

医药	收盘价 港元 77.75	目标价 港元 70.40	潜在涨幅 -9.4%	2025年8月22日
----	-----------------	-----------------	---------------	------------

恒瑞医药 (1276 HK)

1H25 创新药销售高增长，管线进入集中收获期，首予港股中性评级

⊕ **1H25 核心业务双位数增长，创新药销售增速目标超 25%**：根据公司港股公告，1H25 收入同比增 16%，剔除合作收入后的产品销售收入增约 13%，基本符合我们的预期，主要得益于创新药销售的快速增长（同比增 23%，占产品销售收入比例上升至 55%）。合作收入约 20 亿元（人民币，下同），主要来自默沙东 Lp(a) 口服小分子 BD 首付款等（对比 1H24 14 亿元，主要来自 Merck Healthcare 1.6 亿欧元 BD 首付款）。毛利率提升 0.4ppt 至 86.6%，SG&A 和研发费用率明显下降，得益于高利润率的对外许可收入增加以及公司持续的降本增效。包括资本化部分后的总研发投入占总收入 25%，管理层表示未来加大研发投入的同时，该比例将控制在 30% 以内。公司同步公布 A 股回购及员工持股计划，将在未来 12 个月内、以集中竞价交易方式和最高 90.85 元/股的价格回购约 10-20 亿元股份，用于员工持股计划。该持股计划 100% 比例解锁的条件包括 2025-27 每年创新药销售增长 25% 以上、每年新申报 5-8 个 NDA（含新适应症）和近 20 个新分子实体 IND 等，为 3 年内创新药销售和管线扩张立下目标。

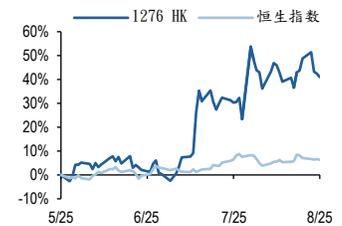
⊕ **创新管线硕果累累，BD 成绩超市场预期**：1H25 公司共有 6 款创新药获批上市，包括 HER2 ADC、法米替尼、JAK1 等潜在重磅单品，获批 1 类创新药总数达到 23 款；另有 6 项新适应症获批。管理层预计，2025-27 年有望再上市 47 款新产品和新适应症，产品销售高增长动能充足。BD 方面，2025 年至今已达成三项出海协议，包括与 GSK 达成总价约 120 亿美元、涉及 PDE3/4 及至多 11 个项目，已成功出海品种（GLP-1/GIPR、PDE3/4、PARP1、DLL3 ADC 等）海外开发顺利，整体 BD 成果超市场此前预期。

⊕ **上调目标价，首予公司港股中性评级**：我们上调公司 2025-27 年收入预测约 2%、上调净利润预测 7-8%，以反映多项 BD 交易对收入的增量贡献及利润率持续改善的预期。我们首次覆盖公司港股，基于 DCF 估值模型得到港股/A 股目标价 70.4 港元/64 元人民币；相较于 A 股，我们未给予港股任何估值溢价或折价，考虑到：1）行业内大市值公司 A/H 溢价已趋于 0，如药明康德；2）当前公司港股相对 A 股的溢价有市场情绪的推动，我们认为长期内不可持续。考虑到公司当前估值合理（2026 年市盈率/PEG：A 股 48 倍/2.7 倍、港股 53 倍/3.0 倍）、且长期内高 BD 收入可持续性和存量仿制药集采仍存在不确定性，我们给予港股和 A 股中性评级。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	84.75
52周低位 (港元)	53.70
市值 (百万港元)	515,710
日均成交量 (百万)	5.73
年初至今变化 (%)	na
200天平均价 (港元)	na

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	22,820	27,985	32,543	35,604	40,259
同比增长 (%)	7.3	22.6	16.3	9.4	13.1
净利润 (百万人民币)	4,302	6,337	7,698	8,882	10,514
每股盈利 (人民币)	0.67	0.99	1.16	1.34	1.58
同比增长 (%)	10.1	47.3	16.8	15.4	18.4
前EPS预测值 (人民币)			1.12	1.29	1.54
调整幅度 (%)			3.9	3.5	2.8
市盈率 (倍)	105.9	71.9	61.6	53.4	45.1
每股账面净值 (人民币)	6.34	7.14	9.13	10.15	11.36
市账率 (倍)	11.26	10.01	7.82	7.04	6.29

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

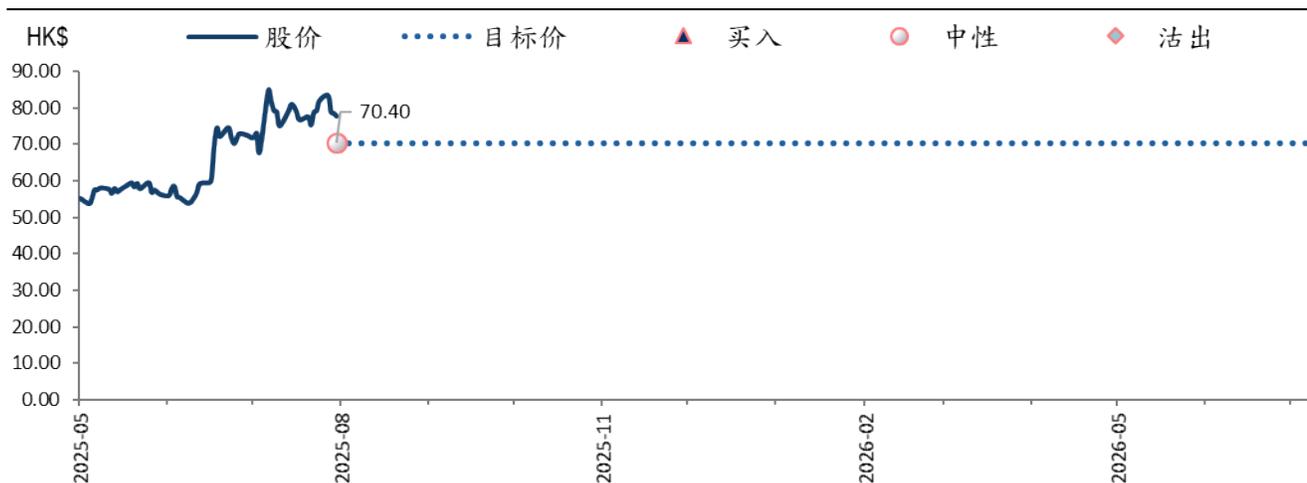
图表 1：恒瑞医药：DCF 估值模型

百万人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	32,543	35,604	40,259	45,416	50,750	55,926	60,802	65,284	69,249	73,314	77,474
EBIT	8,521	10,248	12,514	15,071	17,653	20,292	22,852	25,320	27,619	30,047	32,604
EBIT * (1-t)	7,243	8,711	10,637	12,810	15,005	17,248	19,424	21,522	23,476	25,540	27,713
加：折旧摊销	771	778	870	973	1,085	1,202	1,321	1,439	1,555	1,664	1,770
减：营运资金增加/（减少）	(615)	(467)	(436)	(456)	(640)	(589)	(486)	(414)	(473)	(457)	(254)
减：资本开支	(1,432)	(1,531)	(1,691)	(1,862)	(2,030)	(2,181)	(2,310)	(2,416)	(2,493)	(2,566)	(2,634)
自由现金流	5,967	7,491	9,380	11,465	13,419	15,679	17,948	20,131	22,065	24,181	26,595
永续增长率	4%										
自由现金流现值	114,030										
终值现值	265,849										
企业价值	379,879										
净现金	45,752										
少数股东权益	(831)										
股权价值（百万人民币）	424,801										
股份数量（百万）	6,637										
每股价值（人民币）	64.00										
RMB/HKD	1.10										
每股价值（港元）	70.40										

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.0
股权成本	10.0%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	8.9%

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：恒瑞医药 (1276 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

2025 年 8 月 22 日

恒瑞医药 (1276 HK)

图表 3：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
6990 HK	科伦博泰生物	买入	453.80	507.00	11.7%	2025 年 08 月 21 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	35.63	74.00	107.7%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	25.56	37.60	47.1%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	187.50	225.00	20.0%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	30.92	33.00	6.7%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	168.00	140.00	-16.7%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	69.25	72.50	4.7%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	99.30	84.00	-15.4%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	81.75	66.00	-19.3%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	72.95	57.00	-21.9%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	6.46	6.60	2.2%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.48	5.00	-47.2%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	59.05	70.00	18.5%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	18.18	28.75	58.2%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	31.32	34.00	8.6%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.26	18.00	18.0%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	80.52	93.30	15.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	48.26	33.10	-31.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	36.64	48.00	31.0%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	7.72	9.10	17.9%	2025 年 08 月 19 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	12.77	14.30	11.9%	2025 年 06 月 04 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.49	14.00	64.9%	2024 年 04 月 01 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	77.75	70.40	-9.4%	2025 年 08 月 21 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	37.76	40.20	6.5%	2025 年 06 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	10.49	7.20	-31.3%	2025 年 05 月 30 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.24	3.75	15.8%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	33.00	42.00	27.3%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 月 21 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	22,820	27,985	32,543	35,604	40,259
主营业务成本	(3,525)	(3,848)	(4,312)	(4,540)	(4,932)
毛利	19,295	24,136	28,230	31,064	35,327
销售及管理费用	(9,994)	(10,892)	(12,080)	(12,825)	(14,099)
研发费用	(4,954)	(6,583)	(7,330)	(7,663)	(8,343)
经营利润	4,346	6,662	8,821	10,576	12,885
财务成本净额	478	573	483	529	598
其他非经营净收入/费用	(158)	(65)	(301)	(364)	(460)
税前利润	4,667	7,170	9,002	10,741	13,023
税费	(389)	(833)	(1,226)	(1,677)	(2,294)
非控股权益	25	(0)	(78)	(182)	(215)
净利润	4,302	6,337	7,698	8,882	10,514
作每股收益计算的净利润	4,302	6,337	7,698	8,882	10,514

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	20,272	24,239	39,561	45,216	52,062
应收账款及票据	5,520	5,065	5,634	6,071	6,503
存货	2,314	2,417	2,545	2,804	2,872
其他流动资产	3,182	3,594	3,782	3,908	4,099
总流动资产	31,287	35,315	51,522	57,999	65,535
物业、厂房及设备	6,552	6,819	6,887	7,779	8,782
无形资产	884	1,192	1,125	1,058	991
其他长期资产	5,061	6,809	5,744	5,744	5,744
总长期资产	12,497	14,821	13,756	14,580	15,516
总资产	43,785	50,136	65,278	72,579	81,051
短期贷款	0	41	41	41	41
应付账款	1,510	1,967	2,050	2,279	2,342
其他短期负债	1,043	1,625	1,518	1,626	1,796
总流动负债	2,554	3,634	3,608	3,946	4,180
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	198	412	412	412	412
总长期负债	198	412	412	412	412
总负债	2,751	4,045	4,020	4,358	4,592
股本	6,379	6,379	6,379	6,379	6,637
储备及其他资本项目	34,087	39,141	54,230	61,012	68,776
股东权益	40,466	45,520	60,609	67,391	75,413
非控股权益	567	570	649	831	1,046
总权益	41,033	46,090	61,258	68,221	76,459

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	4,667	7,170	9,002	10,741	13,023
折旧及摊销	705	776	771	778	870
营运资本变动	2,480	160	(615)	(467)	(436)
其他经营活动现金流	(208)	(683)	(1,488)	(1,661)	(2,283)
经营活动现金流	7,644	7,423	7,670	9,391	11,174
资本开支	20	22	0	0	0
投资活动	1,202	3,250	0	0	0
其他投资活动现金流	0	(5,184)	(1,432)	(1,531)	(1,691)
投资活动现金流	1,222	(1,912)	(1,432)	(1,531)	(1,691)
负债净变动	(1,260)	0	0	0	0
权益净变动	0	0	10,352	0	0
股息	0	0	(2,001)	(2,309)	(2,733)
其他融资活动现金流	(1,884)	(1,551)	733	105	95
融资活动现金流	(3,144)	(1,551)	9,084	(2,204)	(2,638)
汇率收益/损失	13	7	0	0	0
年初现金	14,537	20,272	24,239	39,561	45,216
年末现金	20,272	24,239	39,561	45,216	52,062

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.674	0.993	1.160	1.338	1.584
全面摊薄每股收益	0.674	0.993	1.160	1.338	1.584
每股账面值	6.344	7.136	9.132	10.153	11.362
利润率分析(%)					
毛利率	84.6	86.2	86.7	87.2	87.7
EBITDA利润率	21.6	26.0	28.6	31.0	33.2
EBIT利润率	20.5	25.6	27.7	30.2	32.3
净利率	18.9	22.6	23.7	24.9	26.1
盈利能力(%)					
ROA	9.8	12.6	11.8	12.2	13.0
ROE	10.5	13.7	12.6	13.0	13.8
ROIC	10.5	13.7	12.6	13.0	13.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	12.3	9.7	14.3	14.7	15.7
存货周转天数	239.6	229.3	215.4	225.4	212.5
应收账款周转天数	88.3	66.1	63.2	62.2	59.0
应付账款周转天数	156.4	186.6	173.5	183.2	173.4

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025年8月22日

恒瑞医药 (1276 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。