

2025 年 09 月 05 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

83

公司基本信息

| | |
|----------------|----------------|
| 產業別 | 医药生物 |
| A 股价(2025/9/4) | 68.65 |
| 上证指数(2025/9/4) | 3765.88 |
| 股價 12 個月高/低 | 73.42/42.09 |
| 總發行股數(百萬) | 6637.20 |
| A 股數(百萬) | 6370.65 |
| A 市值(億元) | 4373.45 |
| 主要股東 | 江苏恒瑞医药集团有限公司 |
| | (23.18%) |
| 每股淨值(元) | 8.81 |
| 股價/賬面淨值 | 7.79 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | 12.9 32.4 54.5 |

近期评等

| | | |
|------------|-------|----|
| 日期 | 收盘价 | 评级 |
| 2025-08-21 | 62.85 | 买进 |

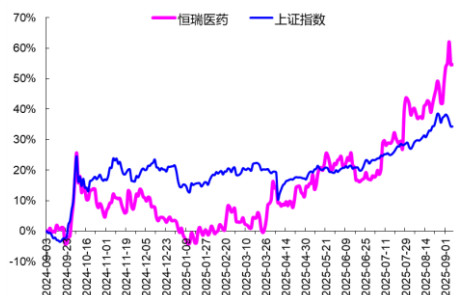
产品组合

| | |
|------|-------|
| 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



恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买进

BD 交易再下一单，将继续增厚公司业绩事件：

公司发布公告，与美国 Braveheart Bio 公司达成协议，将具有自主知识产权的 1 类创新药 HRS-1893 项目除中国大陆、香港、澳门及台湾地区于以外的全球范围的开发、生产和商业化的独家权利有偿许可给 Braveheart Bio。

点评：

➤ **BD 交易再添新单,将收获首付款现金 3250 万美元：**公司此次授权的 HRS-1893 是公司自主研发的心肌肌球蛋白（Myosin）小分子抑制剂，可特异性抑制心肌肌球蛋白 ATP 酶活性，使心肌收缩性能正常化，减少左心室肥厚并改善舒张期顺应性，主要治疗肥厚性心肌病。截止上半年末，该产品针对梗阻性肥厚型心肌病在中国的临床试验已处于临床三期中，非梗阻性肥厚型心肌病适应症的临床试验已处于临床二期中。目前全球同类的药物仅有 BMS 的 Mavacamten 在 2022 年上市，2024 年销售额为 6.0 亿美元(YOY+161%)，可以预见 HRS-1893 未来可成长为亿美元级的药物。根据协议，公司此次将可收到 6500 万美元首付款（含 3250 万美元现金和等值 3250 万美元的 Braveheart Bio 公司股权）和完成技术转移后的 1000 万美元近期里程碑款，总计 7500 万美元。此外，公司还可收到最高 10.13 亿美元的里程碑付款及海外销售提成，通过此种 NewCo 模式交易，将有助于提升公司创新品牌，实现研发成果快速转化，快速覆盖海外市场。

➤ **BD 业务常态化，已成业绩增长新引擎：**公司 2025 年初至今已累计实现 4 笔对外授权，合计总包潜在交易金额接近 150 亿美元，其中首付款合计约 7.8 亿美元，折算人民币约为 55.6 亿元，相当于公司 2024 年净利的 88%，我们认为公司近两年积极推动公司研发管线的 BD 交易，已成为业绩增长的新引擎。

➤ **盈利预计及投资建议：**考虑到公司 BD 交易首付款，我们相应上调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年净利润 101 亿元、90.9 亿元、104 亿元（原预计 101 亿元、87.5 亿元、104 亿元），YOY+59.3%、-9.9%、+14.5%，EPS 分别为 1.52 元、1.37 元、1.57 元，目前 A 估值分别为 45X/54X/48X，估值合理，BD 交易将继续增厚净利，创新药增长较快，股份回购及员工持股计划推出将推动 A 股估值回升，此外，公司 H 股将纳入恒生指数，9 月 5 日收盘后实施，9 月 8 日生效，预计被动增配 H 股将带动股价上涨，也将间接带动 A 股上涨，我们维持“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 | 9093 | 10407 |
| 同比增减 | % | 10.14 | 47.28 | 59.33 | -9.94 | 14.45 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.68 | 1.00 | 1.52 | 1.37 | 1.57 |
| 同比增减 | % | 11.48 | 47.06 | 52.11 | -9.94 | 14.45 |
| A 市盈率(P/E) | X | 100.96 | 68.65 | 45.13 | 50.11 | 43.78 |
| H 市盈率(P/E) | | | | 48.96 | 54.37 | 47.50 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.20 | 0.20 | 0.30 | 0.27 | 0.31 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.29 | 0.29 | 0.44 | 0.40 | 0.46 |

【投资评等说明】

| 评等 | 定义 |
|--------------------|-----------------|
| 强力买进 (Strong Buy) | 潜在上涨空间≥ 35% |
| 买进 (Buy) | 15%≤ 潜在上涨空间<35% |
| 区间操作 (Trading Buy) | 5%≤ 潜在上涨空间<15% |
| | 无法由基本面给予投资评等 |
| 中立 (Neutral) | 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 | 327 | 386 | 454 |
| 销售费用 | 7577 | 8336 | 9623 | 10988 | 13394 |
| 管理费用 | 2417 | 2556 | 2773 | 3470 | 4086 |
| 财务费用 | -478 | -573 | -647 | -771 | -908 |
| 资产减值损失 | | | 15 | 15 | 15 |
| 投资收益 | -49 | 4 | -16 | 10 | 10 |
| 营业利润 | 4910 | 7491 | 11763 | 10539 | 12024 |
| 营业外收入 | 4 | 10 | 43 | 35 | 35 |
| 营业外支出 | 247 | 331 | 170 | 300 | 300 |
| 利润总额 | 4667 | 7170 | 11636 | 10274 | 11759 |
| 所得税 | 389 | 833 | 1531 | 1182 | 1352 |
| 少数股东损益 | -25 | 0 | 9 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | 4302 | 6337 | 10096 | 9093 | 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 | 40682 | 48087 |
| 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 | 10,002 | 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 | 6947 | 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分以作任何用途。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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@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i@。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。