

公司研究

创新药助推业绩增长，海外授权增厚利润

——恒瑞医药（600276.SH）2024 年年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报，实现营业收入 279.85 亿元（YOY+22.63%），实现归母净利润 63.37 亿元（YOY+47.28%），实现扣非归母净利润 61.78 亿元（YOY+49.18%），业绩符合预期。

点评：

创新药成增长主引擎，持续加码研发投入：24 年公司创新药收入达 138.92 亿元（YOY+30.6%），占总营收（含税，剔除对外授权收入）比重超 50%；仿制药收入则略有下滑，主要受集采影响，注射用醋酸卡泊芬净、七氟烷和盐酸罂粟碱注射液销售额同比共减少 8.44 亿元。24 年公司有两款一类创新药在中国获批，截至 24 年底已在中国获批上市 17 款 1 类创新药、4 款 2 类创新药。创新药与仿制药业务收入增速分化明显，表明公司在创新药领域转型已显成效。公司持续加码创新药研发投入，24 年累计研发投入 82.28 亿元（YOY+33.8%），其中费用化研发投入 65.83 亿元（YOY+32.9%）。通过加大研发投入公司打造多个技术平台，涉及 PROTAC、肽类、单克隆抗体、双特异性抗体、ADC 等各类型分子，并在 24 年推进 26 个创新分子进入临床阶段。

产品出海验证技术实力，对外授权助力业绩增长：24 年公司将多个产品授权给海外公司，包括：1) 多个 GLP 类药物的海外权益授权给 Kailera Therapeutics，其首付款和近期里程碑款总计 1.1 亿美元；2) DLL3 ADC 药物的海外权益授权给 IDEAYA Biosciences，其首付款为 7500 万美元。公司在 24 年确认了来自 Merck Healthcare 的 1.6 亿欧元首付款，以及 Kailera Therapeutics 的 1 亿美元首付款作为收入，进一步推动经营业绩增长，也佐证公司产品的临床价值得到海外公司认可。公司还在积极开展多个国际临床试验，其中 3 个 ADC 产品获得美国 FDA 授予快速通道资格。

盈利预测、估值与评级：公司是我国创新药龙头企业，持续投入创新药研发。考虑到公司持续加大研发投入以及仿制药业务仍然承压，下调 25-26 年归母净利润为 67.9/80.1 亿元（分别下调 6.1%/6.9%），新增 27 年归母净利润为 91.6 亿元，当前股价对应 PE 分别为 46/39/34 倍，维持“增持”评级。

风险提示：创新药研发失败的风险；销售低于预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,820	27,985	30,446	34,650	38,759
营业收入增长率	7.26%	22.63%	8.80%	13.81%	11.86%
归母净利润（百万元）	4,302	6,337	6,794	8,008	9,156
归母净利润增长率	10.14%	47.28%	7.22%	17.87%	14.33%
EPS（元）	0.67	0.99	1.07	1.26	1.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.63%	13.92%	13.31%	13.88%	14.03%
P/E	73	50	46	39	34
P/B	7.8	6.9	6.1	5.4	4.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-31

增持（维持）

当前价：49.20 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：叶思奥

执业证书编号：S0930523050003

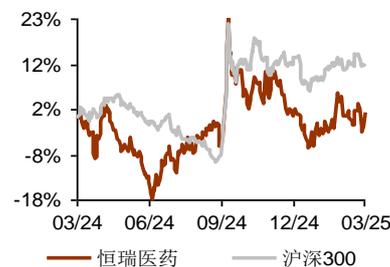
021-52523837

yesa@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	63.79
总市值(亿元):	3138.47
一年最低/最高(元):	37.06/57.53
近 3 月换手率:	34.63%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.17	7.70	-1.37
绝对	7.14	9.45	6.74

资料来源：Wind

相关研报

营收保持稳健，研发创新与国际化并重——恒瑞医药（600276.SH）2024 年三季度点评（2024-10-25）

对外授权收入快速推动业绩，创新药业务出海未来可期——恒瑞医药（600276.SH）2024 年半年报点评（2024-08-27）

创新药驱动业绩增长，领军创新药行业发展——恒瑞医药（600276.SH）2023 年年报及 2024 年一季报点评（2024-04-23）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,820	27,985	30,446	34,650	38,759
营业成本	3,525	3,848	4,284	4,729	5,253
折旧和摊销	667	722	803	881	966
税金及附加	219	258	281	319	357
销售费用	7,577	8,336	9,012	10,222	11,395
管理费用	2,417	2,556	2,740	3,119	3,488
研发费用	4,954	6,583	6,942	7,831	8,643
财务费用	-478	-573	-303	-389	-454
投资收益	-49	4	0	0	0
营业利润	4,910	7,491	7,972	9,354	10,661
利润总额	4,667	7,170	7,634	8,999	10,288
所得税	389	833	840	990	1,132
净利润	4,278	6,337	6,795	8,009	9,157
少数股东损益	-25	0	1	1	1
归属母公司净利润	4,302	6,337	6,794	8,008	9,156
EPS(元)	0.67	0.99	1.07	1.26	1.44

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,644	7,423	6,054	7,396	8,633
净利润	4,302	6,337	6,794	8,008	9,156
折旧摊销	667	722	803	881	966
净营运资金增加	-2,024	1,327	2,340	3,073	2,955
其他	4,698	-963	-3,883	-4,567	-4,444
投资活动产生现金流	1,222	-1,912	1,873	-1,875	-1,850
净资本支出	-1,464	-1,947	1,888	-1,950	-1,950
长期投资变化	695	666	0	0	0
其他资产变化	1,991	-631	-15	75	100
融资活动现金流	-3,144	-1,551	-881	-815	-997
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,261	41	2	2	2
无息负债变化	71	1,253	-127	467	499
净现金流	5,734	3,968	7,045	4,705	5,786

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	84.6%	86.2%	85.9%	86.4%	86.4%
EBITDA 率	24.1%	27.3%	27.5%	28.1%	28.6%
EBIT 率	20.7%	24.4%	24.9%	25.6%	26.1%
税前净利润率	20.5%	25.6%	25.1%	26.0%	26.5%
归母净利润率	18.9%	22.6%	22.3%	23.1%	23.6%
ROA	9.8%	12.6%	12.2%	12.8%	13.0%
ROE (摊薄)	10.6%	13.9%	13.3%	13.9%	14.0%
经营性 ROIC	14.4%	18.1%	20.4%	21.3%	22.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	6%	8%	7%	7%	7%
流动比率	12.25	9.72	12.42	12.96	13.56
速动比率	11.35	9.05	11.65	12.18	12.77
归母权益/有息债务	-	1106.84	1181.92	1272.30	1370.38
有形资产/有息债务	-	1080.92	1239.59	1334.13	1436.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	43,785	50,136	55,530	62,649	70,705
货币资金	20,746	24,816	31,861	36,566	42,352
交易性金融资产	99	273	273	273	273
应收账款	5,194	4,915	5,176	5,544	5,814
应收票据	326	150	163	186	208
其他应收款 (合计)	438	66	72	82	92
存货	2,314	2,417	2,691	2,970	3,299
其他流动资产	949	1,530	1,807	2,281	2,743
流动资产合计	31,287	35,315	43,321	49,312	56,348
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	695	666	666	666	666
固定资产	5,451	5,132	5,457	5,837	6,232
在建工程	1,101	1,688	2,211	2,603	2,897
无形资产	884	1,192	1,317	1,439	1,559
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	383	479	525	525	525
非流动资产合计	12,497	14,821	12,209	13,337	14,357
总负债	2,751	4,045	3,921	4,390	4,891
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,270	1,967	1,714	1,891	2,101
应付票据	240	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	12	4	4	4	4
流动负债合计	2,554	3,634	3,488	3,804	4,155
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	226	315	467	615
非流动负债合计	198	412	433	586	736
股东权益	41,033	46,090	51,609	58,259	65,814
股本	6,379	6,379	6,379	6,379	6,379
公积金	6,357	6,487	6,487	6,487	6,487
未分配利润	28,803	33,866	39,384	46,033	53,587
归属母公司权益	40,466	45,520	51,038	57,688	65,242
少数股东权益	567	570	571	571	572

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	33.20%	29.79%	29.60%	29.50%	29.40%
管理费用率	10.59%	9.13%	9.00%	9.00%	9.00%
财务费用率	-2.10%	-2.05%	-1.00%	-1.12%	-1.17%
研发费用率	21.71%	23.52%	22.80%	22.60%	22.30%
所得税率	8%	12%	11%	11%	11%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.20	0.21	0.25	0.29
每股经营现金流	1.20	1.16	0.95	1.16	1.35
每股净资产	6.34	7.14	8.00	9.04	10.23
每股销售收入	3.58	4.39	4.77	5.43	6.08

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	73	50	46	39	34
PB	7.8	6.9	6.1	5.4	4.8
EV/EBITDA	56.5	40.1	35.5	30.3	26.3
股息率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP