

创新发力，国际化快速推进

——恒瑞医药 2024 年报点评

核心观点

- 事件：**公司 2024 年实现营收 279.85 亿元，同比+22.63%，归母净利润 63.37 亿元，同比+47.28%。2024 年单四季度实现营收 77.95 亿元，同比+34.26%，归母净利润 17.17 亿元，同比+107.2%。公司全年业绩表现出色，收入、利润均实现高速增长。同时，公司持续加大研发投入使得创新成果加速转化，2024 年研发费用 65.83 亿元，同比+32.88%。
- 创新成果持续获批，产品长期成长动力充足。**从业绩角度来看，2024 年创新药收入达 138.92 亿元（含税，不含对外许可收入），同比快速增长 30.6%。从上市品种角度看，多个创新药物获批以及新增适应症驱动收入持续增长：富马酸泰吉利定（靶向 MOR，疼痛管理）、夫那奇珠单抗注射液（靶向 IL-17A，治疗强直性脊柱炎）已获批上市；氟唑帕利 2 个新适应症、阿帕替尼的第 4 个适应症、恒格列净的第 2 个适应症相继获批。从在研管线角度看，已有 32 项管线处于临床三期及以后，且覆盖范围从肿瘤领域不断扩展至慢病领域，公司积极对现有产品进行优化升级与迭代创新。
- 稳步推进国际化进程，出海品种已成为业绩增长的重要来源。**公司国际化业务进展顺利：在产品出海方面，3 款 ADC 产品（CD79b ADC、TROP-2 ADC、Nectin-4 ADC）获得美国 FDA 授予快速通道资格；布比卡因、他克莫司、注射用紫杉醇等仿制药也已获得美国 FDA 批准。在对外授权方面，公司已将来自 Merck Healthcare 的 1.6 亿欧元、KaileraTherapeutics 的 1.0 亿美元对外许可首付款确认为收入，进一步推动业绩增长。总的来看，公司通过自研产品境外上市、全球合作开发、对外授权等多种模式开拓国际市场，有望快速增厚业绩。

盈利预测与投资建议

- 我们预计 2025-26 年 EPS 为 1.06/1.17 元（原预测值分别为 1.03/1.21 元），新增预测 2027 年 EPS 为 1.42 元。根据 PE 估值法及可比公司估值水平，给予公司 2025 年 53 倍市盈率，对应目标价为 56.18 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 创新药研发不及预期的风险，创新药销售不及预期的风险，仿制药进入集采的风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,820	27,985	31,684	35,553	40,900
同比增长(%)	7.3%	22.6%	13.2%	12.2%	15.0%
营业利润(百万元)	4,910	7,491	7,808	8,643	10,425
同比增长(%)	19.4%	52.6%	4.2%	10.7%	20.6%
归属母公司净利润(百万元)	4,302	6,337	6,759	7,477	9,060
同比增长(%)	10.1%	47.3%	6.7%	10.6%	21.2%
每股收益(元)	0.67	0.99	1.06	1.17	1.42
毛利率(%)	84.6%	86.2%	84.5%	84.9%	85.4%
净利率(%)	18.9%	22.6%	21.3%	21.0%	22.2%
净资产收益率(%)	11.0%	14.7%	13.8%	13.6%	14.7%
市盈率	72.2	49.0	46.0	41.6	34.3
市净率	7.7	6.8	5.9	5.4	4.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年04月08日）	48.7 元
目标价格	56.18 元
52 周最高价/最低价	57.53/37.06 元
总股本/流通 A 股（万股）	637,900/637,900
A 股市值（百万元）	310,657
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 04 月 08 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.98	6.61	11.83	7.8
相对表现%	0.11	14.05	15.48	4.57
沪深 300%	-6.09	-7.44	-3.65	3.23



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524080006

相关报告

创新成果持续兑现，国际化进程积极推进：——恒瑞医药 24 年三季报点评	2024-10-25
业绩大幅增长，出海快速增厚业绩：——恒瑞医药 24 年中报点评	2024-08-21
GLP-1 产品组合对外授权，创新出海密集兑现	2024-05-20

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2025/4/8	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
贝达药业	300558	46.97	0.83	1.03	1.34	1.68	56.48	45.78	35.18	27.92
海思科	002653	35.53	0.26	0.35	0.54	0.74	134.84	100.54	66.11	47.90
欧林生物	688319	11.33	0.04	0.07	0.13	0.21	262.27	162.79	89.42	54.16
翰森制药	03692	19.01	0.55	0.69	0.63	0.72	34.43	27.63	30.16	26.30
兴齐眼药	300573	98.35	1.38	3.46	5.00	7.21	71.46	28.41	19.65	13.65
奥赛康	002755	16.56	-0.16	0.15	0.20	0.30	-103.50	113.35	81.26	54.71
	调整后平均						75.57	70.57	52.69	38.85

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	20,746	24,816	27,116	31,725	36,422	营业收入	22,820	27,985	31,684	35,553	40,900
应收票据、账款及款项融资	6,135	6,159	9,305	9,275	10,561	营业成本	3,525	3,848	4,909	5,378	5,990
预付账款	1,221	1,147	1,522	1,689	1,861	销售费用	7,577	8,336	9,171	10,308	11,592
存货	2,314	2,417	3,252	3,490	3,873	管理费用	2,417	2,556	2,702	2,857	3,021
其他	871	775	1,081	960	963	研发费用	4,954	6,583	7,333	8,665	10,254
流动资产合计	31,287	35,315	42,276	47,139	53,680	财务费用	(478)	(573)	(258)	(293)	(340)
长期股权投资	695	666	710	690	689	资产、信用减值损失	90	4	89	61	51
固定资产	5,451	5,132	5,045	5,045	5,109	公允价值变动收益	(58)	109	42	31	61
在建工程	1,101	1,688	2,566	3,351	4,096	投资净收益	(49)	4	(79)	(67)	1
无形资产	884	1,192	1,391	1,581	1,760	其他	282	147	106	103	34
其他	4,366	6,143	4,550	4,807	4,887	营业利润	4,910	7,491	7,808	8,643	10,425
非流动资产合计	12,497	14,821	14,262	15,474	16,541	营业外收入	4	10	5	7	7
资产总计	43,785	50,136	56,538	62,613	70,221	营业外支出	247	331	241	273	282
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	4,667	7,170	7,572	8,376	10,151
应付票据及应付账款	1,510	1,967	2,367	2,549	2,930	所得税	389	833	879	973	1,179
其他	1,043	1,666	1,170	1,354	1,458	净利润	4,278	6,337	6,693	7,404	8,972
流动负债合计	2,554	3,634	3,537	3,903	4,388	少数股东损益	(25)	0	(66)	(73)	(89)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	4,302	6,337	6,759	7,477	9,060
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.67	0.99	1.06	1.17	1.42
其他	198	412	269	274	287	主要财务比率					
非流动负债合计	198	412	269	274	287		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	2,751	4,045	3,806	4,178	4,675	成长能力					
少数股东权益	567	570	504	431	343	营业收入	7.3%	22.6%	13.2%	12.2%	15.0%
实收资本（或股本）	6,379	6,379	6,379	6,379	6,379	营业利润	19.4%	52.6%	4.2%	10.7%	20.6%
资本公积	1,966	1,959	3,188	3,188	3,188	归属于母公司净利润	10.1%	47.3%	6.7%	10.6%	21.2%
留存收益	32,102	37,164	42,648	48,420	55,620	获利能力					
其他	19	17	13	16	16	毛利率	84.6%	86.2%	84.5%	84.9%	85.4%
股东权益合计	41,033	46,090	52,732	58,435	65,546	净利率	18.9%	22.6%	21.3%	21.0%	22.2%
负债和股东权益总计	43,785	50,136	56,538	62,613	70,221	ROE	11.0%	14.7%	13.8%	13.6%	14.7%
现金流量表						ROIC	10.1%	14.0%	13.5%	13.3%	14.4%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	4,278	6,337	6,693	7,404	8,972	资产负债率	6.3%	8.1%	6.7%	6.7%	6.7%
折旧摊销	657	737	670	737	812	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(478)	(573)	(258)	(293)	(340)	流动比率	12.25	9.72	11.95	12.08	12.23
投资损失	49	(4)	79	67	(1)	速动比率	11.33	9.05	11.03	11.18	11.35
营运资金变动	2,789	1,296	(4,903)	107	(1,365)	营运能力					
其它	349	(370)	153	(39)	(48)	应收账款周转率	4.1	5.5	5.2	4.9	5.2
经营活动现金流	7,644	7,423	2,433	7,983	8,030	存货周转率	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6
资本支出	(835)	(1,089)	(1,577)	(1,622)	(1,712)	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
长期投资	73	29	(43)	19	2	每股指标（元）					
其他	1,984	(851)	1,303	(366)	(108)	每股收益	0.67	0.99	1.06	1.17	1.42
投资活动现金流	1,222	(1,912)	(317)	(1,969)	(1,818)	每股经营现金流	1.20	1.16	0.38	1.25	1.26
债权融资	0	41	(27)	5	6	每股净资产	6.34	7.14	8.19	9.09	10.22
股权融资	(656)	(6)	1,229	0	0	估值比率					
其他	(2,488)	(1,585)	(1,017)	(1,411)	(1,520)	市盈率	72.2	49.0	46.0	41.6	34.3
筹资活动现金流	(3,144)	(1,551)	184	(1,406)	(1,514)	市净率	7.7	6.8	5.9	5.4	4.8
汇率变动影响	13	7	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	55.9	37.2	34.6	31.3	26.1
现金净增加额	5,734	3,968	2,300	4,609	4,697	EV/EBIT	64.2	41.1	37.7	34.1	28.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。