



恒瑞医药:药王的第二次创业,现金最厚也转型最慢

文 / 0pm.AI · 2026-07-25

百亿BD大单里,真正入表的只有33.92亿

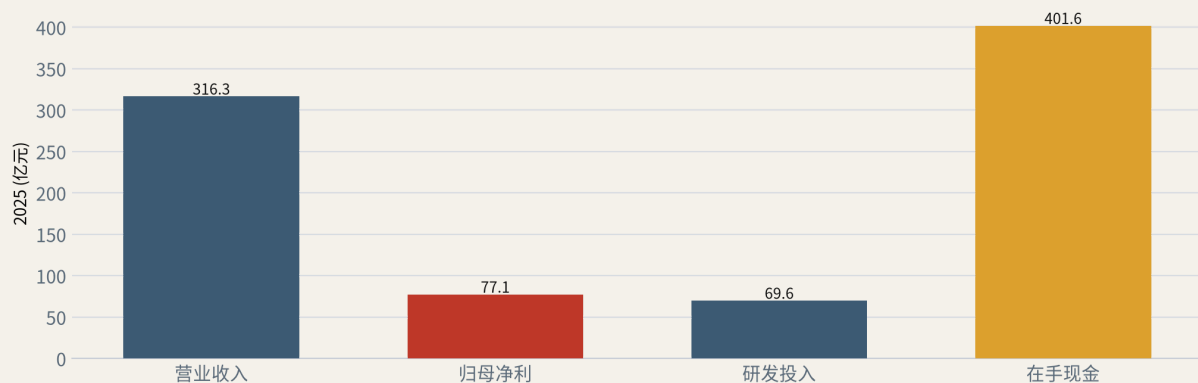
账上趴着**401.56亿**现金。

这是恒瑞医药2025年的期末数,六家创新药龙头里最厚的一份家底。

同一年,它做了**316.29亿**营收、**77.11亿**归母净利、**69.61亿**研发投入,经营活动现金流净额**112.35亿**——赚来的钱,是实实在在流进来的。

恒瑞2025:316亿营收、77亿归母、401亿现金,一份不像biotech的家底

单位:亿元人民币 · 金=现金家底 · 来源 公司年报/Wind



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

恒瑞2025年:316亿营收、77亿归母、401亿在手现金,一份不像biotech的家底

这张速览卡最扎眼的不是营收,是现金那一栏。市面上多数创新药公司还在靠融资和授权首付续命,恒瑞已经能用自己的经营现金流,喂饱一条庞大的研发管线。

按2025年**69.61亿**的研发投入测算,这401亿够它不碰外部一分钱,再砸接近六年。

这就是恒瑞和烧钱biotech最根本的分野。它不缺活下去的底气。

第一次创业封了王,第二次创业要交出一个全新的自己

恒瑞在做的,是药王的第二次创业。

第一次,它靠仿制药做到国内一哥,现金流滚成雪球。第二次,它要把这家公司改写成一家创新药公司。

有一整个仿制盘在下面托着,这是它的护城河——别人融资一停就断粮,它可以慢慢来。

但硬币的另一面是:能慢慢来,往往就真的慢了。包袱重、盘子大、掉头慢,转型最快的从来不是最有钱的那个。现金最厚和转型最慢,这两件事在恒瑞身上同时成立。

接下来要做的,是那些漂亮的大数字一层层剥开,看看里面到底有多少含金量。

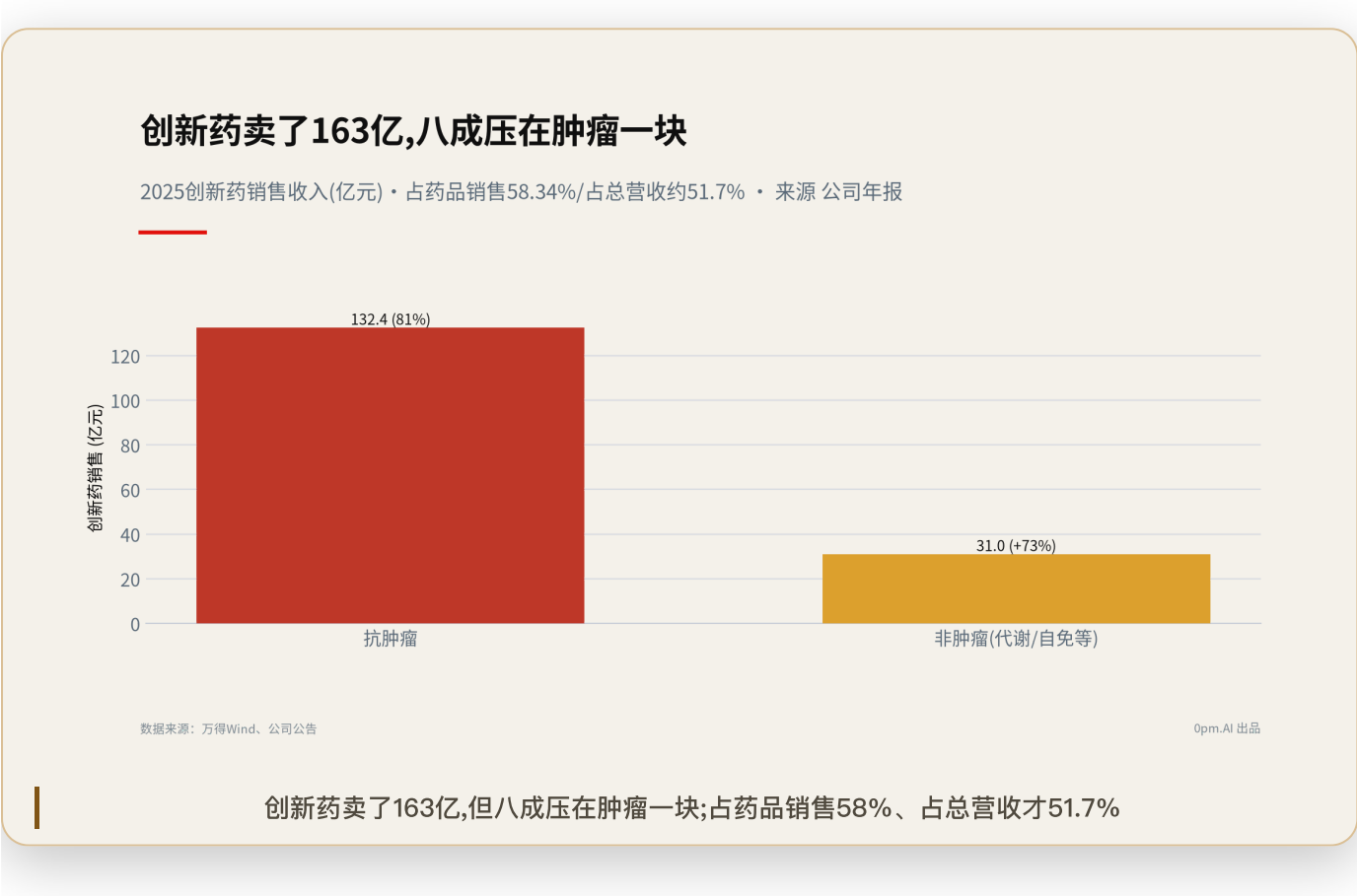
第一层水分:创新药占了多少,得先问是占谁

2025年,恒瑞创新药销售收入**163.42亿**,同比增长**26.09%**。

财报里那句话很好听:占药品销售收入**58.34%**。

但请把口径看清楚——这是占**药品销售收入**,不是占总营收。放到316.29亿的总盘子里,创新药大约只占**51.7%**。

从"接近六成"到"刚过一半",这半步之差,就是恒瑞离一家纯创新药公司还有多远。



再往里看一层,结构更集中。163亿创新药里,抗肿瘤**132.40亿**,一家独大,占到创新药销售的**81.02%**;非肿瘤(代谢、自免这些)**31.02亿**,增速虽然冲到**73.36%**,可基数还小。

好的一面也得说透:2026年一季度,创新药收入**45.26亿**,增速**25.75%**,占药品销售收入**61.69%**——首次站上六成。转型这条曲线,确实在往上走,而且在加速。

一个厚现金流的公司,叠加一条向上加速的创新占比,这是恒瑞值得给溢价的地方。只是别把"占比58%"直接读成"恒瑞已经是创新药公司了"。它还在半路上。

第二层水分:百亿大单,报的是价,不是到账的钱

真正需要把水分挤干的,是那几笔刷屏的出海大单。

2026年5月,恒瑞和百时美施贵宝签约,总潜在交易额约**152亿美元**,涉及13款项目。

2025年7月,和GSK签约,潜在总额最高**120亿美元**,约合**860亿元人民币**,覆盖一款治疗慢阻肺的PDE3/4抑制剂加最多11个后续项目。

单看这两个数,恒瑞像是把整条管线卖出了天价。

问题在于,这两个数字是**报价**,不是**签收单**。

把BMS那笔拆开:总额152亿里,确定能到手的,是首付6亿美元,加上第一笔周年付款1.75亿、2028年一笔有条件周年付款1.75亿——合计**9.5亿美元**。剩下的一百四十多亿,全挂在未来的研发和销售里程碑上,能不能拿到、什么时候拿到,都是未知数。

GSK那笔120亿,确定的首付是**5亿美元**。



这张图把两根柱子并在一起:一根是媒体标题里的"总潜在额",一根是首付加确定付款。两根柱子的落差,就是"里程碑"三个字撑起来的想象空间。

管理层自己的口径同样是潜在总价。执行副总裁兼首席战略官江宁军披露:「2023年以来累计完成12笔创新药对外许可交易,总潜在价值超过270亿美元」,其中2025全年交易金额达167亿美元。

270亿美元、167亿美元,听着都像天文数字。

可翻到2025年的报表,真正入表的BD收入,只有33.92亿元人民币。

一个是2023年以来累计的潜在总价(还是美元、还含全部里程碑),一个是2025年当期真金入账的BD收入(人民币)。口径不同,不能直接相减,但正是这种不同,把话说明白了:总潜在、确定到手、当期入表,这是三个数量级的东西。

标价、签收、到账,越往下越小。市场爱盯着最上面那个数尖叫,恒瑞的现金流表里,记的是最下面那个。

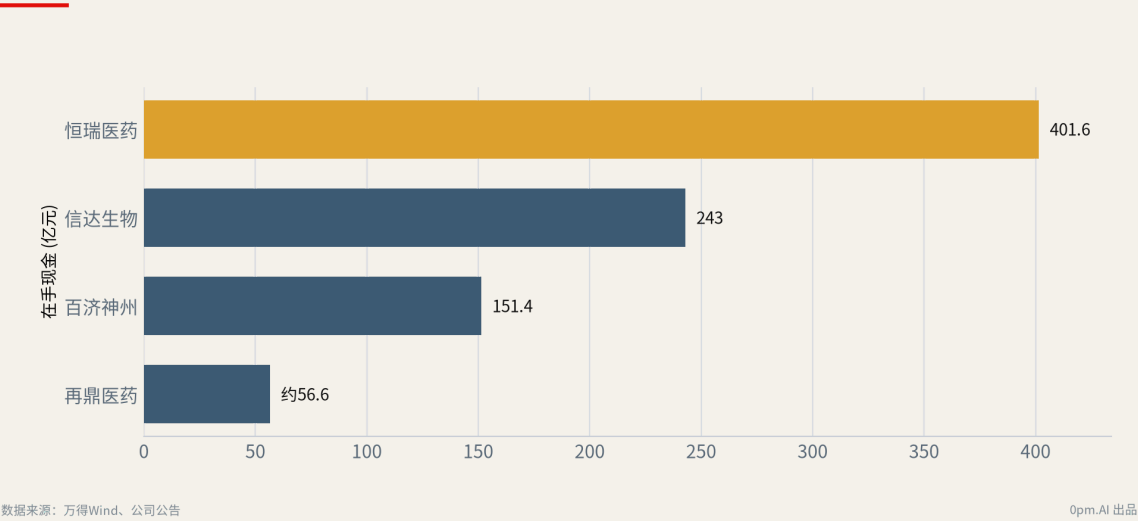
第三层:这份想象力,该按几折定价

2025年5月23日,恒瑞在港交所主板挂牌,发行价44.05港元,定在区间上限;开盘冲到57港元,较发行价高出29.4%。这是近五年港股医药板块最大的IPO。

A股加港股,两地平台就位,家底更厚了。可两地的定价从来不是一个数,溢价要单列着看。

401亿现金六家最厚,是恒瑞区别于烧钱biotech的底座

各家在手现金(亿元·再鼎已按汇率折算) · 来源 公司年报/Wind



两地定价不一、AH溢价单列;401亿现金托底,是恒瑞区别于烧钱biotech的底座

真正的分歧,写在机构给出的目标价里:从68港元到97港元,离散度接近50%。

同一家公司,同一份财报,看多的和看谨慎的差出快一半的空间。分歧的核心不在它的仿制基本盘——那部分现金流清清楚楚;分歧全在创新转型这块期权:占比刚过半、BD含金量要打几折、里程碑能兑现多少,每一个假设往上或往下拨一格,估值就差出一大截。

稳的一极,但要回答一个问题

把恒瑞放进创新药龙头这一排,它是"稳"的那一极。

现金最厚,能靠自己的经营现金流持续投入,不看融资脸色;创新占比在往上走,一季度已破六成。这些都是真的。

它的风险,也从来不是活不下去。而是——转型兑现得慢,BD大单的含金量要打折,那些一百多亿的报价,落到报表上只剩三十几亿。

现金厚是护城河,可护城河护得住生存,护不住重估。

恒瑞真正要回答的问题只有一个:当账面那份想象力,和到账那份现金流之间隔着一个数量级,市场愿意为它中间这段落差,付几折的溢价?

风险提示:本文所涉数据均来自公司公告、年报及公开财媒报道,口径以原始披露为准。本文不构成任何投资建议,历史数据不代表未来表现,市场有风险,投资需谨慎。

来源:恒瑞医药2025年年报及2026年一季报、港交所上市公告、21世纪经济报道、上海证券报、证券时报、医药魔方ByDrug、新华网、东方财富、Wind(行情财务数据截至2026-07-17)。

◆ Opm.AI 出品

中国创新药已经跑出第一梯队,但把百济、恒瑞、信达、康方、科伦博泰、再鼎放上同一张牌桌,是六条完全不同的路:百济自建全球商业化跑通、恒瑞靠仿制盘现金流转型、信达单品到管线兑现、康方临床赢了K药资本却没赢、科伦博泰把命运绑在默沙东身上、再鼎付着版税做license-in。同贴『龙头』标签,有的已在赚钱、有的还在烧钱讲期权故事——投资逻辑、估值方法、风险敞口天差地别。

真图驱动

一手权威源

多源交叉核验

数据与口径

数据来源

万得Wind金融数据服务(6家A/H/US行情·市值·PE/PB·5年财务·前十大股东,2026-07-24);各公司2025年报/中报/IR、港交所/SEC披露、NMPA/FDA公告;医药魔方(ByDrug/NextPharma)、Insight、具名券商研报;主流财经媒体具名报道。逐条记源见来源台账.csv。

🔄 更新: 2026-07-25

访问官网



扫码直达 Opm.ai

官网入口

Opm.AI

风险提示: 本内容基于公开信息整理, 仅供研究参考, 不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益; 力求准确但不保证完整无误, 据此操作风险自担。市场有风险, 决策需谨慎。