

医药	收盘价 港元 79.75	目标价 港元 69.50↓	潜在涨幅 -12.9%
----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 10 月 28 日

恒瑞医药 (1276 HK)

BD+内生驱动 3Q25 收入高增长，利润率略有波动，维持中性

公司 3Q25 收入保持较快增长，创新药品种继续引领增长，但利润端一定程度受到管理费用增加和一次性汇兑损失的影响。公司持续扩大全球范围内的创新研发足迹，3Q25 内再达成三项重磅 BD 交易、中国内地商业化组合也进一步扩大。考虑到相对合理的估值及依旧较大的仿制药收入敞口，维持中性。

④ **3Q25 收入保持高增长，利润率略有波动：**公司 3Q25 收入 74.3 亿元（人民币，下同），同比增 12.7%，其中包含公司与 Merck KGaA 达成的 BD 交易首付款 1,500 万欧元。创新药收入增速快于 1H25，1-3Q25 创新药收入贡献比例超过 55%（1H25：55%），瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净等新品销售显著放量。毛利率与去年同期基本持平，销售/研发费用率同比降 0.8ppt/基本持平，但管理费用率明显增加，主因公司加大管理人才招聘和投入力度，公司保持对长期内费用率逐步收窄的判断。归母净利润 13.0 亿元，同比增 9.5%，净利率同比微降 0.5 个百分点至 17.5%，期内录得与美元贬值相关的未实现汇兑损失 1.5 亿元。得益于 GSK、Braveheart 等重磅交易的首付款进账（合计近 6 亿美元），**3Q25 经营性现金流同比大幅增加 209.8%至 48.1 亿元，同时合同负债亦从 2Q25 的 1.61 亿元大幅攀升至 39.7 亿元，我们预计将随着项目进展逐步确认收入。**

④ **当前估值合理，维持中性：**公司创新成果继续在全球范围内兑现：1）在中国内地，公司截至目前获批上市的 1 类和 2 类新药数量已分别达 24 款和 5 款，创新药组合广度遥遥领先同行。近期公司有多款重磅产品即将参与医保谈判，包括 IL-17、JAK1、HER2 ADC、PCKS9 等新上市品种，长期内也将逐步探索商保支付通道。2）出海方面，公司自 2020 年以来已达成 15 笔对外许可交易，庞大的管线储备为后续新 BD 奠定基础，同时授权许可收入对总收入的增厚趋于常态化。得益于 Kailera 近期 6 亿美元 B 轮融资，已出海的关键品种 SHR9531（GLP-1/GIP 双激动剂）和 HRS7535（口服 GLP-1）有望逐步进入全球 III 期开发。我们基于 3Q25 业绩下调 2025-27 年净利润预测 1-3%、微调目标价至 69.5 港元/63.18 元人民币（1276 HK/600276 CH），当前估值合理，维持中性评级。

盈利预测变动

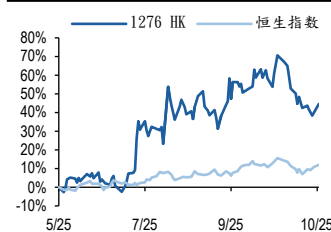
百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	32,483	32,543	-0.2%	35,607	35,604	0.0%	40,263	40,259	0.0%
毛利润	28,081	28,230	-0.5%	30,960	31,064	-0.3%	35,210	35,327	-0.3%
毛利率	86.4%	86.7%	-0.3ppt	86.9%	87.2%	-0.3ppt	87.4%	87.7%	-0.3ppt
归母净利润	7,462	7,698	-3.1%	8,735	8,882	-1.6%	10,385	10,514	-1.2%
净利率	23.0%	23.7%	-0.7ppt	24.5%	24.9%	-0.4ppt	25.8%	26.1%	-0.3ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

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)	94.10
52周低位 (港元)	53.70
市值 (百万港元)	20,591.45
日均成交量 (百万)	5.32
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

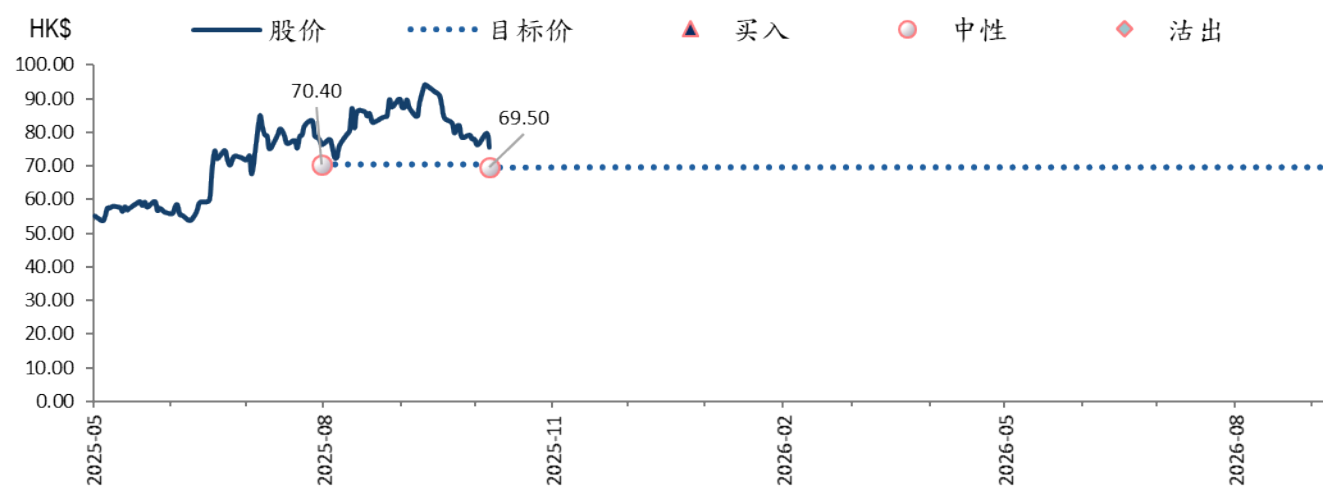
Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

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	32,483	35,607	40,263	45,423	50,759	55,939	60,818	65,303	69,270	73,338	77,502																				
EBIT	8,245	10,035	12,274	14,800	17,351	19,961	22,493	24,935	27,212	29,617	32,150																				
EBIT * (1-t)	7,009	8,530	10,433	12,580	14,749	16,967	19,119	21,195	23,130	25,174	27,328																				
加：折旧摊销	771	777	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)	(492)	(413)	(481)	(618)	(614)	(463)	(439)	(450)	(483)	(248)																				
减: 资本开支	(1,429)	(1,531)	(1,691)	(1,862)	(2,030)	(2,182)	(2,311)	(2,416)	(2,494)	(2,567)	(2,635)																				
自由现金流	5,735	7,285	9,198	11,210	13,185	15,372	17,665	19,779	21,741	23,789	26,215																				
永续增长率	4%	<table><tr><th colspan="2">WACC</th></tr><tr><td>无风险利率</td><td>3.0%</td></tr><tr><td>市场风险溢价</td><td>7.0%</td></tr><tr><td>贝塔</td><td>1.0</td></tr><tr><td>股权成本</td><td>10.0%</td></tr><tr><td>税前债务成本</td><td>5.0%</td></tr><tr><td>税后债务成本</td><td>4.3%</td></tr><tr><td>预期债权比例</td><td>20.0%</td></tr><tr><td>有效税率</td><td>15.0%</td></tr><tr><td>WACC</td><td>8.9%</td></tr></table>										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%
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%																														
自由现金流现值	111,856																														
终值现值	262,050																														
企业价值	373,906																														
净现金	45,447																														
少数股东权益	(825)																														
股权价值（百万人民币）	418,528																														
股份数量（百万）	6,624																														
每股价值（人民币）	63.18																														
RMB/HKD	1.10																														
每股价值（港元）	69.50																														

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) 评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：交银国际医疗行业覆盖公司

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	421.80	549.00	30.2%	2025 年 10 月 22 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	87.35	109.00	24.8%	2025 年 10 月 21 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	28.26	35.00	23.9%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	48.84	84.00	72.0%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	84.60	105.00	24.1%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	56.45	78.00	38.2%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	114.00	183.00	60.5%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	4.92	8.80	78.8%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	32.12	74.00	130.4%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.06	37.60	63.0%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	187.80	225.00	19.8%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	11.78	5.00	-57.5%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	73.10	70.00	-4.2%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	16.05	28.75	79.1%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	36.76	34.00	-7.5%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	13.53	18.00	33.0%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	84.06	93.30	11.0%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	43.39	33.10	-23.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	12.44	16.40	31.9%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	34.56	48.00	38.9%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	7.04	9.10	29.3%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.90	14.00	57.3%	2024 年 04 月 01 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	75.60	69.50	-8.1%	2025 年 10 月 28 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	7.69	9.30	20.9%	2025 年 08 月 25 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	34.85	40.20	15.3%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	29.22	42.00	43.7%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.49	3.30	32.5%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，数据截至 2025 年 10 月 28 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	32,483	35,607	40,263
主营业务成本	(3,525)	(3,848)	(4,402)	(4,647)	(5,053)
毛利	19,295	24,136	28,081	30,960	35,210
销售及管理费用	(9,994)	(10,892)	(12,220)	(12,933)	(14,221)
研发费用	(4,954)	(6,583)	(7,316)	(7,664)	(8,344)
经营利润	4,346	6,662	8,545	10,364	12,645
财务成本净额	478	573	482	529	598
其他非经营净收入/费用	(158)	(65)	(300)	(329)	(379)
税前利润	4,667	7,170	8,726	10,563	12,864
税费	(389)	(833)	(1,188)	(1,649)	(2,266)
非控股权益	25	(0)	(76)	(179)	(213)
净利润	4,302	6,337	7,462	8,735	10,385
作每股收益计算的净利润	4,302	6,337	7,462	8,735	10,385

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	39,396	44,911	51,679
应收账款及票据	5,520	5,065	5,615	6,092	6,483
存货	2,314	2,417	2,648	2,827	2,988
其他流动资产	3,182	3,594	3,780	3,908	4,099
总流动资产	31,287	35,315	51,438	57,738	65,250
物业、厂房及设备	6,552	6,819	6,883	7,777	8,780
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	13,752	14,578	15,514
总资产	43,785	50,136	65,190	72,316	80,764
短期贷款	0	41	41	41	41
应付账款	1,510	1,967	2,133	2,298	2,437
其他短期负债	1,043	1,625	1,525	1,638	1,809
总流动负债	2,554	3,634	3,700	3,977	4,288
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	4,111	4,388	4,700
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	54,053	60,723	68,390
股东权益	40,466	45,520	60,432	67,102	75,027
非控股权益	567	570	646	825	1,038
总权益	41,033	46,090	61,078	67,928	76,065

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	8,726	10,563	12,864
折旧及摊销	705	776	771	777	870
营运资本变动	2,480	160	(615)	(492)	(413)
其他经营活动现金流	(208)	(683)	(1,440)	(1,633)	(2,253)
经营活动现金流	7,644	7,423	7,442	9,216	11,067
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)	(1,429)	(1,531)	(1,691)
投资活动现金流	1,222	(1,912)	(1,429)	(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	(1,940)	(2,271)	(2,700)
其他融资活动现金流	(1,884)	(1,551)	733	100	92
融资活动现金流	(3,144)	(1,551)	9,144	(2,171)	(2,607)
汇率收益/损失	13	7	0	0	0
年初现金	14,537	20,272	24,239	39,396	44,911
年末现金	20,272	24,239	39,396	44,911	51,679

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	1.126	1.319	1.568
全面摊薄每股收益	0.674	0.993	1.126	1.319	1.568
每股账面值	6.344	7.136	9.123	10.130	11.326
利润率分析 (%)					
毛利率	84.6	86.2	86.4	86.9	87.4
EBITDA利润率	21.6	26.0	27.8	30.4	32.6
EBIT利润率	20.5	25.6	26.9	29.7	31.9
净利率	18.9	22.6	23.0	24.5	25.8
盈利能力 (%)					
ROA	9.8	12.6	11.4	12.1	12.9
ROE	10.5	13.7	12.2	12.9	13.7
ROIC	10.5	13.7	12.2	12.9	13.6
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	13.9	14.5	15.2
存货周转天数	239.6	229.3	219.6	222.0	215.8
应收账款周转天数	88.3	66.1	63.1	62.4	58.8
应付账款周转天数	156.4	186.6	176.9	180.5	176.0

交銀國際

香港中環德輔道中 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**

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、捷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、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术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，或可能以受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，并可能受送递延误、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，在参与有关报告内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。