

不差钱的恒瑞医药，赴港募资意图何在？

导语：BD 合作已被视为可持续的盈利驱动因素。

作者：市值风云 App：萧瑟

12月9日，恒瑞医药（600276.SH）发布公告称，计划择机在香港联交所主板发行上市，募集资金将用于研发创新、产品商业化及公司运营等。

在支持内地龙头企业赴港上市的政策背景下，A股创新药龙头也开始着手搭建“A+H”框架。

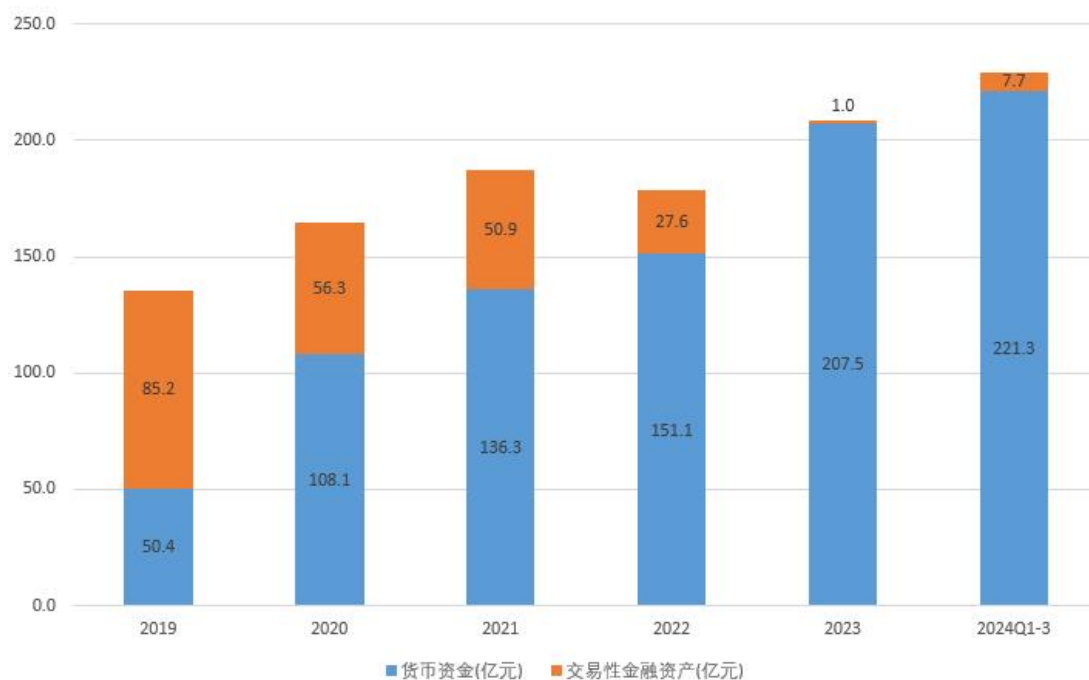
但是提到H股，各位第一时间想到的恐怕都是流动性短缺、折价发行等不利因素。从这个角度看，无论对大股东还是普通投资者，此次发行都算不上友好。

牺牲了这部分流动性溢价，恒瑞医药想要换取到什么呢？

一、产品+股权，出海新打法

自2000年IPO以来，恒瑞医药还未曾实施过定增、配股、发行可转债等权益融资行为。

截止 2024 年三季度末，恒瑞医药账上货币资金高达 221.32 亿，另有 7.74 亿的交易性金融资产，近 230 亿的现金储备规模已是历史新高。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

与此同时，恒瑞医药账上已无任何银行借款，前三季度财务费用为-4.48 亿。

且近年来的现金流情况也以净流入为主，自 2017 年至今，自由现金流合计流入规模超过 200 亿。

恒瑞医药 - 自由现金流

● 自由现金流 (元)



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 自由现金流 (元)	21.7亿	22.5亿	32.6亿	28.8亿	25.5亿	-7.3亿	61.6亿	30.6亿



(来源: 市值风云 APP)

这样的财务状况, 怎么看也不像是缺钱的样子, 显然此次赴港融资另有所图。

在公告中, 恒瑞医药还提到了助力国际化业务发展, 这两者间又有何关联?

江苏恒瑞医药股份有限公司

关于筹划发行 H 股股票并上市相关事项的提示性公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

为深入推动科技创新和国际化双轮驱动战略，进一步助力公司国际化业务的发展，江苏恒瑞医药股份有限公司（以下简称“公司”）拟在境外发行股份（H 股）并在香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）主板上市。公司将充分考虑现有股东的利益和境内外资本市场的情况，在股东会决议有效期内（即经公司股东会审议通过之日起 18 个月或同意延长的其他期限）选择适当的时机和发行窗口完成本次发行并上市。

（来源：恒瑞医药公告）

国际化对于国内创新药行业来讲是一个新兴领域，目前呈现多种出海模式并驾齐驱的状态，具体可分为三类：

第一类为自主出海，即中国药企直接在他国开展临床试验、申报上市，获批后即可独享销售收入，但仍要面对商业模式中资金回流周期较长的痛点，是对药企综合能力要求最高的一类。

当前百济神州 (688235.SH, 6160.HK) 是这一模式中的领跑者，旗下泽布替尼、替雷利珠单抗两类药品已成功在美国、欧盟上市。

第二类为直接授权 (License out) , 药企仅进行药物早期研发, 后将项目授权给海外药企完成后续研发和销售工作, 并按里程碑模式获得各阶段临床成果以及商业化后的一定比例销售分成。

由于门槛低、周期短, 这也是目前中国药企出海探索中最主流的选择, 2023 年国内 license-out 交易共 96 笔, 披露总交易金额高达 421 亿美元。

第三类则被称作 NewCo 模式, 一般是由资本牵头成立 NewCo 公司, 药企将管线剥离出来授权给这家 NewCo, 并获得一定的股权和资金, 在 License-out 的基础上又增添了融资属性。

国内通过这类模式出海的标杆案例正是出自恒瑞医药的手笔。

2024 年 5 月, 恒瑞医药将旗下三个 GLP-1 类创新药在大中华区之外的开发、生产和商业化权利授予 Hercules 公司。

有别于 License-out 的地方在于, 这家 Hercules 并非传统意义上的海外药企, 而是在当月刚刚由贝恩资本生命科学基金牵头成立, 也就是所谓 NewCo 公司。

这笔交易中, 恒瑞医药不仅换取了超过 60 亿美元的首付款和各类里程碑款, 还能拿到低个位数至低两位数比例的销售提成, 且由于授权范围不涉及国内市场, 恒瑞医药的现有业务也并不会受到损害。

更重要的是，恒瑞医药还能获得 Hercules 公司 19.9%的股权，直接跃居第二大股东。

2、财务条款

(1) 首付款和近期里程碑付款

首付款和近期里程碑总计 1.1 亿美元，其中包括 1 亿美元的首付款和完成技术转移后的 1000 万美元的近期里程碑付款。

(2) 美国 Hercules 公司股权

恒瑞将获得美国 Hercules 公司 19.9%的股权。

(3) 临床开发及监管里程碑付款

基于 HRS-7535 临床开发进度及 FDA 首次获批上市，美国 Hercules 公司将向恒瑞支付累计不超过 2 亿美元的临床开发及监管里程碑款。

(4) 销售里程碑付款

基于 GLP-1 产品组合在许可区域实际年净销售额情况，美国 Hercules 公司将向恒瑞支付累计不超过 57.25 亿美元的销售里程碑款。

(5) 销售提成

美国 Hercules 公司将向恒瑞支付达到实际年净销售额低个位数至低两位数比例的销售提成。

(来源：恒瑞医药公告)

据悉 Hercules 现已完成了 4 亿美元的 A 轮融资，若未来能成功走到 IPO，恒瑞医药相当于没花一分钱就参股了一家上市药企，算是将专利授权这块玩出了花。

这样的背景下，风云君推测恒瑞医药此次赴港上市，目的更像是深化与国外药企和投资机构的关系，以便进一步推广这类“产品+股权”的玩法。

二、BD 合作交易密集，业绩重回上升轨道

上述 License-out、NewCo 这类药品联合研发或销售的交易，在医药行业内统称为一个专业名词——BD (business development) 合作，这也是恒瑞医药国际化业务的重点。

自 2023 年起，恒瑞医药已陆续与跨国药企完成 6 笔 BD 合作，总交易金额近 100 亿美元，且每次交易的规模也在持续提升。

药物	Licensed-out权益范围	时间	合作方	总金额	首付款 (美元)	里程碑 (美元)	销售提成比例
HRS-7535、HRS-9531、HRS-4729	除大中华区以外的全球范围	2024年5月	Hercules	60.35亿美元 授权许可费用+美国 Hercules 公司 19.9%的股权	1亿美元	开发: 2亿美元 销售: 57.25亿美元	个位数至低两位数比例
卡瑞利珠单抗 (PD-1)	除大中华区和韩国以外的全球范围	2023年10月	Elevar	6亿美元	-	6亿美元，并在超过一定累计净销售额后额外付款	20.5%
HRS1667 (PARP1抑制剂)、SHR-A1904 (CLDN18.2 ADC)	在中国大陆以外的全球范围 (对于中国大陆, Merck用于选择与恒瑞共同商业化的选择权)	2023年10月	Merck	14.15亿欧元	首付款: 1.6 亿欧元 技术转移费4,000万欧元	开发: 1.25 亿欧元 销售: 4.65 亿欧元 开发: 1.1 亿欧元 销售: 4.65 亿欧元	两位数比例 两位数比例
吡咯替尼	印度地区	2023年10月	Dr. Reddy's	1.555亿美元	300万美元	1.525亿美元	两位数比例
SHR-1905 (TSLP单抗)	除大中华区以外的全球范围	2023年8月	One Bio	10.5亿美元	2,500万美元	10.25亿美元	两位数比例
SHR-2554 (EZH2抑制剂)	除大中华区以外的全球范围	2023年2月	Treeline	7.06亿美元	1,100 万美元	开发: 4,500 万 销售: 6.5亿	10%-12.5%

(来源: 浦银国际)

2024 年前三季度，正是凭借着来自默克制药 1.6 欧元的对外许可首付款，恒瑞医药的营业收入和净利润分别实现了 18.7%、33.0%的同比增长，在经历集采风波后，业绩重回上升轨道。

恒瑞医药 - 营收及增速

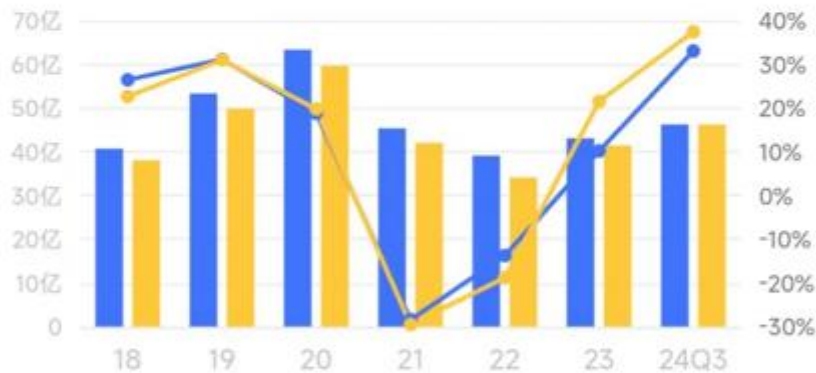
● 营业收入 (元) ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入 (元)	174.2亿	232.9亿	277.3亿	259.1亿	212.8亿	228.2亿	201.9亿
● 营收YOY	25.9%	33.7%	19.1%	-6.6%	-17.9%	7.3%	18.7%

恒瑞医药 - 净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY
● 扣非归母净利润YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 归母净利润 (元)	40.7亿	53.3亿	63.3亿	45.3亿	39.1亿	43.0亿	46.2亿
● 扣非归母净利润 (元)	38.0亿	49.8亿	59.6亿	42.0亿	34.1亿	41.4亿	46.2亿
● 归母净利润YOY	26.4%	31.1%	18.8%	-28.4%	-13.8%	10.1%	33.0%
● 扣非归母净利润YOY	22.6%	30.9%	19.7%	-29.5%	-18.8%	21.5%	37.4%



(来源: 市值风云 APP)

在尝到了甜头之后，10月恒瑞医药新任命有近20年BD经验的强生（JNJ.N）前高管 Jens Bitsch-Norhave 担任全球发展事务负责人。

根据公司官网信息，截至7月31日，恒瑞医药拥有90余个处于临床阶段的创新药产品，丰富的管线也为进一步拓展BD合作提供了保障。



(来源：恒瑞医药官网)

毕竟对于管线少的药企，每剥离出一条，公司估值就会相应降低，这也是恒瑞医药的核心竞争力之一。

且据高盛近期的调研反馈，恒瑞医药的BD团队已扩展至30多名全职员工，已将BD合作收入视为可持续的盈利驱动因素。

最后再来看下一度压制业绩的仿制药集采，据申万宏源统计恒瑞医药已有近100亿销售规模的仿制药受到集采波及，换言之，留给集采的仿制药品种已经不多了。

表 2：公司仿制药集采情况

	开始时间	涉及品种数	涉及仿制药规模 (亿元)
第三批集采	2021	6	19
第五批集采	2021	8	44
第七批集采	2022	5	19
第二批集采 (白紫、阿比特龙) 续约	2023	2	13
第九批 (卡泊芬净)	2024	1	7

资料来源：公司公告，米内网，申万宏源研究

当前尚未被集采的重点品种只剩下 3 个，合计销售规模约在 30 亿量级，远远低于已集采规模，且恒瑞医药在其中两个品种优势明显，后续集采的影响也在边际减弱。

产品	国内已上市厂家数	国内通过一致性评价数量	恒瑞2023年PDB销售额 (元)	恒瑞2023年市占率	主要竞品及市占率 (按PDB销售数据)
碘佛醇注射液	6	3	786,293,925	98.2%	Guerbet 1.2% Liebel-Flarsheim 0.6%
吸入用七氟烷	11	7	416,832,525	59.8%	Maruishi 22.1% 普南制药 7.9% Baxter 7.1% 一品制药 2.9% AbbVie 0.2%
布托啡诺注射液	5	4	506,389,066	99.0%	福建海西联合药业 0.1% 福安药业 0.7% 国药集团国瑞药业 0.3%

资料来源：医药魔方、PDB、浦银国际