



买入(维持)

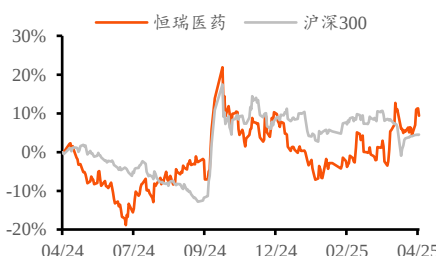
行业：医药生物
日期：2025年04月29日

分析师：彭波
E-mail: pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524100001
分析师：陈灿
E-mail: chencan2@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760525010002

基本数据

04月25日收盘价(元) 50.27
12mthA股价格区间(元) 37.24-57.53
总股本(百万股) 6,379.00
无限售A股/总股本 99.92%
流通市值(亿元) 3,204.31

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《创新药收入稳健增长，研发投入持续增加》

——2025年04月12日

利润实现高增，对外授权持续贡献

——恒瑞医药（600276.SH）2025年一季度报点评

事件

公司发布2025年一季度报，一季度实现营业收入72.06亿元(+20.14%)、归母净利润18.74亿元(+36.90%)、扣非归母净利润18.63亿元(+29.35%)。

核心观点

对外许可持续贡献，出海成为业绩增长的第二引擎

根据公司一季报，一季度收入利润实现快速增长，主要是收到IDEAYA引进DLL3 ADC药物SHR-4849支付的7500万美元的首付款，若扣除该部分贡献（按2025年一季度美元兑人民币汇率均值换算），计算Q1收入增速约为11%，参考公司2024年年报，我们预计增长仍主要由创新药增长带动。

创新药出海已成为公司业绩增长的第二引擎，2025年3月公司将Lp(a)口服小分子抑制剂HRS-5346授权给默沙东、获得2亿美元首付款；2025年4月公司将新型口服小分子非肽类GnRH受体拮抗剂SHR7280授权给Merck、获得1500万欧元首付款。

研发费用快速增长，净利率提升较多

2025年一季度公司整体毛利率85.17%，若不考虑对外许可首付款收入则约为84%左右，同比略降；不考虑许可收入的期间费用率合计约为60%，同比提升约3pct，主要由研发费用增加所致，2025Q1研发费用同比增长25.66%。一季度归母净利率为26.01%(+3.18pct)，预计主要是首付款贡献。

盈利预测与投资建议

维持此前盈利预测，25/26/27年收入分别为310.0/353.2/398.5亿元，同比增长10.8%/13.9%/12.8%；归母净利润为69.9/79.3/90.8亿元，同比增长10.3%/13.5%/14.4%，对应PE分别46/40/35倍。公司为根植中国、全球领先的创新型制药企业，已形成行业领先且高度差异化的创新产品矩阵，考虑公司多款产品具有成为重磅药物的潜力，目前PE处于近十年以来偏低水平，维持“买入”评级。

风险提示

产品销售不及预期；新药临床进度不及预期；新药临床数据不及预期。

盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,985	30,997	35,319	39,853
年增长率(%)	22.6%	10.8%	13.9%	12.8%
归属于母公司的净利润	6,337	6,990	7,931	9,075
年增长率(%)	47.3%	10.3%	13.5%	14.4%
每股收益(元)	1.00	1.10	1.24	1.42
市盈率(X)	45.90	45.88	40.43	35.34
净资产收益率(%)	13.9%	13.7%	13.8%	14.0%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025年04月25日收盘价）

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	31,287	35,315	40,561	47,135	54,725
货币资金	20,746	24,816	29,481	35,474	42,096
应收及预付	6,741	6,212	6,206	6,095	6,334
存货	2,314	2,417	2,698	3,030	3,389
其他流动资产	1,486	1,870	2,176	2,537	2,907
非流动资产	12,497	14,821	15,459	15,761	16,004
长期股权投资	695	666	626	596	576
固定资产	5,451	5,132	5,067	4,905	4,694
在建工程	1,101	1,688	1,774	1,848	1,911
无形资产	884	1,192	1,489	1,766	2,023
其他长期资产	4,366	6,143	6,503	6,645	6,800
资产总计	43,785	50,136	56,020	62,896	70,729
流动负债	2,554	3,634	4,055	4,561	5,105
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,510	1,967	2,196	2,466	2,758
其他流动负债	1,043	1,666	1,859	2,095	2,347
非流动负债	198	412	376	366	356
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	198	412	376	366	356
负债合计	2,751	4,045	4,432	4,927	5,462
股本	6,379	6,379	6,379	6,379	6,379
资本公积	3,058	3,188	3,188	3,188	3,188
留存收益	32,102	37,164	42,817	49,196	56,495
归属母公司股东权益	40,466	45,520	51,018	57,397	64,696
少数股东权益	567	570	571	571	572
负债和股东权益	43,785	50,136	56,020	62,896	70,729

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,820	27,985	30,997	35,319	39,853
营业成本	3,525	3,848	4,295	4,823	5,395
营业税金及附加	219	258	286	325	367
销售费用	7,577	8,336	9,454	10,772	11,956
管理费用	2,417	2,556	3,100	3,532	3,985
研发费用	4,954	6,583	6,974	8,123	9,365
财务费用	-478	-573	-620	-737	-887
资产减值损失	-107	-33	-40	-45	-50
公允价值变动收益	-58	109	60	60	60
投资净收益	-49	4	5	5	6
营业利润	4,910	7,491	8,017	9,051	10,308
营业外收支	-243	-321	-335	-335	-335
利润总额	4,667	7,170	7,682	8,716	9,973
所得税	389	833	691	784	898
净利润	4,278	6,337	6,990	7,931	9,076
少数股东损益	-25	0	1	1	1
归属母公司净利润	4,302	6,337	6,990	7,931	9,075
EBITDA	5,400	7,670	7,945	8,950	10,127
EPS (元)	0.68	1.00	1.10	1.24	1.42

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,644	7,423	8,080	9,256	10,124
净利润	4,278	6,337	6,990	7,931	9,076
折旧摊销	794	871	884	972	1,040
营运资金变动	2,536	369	-9	85	-259
其它	36	-154	215	268	266
投资活动现金流	1,222	-1,912	-1,869	-1,656	-1,665
资本支出	-1,464	-1,947	-1,632	-1,468	-1,467
投资变动	2,590	-17	-110	-120	-130
其他	96	53	-127	-68	-67
筹资活动现金流	-3,144	-1,551	-1,576	-1,606	-1,837
银行借款	-1,261	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1,883	-1,551	-1,576	-1,606	-1,837
现金净增加额	5,734	3,968	4,665	5,993	6,622
期初现金余额	14,537	20,272	24,239	28,904	34,897
期末现金余额	20,272	24,239	28,904	34,897	41,519

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	7.3%	22.6%	10.8%	13.9%	12.8%
营业利润增长	19.4%	52.6%	7.0%	12.9%	13.9%
归母净利润增长	10.1%	47.3%	10.3%	13.5%	14.4%
获利能力					
毛利率	84.6%	86.2%	86.1%	86.3%	86.5%
净利率	18.7%	22.6%	22.6%	22.5%	22.8%
ROE	10.6%	13.9%	13.7%	13.8%	14.0%
ROIC	10.3%	13.0%	12.4%	12.5%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	6.3%	8.1%	7.9%	7.8%	7.7%
净负债比率	-50.4%	-53.6%	-56.9%	-61.0%	-64.4%
流动比率	12.25	9.72	10.00	10.33	10.72
速动比率	10.74	8.62	8.89	9.21	9.60
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.60	0.58	0.59	0.60
应收账款周转率	4.12	5.54	6.40	7.63	8.82
存货周转率	1.48	1.63	1.68	1.68	1.68
每股指标 (元)					
每股收益	0.68	1.00	1.10	1.24	1.42
每股经营现金流	1.20	1.16	1.27	1.45	1.59
每股净资产	6.34	7.14	8.00	9.00	10.14
估值比率					
P/E	66.51	45.90	45.88	40.43	35.34
P/B	7.13	6.43	6.29	5.59	4.96
EV/EBITDA	49.60	34.95	36.66	31.87	27.52

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。