

2025 年 4 月 8 日

创新转型兑现，海外 BD 贡献新增长点

恒瑞医药(600276)

事件概述

公司发布 2024 年年报：公司 2024 实现营业收入 279.85 亿元 (+22.63%)、归母净利润 63.37 亿元 (+47.28%)、扣非归母净利润 61.78 亿元 (+49.18%)。

► 创新成果持续获批，临床价值凸显

根据公司 2024 年年报，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），实现了同比 30.60% 的增长。报告期内公司 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 款新分子实体药物（1 类创新药）、4 款其他创新药（2 类新药）。我们认为随着公司持续加大创新力度，维持较高的研发投入，未来创新药收入将进一步贡献业绩增量。

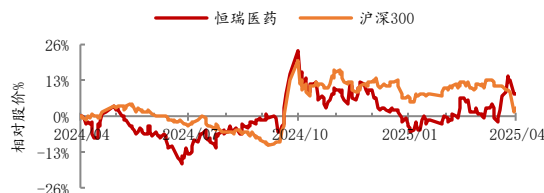
► BD 出海取得成效，成为业绩增长的第二引擎

根据公司 2024 年年报，公司收到 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，并确认为收入，进一步推动经营业绩指标增长。公司以全球化的视野积极探索与跨国制药企业、创新型初创公司、创新投资基金、区域性领先药企等多种合作伙伴的交流合作，寻求与全球领先医药企业的合作机会，实现研发成果的快速转化，借助国际领先的合作伙伴覆盖海外市场，加速融入全球药物创新网络，实现产品价值最大化。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。根据协议条款，Kailera Therapeutics 公司需向公司支付首付款和近期里程碑款总计 1.1 亿美元，临床开发及监管里程碑款累计不超过 2 亿美元，销售里程碑款累计不超过 57.25 亿美元，及达到实际年净销售额低个位数至低两位数比例的销售提成。作为对外许可交易对价一部分，公司将取得美国 Kailera Therapeutics 公司 19.9% 的股权。此外，公司还将自主研发的 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。根据协议条款，IDEAYA Biosciences 公司需向公司支付 7500 万美元首付款，研发里程碑款累计不超过 2 亿美元，销售里程碑款累计不超过 7.7 亿美元，及达到实际年净销售额一到两位数比例的销售提成。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：48.70

股票代码：600276
52 周最高价/最低价：57.53/37.06
总市值(亿)：3107
自由流通市值(亿)：3107
自由流通股数(百万)：6,379.00



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话：

相关研究

- 【华西医药】恒瑞医药（600276）2024 年三季报点评：业绩符合预期，创新药管线稳步推进
2024. 10. 31
- 【华西医药】恒瑞医药（600276）2024 年半年报点评：业绩符合预期，创新药收入快速增长
2024. 08. 27
- 【华西医药】恒瑞医药（600276）2023 年报及一季报点评：业绩符合预期，创新药逐步兑现
2024. 04. 21
- 【华西医药】恒瑞医药（600276）2023 年三季报点评：业绩符合预期，稳步推进国际化战略
2023. 10. 26
- 【华西医药】恒瑞医药（600276）2023 年半年报点评：业绩恢复增长，加速创新药与国际化布局
2023. 08. 21

投资建议

调整公司 2025-2026 年部分盈利预测，同时新增 2027 年盈利预测，即公司 2025-2027 年营业收入分别为 310/350/395 亿元（前值为 310/350/X 亿元），调整 2025-2027 年 EPS 分别为 1.09/1.25/1.44 元（前值为 1.04/1.20/X 元），对应 2025 年 4 月 8 日 48.70 元/股收盘价，PE 分别为 45/39/34 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

创新药海内外临床进度低于预期、国际化进程不及预期风险、仿制药集采降价风险

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,820	27,985	30,985	35,031	39,488
YoY (%)	7.3%	22.6%	10.7%	13.1%	12.7%
归母净利润(百万元)	4,302	6,337	6,961	7,990	9,212
YoY (%)	10.1%	47.3%	9.8%	14.8%	15.3%
毛利率 (%)	84.6%	86.2%	88.5%	88.1%	88.0%
每股收益 (元)	0.68	1.00	1.09	1.25	1.44
ROE	10.6%	13.9%	13.3%	13.2%	13.2%
市盈率	71.62	48.70	44.63	38.88	33.72

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,985	30,985	35,031	39,488	净利润	6,337	6,892	7,911	9,121
YoY (%)	22. 6%	10. 7%	13. 1%	12. 7%	折旧和摊销	871	2,122	2,232	2,321
营业成本	3,848	3,571	4,183	4,729	营运资金变动	369	-2,415	-169	-570
营业税金及附加	258	341	413	474	经营活动现金流	7,423	6,224	9,780	10,636
销售费用	8,336	10,519	11,788	13,122	资本开支	-1,947	-1,197	-1,151	-1,247
管理费用	2,556	3,083	3,738	4,186	投资	-17	-20	-50	-70
财务费用	-573	-119	-432	-519	投资活动现金流	-1,912	-802	-981	-1,072
研发费用	6,583	6,848	7,181	7,988	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-33	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	4	465	280	316	筹资活动现金流	-1,551	0	0	0
营业利润	7,491	7,449	8,717	10,140	现金净流量	3,968	5,422	8,799	9,564
营业外收支	-321	-94	-90	-84	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	7,170	7,355	8,627	10,056	成长能力				
所得税	833	463	716	935	营业收入增长率	22. 6%	10. 7%	13. 1%	12. 7%
净利润	6,337	6,892	7,911	9,121	净利润增长率	47. 3%	9. 8%	14. 8%	15. 3%
归属于母公司净利润	6,337	6,961	7,990	9,212	盈利能力				
YoY (%)	47. 3%	9. 8%	14. 8%	15. 3%	毛利率	86. 2%	88. 5%	88. 1%	88. 0%
每股收益	1. 00	1. 09	1. 25	1. 44	净利率	22. 6%	22. 2%	22. 6%	23. 1%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	12. 6%	12. 4%	12. 3%	12. 4%
货币资金	24,816	30,238	39,037	48,602	净资产收益率 ROE	13. 9%	13. 3%	13. 2%	13. 2%
预付款项	1,147	1,127	1,339	1,472	偿债能力				
存货	2,417	2,365	2,715	3,058	流动比率	9. 72	14. 68	14. 83	15. 32
其他流动资产	6,935	8,677	8,902	9,585	速动比率	8. 74	13. 47	13. 68	14. 21
流动资产合计	35,315	42,407	51,993	62,717	现金比率	6. 83	10. 47	11. 14	11. 87
长期股权投资	666	686	736	806	资产负债率	8. 1%	5. 9%	6. 0%	6. 0%
固定资产	5,132	3,624	1,918	115	经营效率				
无形资产	1,192	1,529	1,851	2,180	总资产周转率	0. 56	0. 55	0. 54	0. 53
非流动资产合计	14,821	13,875	12,818	11,804	每股指标（元）				
资产合计	50,136	56,282	64,810	74,521	每股收益	1. 00	1. 09	1. 25	1. 44
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7. 14	8. 23	9. 48	10. 92
应付账款及票据	1,967	1,722	1,983	2,313	每股经营现金流	1. 16	0. 98	1. 53	1. 67
其他流动负债	1,666	1,167	1,523	1,782	每股股利	0. 00	0. 00	0. 00	0. 00
流动负债合计	3,634	2,889	3,505	4,095	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	48. 70	44. 63	38. 88	33. 72
其他长期负债	412	412	412	412	PB	6. 43	5. 92	5. 14	4. 46
非流动负债合计	412	412	412	412					
负债合计	4,045	3,300	3,917	4,507					
股本	6,379	6,379	6,379	6,379					
少数股东权益	570	501	422	331					
股东权益合计	46,090	52,982	60,893	70,014					
负债和股东权益合计	50,136	56,282	64,810	74,521					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。