



恒瑞医药 (600276.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新分子研发结硕果,海外授权持续兑现

业绩简评

2025 年 3 月 30 日公司披露年报, 2024 年实现营收 279.8 亿元, 同比增长 22.63%; 实现归母净利润 63.4 亿元, 同比增长 47.28%; 实现扣非归母净利润 61.8 亿元, 同比增长 49.18%。

经营分析

创新药收入快速增长, 海外授权同步取得进展: 2024 年公司创新药收入达到 138.92 亿元(含税, 不含对外许可收入), 同比+30.6%。公司已在中国获批上市 17 款新分子实体药物 (1 类创新药)、4 款其他创新药 (2 类新药)。创新药出海取得成效, 公司收到 Merck Healthcare 1.6 亿欧元对外许可首付款以及 Kailera Therapeutics 1.0 亿美元对外许可首付款等许可合作对价, 并确认为收入。此外公司将自主研发的 DLL3 ADC 创新药 SHR-4849 在除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化的独家权利, 有偿许可给美国 IDEAYA Biosciences 公司。

布局新平台、新分子: 公司不断完善已建立成熟的 PROTAC、肽类、单克隆抗体、双特异性抗体、多特异性抗体、ADC 及放射性配体疗法等技术平台, 初步建成新分子模式平台, 并不断开拓 AI 药物研发等平台。报告期公司 26 个自主研发的创新分子进入临床阶段, 药物类型包括小分子化药、抗体、ADC; ADC 平台已有 10 余个新型、具有差异化的 ADC 分子成功获批临床, SHR-A1811 (HER2 ADC) 目前已有 8 项适应症被 CDE 纳入突破性治疗品种名单。报告期内, 3 个 ADC 产品获得美国 FDA 授予快速通道资格 (FTD)。

集采品种逐步出清, 首仿品种贡献增量: 纳入第九批国家集采的注射用醋酸卡泊芬净、纳入地方集采的吸入用七氟烷和盐酸罂粟碱注射液等品种报告期内销售额同比共减少 8.44 亿元; 但布比卡因脂质体、昂丹司琼口服膜等首仿产品纳入医保后取得了较快的收入增长。

盈利预测、估值与评级

暂不考虑公司筹划发行 H 股上市对报表的影响, 我们看好公司研发兑现和创新出海前景, 预计公司 2025/2026/2027 年营收分别为 308.45/348.67/397.48 亿元, 同比增长 10.22%/13.04%/14.00%。归母净利润 69.46/77.05/89.32 亿元, 同比增长 9.63%/10.92%/15.93%, 维持“买入”评级。

风险提示

研发临床不及预期风险; 海外授权兑现不及预期风险; 国内控费力度超预期风险; 汇兑损益风险等。

医药组

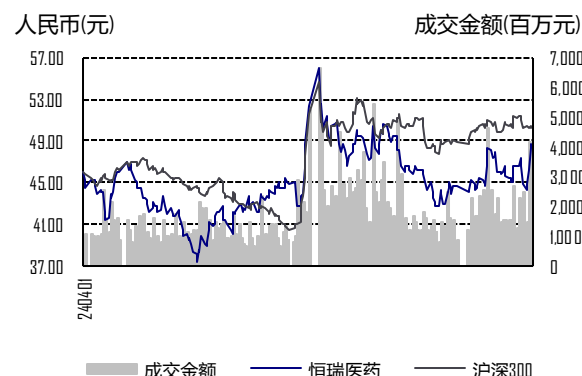
分析师: 袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 48.61 元

相关报告:

1. 《创新药业务拉动营收快速增长, 对外授权收入提供额外增长动力》, 2024.8.22
2. 《恒瑞医药公司点评: 创新驱动强劲, 出海布局达成多项里程碑》, 2024.4.18



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,820	27,985	30,845	34,867	39,748
营业收入增长率	7.26%	22.63%	10.22%	13.04%	14.00%
归母净利润(百万元)	4,302	6,337	6,946	7,705	8,932
归母净利润增长率	10.14%	47.28%	9.63%	10.92%	15.93%
摊薄每股收益(元)	0.674	0.993	1.089	1.208	1.400
每股经营性现金流净额	1.20	1.16	1.13	1.24	1.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.63%	13.92%	13.56%	13.40%	13.76%
P/E	67.06	46.21	44.64	40.24	34.71
P/B	7.13	6.43	6.05	5.39	4.78

来源: 公司年报、国金证券研究所



单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	21,275	22,820	27,985	30,845	34,867	39,748
增长率		7.3%	22.6%	10.2%	13.0%	14.0%
主营业务成本	-3,487	-3,525	-3,848	-4,658	-5,380	-6,010
%销售收入	16.4%	15.4%	13.8%	15.1%	15.4%	15.1%
毛利	17,789	19,295	24,136	26,187	29,487	33,738
%销售收入	83.6%	84.6%	86.2%	84.9%	84.6%	84.9%
营业税金及附加	-190	-219	-258	-290	-328	-374
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-7,348	-7,577	-8,336	-8,819	-9,881	-11,086
%销售收入	34.5%	33.2%	29.8%	28.6%	28.3%	27.9%
管理费用	-2,306	-2,417	-2,556	-2,714	-3,068	-3,498
%销售收入	10.8%	10.6%	9.1%	8.8%	8.8%	8.8%
研发费用	-4,887	-4,954	-6,583	-7,298	-8,410	-9,758
%销售收入	23.0%	21.7%	23.5%	23.7%	24.1%	24.6%
息税前利润 (EBIT)	3,057	4,127	6,404	7,067	7,800	9,023
%销售收入	14.4%	18.1%	22.9%	22.9%	22.4%	22.7%
财务费用	471	478	573	537	642	761
%销售收入	-2.2%	-2.1%	-2.0%	-1.7%	-1.8%	-1.9%
资产减值损失	-173	-90	-4	0	0	0
公允价值变动收益	77	-58	109	60	65	70
投资收益	387	-49	4	-30	-10	20
%税前利润	9.8%	n.a	0.1%	n.a	n.a	0.2%
营业利润	4,112	4,910	7,491	8,034	8,896	10,274
营业利润率	19.3%	21.5%	26.8%	26.0%	25.5%	25.8%
营业外收支	-143	-243	-321	-150	-130	-100
税前利润	3,968	4,667	7,170	7,884	8,766	10,174
利润率	18.7%	20.5%	25.6%	25.6%	25.1%	25.6%
所得税	-153	-389	-833	-937	-1,061	-1,241
所得税率	3.9%	8.3%	11.6%	11.9%	12.1%	12.2%
净利润	3,815	4,278	6,337	6,947	7,706	8,933
少数股东损益	-91	-25	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	3,906	4,302	6,337	6,946	7,705	8,932
净利率	18.4%	18.9%	22.6%	22.5%	22.1%	22.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,815	4,278	6,337	6,947	7,706	8,933
少数股东损益	-91	-25	0	1	1	1
非现金支出	817	884	874	718	812	907
非经营收益	-554	-54	-158	496	82	18
营运资金变动	-2,813	2,536	369	-938	-701	-693
经营活动现金净流	1,265	7,644	7,423	7,223	7,899	9,165
资本开支	-1,972	-1,464	-1,947	-963	-910	-1,290
投资	2,196	2,590	-17	-170	-110	-150
其他	166	96	53	-30	-10	20
投资活动现金净流	390	1,222	-1,912	-1,163	-1,030	-1,420
股权募资	379	0	0	29	0	0
债权募资	1,260	-1,260	0	21	25	27
其他	-1,958	-1,884	-1,551	-1,281	-1,410	-1,539
筹资活动现金净流	-319	-3,144	-1,551	-1,231	-1,386	-1,512
现金净流量	1,417	5,734	3,968	4,828	5,483	6,233

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,111	20,746	24,816	29,618	35,069	41,265
应收款项	8,904	6,573	6,226	6,827	7,546	8,384
存货	2,451	2,314	2,417	2,744	3,095	3,375
其他流动资产	4,469	1,654	1,856	2,230	2,602	2,932
流动资产	30,934	31,287	35,315	41,418	48,312	55,956
%总资产	73.0%	71.5%	70.4%	73.9%	76.7%	78.8%
长期投资	1,508	1,451	1,732	1,742	1,782	1,852
固定资产	6,576	6,552	6,819	6,878	6,743	6,926
%总资产	15.5%	15.0%	13.6%	12.3%	10.7%	9.8%
无形资产	2,572	3,712	5,305	5,378	5,489	5,600
非流动资产	11,421	12,497	14,821	14,599	14,657	15,060
%总资产	27.0%	28.5%	29.6%	26.1%	23.3%	21.2%
资产总计	42,355	43,785	50,136	56,018	62,969	71,017
短期借款	1,261	0	41	40	40	40
应付款项	2,050	2,119	2,997	3,095	3,619	4,111
其他流动负债	329	435	595	641	724	837
流动负债	3,639	2,554	3,634	3,776	4,383	4,989
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	303	198	412	452	494	534
负债	3,942	2,751	4,045	4,227	4,877	5,523
普通股股东权益	37,824	40,466	45,520	51,219	57,521	64,922
其中：股本	6,379	6,379	6,379	6,379	6,379	6,379
未分配利润	25,520	28,803	33,866	39,536	45,838	53,239
少数股东权益	589	567	570	571	571	572
负债股东权益合计	42,355	43,785	50,136	56,018	62,969	71,017

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.612	0.674	0.993	1.089	1.208	1.400
每股净资产	5.929	6.344	7.136	8.029	9.017	10.177
每股经营现金净流	0.198	1.198	1.164	1.132	1.238	1.437
每股股利	0.220	0.230	0.200	0.200	0.220	0.240
回报率						
净资产收益率	10.33%	10.63%	13.92%	13.56%	13.40%	13.76%
总资产收益率	9.22%	9.83%	12.64%	12.40%	12.24%	12.58%
投入资本收益率	7.39%	9.20%	12.24%	11.99%	11.77%	12.07%
增长率						
主营业务收入增长率	-17.87%	7.26%	22.63%	10.22%	13.04%	14.00%
EBIT 增长率	-19.00%	35.00%	55.16%	10.35%	10.37%	15.68%
净利润增长率	-13.77%	10.14%	47.28%	9.63%	10.92%	15.93%
总资产增长率	7.87%	3.38%	14.51%	11.73%	12.41%	12.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	90.3	88.7	65.9	63.6	62.1	60.1
存货周转天数	254.0	246.7	224.4	215.0	210.0	205.0
应付账款周转天数	171.4	142.7	153.5	158.0	162.0	165.0
固定资产周转天数	92.4	87.2	66.9	62.6	56.1	48.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.24%	-50.80%	-54.35%	-58.06%	-61.38%	-64.13%
EBIT 利息保障倍数	-6.5	-8.6	-11.2	-13.2	-12.2	-11.9
资产负债率	9.31%	6.28%	8.07%	7.55%	7.75%	7.78%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	16	22	92
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	1	5
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.09	1.15

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究