

医药	收盘价 港元 68.70	目标价 港元 74.00个	潜在涨幅 +7.7%	2026年4月24日
----	-----------------	------------------	---------------	------------

恒瑞医药 (1276 HK)

1Q26 业绩超预期，创新药驱动高增长、管线高效推进，上调目标价

1Q26 业绩延续了去年的高增长态势，创新药（尤其是非肿瘤产品）快速放量，在整体产品销售中的比例超过 60%，创新转型已基本成功。公司继续高效推进研发、多项管线取得积极进展，ASCO 大会上 ADC 数据读出值得期待。公司当前估值合理，港股/A 股目标价对应 8%/14% 潜在涨幅，维持中性评级。

⊕ **创新药驱动 1Q26 业绩超预期**：公司 1Q26 收入/扣非净利润分别增长 13%/17%，整体业绩略超我们此前的预期。创新药销售收入同比大增 26%，占总产品销售的比例提升至 60% 以上（61.7%），其中非肿瘤产品表现亮眼，销售收入同比增长 92%，得益于多款产品获批上市、新获医保覆盖/进院加速。仿制药收入下滑 7%，受集采、公司战略性投入收缩等影响。1Q BD 收入 7.87 亿元（人民币，下同），主要来自 GSK 合作（PDE3/4 首付款、另外 11 个资产按研发进度确认的收入），全年预计将确认 5 亿美元首付款中的 2.5 亿。1Q26 毛利率同比提升 1.8ppt、经营费用率降 1.9ppt，BD+创新药收入占比提升对利润率改善显著；同时录得 1.29 亿元公允价值变动收益（按 Kailera pre-IPO 轮融资价格计算的投资收益）。

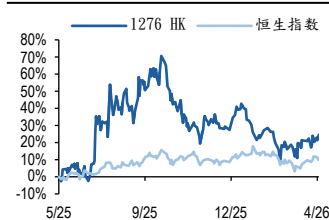
⊕ **管线研发继续高效推进，ASCO 多项数据读出值得期待**：近一个月，公司研发成果加速兑现：1) Myosin 抑制剂 HRS-1893 在 ACCA 会议上以突破性口头报告形式公布了梗阻性肥厚型心肌病 II 期数据，完全缓解率最高可达 86%、安全性良好，展现出同类最佳潜质；2) IL-23p19/IL-36R 双抗 SHR-1139 在 AAD 大会上公布了 I 期斑块状银屑病数据，有望实现一年一次给药的便捷给药模式；3) HER3 ADC 三项 POC/I 期肺癌数据在 ELCC 大会上公布，今年有望提交 NDA 申请、冲击全球同类首创。在 5-6 月的 ASCO 大会上，公司将公布 HER2 ADC 治疗化疗耐药 HER2+ CRC 的 III 期研究数据和 Nectin-4 ADC 联合 PD-L1 治疗膀胱癌的 II/III 期数据。

⊕ **上调目标价**：我们基于 1Q26 业绩表现上调 2026-28 年利润率预测，上调净利润预测 3-4%、上调目标价至 74 港元/64.35 元人民币。公司港股/A 股当前估值分别对应 2.2 倍/2.1 倍 2026 年市盈率，估值合理，维持中性。

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)	17,738.34
日均成交量 (百万)	6.20
年初至今变化 (%)	(3.58)
200天平均价 (港元)	71.25

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

盈利预测变动

百万人民币	2026E			2027E			2028E		
	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	35,377	35,377	0.0%	39,898	39,898	0.0%	44,869	44,869	0.0%
毛利润	30,778	30,707	0.2%	34,911	34,831	0.2%	39,485	39,395	0.2%
毛利率	87.0%	86.8%	0.2ppt	87.5%	87.3%	0.2ppt	88.0%	87.8%	0.2ppt
归母净利润	9,212	8,887	3.7%	11,001	10,554	4.2%	13,035	12,675	2.8%
净利率	26.0%	25.1%	0.9ppt	27.6%	26.5%	1.1ppt	29.1%	28.3%	0.8ppt

资料来源：FactSet，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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

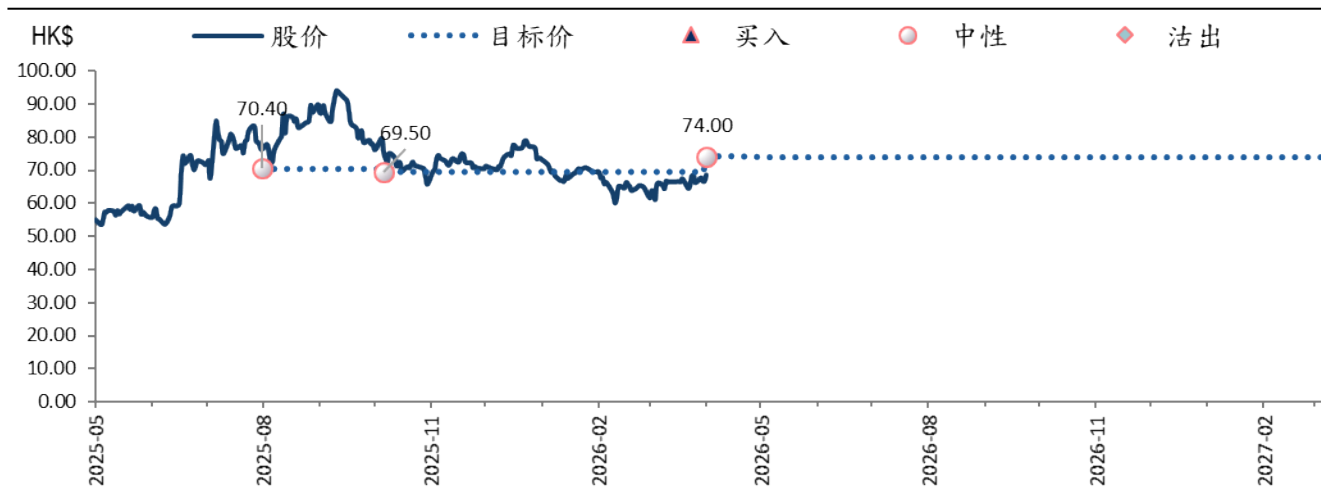
图表 1：恒瑞医药：DCF 估值模型

人民币，百万	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	35,377	39,898	44,869	49,861	54,721	59,359	63,706	67,628	71,723	75,881
EBIT	9,916	12,100	14,550	16,967	19,442	21,861	24,290	26,665	29,212	31,846
EBIT * (1-t)	8,428	10,285	12,368	14,422	16,525	18,582	20,646	22,665	24,830	27,069
加：折旧摊销	923	902	1,005	1,115	1,229	1,345	1,460	1,572	1,678	1,781
减：营运资金增加/（减少）	(292)	(214)	(197)	(309)	(129)	(304)	(162)	(276)	(190)	(209)
减：资本开支	(1,521)	(1,676)	(1,840)	(1,994)	(2,134)	(2,256)	(2,357)	(2,435)	(2,510)	(2,576)
自由现金流	7,538	9,298	11,336	13,234	15,491	17,367	19,587	21,526	23,807	26,066
永续增长率	4%									
自由现金流现值	119,580									
终值现值	260,557									
企业价值	380,136									
净现金	47,147									
少数股东权益	(625)									
股权价值（百万人民币）	426,658									
股份数量（百万）	6,630									
每股价值（人民币）	64.35									
RMB/HKD	1.15									
每股价值（港元）	74.00									

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) 评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

2026 年 4 月 24 日

恒瑞医药 (1276 HK)

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
1530 HK	三生制药	买入	22.14	32.40	46.3%	2026 年 04 月 01 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	130.40	175.00	34.2%	2026 年 03 月 30 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	464.60	530.00	14.1%	2026 年 03 月 25 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	5.36	10.00	86.6%	2026 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	25.93	60.40	132.9%	2026 年 03 月 18 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	21.92	36.60	67.0%	2026 年 03 月 10 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	183.70	229.20	24.8%	2026 年 03 月 02 日	生物科技
2595 HK	劲方医药	买入	45.26	51.00	12.7%	2026 年 01 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	104.70	136.00	29.9%	2026 年 01 月 13 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	买入	11.47	13.00	13.3%	2025 年 12 月 10 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	36.80	84.00	128.3%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	83.00	105.00	26.5%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	73.90	78.00	5.5%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
6821 HK	凯莱英	买入	92.05	123.20	33.8%	2026 年 04 月 01 日	医药研发服务外包
3759 HK	康龙化成	买入	20.58	32.50	57.9%	2026 年 03 月 20 日	医药研发服务外包
2268 HK	药明合联	买入	58.40	91.00	55.8%	2026 年 01 月 19 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	13.91	28.75	106.7%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	33.92	35.80	5.5%	2026 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
AZN US	阿斯利康	买入	192.30	93.30	-51.5%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	59.02	33.10	-43.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	38.74	44.50	14.9%	2026 年 04 月 01 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	5.59	7.70	37.8%	2026 年 03 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	12.58	17.70	40.7%	2026 年 03 月 27 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	9.56	14.00	46.5%	2024 年 04 月 01 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	68.70	74.00	7.7%	2026 年 04 月 24 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	8.92	8.70	-2.4%	2026 年 03 月 27 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	33.20	40.20	21.1%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	28.88	34.20	18.4%	2026 年 04 月 02 日	民营医院
6078 HK	海吉亚医疗	买入	11.97	18.00	50.4%	2025 年 03 月 31 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.50	3.30	32.0%	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 4 月 23 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	27,985	31,629	35,377	39,898	44,869
主营业务成本	(3,848)	(4,363)	(4,599)	(4,987)	(5,384)
毛利	24,136	27,267	30,778	34,911	39,485
销售及管理费用	(10,892)	(11,913)	(12,970)	(14,189)	(15,553)
研发费用	(6,583)	(6,961)	(7,609)	(8,302)	(9,022)
经营利润	6,662	8,393	10,199	12,420	14,909
财务成本净额	573	407	693	784	883
其他非经营净收入/费用	(65)	(92)	(204)	(215)	(290)
税前利润	7,170	8,708	10,688	12,988	15,503
税费	(833)	(991)	(1,376)	(1,867)	(2,325)
非控股权益	(0)	(6)	(100)	(120)	(142)
净利润	6,337	7,711	9,212	11,001	13,035
作每股收益计算的净利润	6,337	7,711	9,212	11,001	13,035

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	24,239	40,156	46,378	53,728	62,571
应收账款及票据	5,065	5,279	5,577	5,791	6,010
存货	2,417	2,878	2,867	3,008	2,981
其他流动资产	3,594	3,178	3,573	3,758	3,962
总流动资产	35,315	51,490	58,395	66,286	75,524
物业、厂房及设备	6,819	7,837	7,634	8,633	9,700
无形资产	1,192	1,956	1,842	1,727	1,613
其他长期资产	6,809	8,584	7,111	7,111	7,111
总长期资产	14,821	18,377	16,587	17,472	18,424
总资产	50,136	69,867	74,982	83,757	93,948
短期贷款	41	31	31	31	31
应付账款	1,967	2,270	2,266	2,407	2,402
其他短期负债	1,625	4,068	3,379	3,545	3,724
总流动负债	3,634	6,369	5,676	5,983	6,157
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	412	1,701	1,701	1,701	1,701
总长期负债	412	1,701	1,701	1,701	1,701
总负债	4,045	8,070	7,377	7,685	7,858
股本	6,379	6,637	6,379	6,637	6,637
储备及其他资本项目	39,141	54,635	60,601	68,691	78,566
股东权益	45,520	61,272	66,980	75,328	85,203
非控股权益	570	525	625	745	887
总权益	46,090	61,797	67,605	76,073	86,090

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	7,170	8,708	10,688	12,988	15,503
折旧及摊销	776	845	923	902	1,005
营运资本变动	160	2,558	(292)	(214)	(197)
其他经营活动现金流	(683)	(875)	(2,182)	(1,786)	(2,249)
经营活动现金流	7,423	11,235	9,137	11,891	14,062
资本开支	22	19	0	0	0
投资活动	3,250	3,164	0	0	0
其他投资活动现金流	(5,184)	(5,924)	(1,521)	(1,676)	(1,840)
投资活动现金流	(1,912)	(2,741)	(1,521)	(1,676)	(1,840)
负债净变动	0	(4)	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	0	(1,284)	(2,395)	(2,860)	(3,389)
其他融资活动现金流	(1,551)	9,070	1,001	(5)	10
融资活动现金流	(1,551)	7,782	(1,394)	(2,865)	(3,379)
汇率收益/损失	7	(360)	0	0	0
年初现金	20,272	24,239	40,156	46,378	53,728
年末现金	24,239	40,156	46,378	53,728	62,571

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.993	1.162	1.389	1.659	1.966
全面摊薄每股收益	0.993	1.162	1.389	1.659	1.966
每股账面值	7.136	9.232	10.102	11.361	12.850
利润率分析 (%)					
毛利率	86.2	86.2	87.0	87.5	88.0
EBITDA利润率	26.0	28.7	30.6	32.6	34.7
EBIT利润率	25.6	27.5	30.2	32.6	34.6
净利率	22.6	24.4	26.0	27.6	29.1
盈利能力 (%)					
ROA	12.6	11.0	12.3	13.1	13.9
ROE	13.7	12.5	13.6	14.5	15.1
ROIC	13.7	12.5	13.6	14.5	15.1
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	9.7	8.1	10.3	11.1	12.3
存货周转天数	229.3	240.8	227.6	220.2	202.1
应收账款周转天数	66.1	60.9	57.5	53.0	48.9
应付账款周转天数	186.6	190.0	179.8	176.2	162.8

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**

2026年4月24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期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期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期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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、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、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、拔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、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司及上海易景信息科技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及光大证券股份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。