

公司研究

与 GSK 达成重大合作，打开国际化市场销售空间

——恒瑞医药（600276.SH）公告点评

要点

事件：2025年7月28日，恒瑞医药发布公告，与全球知名生物制药公司 GlaxoSmithKline (GSK) 达成一项重大合作协议。根据协议，恒瑞将 HRS-9821 的全球独家权利（不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区）和至多 11 个项目的全球独家许可的独家选择权（不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区）有偿许可给 GSK。

点评：

首付金额高，整包价值巨大：在此次合作中，GSK 将向恒瑞支付 5 亿美元的首付款。若所有项目均获得行使选择权且所有里程碑均达成，恒瑞将有资格获得未来基于成功开发、注册和销售里程碑付款的潜在总金额约 120 亿美元。此外，恒瑞还将有权向 GSK 收取相应的分梯度的销售提成（不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区）。在今年创新药 BD 出海热潮中，这一合作里程碑付款潜在总金额价值较大，进一步验证公司的创新研发能力得到国际认可。

借国际巨头出海，打开全球销售市场：本次协议中，GSK 获得除 HRS-9821 外至多 11 个项目的许可选择权，可以看做恒瑞医药与 GSK 达成一揽子协议，借助 GSK 海外销售能力实现产品出海。截至 2024 年底，公司在中国有 19 款创新药已获批上市，并有 90 多个产品处于临床开发阶段。若 GSK 完全行使 11 项选择权，意味着恒瑞医药将新增约 1/10 的创新药管线出海，巩固公司作为国内创新药龙头企业的地位，也进一步提升公司出海销售预期，提升公司市值。

盈利预测、估值与评级：公司是我国创新药龙头企业，持续投入创新药研发。考虑到本次合作带来的巨额首付款及未来潜在里程碑付款，以及公司进行港股发售筹得资金款项，有望减轻公司债务水平，加速公司临床管线推进，上调 25-27 年归母净利润为 83.3/90.1/101.9 亿元（分别上调 22.7%/12.5%/11.2%），当前股价对应 PE 分别为 45/42/37 倍，维持“增持”评级。

风险提示：创新药研发失败的风险；销售低于预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,820	27,985	34,446	37,150	41,259
营业收入增长率	7.26%	22.63%	23.09%	7.85%	11.06%
净利润(百万元)	4,302	6,337	8,334	9,010	10,185
净利润增长率	10.14%	47.28%	31.52%	8.12%	13.03%
EPS(元)	0.67	0.99	1.26	1.36	1.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.63%	13.92%	13.26%	12.84%	12.97%
P/E	84	57	45	42	37
P/B	8.9	7.9	6.0	5.3	4.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-07-25

增持（维持）

当前价：56.40 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004
021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：叶思奥

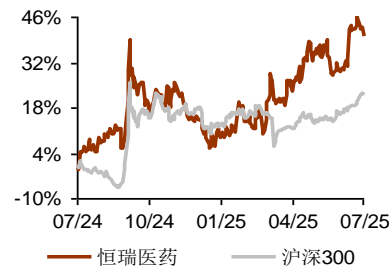
执业证书编号：S0930523050003
021-52523837

yesa@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	66.37
总市值(亿元)	3743.38
一年最低/最高(元)	39.48/62.04
近 3 月换手率	45.78%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.46	15.24	31.80
绝对	19.54	24.60	53.78

资料来源：Wind

相关研报

创新药助推业绩增长，海外授权增厚利润——恒瑞医药（600276.SH）2024 年年报点评（2025-04-01）

营收保持稳健，研发创新与国际化并重——恒瑞医药（600276.SH）2024 年三季度报点评（2024-10-25）

对外授权收入快速推动业绩，创新药业务出海未来可期——恒瑞医药（600276.SH）2024 年半年报点评（2024-08-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,820	27,985	34,446	37,150	41,259
营业成本	3,525	3,848	4,284	4,729	5,253
折旧和摊销	667	722	803	881	966
税金及附加	219	258	317	342	380
销售费用	7,577	8,336	10,196	10,959	12,130
管理费用	2,417	2,556	3,100	3,344	3,713
研发费用	4,954	6,583	7,854	8,396	9,201
财务费用	-478	-573	-369	-535	-619
投资收益	-49	4	0	0	0
营业利润	4,910	7,491	9,702	10,480	11,817
利润总额	4,667	7,170	9,364	10,125	11,444
所得税	389	833	1,030	1,114	1,259
净利润	4,278	6,337	8,334	9,011	10,185
少数股东损益	-25	0	1	1	1
归属母公司净利润	4,302	6,337	8,334	9,010	10,185
EPS(元)	0.67	0.99	1.26	1.36	1.53

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,644	7,423	6,428	8,690	9,521
净利润	4,302	6,337	8,334	9,010	10,185
折旧摊销	667	722	803	881	966
净营运资金增加	-2,024	1,327	5,440	1,886	2,930
其他	4,698	-963	-8,149	-3,087	-4,559
投资活动产生现金流	1,222	-1,912	1,799	-1,875	-1,850
净资本支出	-1,464	-1,947	1,888	-1,950	-1,950
长期投资变化	695	666	0	0	0
其他资产变化	1,991	-631	-89	75	100
融资活动现金流	-3,144	-1,551	9,578	-1,032	-1,032
股本变化	0	0	258	0	0
债务净变化	-1,261	41	2	2	2
无息负债变化	71	1,253	79	390	499
净现金流	5,734	3,968	17,804	5,783	6,639

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	84.6%	86.2%	87.6%	87.3%	87.3%
EBITDA 率	24.1%	27.3%	28.8%	28.9%	29.2%
EBIT 率	20.7%	24.4%	26.5%	26.5%	26.9%
税前净利润率	20.5%	25.6%	27.2%	27.3%	27.7%
归母净利润率	18.9%	22.6%	24.2%	24.3%	24.7%
ROA	9.8%	12.6%	12.3%	12.0%	12.1%
ROE (摊薄)	10.6%	13.9%	13.3%	12.8%	13.0%
经营性 ROIC	14.4%	18.1%	22.5%	22.5%	23.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	6%	8%	6%	6%	6%
流动比率	12.25	9.72	15.57	16.10	16.62
速动比率	11.35	9.05	14.81	15.32	15.84
归母权益/有息债务	-	1106.84	1454.92	1547.60	1649.97
有形资产/有息债务	-	1080.92	1517.35	1612.27	1718.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	43,785	50,136	67,524	75,260	84,144
货币资金	20,746	24,816	42,620	48,403	55,042
交易性金融资产	99	273	273	273	273
应收账款	5,194	4,915	5,856	5,944	6,189
应收票据	326	150	184	199	221
其他应收款 (合计)	438	66	82	88	98
存货	2,314	2,417	2,691	2,970	3,299
其他流动资产	949	1,530	2,258	2,562	3,025
流动资产合计	31,287	35,315	55,241	61,849	69,713
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	695	666	666	666	666
固定资产	5,451	5,132	5,457	5,837	6,232
在建工程	1,101	1,688	2,211	2,603	2,897
无形资产	884	1,192	1,317	1,439	1,559
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	383	479	599	599	599
非流动资产合计	12,497	14,821	12,283	13,411	14,431
总负债	2,751	4,045	4,126	4,519	5,020
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,270	1,967	1,714	1,891	2,101
应付票据	240	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	12	4	4	4	4
流动负债合计	2,554	3,634	3,549	3,842	4,193
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	39	226	459	557	706
非流动负债合计	198	412	578	676	826
股东权益	41,033	46,090	63,398	70,742	79,125
股本	6,379	6,379	6,637	6,637	6,637
公积金	6,357	6,487	16,497	16,497	16,497
未分配利润	28,803	33,866	40,904	48,247	56,630
归属母公司权益	40,466	45,520	62,827	70,170	78,552
少数股东权益	567	570	571	572	572

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	33.20%	29.79%	29.60%	29.50%	29.40%
管理费用率	10.59%	9.13%	9.00%	9.00%	9.00%
财务费用率	-2.10%	-2.05%	-1.07%	-1.44%	-1.50%
研发费用率	21.71%	23.52%	22.80%	22.60%	22.30%
所得税率	8%	12%	11%	11%	11%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.20	0.25	0.27	0.31
每股经营现金流	1.20	1.16	0.97	1.31	1.43
每股净资产	6.34	7.14	9.47	10.57	11.84
每股销售收入	3.58	4.39	5.19	5.60	6.22

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	84	57	45	42	37
PB	8.9	7.9	6.0	5.3	4.8
EV/EBITDA	65.0	46.2	35.2	32.1	28.2
股息率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，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，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP