

恒瑞医药(600276)

报告日期: 2025 年 04 月 16 日

创新药加速增长，国际化持续兑现

——恒瑞医药 2024 年报业绩点评

投资要点

□ 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），同比增长达到 30.60%，创新药收入 YOY 加速增长。我们看好公司 2025 年开始创新+国际化加速，CDK4/6、PD-L1、海曲泊帕、JAK、HER2 ADC、IL-4R、GLP-1 等大单品/适应症陆续商业化，驱动公司进入收入增长新一轮加速期。

□ 业绩：主业稳健，许可收入弹性突出

公司披露 2024 年业绩：实现收入 279.85 亿元（YOY22.63%），归母净利润 63.37 亿元（YOY47.28%），扣非净利润 61.78 亿元（YOY49.18%）。季度看 24Q4 实现收入 77.95 亿元（YOY34.26%），归母净利润 17.17 亿元（YOY107.20%），扣非净利润 15.62 亿元（YOY99.94%）。

公司年报披露 2024 年许可收入 27.00 亿元（包括收到 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），我们计算得到扣除许可收入公司 2024 年收入 YOY10.80%。

□ 业务拆分：创新药加速增长，国际化持续兑现

创新药：加速增长，新产品/适应症商业化乐观。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），同比增长达到 30.60%（2023 年创新药销售收入 YOY 为 23.50%）。2024 年公司 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）。丰富的创新药商业化品种持续放量，为公司创新药板块收入持续快速增长奠定基础。公司年报披露：2025-2027 年预计获批上市创新产品及适应症约 47 项，2025 年预计上市项目 11 项、2026 年预计上市项目 13 项、2027 年预计上市项目 23 项，奠定公司创新药业绩快速增长基础。我们看好创新药产品/适应症加速商业化，驱动公司创新药收入持续维持高增长。

国际化：创新产品国际化价值望持续兑现，打开估值空间。2025 年 3 月公司公告：与默沙东达成协议，将 Lp(a) 口服小分子项目 HRS-5346 有偿许可给 MSD，默沙东将向恒瑞支付 2 亿美元的首付款，以及最高可达 17.7 亿美元里程碑付款。4 月公告与 Merck KGaA 达成协议，将 SHR7280 口服 GnRH 受体拮抗剂项目有偿许可给 Merck KGaA。我们认为 CLDN18.2 ADC、GLP-1 产品组合、Lp(a) 的海外授权 deal 充分验证公司管线创新价值，伴随着更多的创新产品临床验证，我们看好公司国际化合作授权收入持续兑现，并带来估值重塑。

仿制药：集采下有所下滑，海外弹性值得期待。我们在整体收入基础上扣除创新药收入（138.92 亿元）和许可收入（27 亿元）得到 2024 年仿制药收入体量在 113.93 亿元（YOY 其中海外仿制药收入在 7.16 亿元），扣除海外仿制药收入国内仿制药收入绝对值约 107 亿元（YOY-7.7%，2023 年基数未考虑许可收入影响），如公司年报披露“尽管布比卡因脂质体、昂丹司琼口服膜等首仿产品纳入医保后取得了较快的收入增长，但仿制药集采对业绩仍然造成一定程度的压力。纳入第九批国家集采的注射用醋酸卡泊芬净、纳入地方集采的吸入用七氟烷和盐酸罂粟碱注射液报告期内销售额同比共减少 8.44 亿元”。

□ 盈利能力：许可收入驱动净利率显著提升，研发保持高强度

2024Q4 净利率 22.07%（同比+7.83pct），其中销售费用率 28.57%（同比-8.78pct），管理费用率 8.74%（同比-4.02pct），研发费用率 26.09%（同比+4.93pct），财务费用率同比+0.24pct。2024 年公司研发投入达到历史新高的 82.28 亿元，更多重磅产品陆续进入临床中后期，支撑公司更长维度创新药快速增长。

投资评级：买入(维持)

分析师：郭双喜

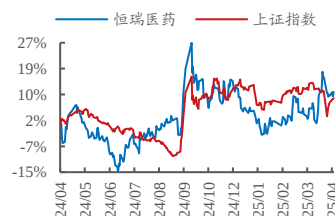
执业证书号：S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 48.90
总市值(百万元)	311,933.21
总股本(百万股)	6,379.00

股票走势图



相关报告

1 《创新&国际化，双驱加速拐点》2024.12.24

□ 盈利预测与估值

我们预计 2025-2027 年公司 EPS 为 1.13、1.32 和 1.56 元，2025 年 4 月 16 日收盘价对应 2025 年 PE 为 43 倍。我们看好公司 2025 年开始创新+国际化加速，CDK4/6、PD-L1、海曲泊帕、JAK、HER2 ADC、IL-4R、GLP-1 等大单品/适应症陆续商业化，驱动公司进入收入增长新一轮加速期，维持“买入”评级。

□ 风险提示

产品临床开发失败风险、销售不及预期风险、医保谈判价格降幅超预期风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27984.61	31607.83	35843.50	41497.03
(+/-) (%)	22.63%	12.95%	13.40%	15.77%
归母净利润	6336.53	7220.67	8443.58	9958.89
(+/-) (%)	47.28%	13.95%	16.94%	17.95%
每股收益(元)	0.99	1.13	1.32	1.56
P/E	49.23	43.20	36.94	31.32

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	35,315	42,786	51,796	62,519
现金	24,816	30,648	38,589	50,380
交易性金融资产	273	363	443	543
应收账款	5,065	6,623	7,348	8,200
其它应收款	66	351	299	0
预付账款	1,147	1,707	1,864	0
存货	2,417	2,608	2,718	2,810
其他	1,530	485	535	585
非流动资产	14,821	14,658	14,316	13,822
金融资产类	1,065	1,065	1,065	1,065
长期投资	666	646	626	606
固定资产	5,132	4,799	4,357	3,813
无形资产	1,192	1,362	1,482	1,552
在建工程	1,688	1,768	1,828	1,888
其他	5,077	5,017	4,957	4,897
资产总计	50,136	57,443	66,112	76,340
流动负债	3,634	3,899	4,134	4,412
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,967	2,134	2,200	2,305
预收账款	0	0	0	0
其他	1,666	1,766	1,933	2,107
非流动负债	412	392	392	392
长期借款	0	0	0	0
其他	412	392	392	392
负债合计	4,045	4,291	4,526	4,804
少数股东权益	570	571	572	573
归属母公司股东权益	45,520	52,581	61,015	70,964
负债和股东权益	50,136	57,443	66,112	76,340

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,423	7,044	8,865	12,633
净利润	6,337	7,221	8,444	9,960
折旧摊销	871	713	722	724
财务费用	(2)	3	2	0
投资损失	(24)	(5)	(5)	(6)
营运资金变动	369	(1,273)	(745)	1,457
其它	(129)	384	447	498
投资活动现金流	(1,912)	(1,039)	(921)	(842)
资本支出	(1,947)	(994)	(877)	(798)
长期投资	(17)	(80)	(80)	(80)
其他	53	35	35	36
筹资活动现金流	(1,551)	(180)	(2)	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1,551)	(180)	(2)	0
现金净增加额	3,968	5,832	7,941	11,791

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,985	31,608	35,844	41,497
营业成本	3,848	4,267	4,660	5,187
营业税金及附加	258	284	323	373
营业费用	8,336	9,166	10,395	12,449
管理费用	2,556	2,845	3,226	3,527
研发费用	6,583	7,428	8,352	9,544
财务费用	(573)	(493)	(611)	(772)
资产减值损失	(33)	10	10	10
公允价值变动损益	109	(10)	(20)	0
投资净收益	4	5	5	6
其他经营收益	399	474	538	622
营业利润	7,491	8,606	10,050	11,845
营业外收支	(321)	(400)	(454)	(526)
利润总额	7,170	8,206	9,596	11,318
所得税	833	985	1,152	1,358
净利润	6,337	7,221	8,444	9,960
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	6,337	7,221	8,444	9,959
EBITDA	7,670	8,426	9,707	11,270
EPS (最新摊薄)	0.99	1.13	1.32	1.56

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	22.63%	12.95%	13.40%	15.77%
营业利润	52.56%	14.89%	16.78%	17.86%
归属母公司净利润	47.28%	13.95%	16.94%	17.95%
获利能力				
毛利率	86.25%	86.50%	87.00%	87.50%
净利率	22.64%	22.84%	23.56%	24.00%
ROE	13.92%	13.73%	13.84%	14.03%
ROIC	13.01%	12.75%	12.82%	12.96%
偿债能力				
资产负债率	8.07%	7.47%	6.85%	6.29%
净负债比率	-53.60%	-57.49%	-62.51%	-70.30%
流动比率	9.72	10.97	12.53	14.17
速动比率	8.62	9.74	11.29	13.40
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.59	0.58	0.58
应收账款周转率	5.54	6.20	6.42	6.64
应付账款周转率	2.38	2.08	2.15	2.30
每股指标(元)				
每股收益	0.99	1.13	1.32	1.56
每股经营现金	1.16	1.10	1.39	1.98
每股净资产	7.14	8.24	9.56	11.12
估值比率				
P/E	49.23	43.20	36.94	31.32
P/B	6.85	5.93	5.11	4.40
EV/EBITDA	34.95	33.39	28.17	23.21

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>