

2025 年 04 月 01 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

恒瑞医药（600276）：创新管线助力长期发展，出海已成第二增长引擎

◆ 2024 年年报

2024 年，公司实现营业收入 279.85 亿元，同比增长 22.63%；归母净利润 63.37 亿元，同比增长 47.28%；扣非后归母净利润 61.78 亿元，同比增长 49.18%。

◆ 持续加大创新力度，创新药研发推进顺利

2024 年，公司创新药销售收入达 138.92 亿元（含税，不含对外许可收入），同比增长 30.60%。报告期内，公司有 2 款 1 类创新药（富马酸泰吉利定、夫那奇珠单抗）获批上市，截至报告期末，公司已在中国获批上市 17 款 1 类创新药、4 款 2 类新药。公司持续加大创新力度，维持较高的研发投入，2022 年至 2024 年，公司研发费用分别为 48.87 亿元、49.54 亿元及 65.83 亿元，占同期总收入的 23.0%、21.7%及 23.5%。公司创新药临床试验整体推进顺利。报告期内，公司共有 8 项上市申请获 NMPA 受理，24 项临床推进至Ⅲ期，27 项临床推进至Ⅱ期，26 项创新产品首次推进至临床Ⅰ期。整体来看，公司在肿瘤领域有丰富的研发管线，覆盖激酶抑制剂、ADC、肿瘤免疫、激素受体调控、支持治疗等广泛研究领域，同时在代谢和心血管疾病、免疫和呼吸系统疾病、神经科学等领域布局广泛。未来三年（2025-2027 年），公司预计获批上市创新产品及适应症约 47 项，同时，公司高质量的早期资产有望助力长期增长。

◆ 创新药出海取得成效，成为业绩增长第二引擎

国际化方面，公司积极寻求与多种合作伙伴的交流合作，借助国际领先的合作伙伴快速覆盖海外市场，从而实现产品价值的最大化。报告期内，公司将具有自主知识产权的 GLP-1 类创新药 HRS-7535、HRS9531、HRS-4729 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 Kailera Therapeutics 公司，并将自主研发的 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。此外，公司稳步开展创新药国际临床试验。公司目前已有多个项目在美国、欧洲、亚太等国家和地区获得临床试验资格。

投资评级

买入
维持评级

2025 年 03 月 31 日

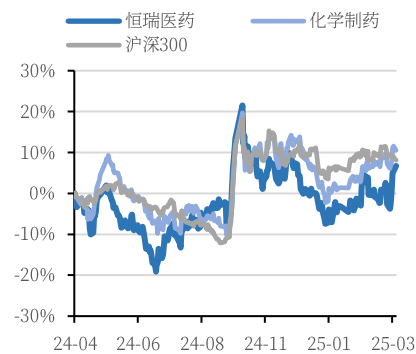
收盘价(元): 49.20

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	6,379.00
总市值(百万)	313,846.91
流通股本(百万股)	6,379.00
流通市值(百万)	313,846.91
12 月最高/最低价(元)	57.53/37.24
资产负债率(%)	8.07
每股净资产(元)	7.14
市盈率(TTM)	49.53
市净率(PB)	6.89
净资产收益率(%)	13.92

股价走势图



作者

李蔚 分析师
SAC 执业证书: S0640523060001
联系电话: 010-59219559
邮箱: liwj@acicsec.com

相关研究报告

中航证券公司点评：恒瑞医药（600276）2024 三季报点评：业绩符合预期，创新药研发顺利推进 —2024-10-31

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

报告期内，3 个 ADC 产品获得美国 FDA 授予快速通道资格（FTD）。自 2018 年以来，公司与全球合作伙伴进行了 13 笔对外许可交易，涉及 16 个分子实体，潜在总交易额约为 140 亿美元，首付款总额约为 6 亿美元。报告期内，公司收到 Merck Healthcare 1.6 亿欧元对外许可首付款以及 Kailera Therapeutic 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，创新药出海已经成为公司业绩增长的第二引擎。

◆ **投资建议：**

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.07 元、1.23 元和 1.42 元，对应的动态市盈率分别为 45.97 倍、40.06 倍、34.73 倍。恒瑞医药作为我国创新药企业龙头，研发管线布局合理、全面，助力公司长期发展；创新药出海已经成为公司业绩增长的第二引擎。维持“买入”评级。

◆ **风险提示：** 药品研发不及预期风险、政策风险、产品销售不及预期风险

中航证券公司点评：恒瑞医药 2024 中期点评：创新产品放量驱动高速增长，股权激励彰显发展信心 —2024-08-26

中航证券公司点评：恒瑞医药 2023 年报 2024Q1 点评：业绩平稳增长，研发稳步推进 —2024-04-25

◆ 财务报表预测：

报表预测		单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
利润表							
营业收入	21,275.27	22,819.78	27,984.61	31,242.59	35,101.07	39,677.58	
减：营业成本	3,486.64	3,525.25	3,848.18	4,290.41	4,615.39	4,996.01	
税金及附加	190.39	219.26	257.88	289.23	324.95	367.31	
主营业务利润	17,598.24	19,075.28	23,878.54	26,662.95	30,160.73	34,314.26	
减：销售费用	7,347.89	7,577.18	8,336.07	9,372.78	10,530.32	11,903.28	
管理费用	2,306.48	2,416.97	2,555.69	2,843.08	3,194.20	3,610.66	
研发费用	4,886.55	4,953.89	6,582.92	7,342.01	8,248.75	9,324.23	
财务费用	-470.87	-478.39	-572.73	-87.85	-103.92	-128.58	
经营性利润	3,528.19	4,605.63	6,976.60	7,192.94	8,291.38	9,604.67	
加：资产减值损失	-146.68	-107.22	-32.54	-132.84	-149.25	-168.71	
信用减值损失	-26.28	17.25	29.00	5.80	6.52	7.37	
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	
投资收益	387.36	-49.16	4.28	114.16	114.16	114.16	
公允价值变动损益	76.50	-58.26	108.63	0.00	0.00	0.00	
资产处置收益	5.47	3.16	5.40	4.68	4.68	4.68	
其他收益	287.40	498.49	399.26	395.05	395.05	395.05	
营业利润	4,111.96	4,909.90	7,490.63	7,579.79	8,662.54	9,957.22	
加：其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业外收入	2.08	3.80	10.45	5.44	5.44	5.44	
减：营业外支出	145.55	246.59	331.39	241.18	241.18	241.18	
利润总额	3,968.49	4,667.11	7,169.69	7,344.06	8,426.80	9,721.49	
减：所得税	153.42	389.29	832.70	583.15	669.12	771.93	
净利润	3,815.07	4,277.82	6,336.99	6,760.91	7,757.68	8,949.56	
减：少数股东损益	-91.23	-24.62	0.47	-66.69	-76.53	-88.29	
归属母公司股东净利润	3,906.30	4,302.44	6,336.53	6,827.60	7,834.21	9,037.85	
资产负债表							
货币资金	15,110.68	20,746.10	24,815.91	26,972.91	33,359.22	40,467.56	
交易性金融资产	2,760.49	99.05	273.34	273.34	273.34	273.34	
应收票据	502.79	325.83	149.87	450.59	506.23	572.24	
应收账款	7,838.68	5,809.08	6,009.60	8,724.50	9,801.98	11,079.97	
预付账款	1,054.79	1,221.08	1,147.24	1,500.51	1,685.83	1,905.63	
其他应收款	562.18	438.25	66.41	499.90	561.64	634.87	
存货	2,450.57	2,314.03	2,417.12	2,842.23	3,057.52	3,309.66	
其他流动资产	653.86	334.05	435.44	634.56	712.93	805.88	
长期股权投资	767.86	694.99	666.35	613.93	561.51	509.08	
金融资产投资	739.71	756.39	1,065.41	1,065.41	1,065.41	1,065.41	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	6,675.74	6,629.47	6,928.16	6,063.07	5,153.91	4,200.68	
无形资产和开发支出	2,200.93	3,376.32	5,029.87	4,724.55	4,312.63	3,794.12	
其他非流动资产	1,036.72	1,039.87	1,130.92	993.60	856.28	856.28	
资产总计	42,355.01	43,784.51	50,135.65	55,359.10	61,908.43	69,474.73	
短期借款	1,260.94	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付票据	280.58	239.91	0.00	212.41	228.50	247.35	
应付账款	1,486.97	1,270.42	1,967.26	1,856.42	1,997.04	2,161.73	
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
合同负债	187.08	198.09	159.79	241.44	271.26	306.63	
其他应付款	412.27	833.00	1,461.90	1,050.34	1,129.90	1,223.08	
长期借款	98.86	75.18	69.04	45.62	23.01	2.45	
其他负债	215.15	134.82	387.41	369.69	372.78	376.45	
负债合计	3,941.85	2,751.42	4,045.39	3,775.92	4,022.50	4,317.68	
股本	6,379.00	6,379.00	6,379.00	6,379.00	6,379.00	6,379.00	
资本公积	3,020.24	3,057.64	3,188.07	3,188.07	3,188.07	3,188.07	
留存收益	28,424.57	31,029.15	35,952.79	41,512.41	47,891.70	55,251.09	
归属母公司股东权益	37,823.81	40,465.80	45,519.86	51,079.48	57,458.77	64,818.17	
少数股东权益	589.35	567.29	570.39	503.69	427.17	338.88	
股东权益合计	38,413.16	41,033.09	46,090.25	51,583.18	57,885.94	65,157.05	
负债和股东权益合计	42,355.01	43,784.51	50,135.65	55,359.10	61,908.43	69,474.73	
投入资本(IC)	29,672.18	28,634.63	31,198.47	35,814.17	37,251.40	39,224.22	
现金流量表							
资本支出	1,929.70	1,564.98	1,749.02	0.00	0.00	-0.00	
自由现金流	1,332.13	5,506.20	4,336.40	2,242.97	6,403.42	7,037.00	
短期借款增加	1,260.94	-1,260.94	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期带息债务增加	-52.73	-23.68	-6.14	-23.42	-22.61	-20.56	
股权筹资额				0.00	0.00	0.00	
支付普通股股利	1,019.87	1,273.77	0.00	1,267.98	1,454.92	1,678.45	
长期投资	2,362.25	2,685.92	35.31	144.50	144.50	144.50	
经营性现金净流量	1,226.49	7,605.55	7,369.01	3,211.37	7,610.74	8,529.59	
投资性现金净流量	390.29	1,222.32	-1,911.99	149.18	149.18	149.18	
筹资性现金净流量	-318.77	-3,144.43	-1,550.59	-1,203.55	-1,373.61	-1,570.43	
现金流量净额	1,378.51	5,695.97	3,913.83	2,157.00	6,386.31	7,108.34	
货币资金的期初余额	13,120.16	14,537.44	20,271.52	24,815.91	26,972.91	33,359.22	
货币资金的期末余额	15,110.68	20,746.10	24,815.91	26,972.91	33,359.22	40,467.56	
企业自由现金流	1,332.13	5,506.20	4,336.40	2,242.97	6,403.42	7,037.00	
权益自由现金流	2,993.01	4,660.06	4,836.47	2,300.42	6,476.48	7,134.81	

资料来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券医药团队: 全面覆盖整个医药板块, 经过多年的沉淀, 建立了比较完善的研究分析体系, 形成了覆盖范围广、见解独到不跟风等特点, 同时与多家医药公司建立了密切的联系, 产业资源丰富。团队获得多项市场化奖项评选, 2015 年, 被《华尔街见闻》评为医药行业最准分析师。2018 年, 获评东方财富中国最佳分析师。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637