

2025年5月15日
恒瑞医药 (1276.HK)

SDICS

IPO 点评
证券研究报告

恒瑞医药 IPO 点评报告

报告摘要

公司概况

公司是一家根植中国、全球领先的创新型制药企业。2024年公司营收279.85亿元(+22.6%)、归母净利润63.37亿元(+47.3%)，毛利率提升1.6pct至86.2%。核心增长引擎为创新药收入，创新药销售收入占总收入的百分比由2022年的38.1%增至2023年的43.4%，并进一步增至2024年的46.3%。其中PD-L1&TGF- β 、HER2ADC等重磅品种即将持续放量，叠加海外授权合作，形成“国内放量+海外授权”双轮驱动。

行业状况及前景

制药行业前景广阔。全球制药市场预计由2023年的14,723亿美元达到2028年的19,387亿美元，复合年增长率为5.7%。其中，中国制药市场预计由2023年的人民币16,183亿元达到2028年的23,420亿元，复合年增长率为7.7%。

创新药引领行业发展。制药市场的主要增长动力来自医疗支出不断增加和持续利好的政策。例如，靶向疗法药物市场全球2023年市场规模1388亿美元，CAGR15.2%；ADC药物全球2023年市场规模104亿美元，CAGR为38.6%；免疫疗法药物2023年全球市场规模606亿美元，CAGR23.5%。

国内药企逐步缩小与跨国企业的差距。跨国制药企业在发达国家市场占据主导地位，尤其在肿瘤、免疫和神经科学领域。国内制药企业近年来通过创新药物和全球标准的生产体系，逐步缩小与跨国企业的差距。创新是推动中国药企全球化的主要因素，围绕创新药的交易日益增多，全球对中国药企的创新认可度不断提高。

优势与机遇

领先的研发能力。2024年公司的研发投入达82亿人民币，占总收入的百分比达29.4%，累计研发投入已超440亿。公司战略性地采用多管齐下的方式使公司能够大幅缩短发现和验证潜在同类首创或同类最佳化合物的时间；建立了强大的端到端的临床开发能力，以确保药物开发过程的卓越效率和质量；在顶尖人才和创新文化方面进行了大量投资并予以高度重视。

差异化的创新产品矩阵。公司战略性地专注于具有重大未满足医疗需求和显着增长潜力的广泛治疗领域，这些领域主要包括(i)肿瘤；(ii)代谢和心血管疾病；(iii)免疫和呼吸系统疾病；以及(iv)神经科学。截止最新，公司拥有110多款商业化药物，包括19款新分子实体创新药和四款其他创新药。

符合全球标准的生产体系。质量管理体系根据相应GMP标准设计，出口产品均符合或高于欧盟GMP、美国cGMP和ICH质量指南等全球质量标准公司在遵守欧洲药品管理局(EMA)和美国FDA等海外监管机构的生产和质量相关规定方面拥有丰富经验。

强大的商业化能力。公司拥有约9,000人的自建销售和营销团队，在中国制药企业中规模领先。公司的销售网络覆盖中国30多个省级行政区的超过22,000家医院及超过200,000家线下零售药店，

加速全球化扩张，公司已在美国、欧洲、澳大利亚、日本及韩国等地区启动超过20项海外临床试验，产品在40多个国家实现商业化。此外，自2018年以来，公司与全球合作伙伴进行了14笔对外许可交易，涉及17个分子实体。这些交易的总交易额约为140亿美元，首付款总额约为600百万美元，以及若干合作伙伴的股权。

稳健的财务状况。公司过去几年实现稳健的业绩增长，创新药收入占比持续提升，由此带来的强劲现金流使得公司可以可持续地投入在研发开支上。近两年经营性现金流高于净利润。2024年公司资产负债率8%，没有有息负债，财务状况稳健。

弱项与风险

创新药开发周期长、成本高昂且结果难以预测，有开发失败的风险；定价和销量下降会对盈利造成不利影响；集采政策变化可能带来不利影响；各国家地区政策变化会造成风险。

投资建议

基石投资人均为国际知名投资机构，包括GIC capital、Invesco、UBS资管、博裕基金、高瓴资本、千禧基金、橡树资本等，基石投资人认购份额占此次总发行量的41-43%。保荐人为摩根士丹利、花旗、华泰国际。

公司此次IPO发行价为41.45-44.05港元，较A股股价有24-28%的折价，对应24年PE为40x-42.4x。公司研发实力雄厚，定价相较A股有较大折扣，且近期港股市场打新热情较高，综合考虑我们给予IPO专用评级“6.1”。

医药

股份名称：恒瑞医药
股份代码：1276.HK

IPO专用评级 6.1

— 评级基于以下标准，最高10分

1. 公司营运 (30%)	7
2. 行业前景 (30%)	6
3. 招股估值 (20%)	5
4. 市场情绪 (20%)	6

注：建议申购

主要发售统计数字

上市日期：	2025/5/23
发行价范围(港元)	41.45 -44.05
发行股数，绿鞋前(百万股)	224.52
— 香港公开发售：占比	12.35；5.5%
— 最高回拨后股数：占比	48.27；21.5%
发行后股本，绿鞋前(百万股)	6,603.52
— 本次发行的H股	224.52
— 已发行A股	6,379.00
集资金额，绿鞋前(亿港元)	93.06 -98.9
— 香港公开发售部分	5.12 -5.44
— 最高回拨后	20.01 -21.26
发行后总市值，绿鞋前(亿港元)	3519 -3524.8
发行后H股市值，绿鞋前(亿港元)	93.1 -98.9
备考每股有形资产净值(港元)	8.01 -8.1
备考市净率(倍)	5.17 -5.44

保荐人	摩根士丹利、花旗、华泰国际
账簿管理人	UBS、中银国际、中信证券、广发证券、香港
会计师	安永会计事务所

资料来源：公司招股书

曹莹 高级分析师
gloriacao@sdicsi.com.hk

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010