

2026年05月12日

王睿哲  
C0062@capital.com.tw  
目标价(元)

86

### 公司基本信息

产业别	医药生物		
H 股价(2026/05/11)	66.05		
恒生指数(2026/05/11)	26,406.8		
股价 12 个月高/低	93.77/0		
总发行股数(百万)	6,637.20		
H 股数(百万)	258.20		
H 市值(亿元)	4,383.87		
主要股东	江苏恒瑞医药集团有限公司 (23.18%)		
每股净值(元)	9.59		
股价/账面净值	6.89		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	-1.81%	-1.07%	N/A!

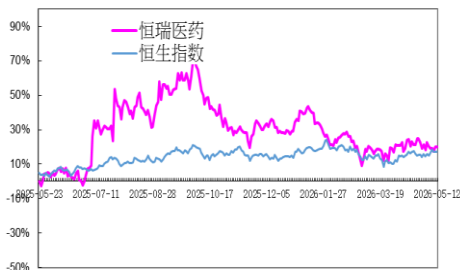
### 近期评等

日期	收盘价	评级
2026-04-23	66.85	买进

### 产品组合

抗肿瘤	52.7%
神经科学	13.6%
造影剂	9.5%

### 股价相对大盘走势



## 恒瑞医药(01276.HK)

Buy 买进

### 与 BMS 达成战略合作,看好公司未来的全球化价值

#### 事件:

公司与百时美施贵宝公司 (NYSE: BMY, "BMS") 宣布双方达成全球战略合作及许可协议, 共同推进 13 款涵盖肿瘤学、血液学及免疫学的早期项目, 以加速创新药物研发, 惠及全球患者。

**交易产品:** 4 项恒瑞肿瘤学及血液学项目、4 项 BMS 免疫学项目, 以及双方依托恒瑞研发引擎与多元创新技术平台共同研发的 5 项创新项目。BMS 获得上述恒瑞原研项目及依托恒瑞平台共同研发项目在 (除中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区以外) 全球独家权利。恒瑞医药获得上述 BMS 原研项目在中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区的独家权利, BMS 保留除这些区域外的全球其他区域权利。恒瑞医药将全面负责上述项目的早期临床开发, 加速临床概念验证。

**交易金额:** 恒瑞可获得协议潜在总交易金额约 152 亿美元, 其中首付款 6.5 亿美元 (预计 2026 年内支付), 第一笔 2027 年周年付款 1.75 亿美元, 第二笔有条件的 2028 年周年付款 1.75 亿美元。此外, 恒瑞有权向 BMS 收取产品净销售额相应分梯度提成 (不包含中国大陆、香港特别行政区和澳门特别行政区)。

**交易期限:** 需根据美国《哈特-斯科特-罗迪诺反托拉斯改进法案》获得相关监管机构的批准并满足其他惯例交割条件, 双方预计协议将于 2026 年第三季度完成交割。除非协议约定提前终止, 协议将持续有效, 直至各项目在各个授权国家的特许权使用费期限届满为止。

#### 点评:

- **大额 BD 交易首付款将增厚利润及现金储备:** 公司此次与 BMS 合作协议总交易金额 152 亿美元, 已超过公司 2025 年对外 BD 金额总和, 在中国 BD 记录中也属 排名前列, 彰显了国际药企巨头对公司研发实力的认可。并且, 公司此次将收到 9.5 亿美元付款 (首付款 6.5 亿美元, 2027 年及 2028 年还将各获得 1.75 亿美元的周年付款), 已超过 2024 年归母净利润, 我们认为近期的现金付款将会极大的增厚公司未来几年的归母净利润及现金储备, 以更好的支持研发开展。
- **长期合作, 提升管线资产最大价值:** 公司与 BMS 达成战略协议, 公司授权出去的项目为肿瘤学及血液学项目, 具备 FIC/BIC 潜力, 在恒瑞强大的研发技术及 BMS 全球开发能力及商业化能力 (覆盖 70+ 市场) 下将可实现研发管线资产价值的最大化。此外, 公司还获得 BMS 的 4 款免疫学项目大陆、香港、澳门的授权, 以及 5 款共同研发项目, 与国际药企合作研发, 将可提升公司国际化平台能力的建设。

- **公司持续推动 BD 交易及合作，加速全球化进程：**公司过往几年陆续推动 BD 交易及战略合作，先后与 MSD、MERCK、GSK、BMS 等国际医药公司合作，除了充分彰显了公司研发实力外，公司与国际制药巨头共同开发及共同商业化创新药项目将全面提速公司的全球化进程，作进一步推进公司迈向全球生物制药领导者的目标。
- **盈利预计及投资建议：**考虑到 BD 交易首付款及后续的周年付款增厚净利，我们上调盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年净利润 104 亿元、126 亿元、152 亿（原 98 亿元、116 亿元、136 亿），YOY+35%、+21%、+21%，EPS 分别为 1.6 元、1.9 元、2.3 元，目前 H 股估值分别为 37X/30X/25X，估值合理，BD 交易将继续增厚净利，创新药收入比重持续提升，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

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2024	2025	2026F	2027F	2028F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	6337	7711	10415	12615	15223
同比增减	%	47.28	21.69	35.06	21.13	20.67
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.00	1.19	1.57	1.90	2.29
同比增减	%	47.06	19.00	31.86	21.13	20.67
A 市盈率(P/E)	X	53.52	44.97	34.11	28.16	23.33
H 市盈率(P/E)			48.14	36.51	30.14	24.98
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.31	0.38	0.46
股息率 (Yield)	%	0.37	0.37	0.59	0.71	0.86

### 【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

表：公司近期 BD 交易梳理

时间	交易对手	产品	首付款	总包价
2025 年 3 月	MSD	1p(a) 抑制剂 HRS-5346	2 亿美金	2+17.7 亿美元
2025 年 4 月	MERCK	GnRH 受体拮抗剂 SHR7280	1500 万欧元	未披露
2025 年 7 月	GSK	HRS-9821 及至多 11 个早期项目	5 亿美金	5+120 亿美元
2025 年 9 月	Braveheart Bio	Myosin 抑制剂 HRS-1893	7500 万美金	0.75+10.13 亿美元
2025 年 9 月	Glenmark Specialty	SHR-A1811	1800 万美金	0.18+10.93 亿美元
2026 年 5 月	BMS	4 项恒瑞肿瘤学及血液学项目、4 项 BMS 免疫学项目，以及双方依托恒瑞研发引擎与多元创新技术平台共同研发的 5 项创新项目	6 亿美金+3.5 亿美金周年付款	152 亿美金

**附一：合并损益表**

人民币百万元	2024	2025	2026F	2027F	2028F
营业收入	27985	31629	37091	43812	51602
经营成本	3848	4363	4513	5197	6002
营业税金及附加	258	264	296	329	387
销售费用	8336	9106	9924	11829	13829
管理费用	2556	2806	2818	3067	3354
财务费用	-573	-407	-267	-438	-516
资产减值损失			15	15	15
投资收益	4	-80	-48	10	10
营业利润	7491	8990	11978	14404	17447
营业外收入	10	7	12	35	35
营业外支出	331	289	254	200	300
利润总额	7170	8708	11736	14239	17182
所得税	833	991	1322	1623	1959
少数股东损益	0	6	-1	0	0
归母净利润	6337	7711	10415	12615	15223

**附二：合并资产负债表**

人民币百万元	2024	2025	2026F	2027F	2028F
货币资金	24816	40955	51329	64072	78027
存货净额	4915	5147	5404	5728	6072
应收帐款净额	2417	2878	3253	3675	4153
流动资产合计	35315	51490	59729	69285	80371
长期投资净额	666	557	585	615	645
固定资产合计	5132	5830	6005	6185	6371
无形资产及其他资产合计	1688	2006	2307	2653	3051
资产总计	14821	18377	21685	25588	30194
流动负债合计	50136	69867	81414	94874	110565
长期负债合计	3634	6369	7643	9172	11006
负债合计	412	1701	1871	2059	2264
少数股东权益	4045	8070	9514	11230	13270
股东权益合计	570	525	527	530	533
负债和股东权益总计	45520	61272	71372	83113	96762

**附三：合并现金流量表**

(人民币百万元)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
经营活动所得现金净额	7423	11235	13,539	16,400	18,267
投资活动所用现金净额	-1912	-2741	-1022	-1210	-1398
融资活动所得现金净额	-1551	7782	-2156	-2655	-3125
现金及现金等价物净增加额	3968	15916	10361	12535	13744

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，不在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。