



恒瑞医药（600276.CH/1276.HK）：创新药增长分化，2H26 关注新品与 BD 贡献

我们维持恒瑞医药（600276.CH/1276.HK）“持有”评级，A 股和 H 股目标价分别为人民币 50.0 元（较现价约 4.7% 上行空间）和 54.6 港元（约 13.3% 上行空间）。

• **1H26 收入小幅承压，创新药保持双位数增长、收入结构继续优化。**公司 1H26 实现营业收入人民币 154.56 亿元，同比下降 1.9%；药品销售收入 139.48 亿元，同比增长 1.9%。归母净利润 44.65 亿元，同比增长 0.3%；扣非归母净利润 37.30 亿元，同比下降 12.7%。其中，创新药销售收入 88.09 亿元，同比增长 16.4%，占药品销售收入比重同比提升 7.9ppt 至 63.2%。同期仿制药收入 51.39 亿元，同比下降 16.1%，受集采续约及部分品种主动收缩影响，仍对药品销售增速形成一定拖累。1H26 公司研发投入 46.05 亿元，同比增长 19.0%，研发投入强度达 29.8%。

• **2Q26 创新药同比增速放缓，非肿瘤新品较快放量，2H26 关注抗肿瘤板块改善。**1H26 公司抗肿瘤创新药收入 62.65 亿元，同比增长 2.6%，占创新药收入 71.1%，主要受到部分成熟品种竞争加剧、集采及医保续约降价影响；同期非肿瘤创新药收入 25.45 亿元，同比增长 74.0%，代谢、自免及心血管等新品放量较快。我们测算 2Q26 单季创新药收入同比增长约 8%，较 1Q26 的 25.8% 有所放缓。展望 2H26，我们预计随着新进医保品种医院准入推进及新增适应症逐步放量，创新药销售增速有望较 2Q 改善，但新品放量节奏仍需观察。

• **许可收入确认节奏影响 1H26 收入增长，2H26 关注 BMS 合作收入贡献。**1H26 公司对外许可收入 14.22 亿元，同比下降 28.6%，其中 GSK 合作确认收入 11.76 亿元；去年同期 MSD、IDEAYA 合作首付款形成较高基数。管理层预计 2026 年全年许可收入不低于 2025 年的 33.92 亿元。BMS 合作协议已于 2026 年 7 月生效，管理层预计 3Q26 收到 6 亿美元首付款，并表示相关收入将参考 GSK 合作，根据各项履约义务的性质及履约进度确认。我们预计其中授权权利相关收入主要于权利转移时点确认，预计 2026 年 BMS 相关许可收入约 17 亿元。

• **估值：**结合 1H26 业绩及业绩会更新，我们调整创新药及仿制药销售假设，并根据管理层指引更新对外许可收入确认节奏，下调 2026/2027E 收入预测 11.8%/8.3%，预计公司 2026–28E 营业收入分别为人民币 331/385/429 亿元。我们采用 DCF 估值，WACC 与永续增长率假设分别为 8.8% 和 2.5%，对应股权价值约人民币 3,317 亿元，A 股/H 股目标价分别为人民币 50.0 元/54.6 港元。我们认为，创新药收入占比持续提升及海外合作兑现为公司中长期价值提供支撑，但考虑 2Q26 创新药增速有所放缓、仿制药仍处收缩阶段，近端基本面改善仍待验证，维持“持有”评级。

• **投资风险：**上行风险：阿帕替尼生产场地整改及“双艾”组合 FDA 再申报进展快于预期；HRS-7535 III 期完整数据披露及注册进展超预期；创新药销售放量超预期。下行风险：阿帕替尼生产场地整改及 FDA 再申报进度不及预期；国内创新药竞争加剧及医保降价压力超预期；仿制药收入收缩快于预期；BMS/GSK 合作收入确认节奏低于预期；NewCo 股权公允价值波动。

季昶阳

首席医药分析师

Joule_ji@spdbi.com

(852) 2808 6434

2026 年 8 月 24 日

恒瑞医药

(600276.CH)

持有

目标价（人民币）	50.0
潜在升幅/降幅	+4.7%
目前股价（人民币）	47.7
52 周内股价区间（人民币）	45.3-74.0
总市值（百万人民币）	315,205
近 3 月日均成交额（百万人民币）	5,025

注：数据截至 2026 年 8 月 21 日收盘

恒瑞医药

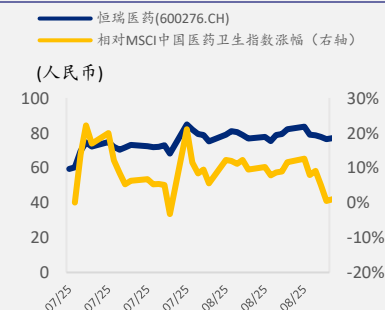
(1276.HK)

持有

目标价（港币）	54.6
潜在升幅/降幅	+13.3%
目前股价（港币）	48.2
52 周内股价区间（港币）	47.6-95.2
总市值（百万港币）	367,606
近 3 月日均成交额（百万港币）	261

注：数据截至 2026 年 8 月 21 日收盘

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

公司研究

恒瑞医药 (600276.CH/1276.HK)



图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	27,985	31,629	33,121	38,494	42,897
同比变动 (%)	22.6%	13.0%	4.7%	16.2%	11.4%
归母净利润	6,337	7,711	10,810	11,837	12,748
同比变动 (%)	47.3%	21.7%	40.2%	9.5%	7.7%
PE (x)	47.7	40.5	28.9	26.4	24.5

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 恒瑞医药

利润表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	27,985	31,629	33,121	38,494	42,897
- 创新药收入	12,957	16,342	19,231	24,780	31,447
- 仿制药收入	12,053	11,895	9,864	8,981	8,183
- 其他	2,975	3,392	4,025	4,733	3,267
营业成本	(3,848)	(4,363)	(4,365)	(5,152)	(6,049)
毛利润	24,136	27,267	28,755	33,341	36,848
销售费用	(8,336)	(9,106)	(8,999)	(10,128)	(11,493)
管理费用	(2,556)	(2,806)	(2,968)	(3,309)	(3,567)
研发费用	(6,583)	(6,961)	(7,390)	(8,373)	(9,313)
营业外收入	524	652	2,408	500	500
营业外支出	(302)	(313)	-	-	-
财务费用	573	407	728	1,464	1,538
其他	(286)	(431)	(455)	(269)	(269)
利润总额	7,170	8,708	12,079	13,226	14,244
所得税	(833)	(991)	(1,268)	(1,389)	(1,496)
净利润	6,337	7,717	10,811	11,838	12,748
少数股东损益	(0)	(6)	(1)	(1)	(1)
归母净利润	6,337	7,711	10,810	11,837	12,748

资产负债表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	24,816	40,955	49,756	56,036	64,013
应收票据及应收账款	5,065	5,279	6,352	7,382	8,227
存货	2,417	2,878	3,050	3,600	4,226
其他流动资产	3,017	2,378	2,403	2,579	2,722
流动资产合计	35,315	51,490	61,561	69,597	79,188
固定资产	6,819	7,837	7,921	8,128	8,419
无形资产	1,192	1,956	1,889	1,822	1,755
其他非流动资产	6,809	8,584	8,894	9,394	9,894
非流动资产合计	14,821	18,377	18,704	19,344	20,068
短期借款	-	-	-	-	-
应付票据及应付账款	1,967	2,270	2,392	2,823	3,314
其他应付款	1,457	2,145	915	1,064	1,185
其他流动负债	209	1,954	1,954	1,954	1,954
流动负债合计	3,634	6,369	5,261	5,840	6,453
长期借款	-	43	43	43	43
其他非流动负债	412	1,658	4,214	2,510	1,658
非流动负债合计	412	1,701	4,257	2,553	1,701
实收资本(或股本)	6,379	6,637	6,637	6,637	6,637
未分配利润	39,141	54,635	63,584	73,383	83,936
少数股东权益	570	525	526	526	527
所有者权益合计	46,090	61,797	70,747	80,547	91,101

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
固定资产折旧	6,337	7,717	10,811	11,838	12,748
其他	655	655	744	755	781
其他	160	(372)	(1,123)	(1,149)	(980)
其他	271	3,235	1,564	(1,658)	(801)
经营活动现金流量净额	7,423	11,235	11,996	9,786	11,749
资本开支	(1,969)	(2,962)	(828)	(962)	(1,072)
其他	57	221	(500)	(500)	(500)
投资活动现金流量净额	(1,912)	(2,741)	(1,328)	(1,462)	(1,572)
其他	-	10,352	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
其他	(1,448)	(2,570)	(1,867)	(2,044)	(2,200)
筹资活动现金流量净额	(1,448)	7,782	(1,867)	(2,044)	(2,200)
现金及现金等价物净增加额	4,070	15,916	8,801	6,280	7,976
期初现金及现金等价物	20,746	24,239	40,955	49,756	56,036
期末现金及现金等价物	24,816	40,955	49,756	56,036	64,013

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.00	1.18	1.65	1.81	1.95
每股销售额	4.39	4.84	5.07	5.89	6.56
同比变动					
收入	22.6%	13.0%	4.7%	16.2%	11.4%
营业利润	55.2%	26.9%	12.3%	23.3%	8.4%
归母净利润	47.3%	21.7%	40.2%	9.5%	7.7%
费用与利润率					
毛利率	86.2%	86.2%	86.8%	86.6%	85.9%
税前利润率	25.6%	27.5%	36.5%	34.4%	33.2%
归母净利率	22.6%	24.4%	32.6%	30.7%	29.7%
财务杠杆					
流动比率 (x)	9.7	8.1	11.7	11.9	12.3
速动比率 (x)	9.1	7.6	11.1	11.3	11.6
现金比率 (x)	6.8	6.4	9.5	9.6	9.9
负债/ 权益	8.8%	13.1%	13.5%	10.4%	9.0%
估值					
市盈率 (x)	47.7	40.5	28.9	26.4	24.5
市销率 (x)	10.9	9.9	9.4	8.1	7.3

图表 2: SPDBI 目标价: 恒瑞医药 (1276.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

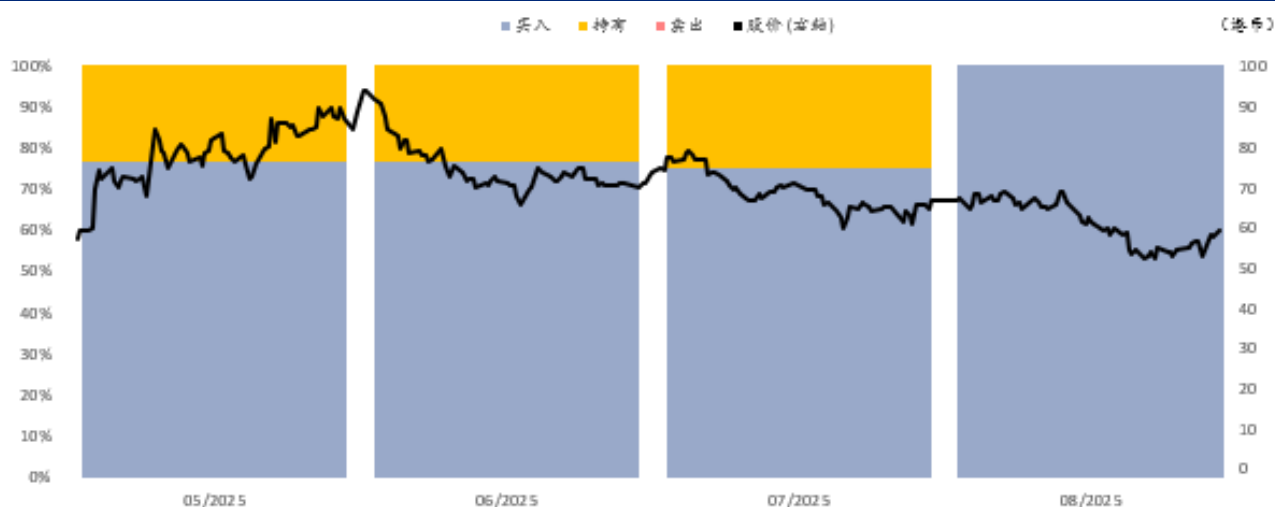
图表 3: SPDBI 目标价: 恒瑞医药 (600276.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

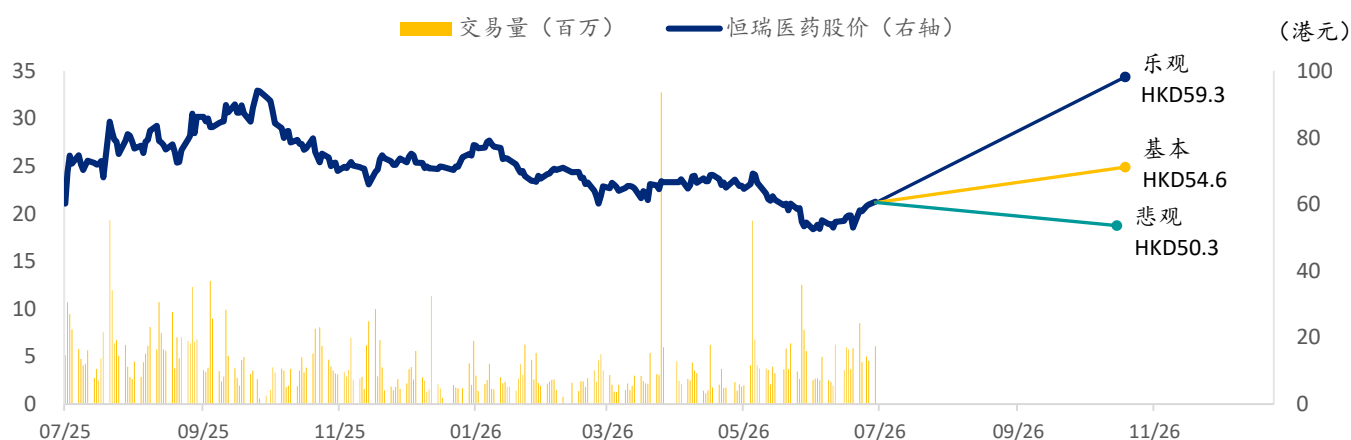
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：市场普遍预期：恒瑞医药（1276.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：SPDBI 情景假设：恒瑞医药（1276.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：59.3 港元

概率：20%

- 口服 GLP-1 海外三期读出成功，授权价值重估
- 瑞康曲妥珠单抗等新进医保品种放量超预期
- 集采续约降幅温和，仿制药收缩慢于预期

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：50.3 港元

概率：20%

- 口服 GLP-1 三期读出失败
- 吡咯替尼竞争加剧，国谈品种爬坡不及预期
- 集采与医保谈判降价力度超预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

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），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

