下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入-A/买入-H

当前价格 46.85 元/48.00 港元

合理价值 69.98 元/71.70 港元

前次评级 买入/买入

恒瑞医药(600276.SH/01276.HK)

SHR-1139 银屑病 II 期数据积极，具备全球 best-in-disease 潜力

事件： 2026 年欧洲皮肤病与性病学会（EADV）年会上，公司披露自主研发的 IL-23p19/IL-36R 双特异性抗体 SHR-1139 治疗中重度斑块状银屑病的 II 期临床中期数据。（来源：2026EADV）

II 期研究达到主要终点，600mg 剂量组展现较高临床应答。 SHR-1139-201 为随机、双盲、安慰剂对照 II 期研究，共纳入 145 例患者，主要终点为第 16 周 PASI90 应答率。第 16 周，60mg、150mg、300mg、600mg 组 PASI90 应答率分别为 72.7%、52.6%、81.0%、92.7%，均显著优于安慰剂组的 0%（P<0.0001）。其中，600mg 组 PASI100 及 sPGA 0/1 应答率分别为 43.9%、90.2%，展现出较强的皮损改善能力；既往接受过生物制剂治疗的患者 PASI90 应答率达到 100%，初步体现其在经治人群中的治疗潜力。安全性方面，第 16 周 600mg 组不良事件发生率为 78.0%，未出现治疗相关严重不良事件；一年随访期间未观察到新的安全性信号，整体耐受性良好。（来源：2026EADV）

单次给药实现一年疗效维持，超长效特征有望形成差异化优势。长期随访数据显示，单次 600mg 给药后第 52 周 PASI90 及 PASI100 应答率仍分别达 90%和 65%，展现出较好的疗效持久性。SHR-1139 通过 YTE Fc 工程改造延长药物作用时间，有望实现每年 1—2 次给药。当前银屑病生物制剂竞争逐步向深度皮损清除、长期疗效维持及给药便利性延伸，SHR-1139 在实现较高临床应答的同时，有望凭借超长效特征降低患者治疗负担、改善长期依从性，形成差异化优势。随着后续全球III期研究推进及完整长期数据披露，有望进一步丰富公司自身免疫疾病创新管线，拓展国际化发展空间。（来源：2026EADV）

盈利预测和投资建议。预计公司 26-28 年 EPS 分别为 1.40、1.70、2.06 元/股。本次数据进一步验证 SHR-1139 的疗效及超长效潜力，强化公司自身免疫领域创新管线的竞争力，考虑其行业龙头地位，参考可比公司，给予其 26 年 50 倍 PE 估值，对应 A 股合理价值为 69.98 元/股，维持“买入”评级。同时按当前 AH 股溢价比例计算 H 股合理价值为 71.70 港元/股，维持“买入”评级。

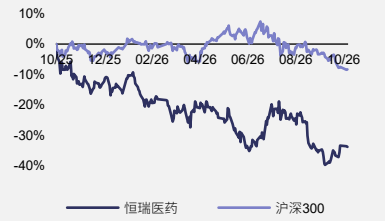
风险提示。临床研发不及预期风险、商业化不及预期风险、市场竞争及政策监管风险。

盈利预测

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	27,985	31,629	**35,431**	41,500	47,552
增长率（%）	22.6%	13.0%	**12.0%**	17.1%	14.6%
EBITDA	7,674	9,539	**10,954**	13,246	15,918
归母净利润	6,337	7,711	**9,289**	11,312	13,675
增长率（%）	47.3%	21.7%	**20.5%**	21.8%	20.9%
EPS（元/股）	**0.99**	**1.16**	**1.40**	**1.70**	**2.06**
市盈率（P/E）	46.2	51.3	**33.5**	27.5	22.7
ROE（%）	13.9%	12.6%	**13.5%**	14.5%	15.4%
EV/EBITDA	34.9	37.2	**24.2**	19.6	15.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



罗佳荣

SAC 执证号：S0260516090004
SFC CE No. BOR756
luojiarong@gf.com.cn

龙雪芳

SAC 执证号：S0260525060004
longxuefang@gf.com.cn

请注意，龙雪芳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

恒瑞医药(600276.SH/01276.HK):收入结构持续优化，多项重磅产品开启全球注册临床开发 2026-08-21

恒瑞医药(600276.SH/01276.HK):SHR-2004III期研究取得优效结果，FXI 抗凝大品种潜力显现 2026-07-14

恒瑞医药(600276.SH/01276.HK):达尔西利辅助治疗适应症获批，打开早期乳腺癌增量市场 2026-07-12

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：SHR-1139 银屑病Ⅱ期临床研究设计、基线特征及疗效安全性结果

项目	SHR-1139				
研究名称（登记号）	SHR-1139-201（NCT06875934）				
入组标准	年龄≥18 岁；中重度斑块状银屑病；PASI≥12；sPGA≥3；受累体表面积（BSA）≥10%。				
给药方式	按 1:1:2:2:1 随机分组。第 0 周：60、300 或 600mg 单次给药；150mg 组于第 0/4 周各给药 150mg；安慰剂组于第 0/4 周给药。第 26 周：60mg 组给予 30mg、150mg 组给予 150mg；300mg 组和 600mg 组分别按 1:1 再随机至 150mg/安慰剂、300mg/安慰剂；原安慰剂组给予 600mg。第 16 周未达 PASI50 的患者接受 600mg 挽救治疗，不参加第 26 周计划给药。				
分组	**60mg (N=22)**	**150mg (N=19)**	**300mg (N=42)**	**600mg (N=41)**	**安慰剂 (N=21)**
年龄（岁）	45.8 (15.6)	43.3 (15.8)	45.5 (12.8)	47.1 (15.6)	48.2 (10.4)
男性，例（%）	22 (100.0)	15 (78.9)	32 (76.2)	33 (80.5)	18 (85.7)
体重（kg）	75.76 (12.65)	77.46 (18.29)	73.98 (15.61)	75.32 (13.96)	73.46 (7.91)
银屑病病程（年）	10.16 (8.68)	9.93 (7.93)	13.47 (11.77)	16.37 (13.55)	9.73 (8.05)
PASI 评分（分）	24.05 (10.65)	18.74 (6.16)	25.31 (12.16)	21.30 (9.64)	22.63 (8.42)
受累皮肤面积（BSA）（%）	33.24 (17.21)	27.48 (14.28)	36.68 (22.08)	31.40 (21.03)	31.86 (17.57)
sPGA=3，例（%）	8 (36.4)	10 (52.6)	11 (26.2)	21 (51.2)	4 (19.0)
sPGA=4—5，例（%）	14 (63.6)	9 (47.4)	31 (73.8)	20 (48.8)	17 (81.0)
DLQI 评分（分）	12.05 (6.13)	12.53 (8.22)	13.81 (7.16)	14.02 (7.58)	11.62 (5.87)
既往任意系统治疗，例（%）	22 (100.0)	17 (89.5)	31 (73.8)	34 (82.9)	19 (90.5)
既往生物制剂治疗，例（%）	7 (31.8)	5 (26.3)	11 (26.2)	14 (34.1)	8 (38.1)
既往抗 TNF 治疗，例（%）	0	1 (5.3)	1 (2.4)	2 (4.9)	2 (9.5)
既往抗 IL-17 治疗，例（%）	7 (31.8)	4 (21.1)	10 (23.8)	12 (29.3)	6 (28.6)
第 16 周主要及关键次要疗效终点（应答率，%）					
PASI90	72.7%	52.6%	81.0%	92.7%	0%
PASI100	22.7%	31.6%	38.1%	43.9%	0%
PASI75	95.5%	78.9%	95.2%	95.1%	9.5%
sPGA 0/1	68.2%	57.9%	76.2%	90.2%	0%
单次 600mg 给药后的第 52 周疗效（应答率，%，中期披露）					
第 52 周 PASI90			90%		
第 52 周 PASI100			65%		
截至第 16 周安全性（n/%）					
任意 AE	16 (72.7)	14 (73.7)	32 (76.2)	32 (78.0)	15 (71.4)
轻度 AE	10 (45.5)	9 (47.4)	26 (61.9)	24 (58.5)	10 (47.6)
中度 AE	4 (18.2)	4 (21.1)	4 (9.5)	7 (17.1)	5 (23.8)
重度 AE	2 (9.1)	1 (5.3)	2 (4.8)	1 (2.4)	0
AE 导致暂停给药	0	0	0	0	0
AE 导致终止治疗	0	0	0	0	0
严重 AE（SAE）	1 (4.5)	1 (5.3)	2 (4.8)	1 (2.4)	0
治疗相关 SAE（TR-SAE）	0	0	1 (2.4)	0	0
特别关注 AE（AESI）	0	0	0	0	0

数据来源：2026EADV、广发证券发展研究中心。注：年龄、体重、病程、PASI、BSA 及 DLQI 等连续变量以均值（标准差）表示。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：SHR-1139 银屑病Ⅱ期研究既往生物制剂治疗亚组第 16 周疗效

项目	SHR-1139			
分组	600mg：既往暴露	600mg：生物制剂初治	安慰剂：既往暴露	安慰剂：生物制剂初治
人数（例）	14	27	8	13
PASI90（%）	100.0%	88.9%	0%	0%
PASI100（%）	50.0%	40.7%	0%	0%
PASI75（%）	100.0%	92.6%	12.5%	7.7%
sPGA 0/1（%）	78.6%	96.3%	0%	0%

数据来源：2026EADV、广发证券发展研究中心

表 3：SHR-1139 银屑病Ⅱ期研究截至第 52 周安全性结果

项目（n/%）	SHR-1139					
分组	60→30mg (N=22)	150→150mg (N=19)	300→150mg (N=20)	300→安慰剂 (N=20)	600→300mg (N=20)	600→安慰剂 (N=20)
任意 AE	20 (90.9)	16 (84.2)	19 (95.0)	17 (85.0)	19 (95.0)	19 (95.0)
轻度 AE	10 (45.5)	8 (42.1)	12 (60.0)	12 (60.0)	13 (65.0)	8 (40.0)
中度 AE	7 (31.8)	7 (36.8)	6 (30.0)	1 (5.0)	5 (25.0)	10 (50.0)
重度 AE	3 (13.6)	1 (5.3)	1 (5.0)	4 (20.0)	1 (5.0)	1 (5.0)
AE 导致暂停给药	0	0	0	0	0	0
AE 导致终止治疗	0	0	0	0	0	0
严重 AE（SAE）	2 (9.1)	1 (5.3)	2 (10.0)	4 (20.0)	1 (5.0)	1 (5.0)
治疗相关 SAE（TR-SAE）	0	0	1 (5.0)	0	0	0
特别关注 AE（AESI）	0	0	0	0	0	0

数据来源：2026EADV、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**35,315**	**51,490**	**57,970**	**64,294**	**74,700**
货币资金	24,816	40,955	46,234	50,819	59,558
应收及预付	6,212	6,335	7,435	8,646	9,835
存货	2,417	2,878	2,943	3,314	3,646
其他	1,870	1,321	1,359	1,515	1,661
非流动资产总额	**14,821**	**18,377**	**18,533**	**20,123**	**21,215**
长期股权投资	666	557	600	650	700
固定资产	5,132	5,830	6,142	6,237	6,184
在建工程	1,688	2,006	1,996	1,986	1,986
使用权资产	109	71	76	81	86
无形资产	1,192	1,956	2,756	3,656	4,656
其他	6,034	7,955	6,962	7,512	7,602
资产总额	**50,136**	**69,867**	**76,503**	**84,417**	**95,915**
流动负债总额	**3,634**	**6,369**	**6,797**	**5,624**	**6,152**
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,127	4,183	5,010	3,695	4,121
其他	1,507	2,186	1,787	1,930	2,031
非流动负债总额	**412**	**1,701**	**475**	**500**	**515**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	412	1,701	475	500	515
负债总额	**4,045**	**8,070**	**7,272**	**6,124**	**6,667**
股本	6,379	6,637	6,637	6,637	6,637
其他	39,141	54,635	62,068	71,128	82,078
归母权益合计	45,520	61,272	68,706	77,765	88,716
少数股东权益	570	525	526	528	532
负债和股东权益	**50,136**	**69,867**	**76,503**	**84,417**	**95,915**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**27,985**	**31,629**	**35,431**	**41,500**	**47,552**
营业成本	3,848	4,363	4,606	5,187	5,706
营业税金及附加	258	264	319	373	428
销售费用	8,336	9,106	10,169	11,703	12,977
管理费用	2,556	2,806	3,047	3,444	3,804
研发费用	6,583	6,961	7,795	9,130	10,462
财务费用	-573	-407	-868	-966	-1,100
资产信用减值损失	-4	-111	-50	-50	-40
公允价值变动收益	109	174	50	50	50
投资收益	4	-80	-40	-30	-30
营业利润	**7,491**	**8,990**	**10,728**	**13,003**	**15,660**
营业外收支	-321	-282	-290	-290	-290
利润总额	7,170	8,708	10,438	12,713	15,370
所得税费用	833	991	1,148	1,398	1,691
合并净利润	**6,337**	**7,717**	**9,290**	**11,314**	**13,680**
少数股东损益	0	6	1	2	4
归母净利润	**6,337**	**7,711**	**9,289**	**11,312**	**13,675**
EPS（元/股）	0.99	1.16	1.40	1.70	2.06

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**7,423**	**11,235**	**9,960**	**9,582**	**13,847**
合并净利润	6,337	7,717	9,290	11,314	13,680
折旧摊销	871	942	1,058	1,185	1,343
营运资金变动	160	2,558	-812	-2,936	-1,174
其他	0	0	55	-29	-19
投资活动现金流净额	**-1,912**	**-2,741**	**-762**	**-2,745**	**-2,395**
资本性开支	-1,947	-2,943	-1,842	-2,520	-2,220
投资	-17	151	-29	-50	-50
其他	53	51	1,109	-175	-125
融资活动现金流净额	**-1,551**	**7,782**	**-3,130**	**-2,262**	**-2,724**
股本融资	0	10,352	0	0	0
债权融资	0	-4	1	-15	-5
股利分配与偿付利息	-1,275	-1,284	-1,862	-2,267	-2,739
其他	-276	-1,282	-1,269	20	20
现金净增加额	**3,968**	**15,916**	**6,078**	**4,585**	**8,738**
期初现金余额	**20,272**	**24,239**	**40,156**	**46,234**	**50,819**
期末现金余额	**24,239**	**40,156**	**46,234**	**50,819**	**59,558**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	22.6%	13.0%	12.0%	17.1%	14.6%
营业利润增长率	52.6%	20.0%	19.3%	21.2%	20.4%
归母净利增长率	47.3%	21.7%	20.5%	21.8%	20.9%
获利能力					
毛利率	86.2%	86.2%	87.0%	87.5%	88.0%
净利率	22.6%	24.4%	26.2%	27.3%	28.8%
ROE	13.9%	12.6%	13.5%	14.5%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	8.1%	11.6%	9.5%	7.3%	7.0%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	9.7	8.1	8.5	11.4	12.1
利息保障倍数	1223.9	599.1	2516.5	2871.8	3835.6
营运能力					
应收账款周转率	5.5	6.3	6.0	6.0	6.0
存货周转率	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6
应付账款周转率	2.0	1.9	2.1	2.1	2.1
每股指标					
每股收益	0.99	1.16	1.40	1.70	2.06
每股净资产	7.14	9.23	10.35	11.72	13.37
每股经营现金流	1.16	1.69	1.50	1.44	2.09
估值比率					
PE	46.2	51.3	33.5	27.5	22.7
PB	6.4	6.5	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	34.9	37.2	24.2	19.6	15.8

下载日志已记录，仅供内部参考

广发医药行业研究小组

罗佳荣 ：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

李柾桐 ：资深分析师，复旦大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

王稼宸 ：资深分析师，悉尼科技大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

龙雪芳 ：资深分析师，南开大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

郑萌谋 ：研究员，北京协和医学院（清华大学医学部）硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



罗佳荣

SAC 执证号：S0260516090004
SFC CE No. BOR756
luojiarong@gf.com.cn



龙雪芳

SAC 执证号：S0260525060004
longxuefang@gf.com.cn

请注意，龙雪芳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：
郑萌谋 15756487997
zhengmengmou@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址		邮政编码	客服邮箱
广州市：	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市：	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市：	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市：	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港：	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。
本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。