

创新驱动卓见成效，BD 加速全球布局

2025 年 04 月 01 日

► **业绩增长超预期，经营效率持续提升。**2025 年 3 月 31 日，恒瑞医药发布 2024 年年报，公司实现营业收入 279.85 亿元，同比+22.63%；实现归母净利润 63.37 亿元，同比+47.28%；实现扣非归母净利润 61.78 亿元，同比+49.18%。公司经营效率持续提升，2024 年销售毛利率达到 86.25%，同比+1.70pp，销售费用率降至 29.79%，同比-3.42pp，管理费用率降至 9.13%，同比-1.46pp，销售净利率达到 22.64%，同比+3.89pp。同时公司持续加大创新力度，2024 年研发投入 82.28 亿元，其中费用化研发投入 65.83 亿元，研发费用率达到 23.5%。

► **创新药销售增长 30%，晚期管线蓄势待发。**2024 年公司实现创新药销售收入（含税）138.92 亿元，同比增长 30.60%。截至目前，公司共有 19 款 1 类创新药和 4 款 2 类新药获批上市，其中仅 2024 年以来就有 4 款 1 类创新药（泰吉利定、夫那奇珠单抗、瑞卡西单抗、艾玛昔替尼）及 5 项新适应症（涉及氟唑帕利、阿帕替尼、恒格列净、泰吉利定）获批上市。展望未来，公司管线蓄势待发，公司预计 2025 年至 2027 年将分别有 11 项、13 项、23 项新产品/新适应症获批，包括（1）肿瘤领域：SHR-A1811 的非小细胞肺癌（2025）、乳腺癌（2027）、结直肠癌（2027）适应症，达尔西利的乳腺癌辅助适应症（2026），HER3 ADC SHR-12009 非小细胞肺癌适应症（2027），吡咯替尼乳腺癌延长辅助适应症（2027）等；（2）自免领域：艾玛昔替尼的强直性脊柱炎（2025 年）、类风湿关节炎（2025 年）、斑秃（2026 年）、特应性皮炎（2027 年）等适应症，夫那奇珠单抗的强直性脊柱炎适应症（2025 年）等；（3）代谢领域：GLP-1/GIP 双靶 HRS9531、口服 GLP-1 小分子 HRS-7535、URAT1 抑制剂 SHR4640 预计将于 2027 年获批。

► **BD 拓展加速，全球布局深化。**公司持续深化 BD 合作，2024 年实现许可收入 27.0 亿元，包括向德国 Merck 授权 PARP1 小分子和 Claudin 18.2 ADC 的 1.6 亿欧元首付款，以及向美国 Kailera 授权三种 GLP-1 药物的 1.0 亿美元首付款等许可合作对价。2024 年 12 月，公司将 DLL3 ADC 授权给美国 IDEAYA，预计将于 2025 年确认 7500 万美元首付款。此外 2025 年 3 月，公司将 Lp (a) 抑制剂授权给默沙东，预计将于 2025 年确认 2 亿美元首付款。此外，公司持续深化全球布局，目前正在推进超 20 项海外临床试验，2024 年公司 4 款 ADC 药物获得美国 FDA 的快速通道认定，3 款首仿产品在美国获批上市。

► **投资建议：**预计公司 2025-2027 年实现营收 317.61/369.17/435.44 亿元，同比增长 13.5%/16.2%/17.9%；实现归母净利润 72.63/85.27/102.65 亿元，同比增长 14.6%/17.4%/20.4%，对应 PE 为 45/39/32 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**市场竞争加剧风险；仿制药风险；政策变化风险；集采风险；产品研发不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,985	31,761	36,917	43,544
增长率（%）	22.6	13.5	16.2	17.9
归属母公司股东净利润（百万元）	6,337	7,263	8,527	10,265
增长率（%）	47.3	14.6	17.4	20.4
每股收益（元）	0.99	1.14	1.34	1.61
PE	52	45	39	32
PB	7.3	6.4	5.6	4.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

51.80 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@mszq.com

相关研究

1.恒瑞医药 (600276.SH) 2024 年三季报点评：坚持创新战略，国内进入收获期，出海双线推进-2024/10/26

2.恒瑞医药 (600276.SH) 2024 年半年报点评：双轮创新驱动业绩大增，管线丰富进展不断-2024/08/22

3.恒瑞医药 (600276.SH) 2023 年年报&2024 年一季报点评：加强早研及技术平台建设，优质创新成果持续获批-2024/04/18

4.恒瑞医药 (600276.SH) 2023 年三季报点评：业绩持续向好，国际化不断推进-2023/10/26

5.恒瑞医药 (600276.SH) 2023 年中报点评：创新驱动增长，研发进展不断-2023/08/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,985	31,761	36,917	43,544
营业成本	3,848	4,431	5,174	6,047
营业税金及附加	258	286	332	392
销售费用	8,336	9,664	11,410	13,438
管理费用	2,556	2,795	3,138	3,701
研发费用	6,583	7,305	8,380	9,797
EBIT	6,800	7,763	9,040	10,822
财务费用	-573	-717	-875	-1,065
资产减值损失	-33	-37	-44	-51
投资收益	4	5	6	7
营业利润	7,491	8,454	9,884	11,851
营业外收支	-321	-236	-236	-236
利润总额	7,170	8,218	9,648	11,615
所得税	833	954	1,121	1,349
净利润	6,337	7,264	8,527	10,266
归属于母公司净利润	6,337	7,263	8,527	10,265
EBITDA	7,670	8,668	10,012	11,854

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	24,816	30,247	36,775	44,481
应收账款及票据	5,065	5,229	5,355	5,708
预付款项	1,147	1,321	1,542	1,803
存货	2,417	2,746	3,206	3,747
其他流动资产	1,870	2,018	2,219	2,479
流动资产合计	35,315	41,560	49,098	58,218
长期股权投资	666	666	666	666
固定资产	5,132	5,469	5,739	5,955
无形资产	1,192	1,242	1,292	1,342
非流动资产合计	14,821	14,855	14,871	14,888
资产合计	50,136	56,415	63,969	73,105
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,967	2,265	2,645	3,091
其他流动负债	1,666	1,746	1,855	1,995
流动负债合计	3,634	4,011	4,500	5,087
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	412	412	412	412
非流动负债合计	412	412	412	412
负债合计	4,045	4,423	4,912	5,498
股本	6,379	6,379	6,379	6,379
少数股东权益	570	571	572	572
股东权益合计	46,090	51,992	59,057	67,607
负债和股东权益合计	50,136	56,415	63,969	73,105

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	22.63	13.49	16.23	17.95
EBIT 增长率	47.63	14.17	16.44	19.72
净利润增长率	47.28	14.62	17.40	20.39
盈利能力 (%)				
毛利率	86.25	86.05	85.99	86.11
净利率	22.64	22.87	23.10	23.57
总资产收益率 ROA	12.64	12.87	13.33	14.04
净资产收益率 ROE	13.92	14.12	14.58	15.31
偿债能力				
流动比率	9.72	10.36	10.91	11.45
速动比率	8.32	8.93	9.44	9.93
现金比率	6.83	7.54	8.17	8.74
资产负债率 (%)	8.07	7.84	7.68	7.52
经营效率				
应收账款周转天数	65.02	56.52	49.81	43.95
存货周转天数	221.30	209.74	207.06	206.97
总资产周转率	0.60	0.60	0.61	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.99	1.14	1.34	1.61
每股净资产	7.14	8.06	9.17	10.51
每股经营现金流	1.16	1.25	1.44	1.68
每股股利	0.20	0.23	0.27	0.32
估值分析				
PE	52	45	39	32
PB	7.3	6.4	5.6	4.9
EV/EBITDA	39.86	35.27	30.54	25.79
股息收益率 (%)	0.39	0.44	0.52	0.63

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	6,337	7,264	8,527	10,266
折旧和摊销	871	905	972	1,031
营运资金变动	369	-444	-535	-846
经营活动现金流	7,423	7,962	9,205	10,696
资本开支	-1,947	-1,115	-1,162	-1,222
投资	-17	0	0	0
投资活动现金流	-1,912	-1,110	-1,157	-1,216
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1,551	-1,420	-1,520	-1,775
现金净流量	3,968	5,431	6,528	7,706

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048