

2025 年 07 月 28 日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(港元)

82

恒瑞医药(01276.HK)

Buy 买进

公司基本信息

产业别	医药生物		
H 股价(2025/07/27)	68.05		
恒生指数(2025/07/27)	25,388.4		
股价 12 个月高/低	74.65/0		
总发行股数(百万)	6,637.20		
H 股数(百万)	258.20		
H 市值(亿元)	0.00		
主要股东	江苏恒瑞医药集团有限公司 (23.29%)		
每股净值(元)	7.37		
股价/账面净值	9.24		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	22.39%	N/A	N/A

近期评等

日期	收盘价	评级
----	-----	----

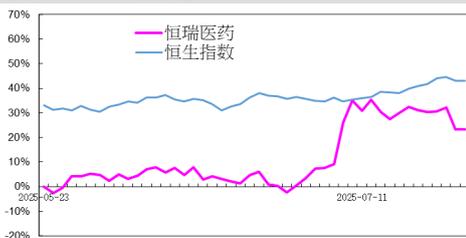
产品组合

抗肿瘤	52.1%
神经科学	15.3%
造影剂	9.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.1%
一般法人	68.1%

股价相对大盘走势



公司创新药管线海外权益授权给 GSK，将显著增厚利润事件：

公司 7 月 28 日早间发布公告，已与 GSK 达成协议，将 HRS-9821 项目的全球独家权利（不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区）和至多 11 个项目的全球独家许可的独家选择权（不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区）有偿许可给 GSK。

GSK 将向恒瑞医药支付 5 亿美元的首付款款，如果所有项目均获得行使选择权且所有里程碑均已实现，恒瑞将有资格获得未来基于成功开发、注册和销售里程碑付款的潜在总金额约 120 亿美元，此外，恒瑞将有权向 GSK 收取相应的分梯度的销售提成。

点评：

- **快速收回资金，并且 HRS-9821 有望成长为大单品：**HRS-9821 是一款潜在的同类最佳 PDE3/4 抑制剂，为吸入粉雾剂型，目前正处于临床一期开发阶段，可用于治疗慢性阻塞性肺病(COPD)，同时实现“扩张+抗炎”作用，作为辅助维持治疗，无需考虑既往治疗方案。目前全球同类产品仅 Ensifentrine（恩塞芬汀）于 2024 年 7 月在美国获批上市，目前尚未在中国正式上市。根据 EvaluatePharma 数据库数据显示，2024 年 Ensifentrine 全年销售额约为 4,200 万美元，2025Q1 全球销售额超 7130 万美元。截至目前，HRS-9821 相关项目累计研发投入约 3,843 万元，公司获得 5 亿美元首付款可以快速回流资金以支持其余管线开发，并可大幅增厚 2025 年业绩。此外，中国有近 1 亿 COPD 患者，预计后续公司产品在国内上市后也可成长为大单品。
- **对外 BD 交易加速，管线价值将重估：**公司今年以来 BD 交易加速，截至目前已达成 3 笔交易，显示出大型跨国药企对公司创新研发能力的再认识，我们认为随着 BD 交易的达成，公司将更好的融入全球药物创新网络，目前在研创新管线有望得到价值重估。
- **盈利预计及投资建议：**考虑到收到首付款，我们上调 2025 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年净利润 101 亿元、87.5 亿元、104 亿元，YOY+59.3%、-13.3%、+18.9%，（原预计公司 2025/2026/2027 年的净利润分别为 69.8/87.5/104 亿元，YOY 分别为+10.2%/+25.3%/+18.9%），EPS 分别为 1.52 元、1.32 元、1.56 元，目前 H 估值分别为 41X/47X/40X，估值合理，看好公司研发管线资产价值重估，维持“买进”评级。
- **风险提示：**新药研发进度及销售不及预期，授权兑现不及预期，汇兑损益风险

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4302	6337	10096	8752	10407
同比增减	%	10.14	47.28	59.33	-13.32	18.91
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.68	1.00	1.52	1.32	1.57
同比增减	%	11.48	47.06	52.11	-13.32	18.91
A 市盈率(P/E)	X	82.94	56.40	37.08	42.77	35.97
H 市盈率(P/E)				40.85	47.13	39.63
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.30	0.26	0.31
股息率 (Yield)	%	0.35	0.35	0.54	0.47	0.56

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	22820	27985	36062	38556	45404
经营成本	3525	3848	4685	4685	5588
营业税金及附加	219	258	349	386	454
销售费用	7577	8336	9079	11374	13394
管理费用	2417	2556	2844	3470	4086
财务费用	-478	-573	-658	-771	-908
资产减值损失			15	15	15
投资收益	-49	4	33	10	10
营业利润	4910	7491	11692	10154	12024
营业外收入	4	10	41	35	35
营业外支出	247	331	311	300	300
利润总额	4667	7170	11422	9889	11759
所得税	389	833	1320	1137	1352
少数股东损益	-25	0	6	0	0
归母净利润	4302	6337	10096	8752	10407

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	20746	24816	33523	40306	47712
存货净额	5194	4915	5161	5677	6244
应收帐款净额	2314	2417	2538	2741	2960
流动资产合计	31287	35315	39906	46291	54160
长期投资净额	695	666	700	735	771
固定资产合计	5451	5132	5286	5445	5608
无形资产及其他资产合计	1101	1688	1941	2232	2567
资产总计	12497	14821	17488	20636	24351
流动负债合计	43785	50136	57394	66927	78511
长期负债合计	2554	3634	4360	5232	6279
负债合计	198	412	453	498	548
少数股东权益	2751	4045	4813	5731	6827
股东权益合计	567	570	573	576	579
负债和股东权益总计	40466	45520	52008	60620	71105

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动所得现金净额	7644	7423	11,106	9,627	10,719
投资活动所用现金净额	1222	-1912	-1050	-1022	-1210
融资活动所得现金净额	-3144	-1551	-1563	-2033	-2311
现金及现金等价物净增加额	5734	3968	8493	6572	7198

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。