

2025年04月01日

王睿哲  
C0062@capital.com.tw  
目标价(元)

64

## 恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买进

2024年净利 YOY+47%, 创新药快速增长, 创新出海交易增厚利润

### 公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2025/3/31)	49.20		
上证指数(2025/3/31)	3335.75		
股价 12 个月高/低	57.53/37.06		
总发行股数(百万)	6379.00		
A 股数(百万)	6379.00		
A 市值(亿元)	3138.47		
主要股东	江苏恒瑞医药集团有限公司 (24.11%)		
每股净值(元)	7.14		
股价/账面净值	6.89		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	7.1	7.2	7.7

### 近期评等

日期	收盘价	评级
----	-----	----

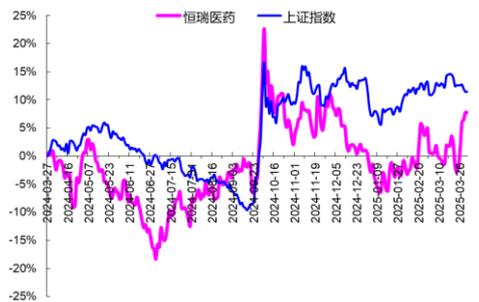
### 产品组合

抗肿瘤	52.1%
神经科学	15.3%
造影剂	9.8%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.1%
一般法人	68.1%

### 股价相对大盘走势



### 结论及建议：

- **公司业绩：**公司发布年报，2024 年实现营收 279.8 亿元，YOY+22.6%，录得归母净利润 63.4 亿元，YOY+47.3%，扣非后归母净利润 61.8 亿元，YOY+49.2%，公司业绩符合预期，营收及净利高速增长主要是本财年收到 Merck 及 Kailera Therapeutics 的对外许可首付款。公司 Q4 单季度实现营收 78.0 亿元，YOY+34.3%，录得归母净利润 17.2 亿元，YOY+107.2%
- **创新药销售持续增长，出海交易取得成效：**(1) 公司 2024 年创新药销售收入 139 亿 (含税，不含对外许可收入)，同比增长 30.6%，报告期内富马酸泰吉利定级夫那奇单抗两款一类创新药获批上市，瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净进入医保后上量，收入保持快速增长，卡瑞利单抗、吡咯替尼、阿帕替尼及瑞马唑仑等上市较早的创新药保持稳健增长。(2) 公司在内生发展的基础上积极寻求与全球领先药企合作的机会，报告期内，公司通过出售创新药产品线的海外权益，分别收到 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，对本年度收入及利润贡献较大。
- **各产品线毛利率均有提升，期间费用率下降：**公司 2024 年综合毛利率为 86.2%，同比提升 1.6 个百分点，主要受益于出海交易部分毛利率较高带动。但从实际制药部分来看，总体也有 0.5 个百分点的提升，其中肿瘤药毛利率提升 0.8 个百分点，代谢和心血管药毛利率提升 5.5 个百分点，免疫和呼吸系统药品提升 1.3 个百分点，神经科学及造影剂分别下降 0.9 和 0.7 个百分点。公司 2024 年期间费用率为 60.4%，同比下降 3 个百分点，主要是销售费用率及管理费用率的下降。
- **盈利预计及投资建议：**公司创新药增长较好，创新管线出海交易不断落地，研发实力获得认可，公司未来三年预计将有 47 个创新产品及适应症获批上市，将持续推动公司业绩增长。我们预计公司 2025-2027 年净利润 69.8 亿元、87.5 亿元、104 亿元，YOY+10.2%、+25.3%、+18.9%，EPS 分别为 1.09 元、1.37 元、1.63 元(暂未考虑公司筹划发行 H 股上市的影响)，对应 PE 分别为 45X、36X、30X，给与“买进”的投资评级。
- **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		2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4302	6337	6982	8746	10400
同比增减	%	10.14	47.28	10.18	25.27	18.92
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.68	1.00	1.09	1.37	1.63
同比增减	%	11.48	47.06	9.45	25.27	18.92
市盈率(P/E)	X	72.35	49.20	44.95	35.89	30.18
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.22	0.27	0.33
股息率 (Yield)	%	0.41	0.41	0.44	0.56	0.66

### 【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

## 附一：合并损益表

人民币百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	22820	27985	32534	38509	45354
经营成本	3525	3848	4674	4674	5576
营业税金及附加	219	258	325	385	454
销售费用	7577	8336	9598	11360	13379
管理费用	2417	2556	2928	3466	4082
财务费用	-478	-573	-651	-770	-907
资产减值损失			15	15	15
投资收益	-49	4	10	10	10
营业利润	4910	7491	8010	10147	12016
营业外收入	4	10	35	35	35
营业外支出	247	331	200	300	300
利润总额	4667	7170	7845	9882	11751
所得税	389	833	863	1136	1351
少数股东损益	-25	0	0	0	0
归母净利润	4302	6337	6982	8746	10400

## 附二：合并资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	20746	24816	30098	36874	44273
存货净额	5194	4915	5161	5677	6244
应收帐款净额	2314	2417	2538	2741	2960
流动资产合计	31287	35315	39906	46291	54160
长期投资净额	695	666	700	735	771
固定资产合计	5451	5132	5286	5445	5608
无形资产及其他资产合计	1101	1688	1941	2232	2567
资产总计	12497	14821	17488	20636	24351
流动负债合计	43785	50136	57394	66927	78511
长期负债合计	2554	3634	4360	5232	6279
负债合计	198	412	453	498	548
少数股东权益	2751	4045	4813	5731	6827
股东权益合计	567	570	573	576	579
负债和股东权益总计	40466	45520	52008	60620	71105

## 附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动所得现金净额	7644	7423	7,680	9,620	10,712
投资活动所用现金净额	1222	-1912	-1050	-1022	-1210
融资活动所得现金净额	-3144	-1551	-1563	-2033	-2311
现金及现金等价物净增加额	5734	3968	5067	6565	7191

这份报告由群益证券(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。这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这份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对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这份报告前使用或根据这份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用这份报告后招致之任何损失负任何责任。这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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对这份报告内描述之证|@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价这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这份报告内描述之证|@。这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。