal A 型	-	+	高表达	低表达
Luminal B 型	-	+	低表达/-	高表达

来源: CSCO 乳腺癌诊疗指南 2022, 国金证券研究所

内分泌治疗是晚期 HR+乳腺癌的基石, 经历了从他莫昔芬 (TAM) 到芳香化酶抑制剂 (AI), 再到 SERD (氟维司群) 的时代, 随着 CDK4/6 抑制剂不断上市, 晚期 HR+乳腺癌迎来了新的内分泌联合靶向治疗时代。根据 2022 年 CSCO 乳腺癌诊疗指南, CDK4/6 抑制剂 (包括哌柏西利、阿贝西利、达尔西利) 联用 AI 或氟维司群已被广泛推荐用于 HR+/HER2-乳腺癌患者的一线 and 二线治疗。

图表11: HR+/HER2-乳腺癌的推荐用药方案

患者人群分类		I级推荐	II级推荐	III级推荐
一线	未经内分泌治疗	1. AI+阿贝西利 (1A) 2. AI+哌柏西利 (1B)	1. AI (1A) 2. 氟维司群 (2A) 3. 氟维司群+CDK4/6 (2A)	TAM (2B)
二线	TAM治疗失败	1. AI+阿贝西利 (1A) 2. AI+西达本胺 (1A) 3. AI+哌柏西利 (1B)	1. AI (2A) 2. 氟维司群 (2A) 3. 氟维司群+CDK4/6 (1B)	
	非甾体类AI治疗失败	1. 氟维司群+阿贝西利 (1A) 2. 甾体类AI+西达本胺 (1A) 3. 氟维司群+达尔西利 (2A) 4. 氟维司群+哌柏西利 (1B)	1. 甾体类AI+CDK4/6 (2A) 2. 甾体类AI+依维莫司 (1B) 3. 氟维司群 (2A)	1. 甾体类AI (2B) 2. 氟维司群+甾体类AI 3. TAM或托瑞米芬 (2B) 4. 孕激素 (2B)
	甾体类AI治疗失败	1. 氟维司群+阿贝西利 (1A) 2. 氟维司群+达尔西利 (2A) 3. 氟维司群+哌柏西利 (2A, 1B)	1. 氟维司群 (2A) 2. 非甾体类AI+CDK4/6 (2A)	1. 非甾体类AI (2B) 2. TAM或托瑞米芬 (2B) 3. 孕激素 (2B)
	CDK4/6治疗失败		1. 西达本胺+内分泌 (2A) 2. 另一种CDK4/6+内分泌 (2A) 3. 参加严格设计的临床研究	1. 孕激素 (2B) 2. 托瑞米芬 (2B)

来源: CSCO 乳腺癌诊疗指南 2022, 国金证券研究所

全球目前已有五款 CDK4/6 抑制剂获批上市, 其中哌柏西利、阿贝西利、达尔西利已在中国获批用于 HR+/HER2-乳腺癌治疗, 曲拉西利在中国获批用于化疗所致的骨髓抑制的治疗, 瑞波西利在美国获批用于 HR+/HER2-乳腺癌治疗, 在国内目前处于 NDA 阶段。此外, 国内还有贝达药业、复星医药和正大天晴多家药企的 CDK4/6 靶向药已经进入临床 III 期阶段。

图表12: 国内已上市 CDK4/6 药物

	哌柏西利	阿贝西利	达尔西利	曲拉西利	瑞波西利
公司	辉瑞 (原研)、齐鲁、豪森、山西山香	礼来	恒瑞	G1 Therapeutics & 先声药业	诺华
美国首次上市时间	2015.2	2017.9	NA	2021.3	2017.3
中国首次获批时间	2018.7	2020.12	2021.12	2022.7	NDA
获批适应症 (中国)	HR+/HER2-的局部晚期或转移性乳腺癌, 应与芳香化酶抑制剂联合使用作为绝经后女性患者的初始内分泌治疗 (一线)	HR+/HER2-的局部晚期或转移性乳腺癌: (1)与芳香化酶抑制剂联合使用作为绝经后女性患者的初始内分泌治疗 (一线) (2)与氟维司群联合用于既往曾接受内分泌治疗后出现疾病进展的患者 (二线) 联合内分泌治疗 (他莫昔芬或芳香化酶抑制剂) 用于HR+/HER2-、淋巴阳性、高复发风险且Ki-67≥20%早期乳腺癌成人患者的辅助治疗 (辅助)	联合氟维司群, 适用于既往接受内分泌治疗后出现疾病进展的HR+/HER2-的复发或转移性乳腺癌患者 (二线)	ES-SCLC 成年患者化疗 (含铂类联合依托泊苷或拓扑替康方案) 所致骨髓抑制	NA
规格	125mg	150mg	50mg, 125mg, 150mg	NA	NA
用法用量	125mg, 每日一次 用药21天停药7天	150mg, 每日2次	150mg, 每日一次 用药21天停药7天	NA	NA
医保状态	未进入医保	2021年底进入医保	2022年底医保谈判	NA	NA
中标价 (近一年)	217元/125mg	医保前: 276.78元/150mg 医保后: 85元/150mg	642.86元/150mg	NA	NA
28天治疗费用	4557元	医保前: 9964元 医保后: 4760元	13500元	NA	NA

来源: 医药魔方, 国金证券研究所

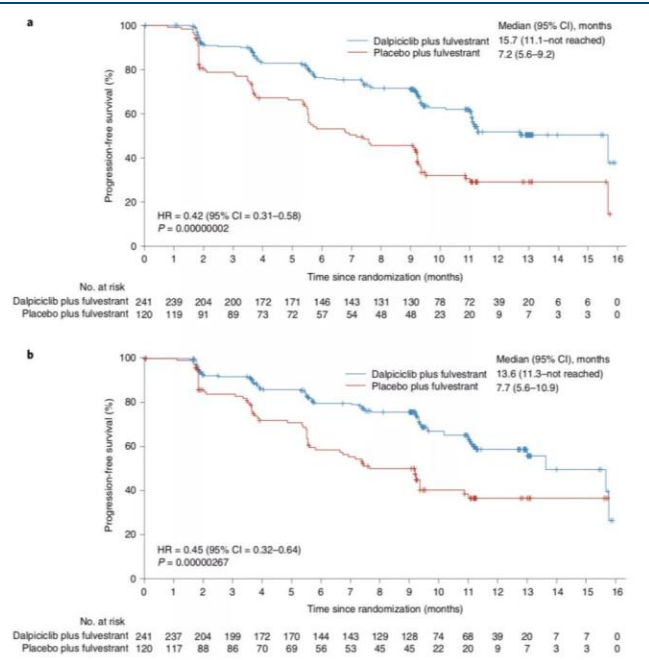
达尔西利是一种新型高选择性 CDK4/6 抑制剂, 在药物分子结构上通过经典电子等排体替换, 引入哌啶结构, 消除了谷胱甘肽捕获风险: 谷胱甘肽具有稳定肝细胞膜, 增强肝脏酶活性, 促进肝脏发挥合成与解毒的功能。达尔西利哌啶结构的引入, 使其成为强效且肝脏安全性更优的 CDK4/6 抑制剂。

达尔西利获批主要是基于 DAWNA-1 研究: 一项多中心、随机、对照、双盲 III 期临床研究, 旨在对比达尔西利与安慰剂加氟维司群治疗既往经内分泌治疗复发或进展的 HR+/HER2-晚期乳腺癌患者。研究结果显示, 研究者评估的达尔西利组和安慰剂组的中位

PFS 分别为 15.7 个月和 7.2 个月，中位 PFS 提高 8.5 个月。达尔西利组的进展或死亡风险降低 58%。独立评审委员会（IRC）评估的主要终点获益与研究者评估的相一致。此外，至首次后续化疗时间的评估结果显示，与安慰剂组相比，达尔西利组至首次后续化疗时间的风险降低 53%。其中，安慰剂组至首次后续化疗时间为 14.2 个月，而达尔西利组尚未达到。

值得注意的是，DAWNA-1 研究入组的 361 例患者为 100% 中国患者，达尔西利研究组入组人群中，27% 在既往解救治疗中接受过化疗，44% 为绝经前（围绝经期）人群，相比较之前进口原研药物临床入组基线特征，DAWNA-1 更贴近中国患者诊疗现状，更具参考意义。

图表13: 达尔西利临床试验 PFS 数据



来源: PubMed, 国金证券研究所

图表14: 达尔西利的亚组临床数据

	No. of events/no. of patients	Hazard ratio (95% CI)	
	Dapiciclib-fulvestrant	Placebo-fulvestrant	
Age			
<65 years	72/211	66/108	0.46 (0.32-0.64)
≥65 years	14/30	10/12	0.28 (0.12-0.66)
ECOG performance status			
0	34/116	30/46	0.36 (0.22-0.58)
1	52/125	46/74	0.54 (0.36-0.80)
Menopausal status			
Postmenopausal	50/135	50/66	0.32 (0.21-0.47)
Premenopausal or perimenopausal	36/106	26/54	0.68 (0.41-1.14)
Hormone-receptor status			
ER-positive and PR-positive	67/192	57/91	0.46 (0.33-0.66)
ER-positive and PR-negative	18/46	19/29	0.35 (0.18-0.69)
Measurable disease			
Yes	73/198	67/100	0.41 (0.29-0.57)
No	13/43	9/20	0.67 (0.28-1.57)
Metastatic sites			
<4	65/199	62/98	0.42 (0.30-0.60)
≥4	21/42	14/22	0.57 (0.28-1.13)
Visceral metastases			
Yes	63/142	50/75	0.48 (0.33-0.70)
No	23/99	26/45	0.36 (0.20-0.63)
Bone-only	13/42	8/19	0.76 (0.31-1.85)
Other	10/57	18/26	0.18 (0.08-0.40)
Previous lines of endocrine therapy			
1	60/175	52/87	0.49 (0.34-0.71)
2	26/66	24/33	0.38 (0.21-0.66)
Previous endocrine therapy			
SERMs only	21/91	13/37	0.57 (0.28-1.15)
Aromatase inhibitors only	33/79	37/51	0.51 (0.32-0.82)
SERMs and aromatase inhibitors	32/71	26/32	0.33 (0.19-0.56)
Previous chemotherapy for recurrent/metastatic disease			
Yes	39/65	31/42	0.68 (0.42-1.09)
No	47/176	45/78	0.37 (0.24-0.55)
All patients	86/241	76/120	0.45 (0.33-0.61)

来源: PubMed, 国金证券研究所

除已获批的二线适应症以外，达尔西利还有多项临床试验正在进行，其中针对一线 HR+/HER2-晚期乳腺癌适应症已经处于 NDA 申报阶段，针对 HR+/HER2-乳腺癌辅助治疗适应症已经进入到临床 III 期，有望进一步拓展达尔西利的适用患者人群。

图表15: 达尔西利国内临床研究汇总

用药方案	适应症	进展
联合氟维司群	联合氟维司群，适用于既往接受内分泌治疗后出现疾病进展的HR+/HER2-的复发或转移性乳腺癌患者。	2021.12.31获批
联合来曲唑/阿那曲唑	一线HR+/HER2-晚期乳腺癌	NDA
联合内分泌治疗	HR+/HER2-乳腺癌辅助治疗	III期
联合内分泌治疗	HR+/HER2-晚期乳腺癌	II期
单药/联合HRS807	HR+/HER2-晚期乳腺癌	I期

来源: 公司公告, 国金证券研究所

在乳腺癌领域，公司创新药吡咯替尼于 2018 年获批用于治疗 HER2 阳性乳腺癌，经过 4 年深耕，公司已经在乳腺癌领域建立了成熟的销售能力。达尔西利获批的 HR+/HER2-适应症与吡咯替尼形成互补，预计达尔西利在 2023 年通过医保谈判后启动放量，进一步强化公司在乳腺癌领域的产品管线。

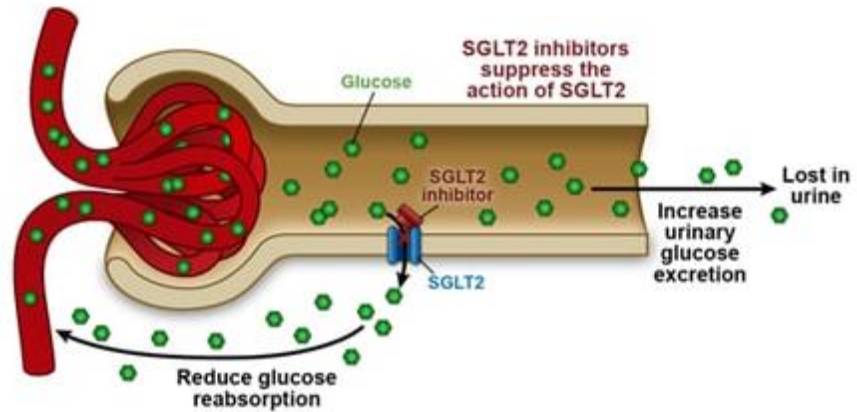
恒格列净领衔糖尿病产品管线

脯氨酸恒格列净片（商品名：瑞沁）是公司自主研发的 SGLT2 抑制剂，于 2021 年 12 月 31 日正式获批上市，适应症为改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制。单药可配合饮食控制和运动，改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制；在单独使用盐酸二甲双胍血糖控制不佳时，本品可与盐酸二甲双胍联合使用，配合饮食和运动改善成人 2 型糖尿病患者的

血糖控制。

钠-葡萄糖协同转运蛋白 2(Sodium-glucose cotransporter-2, SGLT2) 抑制剂，能抑制葡萄糖的重吸收，促进葡萄糖从尿液中排出，使血糖下降。其作用依赖于血糖水平，而不依赖于胰岛素水平，因此低血糖风险较小，也没有β细胞过度刺激或疲劳的风险。

图表16: SGLT2 抑制剂降糖作用机理



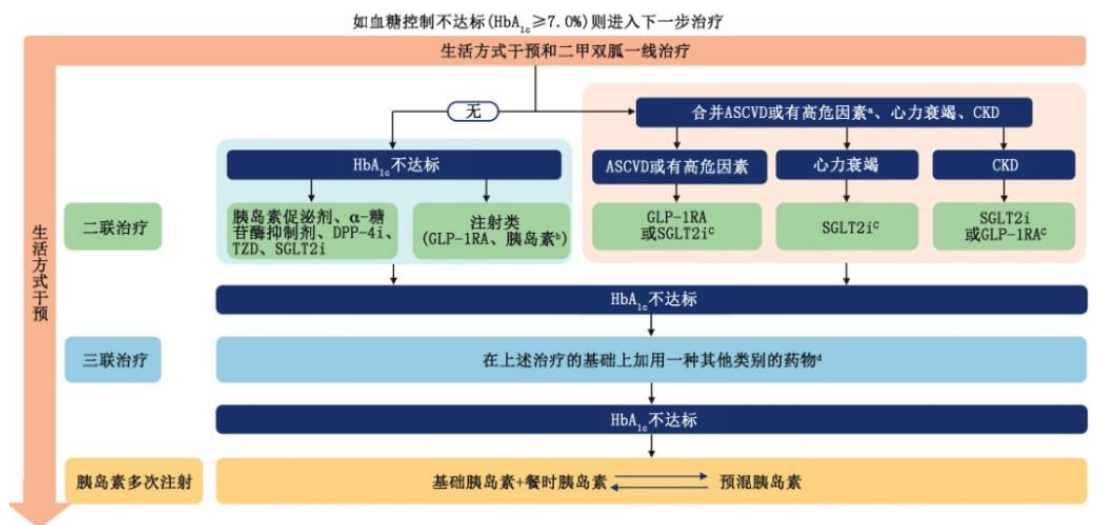
来源: PubMed, 国金证券研究所

糖尿病是一组常见的以葡萄糖和脂肪代谢紊乱、血浆葡萄糖水平增高为主要临床特点的一组代谢内分泌疾病。根据美国糖尿病学会发布的《2020年糖尿病医学诊疗标准》，糖尿病分为四类：1型糖尿病、2型糖尿病、妊娠期糖尿病和特殊类型糖尿病。其中2型糖尿病最为常见，占我国糖尿病患者的95%以上。

根据IDF,全球共有4.63亿人患有糖尿病,预计到2030年糖尿病病人达到5.8亿人,到2045年糖尿病人数跃升至7亿人。2011年至2021年,我国糖尿病患者人数由9000万增加至1.4亿,增幅达56%。未来20余年,虽然我国糖尿病患病率增速会趋于平稳,但患者总数将增加到2030年的1.64亿和2045年的1.75亿。

对于2型糖尿病,若无禁忌证且可耐受,一线疗法仍是二甲双胍+全面的生活方式干预。对于二甲双胍控制血糖效果不佳的患者,推荐在二甲双胍的基础上联用第二款药物,形成二联治疗,其中,SGLT2药物被广泛推荐用于各类患者的二联治疗,尤其是针对合并动脉粥样硬化性心血管疾病(ASCVD)、心力衰竭、慢性肾病(SKD)的患者。

图表17: 2型糖尿病诊疗路径



来源: 中国2型糖尿病防治指南(2020年版), 国金证券研究所

2017年以来国内有5款SGLT2产品上市,均获批用于2型糖尿病治疗,其中阿斯利

康的达格列净还获批用于成人射血分数降低型心衰的治疗。目前4款进口产品均已进入医保目录，日治疗费用约为2-4元一天，公司的恒格列净是首个国产SGLT2药物，即将参加本次医保谈判。

图表18：国内已上市SGLT2药物

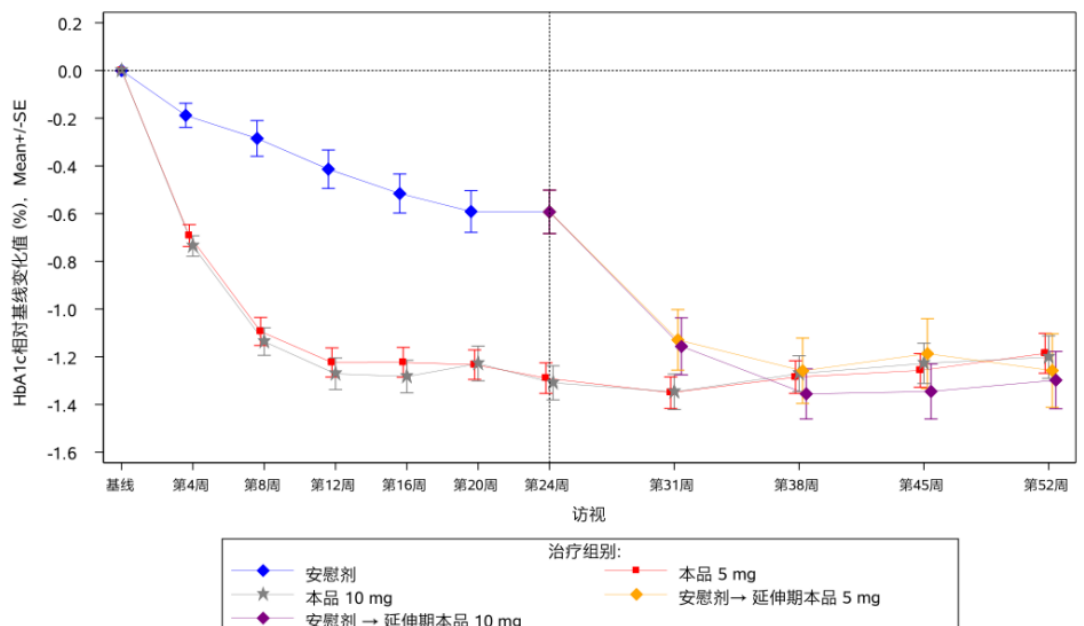
	恩格列净	达格列净	卡格列净	艾托格列净	恒格列净
公司	勃林格殷格翰	阿斯利康	杨森	默沙东	恒瑞
中国首次获批时间	2017年8月18日	2017年3月20日	2017年9月15日	2020年7月29日	2021年12月31日
获批适应症	2型糖尿病	2型糖尿病 成人射血分数降低型心衰	2型糖尿病	2型糖尿病	2型糖尿病
规格	10mg, 25mg, 片剂	5mg, 10mg, 片剂	100mg, 300mg, 片剂	5mg, 片剂	5mg, 10mg, 片剂
用法用量	10-25mg, 每日一次	5-10mg, 每日一次	100-300mg, 每日一次	5mg, 每日一次	5-10mg, 每日一次
医保状态	2019年底进入医保	2019年底进入医保	2019年底进入医保	2020年底进入医保	2022年底参加医保谈判
中标价(近一年)	原研: 4.24元/10mg 仿制: 1.84-3.90元/10mg	原研: 4.36元/10mg 仿制: 4.3元/10mg 2.55元/5mg	原研: 4.08元/100mg 9.46元/300mg 仿制: 1.77-3.84/100mg 4.31-8.91/300mg	3.46元/5mg	9元/5mg 15.3元/10mg
日治疗费用	医保后: 1.84-4.24元/天	医保后: 2.55-4.36元/天	医保后: 1.77-9.46元/天	医保后: 3.46元/天	医保前: 9-15.3元/天

来源：医药魔方，国金证券研究所

基于两项III期临床，恒格列净获批单药及与二甲双胍联用治疗2型糖尿病。

单药治疗2型糖尿病受试者的III期临床试验包括24周核心期及28周延伸期。该试验共随机入组单纯饮食运动血糖控制不佳的受试者468例，在24周核心期分别接受恒格列净5mg、10mg或安慰剂，每日一次口服治疗，完成核心期后进入延伸期，原本品5mg、10mg组受试者的治疗维持不变，原安慰剂组受试者随机分组接受恒格列净5mg或10mg治疗。第24周核心期结束时，与安慰剂组相比，5mg组和10mg组的HbA1c相对于基线降低0.82%和0.84% (P值均<0.0001)，空腹血浆葡萄糖、餐后2h血糖、HbA1c<7.0%的达标比例、收缩压、空腹体重改善的指标均显著优于对照组。在延伸期，5mg组和10mg组降低HbA1c的疗效延续至第52周；核心期使用安慰剂的受试者改用恒格列净(5mg或10mg)治疗28周后，HbA1c明显下降。

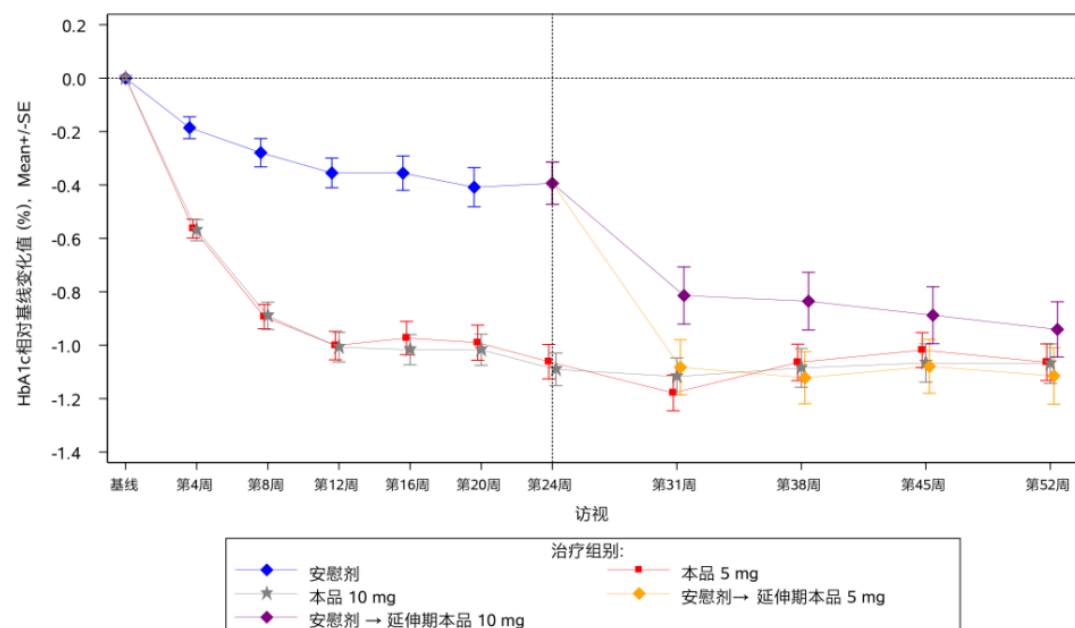
图表19：恒格列净单药治疗降HbA1c临床数据



来源：产品说明书，国金证券研究所

与二甲双胍联合治疗 2 型糖尿病受试者的 III 期临床试验包括 24 周核心期及 28 周延伸期。该试验共随机入组二甲双胍（剂量稳定在 $\geq 1500\text{mg}/\text{日}$ 超过 8 周）单药治疗控制不佳的受试者 495 例，在 24 周核心期分别接受恒格列净 5mg、10mg 或安慰剂，每日一次联合二甲双胍口服治疗，完成核心期后进入延伸期，原 5mg、10mg 组受试者的治疗维持不变，原安慰剂组受试者随机分组接受恒格列净 5mg 或 10mg 治疗。第 24 周核心期结束时，与安慰剂组相比，5mg 组和 10mg 组的 HbA1c 相对于基线下降 0.72% 和 0.77% (P 值均 < 0.0001)，空腹血浆葡萄糖、餐后 2 h 血糖降低、HbA1c $< 7.0\%$ 的达标比例、收缩压和空腹体重改善的指标显著优于对照组。在延伸期，5mg 组和 10mg 组降低 HbA1c 的疗效延续至第 52 周；核心期使用安慰剂的受试者改用恒格列净（5mg 或 10mg）治疗 28 周后，HbA1c 明显下降。

图表20：恒格列净联合二甲双胍治疗降HbA1c临床数据



来源：产品说明书，国金证券研究所

恒格列净是公司首个获批的糖尿病领域创新药，即将参加医保谈判，预计 2023 年启动放量。除恒格列净以外，公司在糖尿病领域布局了多款创新药产品，包括单药和复方制剂，覆盖 SGLT2、DPP-4、GLP-1 等多个靶点。其中，瑞格列汀单药和联合二甲双胍治疗 2 型糖尿病已经提交 NDA 申请，预计将于 2022 年底至 2023 年初获批上市；二甲双胍+恒格列净+瑞格列汀三联疗法已经处于 III 期临床阶段。恒格列净与二甲双胍的复方制剂也已经提交 NDA，有望进一步提高患者便利性和依从性。公司针对 GLP-1 靶点布局的多款产品处于临床 I 期至 III 期的研发中，预计未来糖尿病领域将会成为公司创新药发力增长的新动力。

图表21: 公司糖尿病领域创新药研发管线

产品	靶点	用药方案	治疗领域	研发阶段
瑞格列汀	DPP-4	单药	2型糖尿病	NDA
		联合二甲双胍	2型糖尿病	NDA
		联合二甲双胍和恒格列净	2型糖尿病	III期
HR20033	SGLT-2/二甲双胍	单药 (复方)	2型糖尿病	NDA
INS068	胰岛素	单药	2型糖尿病	III期
HR17031	胰岛素/GLP-1	单药 (复方)	糖尿病	II期
诺利糖肽	GLP-1	单药	肥胖	III期
HRS9531	/	单药	2型糖尿病	I期
SHR-1816	GCGR/GLP-1	单药	糖尿病	I期
HRS-7535	/	单药	2型糖尿病	I期
HRX0701	DPP-4/二甲双胍	单药	2型糖尿病	I期

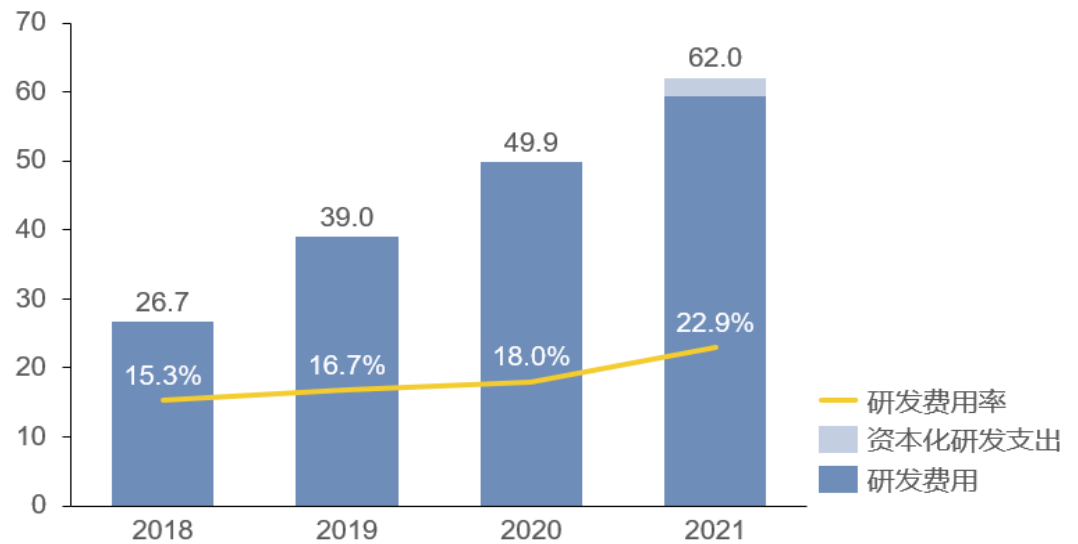
来源: 公司公告, 国金证券研究所

创新药研发管线深厚·ADC 技术平台突破在即

研发投入持续增长, 创新药获批数量及晚期数量领先行业

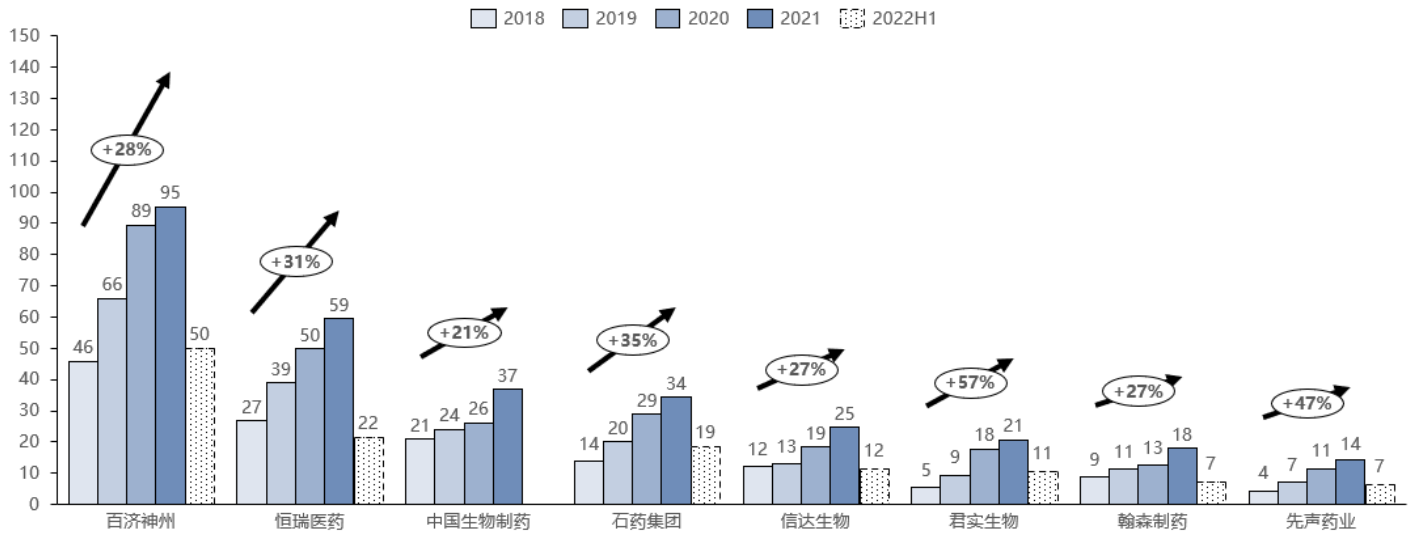
公司坚持大力投入研发, 2018年至2021年, 公司研发投入从26.7亿元增长至62.03亿元, 研发投入占营收比例从15.3%增长至24%。2021年起, 公司对部分III期临床研发费用进行了资本化处理, 研发费用仍然达到59.4亿, 研发费用率达到22.9%。与国内头部规模较大的创新药企业相比, 公司的研发投入体量及研发投入增速均处于领先地位。

图表22: 公司研发投入情况 (亿元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表23: 国内头部创新药企业研发费用 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

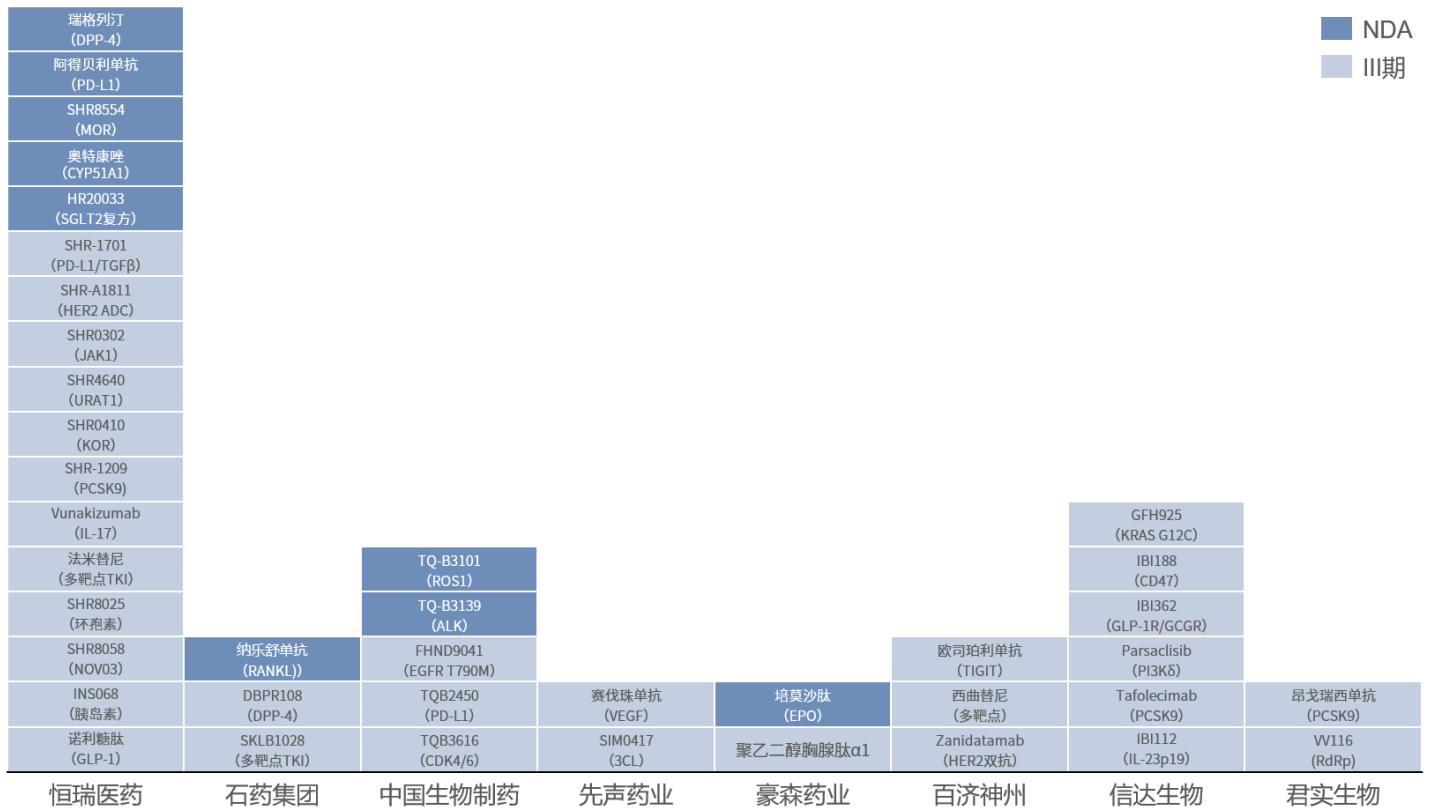
在大规模研发投入下, 公司创新药取得丰富成果, 目前公司已有 12 款创新药产品获批上市, 从 2018 年以来保持着平均每年两款创新药获批上市的高效节奏。目前公司还有 5 款创新药处于 NDA 阶段, 10 余款创新药处于 III 期研发中, 预计未来将保持每年获批 3 个或 3 个以上创新药的获批节奏, 与国内企业相比管线中晚期产品数量处于领先地位, 创新药板块业绩加速增长动力充足。

图表24: 重点公司已上市创新药

	恒瑞医药	石药集团	中国生物制药	先声药业	豪森药业	百济神州	信达生物	君实生物
2015年之前	艾瑞昔布	丁苯酞	异甘草酸镁	重组人血管内皮抑制素	吗啉硝唑			
	甲磺酸阿帕替尼	β-榄香烯						
2018年	硫培非格司亭		盐酸安罗替尼				信迪利单抗	特瑞普利单抗
	马来酸吡咯替尼							
2019年	卡瑞利珠单抗				甲磺酸氟马替尼	替雷利珠单抗		
	甲苯磺酸瑞马唑仑				聚乙二醇洛塞那肽			
2020年	氟唑帕利			依达拉奉右旋莰醇	甲磺酸阿美替尼	泽布替尼		
2021年	海曲波帕乙醇胺							
	羟乙磺酸达尔西利							
	脯氨酸恒格列净							
2022年	瑞维鲁胺							
	林普利塞							

来源: 公司公告, 医药魔方, 国金证券研究所

图表25: 重点公司 111 期及以后创新药管线



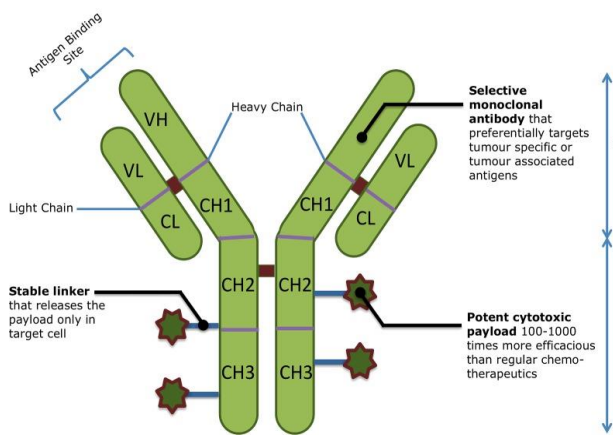
来源: 公司公告, 医药魔方, 国金证券研究所

ADC 技术平台突破在即, SHR-A1811 开启新天地

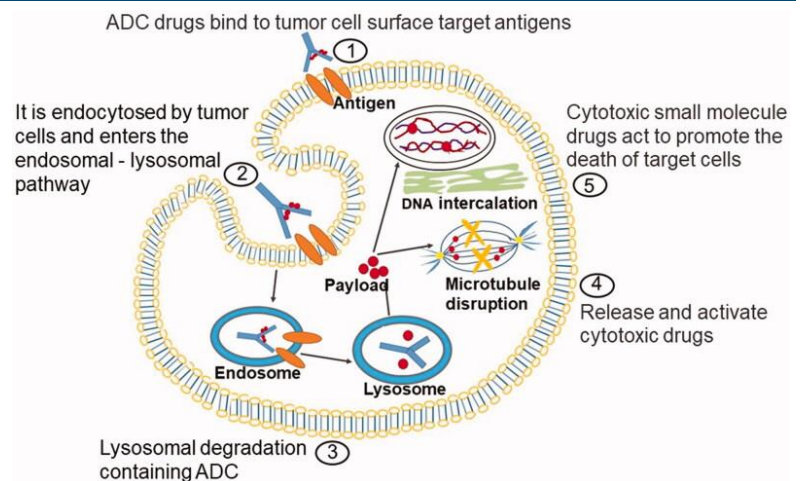
抗体偶联药物 (Antibody-drug conjugates, ADC) 由单克隆抗体 (Antibody)、小分子毒素 (Payload) 和连接子 (Linker) 组成。ADC 药物进入血液循环后, 与肿瘤细胞表面靶抗原受体结合, 形成 ADC-抗原复合物, 被肿瘤细胞内吞, 进而经过溶酶体降解, 细胞毒素在胞内释放, 通过靶向 DNA 或微管蛋白导致细胞凋亡或死亡。理想的 ADC 药物既能保留单抗的选择性和杀伤能力, 又能释放足够数量的细胞毒性药物来杀死肿瘤细胞, 是兼具单抗和化疗优点的药物种类。

图表26: ADC 药物结构示意图

图表27: ADC 作用机理



来源: PubMed, 国金证券研究所



来源: PubMed, 国金证券研究所

ADC 的概念早在 20 世纪初就提出, 在 20 世纪 50 年代取得重大进展, 到 2000 年第一

个 ADC 药物辉瑞的 Mylotarg 在美国获批上市，2011 年之后 ADC 药物陆续获批，目前全球已有 14 款 ADC 药物获批上市。国内目前仅有 5 款 ADC 药物上市，其中首个上市的是 2020 年 1 月批准的恩美曲妥珠单抗。

图表28：全球已上市 ADC 药物

公司	产品	通用名	靶点	适应症领域	美国首次上市时间	中国首次上市时间
Pfizer	Mylotarg	Gemtuzumab ozogamicin	CD33	白血病	2000.05.17	NA
武田/Seagen	Adcetris	Brentuximab vedotin 维布妥昔单抗	CD30	淋巴瘤	2011.08.09	2020.05.14
辉瑞/UCB	Besponsa	Inotuzumab ozogamicin 奥加伊妥珠单抗	CD22	白血病	2017.08.17	2021.12.22
Genencor/阿斯利康	Lumoxiti	Moxetumomab pasudotox	CD22	白血病	2018.09.13	NA
罗氏/Seagen	Polivy	Polatuzumab vedotin	CD79b	淋巴瘤	2019.06.10	NA
GSK/Seagen	Blenrep	Belantamab mafodotin	BCMA	多发性骨髓瘤	2020.08.05	NA
ADC Therapeutics/ Spirogen/瓪路药业/三菱	Zynlonta	loncastuximab tesirine	CD19	淋巴瘤	2021.04.23	NA
ImmunoGen/罗氏	Kadcyla	Trastuzumab emtansine (T-DM1) 恩美曲妥珠单抗	HER2	乳腺癌	2013.02.22	2020.01.22
阿斯利康/第一三共	Enhertu	Trastuzumab deruxtecan (DS-8201)	HER2	乳腺癌，胃癌	2019.12.20	NA
Seagen/Astellas	Padcev	Enfortumab vedotin	Nectin-4	尿路上皮癌	2019.12.18	NA
吉利德/云顶新耀	Trodelyv	Sacituzumab govitecan 戈沙妥珠单抗	TROP2	乳腺癌，尿路上皮癌	2020.04.22	2022.06.07
Rakuten Medical	Akalux	Cetuximab sarotalocan	EGFR	头颈部癌	2020.09.25(日本)	NA
荣昌生物/Seagen	爱地希	Disitamab vedotin 维迪西妥单抗 (RC48)	HER2	胃癌，尿路上皮癌	NA	2021.06.08
Seagen/Genmab	Tivdak	Tisotumab vedotin	Tissue factor	宫颈癌	2021.09.20	NA

来源：医药魔方，国金证券研究所

SHR-A1811 是由公司自主研发的 HER2 ADC 产品，可通过与 HER2 表达的肿瘤细胞合并内吞，在肿瘤细胞溶酶体内通过蛋白酶剪切释放毒素，诱导细胞周期阻滞从而诱导肿瘤细胞凋亡，拟用于治疗 HER2 表达或突变的晚期实体瘤。SHR-A1811 通过改进分子设计和优化毒素选择，降低毒性并增加血清稳定性，提高旁观者杀伤效应；通过优化的药物抗体比 (DAR 值)，获得更好的疗效和安全性参数。

图表29：HER2 ADC 药物结构对比

化合物	SHR-A1811	DS-8201	维迪西妥单抗	T-DM1
公司	恒瑞医药	第一三共/阿斯利康	荣昌生物	罗氏/基因泰克
抗体	曲妥珠单抗	曲妥珠单抗	Disitamab	曲妥珠单抗
Linker	组织蛋白酶B/L，可裂解	组织蛋白酶B/L，可裂解	VC，可裂解	VC，不可裂解
Payload	9106-IM-2	DXd	MMAE	DM1
Payload类型	DNA拓扑异构酶抑制剂	DNA拓扑异构酶抑制剂	微管蛋白抑制剂	微管蛋白抑制剂
旁观者效应	有	有	有	无
DAR	~5.5	~8	4	~3.5

来源：公司官网，PubMed，国金证券研究所

目前，SHR-A1811 正在开展一项治疗 HER2 阳性转移性乳腺癌的随机、开放、平行对照、多中心 III 期临床研究 (SHR-A1811-III-301)，这项临床旨在评价在晚期阶段接受过曲妥珠单抗和紫杉类药物治疗的 HER2 阳性转移性乳腺癌患者中 SHR-A1811 的无进展生存期是否优于吡咯替尼联合卡培他滨。这项临床试验拟纳入 269 例受试者，治疗组将接受 SHR-A1811 治疗，剂量为 4.8mg/kg，每三周一次，静脉滴注；对照组接受吡咯替尼联合卡培他滨治疗。试验的主要临床终点为盲态独立影像评审委员会评估的 PFS，次要终点为研究者评估的 PFS、OS、ORR、DoR 等。该试验于 2022 年 8 月 4 日完成首例入组，目前正在积极推进中，有望在 2025-2026 年获批上市。

公司布局 ADC 技术平台，管线丰富，目前已有 8 款 ADC 进入临床阶段，针对多个靶点。

预计随着 SHR-A1811 的不断推进，公司的 ADC 技术将得到验证，未来将形成丰富的 ADC 产品组合。

图表30：公司进入临床阶段的 ADC 候选药物

ADC产品	靶点	适应症	用药方案	研发进展
SHR-A1811	HER2	HER2阳性转移性乳腺癌	单药	III期
		HER2阳性不可切除或转移性乳腺癌	联合（吡咯替尼/帕妥珠单抗/阿得贝利单抗/白蛋白紫杉醇）	II期
		HER2 表达的晚期实体瘤	联合（氟唑帕利）	II期
		HER2 异常的晚期非小细胞肺癌	联合（吡咯替尼/阿得贝利单抗）	II期
		晚期实体瘤	单药	I期
		胃癌或胃食管结合部腺癌和结直肠癌	单药	I期
		晚期非小细胞肺癌	单药	I期
SHR-A1904	NA	晚期实体瘤	单药	I期
		晚期胰腺癌	单药	I期
SHR-A1912	NA	B细胞淋巴瘤	单药	I期
SHR-A2009	NA	晚期或转移性实体瘤	单药	I期
SHR-A1921	NA	晚期实体瘤	单药	I期
SHR-A1201	HER2	HER2阳性乳腺癌	单药	I期
SHR-A1403	c-Met	实体瘤	单药	IND获批
SHR-A2102	NA	晚期实体瘤	单药	IND获批

来源：公司公告，医药魔方，国金证券研究所

仿制药集采压力逐步降级

第五批集采影响出清，三季度营收环比转正

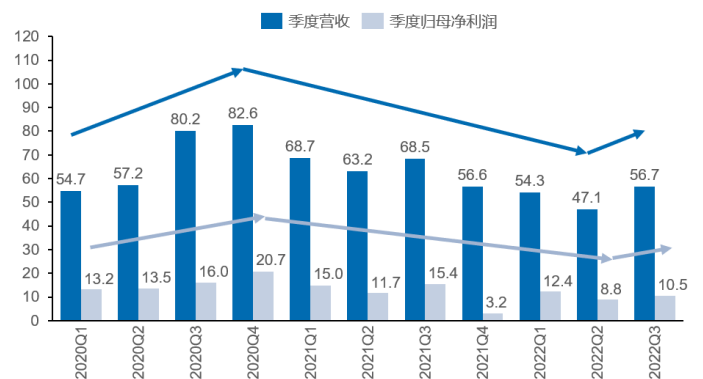
自 2018 年以来，公司进入国家集中带量采购的仿制药共有 35 个品种，中选 22 个品种，中选价平均降 74.5%。2020 年 11 月开始执行的第三批集采中，涉及公司 6 个产品在 2020 年收入为 19 亿元，在 2021 年受集采影响收入下滑 55%，营收金额下降约 10 亿元。第五批集采涉及公司的 8 个产品存量较大，在 2020 年的销售金额为 44 亿元。集采中公司存量较大的碘克沙醇注射剂未能中标，已中标产品价格降幅较大。2021 年 9 月第五批集采陆续开始执行，2021 年这 8 个产品的销售额同比下滑 37%，营收金额下滑月 16 亿元。2022 年上半年集采影响继续，这 8 个产品销售额同比下滑 88%。在集采和疫情的双重影响下，公司业绩持续承压，2022 年第二季度，国内疫情反复，公司单季度业绩触底，2022 年第三季度，公司第五批集采影响基本出清，国内疫情有所缓解，公司业绩拐点出现，营收环比转正。

图表31：公司第五批集采产品情况

品名	中标	集采价格降幅
奥沙利铂注射剂	中标	-94.8%
苯磺顺阿曲库铵注射剂	中标	-85.5%
度他雄胺软胶囊	中标	-55.8%
多西他赛注射剂	中标	-97.4%
罗哌卡因注射剂	中标	-54.2%
帕洛诺司琼注射剂	中标	-93.9%
▲碘克沙醇注射剂	掉标	NA
格隆溴铵注射液	掉标	NA

来源：政府官网，国金证券研究所

图表32：公司按季度营收及利润（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

第七批集采涉及规模小，暂未集采大品种有限，集采压力逐步降级

第七批集采中涉及公司 5 个产品，4 个产品中标。其中存量销售金额较大、占市场份额

较大的3个产品伊立替康注射剂、黄达肝葵钠注射剂、帕利骨化醇注射剂均顺利中标，降价幅度在52.30%至85.58%之间。头孢吡肟注射剂公司原有市场份额较小，有望通过集采中标实现增量销售。注射用替莫唑胺公司原有体量和市场份额均较小，掉标对公司业绩影响较小。第七批5个产品在PDB样本医院2021年销售总额为5.7亿元，对比第五批8个产品在PDB样本医院2020年销售总额为19.1亿元，预计第七批集采给公司带来的营收压力将大幅降级。

图表33: 公司第七批集采中标情况

品种名称	中标	价格降幅	2021年PDB销售额(万元)	市场份额
伊立替康注射剂	中标	-84.34%	36,514	57.0%
磺达肝葵钠注射剂	中标	-52.30%	10,117	64.2%
帕立骨化醇注射剂	中标	-85.56%	9,029	79.2%
★头孢吡肟注射剂型	中标	-56.59%	49	0.6%
注射用替莫唑胺	掉标	-2.00%	1,546	3.0%

来源: 政府官网, PDB, 国金证券研究所

此外,在暂未集采产品中,我们筛选了公司2021年样本医院销售额前十的产品,目前仅有吸入用七氟烷和注射用醋酸卡泊芬净的通过一致性评价厂家达到了集采门槛。集采对公司冲击最大的时期已经结束,预计后续仿制药集采对公司存量仿制药的影响将逐步消化,整体仿制药集采压力逐步降级。

图表34: 公司暂未集采大品种过评情况

	产品	2021样本医院销售额(元)	通过一致性评价情况
1	碘佛醇注射液(100ml_74.1g)	239,993,741	1家过评
	碘佛醇注射液(50ml_33.9g)	124,664,691	
	碘佛醇注射液(100ml_67.8g)	74,480,046	
2	吸入用七氟烷(120ml)	411,180,767	4家过评
3	酒石酸布托啡诺注射液(1ml_1mg)	213,382,594	1家过评
	酒石酸布托啡诺注射液(2ml_4mg)	199,217,066	
4	注射用醋酸卡泊芬净(50mg)	196,501,285	4家过评
5	钠钾镁钙葡萄糖注射液(500ml)	157,652,483	无过评
6	钆特酸葡胺注射液(15ml_5.654g)	109,221,625	2家过评
7	培门冬酶注射液(5ml_3750iu)	101,628,400	无过评
8	注射用硫酸头孢噻利(500mg)	66,094,151	无过评
9	罂粟乙碘油注射液(10ml_4.8g)	48,839,178	1家过评
10	克拉霉素缓释片(500mg)	40,002,851	1家过评

来源: 医药魔方, PDB, 国金证券研究所

仿创结合双轮推进国际化

国际化是公司发展重要战略。公司已在中国及美国、欧洲、澳大利亚、日本建有研发中心,目前公司共计开展近20项国际临床试验,其中国际多中心III期项目7项,并有10余项研究处于准备阶段。

“双艾组合”治疗一线肝癌国际III期临床成功

公司已成功完成一项卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼(“双艾组合”)治疗一线肝细胞癌的国际多中心III期临床。这项III期临床SHR-1210-III-310是一项评估卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼对比索拉非尼治疗既往未接受过系统治疗的不可切除或转移性肝细胞癌患者有效性和安全性的随机对照、开放性、国际多中心III期临床研究,由全球13个国家和地区的95家中心共同参与,该研究是公司开展的首个国际多中心III期临床研究。研究的主要终点是无进展生存期(PFS)和总生存期(OS),次要终点包括疾病进展时间(TTP)、客观缓解率(ORR)、疾病控制率(DCR)、客观缓解持续时间(DoR)、安全性等。

临床试验结果表明，卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼对比索拉非尼作为一线治疗可以显著延长晚期肝细胞癌患者的 PFS 和 OS，中位 PFS 为 5.6 个月，中位 OS 为 22.1 个月。基于此研究，卡瑞利珠单抗治疗晚期肝细胞癌适应症获得美国 FDA 孤儿药资格。公司计划于 2023 年提交卡瑞利珠单抗在美国的 BLA 申请，有望于 2024 年至 2025 年实现首个创新药出海美国的关键里程碑。

图表35：“双艾组合”治疗一线肝癌国际多中心 III 期临床数据

	试验组	对照组
人数	272	271
用药方案	卡瑞利珠单抗 (200mg, iv, q2w) +阿帕替尼 (250mg, po, qd)	索拉非尼 (400mg, po, bid)
mPFS	5.6个月	3.7个月
	HR 0.52 (95%CI 0.41-0.65) , P<0.0001	
mOS	22.1个月	15.2个月
	HR 0.62 (95%CI 0.49-0.80) , P<0.0001	
cORR	25.4%	5.9%
mDoR	14.8个月	9.2个月
DCR	78.3%	53.9%
mTTP	7.2个月	3.7个月

来源：ESMO，国金证券研究所

仿制药出海捷报频传

截至 2021 年底，公司产品已进入超过 40 个国家，已在欧美日获得包括注射剂、口服制剂和吸入性麻醉剂在内的 20 多个注册批件，提高了全球不同地区患者的药物可及性。2011 年以来，公司已有 19 个产品获得美国的上市批准，其中 2022 年公司获得钆特酸葡胺注射液、碘克沙醇注射液、钆布醇注射液三款造影剂在美国的上市批准，仿制药出海持续推进，同时有望进一步缓解国内集采压力。

图表36：公司获得美国上市批准的产品

编号	活性成分	剂型	参考疾病领域	批准日期	编号	活性成分	剂型	参考疾病领域	批准日期
1	盐酸伊立替康	注射剂	[肿瘤]	2011-12-16	11	塞替派	注射剂(冻干)	[肿瘤]	2018-05-04
2	来曲唑	片剂	[肿瘤]	2013-05-16	12	磺达肝癸钠	注射剂	[心脑血管]	2018-05-15
3	奥沙利铂	注射剂	[肿瘤]	2014-06-18	13	醋酸卡泊芬净	注射剂(冻干)	[抗感染]	2018-06-28
4	环磷酰胺	注射剂(冻干)	[肿瘤]	2014-10-31	14	托伐普坦	未知	[心脑血管]	2018-07-27
5	七氟烷	吸入麻醉剂	[全身麻醉]	2015-11-03	15	达托霉素	注射剂(冻干)	[抗感染]	2019-08-22
6	苯磺顺阿曲库铵	注射剂	[肌松药]	2017-01-27	16	卡莫司汀	注射剂(冻干)	[肿瘤]	2021-03-12
7	多西他赛	注射剂	[肿瘤]	2017-02-15	17	钆特酸葡胺	注射剂	[造影剂]	2022-04-11
8	盐酸右美托咪定	注射剂(大容量)	[镇静剂]	2017-09-19	18	碘克沙醇	注射剂	[造影剂]	2022-05-19
9	盐酸右美托咪定	注射剂	[镇静剂]	2017-09-19	19	钆布醇	注射剂	[造影剂]	2022-11-17
10	地氟烷	吸入麻醉剂	[全身麻醉]	2018-02-26					

来源：医药魔方，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

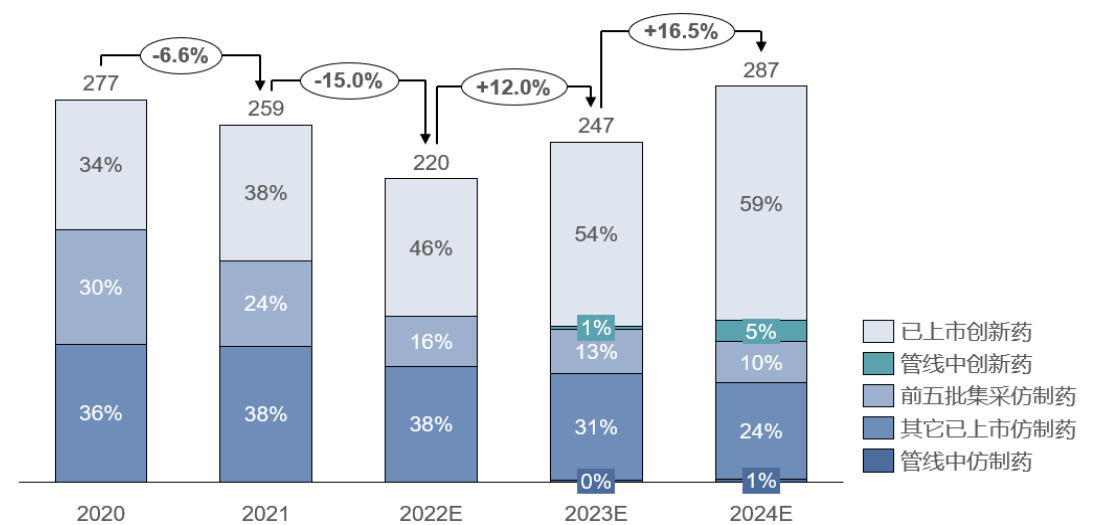
公司创新药产品营收持续增长，截至目前公司已有 12 个创新药上市，8 个已经进入

国家医保目录。2021 年底医保谈判的 3 个产品正处于放量周期中，尤其是今年受疫情影响，麻醉类产品受就诊量手术量影响较大，明年有望加速增长。今年公司有达尔西利、恒格列净、瑞维鲁胺 3 个新产品，以及 PD-1、吡咯替尼、瑞马唑仑的多项新适应症通过医保谈判形式审查，预计年底通过医保谈判后，明年将开启加速放量。结合各产品竞争优势和竞争格局，我们预计公司创新药在 2022 年至 2024 年的营收分别为 100.3 亿元、135.9 亿元、185.6 亿元，创新药营收同比增速分别为 2%、36%、37%。

公司仿制药集采压力逐步降级。第五批集采涉及公司 40 亿以上存量产品，从 2021Q4 开始执行，公司业绩承压。第七批集采涉及公司产品规模大幅缩小，根据样本医院销售数据，预计规模在 15 亿左右，整体集采压力明显缓和。公司尚未集采的仿制药存量品种中，目前仅有吸入用七氟烷和注射用卡泊芬净符合国家集采条件，预计后续集采影响将进一步降级。预计公司仿制药在 2022 年至 2024 年的营收分别为 119.9 亿元、110.8 亿元、101.7 亿元，同比增速分别为-25%、-8%、-8%。

预计公司 2022 年至 2024 年总体营收为 220.2 亿元、246.7 亿元、287.3 亿元，同比增速分别为-15%、12%、16%。

图表37：公司营收拆分及预测



来源：公司公告，国金证券研究所

假设公司毛利率保持稳定，仿制药集采降价的负面影响与创新药占比提升的正面影响相互抵消。公司优化销售队伍，假设 2022 年销售费用率从 2021 年的 36.22% 下降到 34%，2023 年至 2024 年分别小幅下降至 33.5% 和 33%。假设公司管理费用率保持稳定为 10%。公司研发投入逐步加大，但是从 2021 年底开始进行资本化处理，研发费用率优化趋势明确，假设研发费用率逐步优化至 21%。基于以上假设，预计公司 2022 年年至 2024 年净利润分别为 42.5 亿元、49.2 亿元、59.0 亿元，同比增速分别为-6%、16%、20%。

投资建议及估值

我们采用分部估值法对公司进行估值。对于已上市创新药，产品的竞争格局相对确定，但部分产品上市时间较短，目前的销售额尚不能反应产品的潜力，因此采用 DCF 估值法进行估值。对于管线中的创新药，研发风险已经较小，上市时间相对明确，采用 peak sales 倍数方法进行估值。对于仿制药产品，销售体量基本稳定，未来不是公司发展重点，直接采用 PE 法进行估值。

对于已上市的 11 款创新药，预计公司 2022 年营收为 100 亿元，到 2023 年增长到 281 亿元，假设创新药贡献的自由现金流比例为 30%，假设 WACC 为 8%，永续增长率为 2%，则已上市创新药的估值为 1157 亿元。

图表38: 已上市创新药 DCF 估值

单位: 人民币亿元	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
已上市创新药营收	100	134	170	197	224	244	258	267	275	281
自由现金流比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
自由现金流	40	51	59	67	73	77	80	83	84	40
WACC	8%									
现金流现值	30	37	44	47	49	50	49	47	45	42
终值	1435									
终值现值	718									
已上市创新药估值	1157									

来源: Wind, 国金证券研究所

对于研发管线中, 已经处于 NDA 或 III 期阶段的创新药, 研发风险已经较小, 上市时间相对明确, 采用 peak sales 倍数方法进行估值。预计单个产品的销售峰值在 15-25 亿元左右, 其中 SHR-A1811 给予 40 亿元销售峰值, SHR4640 给予 30 亿元销售峰值, HR20033 为恒格列净复方制剂, 销售预测与恒格列净合并, 不再单独给予估值, 以此计算出公司 III 期以后管线估值为 1321 亿元。

此外, 公司 II 期产品 4 个, 每个给予 30 亿元估值, I 期产品 46 个, 每个给予 8 亿元估值, 临床前管线给予 50 亿元估值, 技术平台给予 50 亿元估值。给予以上假设, 公司早期在研创新药管线整体给予 588 亿元估值。

图表39: 管线中 III 期以后创新药 PS 估值

产品	YY-20394	SHR-1316	瑞格列汀	SHR8554	HR20033	SHR8058	SHR8028	SHR8008
靶点	PI3K	PD-L1	DPP-IV	MOR	SGLT2复方	NA	环孢素	CYP51
目前研发阶段	已获批	NDA	NDA	NDA	MDA	III期	III期	NDA
预计上市时间	2022	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
预计Peak Sales	20	15	20	20	N/A	20	20	15
PS倍数	5	5	5	5	N/A	5	5	5
上市成功率	100%	90%	90%	90%	N/A	80%	80%	90%
产品估值	100	67.5	90	90	N/A	80	80	67.5
产品	SHR4640	SHR-1701	SHR-1314	SHR0302	SHR-1209	SHR-A1811	法米替尼	INS068
靶点	URAT1	PD-L1/TGF-β	IL-17	JAK1	PCSK9	HER2 ADC	多靶点TKI	胰岛素
目前研发阶段	III期	III期	III期	III期	III期	III期	III期	III期
预计上市时间	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2025
预计Peak Sales	30	25	25	25	25	40	15	20
PS倍数	5	5	5	5	5	5	5	5
上市成功率	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	70%
产品估值	112.5	93.75	93.75	93.75	93.75	150	56.25	70
总估值	1321							

来源: 公司公告, 医药魔方, 国金证券研究所

仿制药采用 PE 估值, 预计公司 2022 年仿制药收入为 120 亿元, 假设仿制药净利率为 15%, 则仿制药贡献净利润为 18 亿元。我们选取 5 家以仿制药业务为主的公司作为可比公司, 截至 2023 年 1 月 9 日, 可比公司 2022 年平均 PE 为 24.16 倍, 中位 PE 为 25.09 倍, 2023 年平均 PE 和中位 PE 约为 20 倍左右。考虑到公司仿制药未来持续受集采影响, 给予仿制药 15 倍 PE 估值, 则对应估值为 270 亿元。

图表40: 仿制药可比公司估值比较

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002422	科伦药业	28.59	1.14	1.38	1.52	25.09	20.68	18.84
600196	复星医药	36.17	1.81	2.27	2.75	20.02	15.93	13.14
600079	人福医药	24.60	1.46	1.37	1.63	16.82	18.01	15.14
002262	恩华药业	24.18	0.91	1.11	1.36	26.68	21.82	17.83
600521	华海药业	22.24	0.69	0.91	1.11	32.21	24.47	20.08
中位值						25.09	20.68	17.83
平均值						24.16	20.18	17.01

来源: Wind, 国金证券研究所 (截至 2023 年 1 月 9 日)

综合以上分部估值, 我们认为公司的合理估值为 3336 亿元, 对应目标价 52.30 元, 维持“买入”评级。

风险提示

创新药研发不及预期风险。公司的创新药研发存在风险，临床阶段的候选药物存在临床试验数据不及预期风险。公司在国内外开展临床试验，需要招募大量患者，在新冠疫情等因素的影响下，存在临床试验进度不及预期风险。

产品上市申请及获批不及预期风险。公司创新药和仿制药产品在国内外上市需要经过严格审评审批，国内外审评审批规则存在变化风险，公司产品存在上市申请失败、要求补充临床试验数据、获批时间不及预期风险。

医保谈判不及预期风险。进入医保目录是创新药销售放量的关键里程碑，医保谈判每年一次，若获批时间较晚，存在不能参加当年医保谈判风险。参与医保谈判后，存在谈判失败因而未纳入医保目录风险，或者医保谈判价格低于预期风险。2022年医保谈判原计划与2022年底进行，受疫情影响推迟，存在谈判时间不及预期风险，进而存在影响谈判产品放量的风险。

竞争加剧风险。公司已上市产品和研发管线中的产品，面对较大的未满足的临床需求和较大的市场潜力，随着后续同靶点药物的研发和申报进展，存在竞争加剧的风险。此外，针对同一适应症还有其他靶点或其他类型的药物，随着研发进展，存在被新产品替代或治疗领域产品升级换代的风险。

仿制药及集采风险。公司的创新药产品，待专利到期后存在仿制药上市风险，仿制药上市后存在抢占原研药物市场份额的风险。公司仿制药产品及专利过期的创新药产品存在纳入集采风险。若参与集采，存在价格大幅下降，集采约定量不及预期风险，若不参与集采同样存在销售量大幅下降的风险。已集采产品存在集采续约中，价格再度下降，或者集采续约中竞争加剧而失去原有市场份额的风险。

国际化进程不及预期风险。国际化是公司重要战略，也是公司长期增长动力之一。随着国外审评审批体系变化，创新药上市的规则和要求变化，以及海外竞争格局的变化，公司创新药出海存在不及预期风险。

核心人员流失风险。公司部分核心人员出现流动，存在核心人员流失风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	23,289	27,735	25,906	22,021	24,668	28,730
增长率	19.1%	-6.6%	-15.0%	12.0%	16.5%	
主营业务成本	-2,913	-3,349	-3,742	-3,689	-4,132	-4,812
%销售收入	12.5%	12.1%	14.4%	16.8%	16.8%	16.8%
毛利	20,376	24,386	22,164	18,333	20,536	23,917
%销售收入	87.5%	87.9%	85.6%	83.3%	83.3%	83.3%
营业税金及附加	-216	-257	-202	-220	-247	-287
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-8,525	-9,803	-9,384	-7,421	-8,227	-9,481
%销售收入	36.6%	35.3%	36.2%	33.7%	33.4%	33.0%
管理费用	-2,241	-3,067	-2,860	-2,202	-2,467	-2,873
%销售收入	9.6%	11.1%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
研发费用	-3,896	-4,989	-5,943	-4,829	-5,304	-6,033
%销售收入	16.7%	18.0%	22.9%	21.9%	21.5%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	5,497	6,271	3,775	3,660	4,292	5,243
%销售收入	23.6%	22.6%	14.6%	16.6%	17.4%	18.3%
财务费用	134	182	338	289	343	382
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-1.3%	-1.3%	-1.4%	-1.3%
资产减值损失	-19	-14	-10	0	0	0
公允价值变动收益	38	16	36	0	0	0
投资收益	309	341	213	200	200	200
%税前利润	5.1%	5.0%	4.8%	4.7%	4.0%	3.3%
营业利润	6,150	7,007	4,665	4,449	5,135	6,126
营业利润率	26.4%	25.3%	18.0%	20.2%	20.8%	21.3%
营业外收支	-94	-112	-199	-150	-150	-150
税前利润	6,056	6,895	4,466	4,299	4,985	5,976
利润率	26.0%	24.9%	17.2%	19.5%	20.2%	20.8%
所得税	-729	-587	18	-129	-150	-179
所得税率	12.0%	8.5%	-0.4%	3.0%	3.0%	3.0%
净利润	5,326	6,309	4,484	4,170	4,836	5,796
少数股东损益	-2	-19	-46	-50	-50	-50
归属于母公司的净利润	5,328	6,328	4,530	4,220	4,886	5,846
净利率	22.9%	22.8%	17.5%	19.2%	19.8%	20.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,326	6,309	4,484	4,170	4,836	5,796
少数股东损益	-2	-19	-46	-50	-50	-50
非现金支出	665	486	551	651	807	965
非经营收益	-300	-340	-379	77	-39	-39
营运资金变动	-1,874	-3,023	-437	1,276	-856	-1,237
经营活动现金净流	3,817	3,432	4,219	6,173	4,747	5,485
资本开支	-560	-551	-1,649	-841	-1,800	-1,850
投资	-1,693	2,007	842	-200	-200	-200
其他	307	341	260	200	200	200
投资活动现金净流	-1,945	1,798	-546	-841	-1,800	-1,850
股权募资	97	1,320	342	-642	0	0
债权募资	0	0	0	12	13	14
其他	-816	-1,029	-1,340	-1,066	-1,232	-1,472
筹资活动现金净流	-719	291	-998	-1,696	-1,219	-1,458
现金净流量	1,165	5,432	2,657	3,636	1,728	2,176

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,044	10,805	13,631	17,219	18,898	21,026
应收款项	6,329	8,827	7,542	6,822	7,642	8,900
存货	1,607	1,778	2,403	2,061	2,308	2,688
其他流动资产	9,332	6,640	6,612	6,197	6,537	6,877
流动资产	22,311	28,050	30,188	32,298	35,386	39,491
%总资产	81.0%	80.8%	76.9%	78.2%	78.1%	78.7%
长期投资	599	1,502	1,001	1,001	1,001	1,001
固定资产	4,075	4,585	6,122	6,814	7,363	7,767
%总资产	14.8%	13.2%	15.6%	16.5%	16.3%	15.5%
无形资产	505	539	1,012	1,018	1,323	1,667
非流动资产	5,245	6,680	9,078	9,027	9,920	10,706
%总资产	19.0%	19.2%	23.1%	21.8%	21.9%	21.3%
资产总计	27,556	34,730	39,266	41,325	45,306	50,197
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,024	3,229	2,953	2,722	3,040	3,528
其他流动负债	448	542	448	277	312	364
流动负债	2,473	3,772	3,402	3,000	3,352	3,893
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	146	171	293	281	296	311
负债	2,619	3,943	3,694	3,281	3,647	4,203
普通股股东权益	24,775	30,504	35,003	37,525	41,190	45,575
其中：股本	4,423	5,332	6,396	6,379	6,379	6,379
未分配利润	16,548	20,844	22,873	26,038	29,702	34,087
少数股东权益	162	283	569	519	469	419
负债股东权益合计	27,556	34,730	39,266	41,325	45,306	50,197

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.205	1.187	0.708	0.661	0.766	0.916
每股净资产	5.602	5.721	5.473	5.883	6.457	7.144
每股经营现金净流	0.863	0.644	0.660	0.968	0.744	0.860
每股股利	0.220	0.230	0.200	0.165	0.191	0.229
回报率						
净资产收益率	21.51%	20.75%	12.94%	11.24%	11.86%	12.83%
总资产收益率	19.33%	18.22%	11.54%	10.21%	10.78%	11.65%
投入资本收益率	19.37%	18.62%	10.65%	9.33%	9.99%	11.06%
增长率						
主营业务收入增长率	33.70%	19.09%	-6.59%	-14.99%	12.02%	16.47%
EBIT增长率	34.55%	14.08%	-39.81%	-3.04%	17.27%	22.16%
净利润增长率	31.05%	18.78%	-28.41%	-6.85%	15.78%	19.66%
总资产增长率	23.23%	26.03%	13.06%	5.24%	9.63%	10.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.0	65.7	68.4	68.4	68.4	68.4
存货周转天数	165.2	184.5	203.9	203.9	203.9	203.9
应付账款周转天数	167.3	142.5	151.9	151.9	151.9	151.9
固定资产周转天数	39.8	43.2	62.9	83.8	81.4	73.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.39%	-53.38%	-52.63%	-59.17%	-58.54%	-58.09%
EBIT利息保障倍数	-41.1	-34.5	-11.2	-12.7	-12.5	-13.7
资产负债率	9.50%	11.35%	9.41%	7.94%	8.05%	8.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-24	买入	33.00	N/A
2	2022-05-13	买入	30.03	N/A
3	2022-05-26	买入	28.93	N/A
4	2022-06-07	买入	30.53	N/A
5	2022-06-15	买入	31.62	N/A
6	2022-06-30	买入	35.52	N/A
7	2022-08-20	买入	35.90	N/A
8	2022-10-30	买入	38.95	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402