

2025 年 05 月 08 日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

64

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2025/5/7)	51.56		
上证指数(2025/5/7)	3352.00		
股价 12 个月高/低	57.53/37.06		
总发行股数(百万)	6379.00		
A 股数(百万)	6379.00		
A 市值(亿元)	3289.01		
主要股东	江苏恒瑞医药集团有限公司 (24.11%)		
每股净值(元)	7.37		
股价/账面净值	7.00		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.0	16.7	9.9

近期评等

日期	收盘价	评级
2025-04-01	49.2	买进

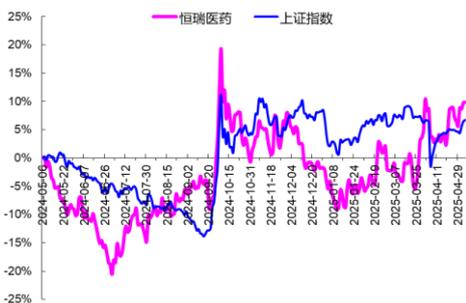
产品组合

抗肿瘤	52.1%
神经科学	15.3%
造影剂	9.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.1%
一般法人	68.1%

股价相对大盘走势



恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买进

创新出海交易增厚利润，25Q1 净利 YOY+37%

结论及建议：

- **公司业绩：**公司发布一季报，25Q1 营收 72.1 亿元，YOY+20.1%，录得归母净利润 18.7 亿元，YOY+36.9%，扣非后净利 18.6 亿元，YOY+29.4%，公司业绩符合预期。
- **出海 BD 交易增厚利润，近期再成 2 单：**公司 Q1 净利高速增长主要是收到 IDEAYA 针对靶向 DLL3 的 ADC (SHR-4849) 给出的 7500 万美元的对外许可首付款，剔除后我们估计主业营收增长约 11%，净利端同比小幅下降。公司 BD 授权项目继续开花，2025 年 3 月将在研的脂蛋白 (a) [Lp (a)] 口服小分子项目 (HRS-5346，目前处于国内 II 期临床阶段) 海外权益授权给默沙东，后续将可获得 2 亿美元的首付款。此外 4 月还将新型口服小分子非肽类 GnRH 受体拮抗剂 (SHR-7280) 授权给德国默克，后续将可获得 1500 万欧元的首付款。公司创新药出海成效显著，将成为公司业绩增长的新动力。
- **毛利率提升，费用率下降：**受益于 BD 首付款计入营收，公司 25Q1 毛利率同比增加 0.9 个百分点至 85.2%，期间费用率同比下降 1.3 个百分点至 55.6%。
- **创新产品管线丰富，关注 ASCO 会议中的成果展示：**公司 2024 年有 26 个自主研发的创新分子进入临床阶段，药物类型包括小分子化药、抗体、ADC，涉及肿瘤、自免、呼吸、代谢、心血管和影像等多个疾病治疗领域，公司研发体系在继续深耕肿瘤领域的同时不断扩大慢病产品管线多元化覆盖，产品管线丰富。2025 年美国临床肿瘤学会 (ASCO) 年会即将举办，15 款创新药共 67 项肿瘤领域研究成果成功入选，其中 9 项研究成果入选口头报告和快速口头报告，国际影响力将持续得到增强。
- **盈利预计及投资建议：**公司创新药增长较好，创新管线出海交易不断落地，研发实力获得认可，公司未来三年预计将有 47 个创新产品及适应症获批上市，将持续推动公司业绩增长。我们预计公司 2025-2027 年净利润 69.8 亿元、87.5 亿元、104 亿元，YOY+10.2%、+25.3%、+18.9%，EPS 分别为 1.09 元、1.37 元、1.63 元(暂未考虑公司筹划发行 H 股上市的影响，H 股发行近期已获得中国证监会备案及港交所聆讯，核准发行不超过 8.15 亿股 H 股)，对应 PE 分别为 47X、38X、32X，维持“买进”的投资评级。
- **风险提示：**新药研发进度及销售不及预期，授权兑现不及预期，汇兑损益风险

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4302	6337	6982	8746	10400
同比增减	%	10.14	47.28	10.18	25.26	18.92
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.68	1.00	1.09	1.37	1.63
同比增减	%	11.48	47.06	9.45	25.26	18.92
市盈率(P/E)	X	75.82	51.56	47.11	37.61	31.62
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.22	0.27	0.33
股息率 (Yield)	%	0.39	0.39	0.42	0.53	0.63

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	22820	27985	32534	38509	45354
经营成本	3525	3848	4674	4674	5576
营业税金及附加	219	258	325	385	454
销售费用	7577	8336	9598	11360	13379
管理费用	2417	2556	2928	3466	4082
财务费用	-478	-573	-651	-770	-907
资产减值损失			15	15	15
投资收益	-49	4	10	10	10
营业利润	4910	7491	8010	10147	12016
营业外收入	4	10	35	35	35
营业外支出	247	331	200	300	300
利润总额	4667	7170	7845	9882	11751
所得税	389	833	863	1136	1351
少数股东损益	-25	0	0	0	0
归母净利润	4302	6337	6982	8746	10400

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	20746	24816	30098	36874	44273
存货净额	5194	4915	5161	5677	6244
应收帐款净额	2314	2417	2538	2741	2960
流动资产合计	31287	35315	39906	46291	54160
长期投资净额	695	666	700	735	771
固定资产合计	5451	5132	5286	5445	5608
无形资产及其他资产合计	1101	1688	1941	2232	2567
资产总计	12497	14821	17488	20636	24351
流动负债合计	43785	50136	57394	66927	78511
长期负债合计	2554	3634	4360	5232	6279
负债合计	198	412	453	498	548
少数股东权益	2751	4045	4813	5731	6827
股东权益合计	567	570	573	576	579
负债和股东权益总计	40466	45520	52008	60620	71105

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动所得现金净额	7644	7423	7,680	9,620	10,712
投资活动所用现金净额	1222	-1912	-1050	-1022	-1210
融资活动所得现金净额	-3144	-1551	-1563	-2033	-2311
现金及现金等价物净增加额	5734	3968	5067	6565	7191

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证|@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证|@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。