

2025 年 07 月 29 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 07 月 28 日
收盘价（元）	62.04
一年内最高/最低（元）	62.04/39.62
总市值（百万元）	411,771.88
流通市值（百万元）	411,771.88
总股本（百万股）	6,637.20
资产负债率（%）	7.30
每股净资产（元/股）	7.37

资料来源：聚源数据

恒瑞医药 (600276. SH)

——超预期 BD 交易，未来业绩有望持续释放

投资要点：

- 事件：**恒瑞医药 2025 年 7 月 28 日发布公告，宣布与葛兰素史克公司（GSK）达成合作协议。根据协议，恒瑞医药将自主研发的 PDE3/4 抑制剂创新药 HRS-9821（用于慢阻肺）在除中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区以外的全球独家权利有偿许可给 GSK。此次协议还包含一项开创性的规模化合作计划，除 HRS-9821 外，双方将共同开发最多 11 个项目，截止至临床进度推进到 1 期临床，GSK 均具有行使选择权的机会。GSK 将在最晚至 I 期临床试验结束时行使除中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区以外在全球进一步开发和商业化每个项目的独家选择权，以及某些项目替换权。根据协议条款，恒瑞医药将获得包括 PDE3/4 授权在内的 **5 亿美元首付款**。如果所有项目均获得行使选择权且所有里程碑均已实现，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**。恒瑞将有权向 GSK 收取相应的分梯度的销售提成。
- 核心逻辑：**
 - 1) 创新转型不断提速：**2024 年公司的营业收入和归母净利润分别为 279.85 亿元、63.37 亿元，同比增 22.63%、47.28%，营收、净利均创新高。2024 年公司创新药收入 138.92 亿元(含税)，同比增长 30.6%，占总经营性收入 50%+。未来三年(25-27 年)预计获批上市创新产品及适应症 40 余项,包括 GLP-1、URAT1、ADCs、自免等在研大品种有望在未来获批上市，随着仿制药集采对其业绩的影响将逐渐消退，收入结构有望持续优化。
 - 2) 海外授权打开估值空间：**此前公司已达成 14 笔创新药对外授权合作，累计交易金额约 140 亿美元。此次交易对象 GSK 为呼吸领域全球龙头药企，恒瑞本次与 GSK 合作，有望将 PDE3/4 海外价值最大化。并且还有 11 个项目的潜在合作机会，有望与 GSK 深度合作，提升自身国内与海外研发推进实力。综合来看，恒瑞医药后续管线配置丰富且创新性较强，有望持续出海兑现潜力。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 94.31/113.31/136.93 亿元，同比增速分别为+48.84%/+20.14%/+20.85%，当前股价对应的 PE 分别为 44/36/30 倍。鉴于公司创新产品收入及占比不断提升，在研管线丰富，全球化拓展进度顺利，维持“买入”评级。
- 风险提示：**竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,820	27,985	34,074	40,899	49,373
同比增长率（%）	7.26%	22.63%	21.76%	20.03%	20.72%
归母净利润（百万元）	4,302	6,337	9,431	11,331	13,693
同比增长率（%）	10.14%	47.28%	48.84%	20.14%	20.85%
每股收益（元/股）	0.65	0.95	1.42	1.71	2.06
ROE（%）	10.63%	13.92%	14.51%	15.39%	16.28%
市盈率（P/E）	95.71	64.98	43.66	36.34	30.07

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	24,816	37,370	42,621	49,055
应收票据及账款	6,159	10,075	12,093	14,599
预付账款	1,147	1,637	1,964	2,371
其他应收款	66	545	654	790
存货	2,417	2,709	3,116	3,598
其他流动资产	709	1,492	1,731	2,003
流动资产总计	35,315	53,827	62,180	72,416
长期股权投资	666	621	579	539
固定资产	5,241	5,191	5,351	5,788
在建工程	1,688	1,799	1,935	1,705
无形资产	1,192	1,553	1,964	2,420
长期待摊费用	275	137	0	0
其他非流动资产	5,759	6,095	6,352	6,528
非流动资产合计	14,821	15,397	16,181	16,980
资产总计	50,136	69,225	78,361	89,397
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	1,967	1,972	2,268	2,619
其他流动负债	1,666	1,292	1,500	1,751
流动负债合计	3,634	3,263	3,768	4,369
长期借款	69	59	49	38
其他非流动负债	343	343	343	343
非流动负债合计	412	402	392	381
负债合计	4,045	3,665	4,160	4,750
股本	6,379	6,637	6,637	6,637
资本公积	3,188	15,358	15,538	15,758
留存收益	35,953	43,000	51,468	61,700
归属母公司权益	45,520	64,996	73,643	84,095
少数股东权益	570	564	558	551
股东权益合计	46,090	65,560	74,201	84,646
负债和股东权益合计	50,136	69,225	78,361	89,397

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	6,337	9,254	11,187	13,535
折旧与摊销	871	978	1,074	1,061
财务费用	-573	-836	-1,077	-1,236
投资损失	-4	-121	-125	-127
营运资金变动	160	-5,803	-2,496	-3,101
其他经营现金流	632	175	131	135
经营性现金净流量	7,423	3,647	8,694	10,268
投资性现金净流量	-1,912	-1,764	-1,646	-1,597
筹资性现金净流量	-1,551	10,671	-1,796	-2,236
现金流量净额	3,968	12,554	5,252	6,434

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,985	34,074	40,899	49,373
营业成本	3,848	4,089	4,703	5,431
税金及附加	258	307	368	444
销售费用	8,336	9,200	11,043	13,331
管理费用	2,556	2,794	3,272	3,950
研发费用	6,583	8,110	10,020	12,245
财务费用	-573	-836	-1,077	-1,236
资产减值损失	-33	3	4	5
信用减值损失	29	-17	-4	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4	121	125	127
公允价值变动损益	109	12	20	30
资产处置收益	5	5	5	5
其他收益	399	395	395	395
营业利润	7,491	10,930	13,114	15,765
营业外收入	10	9	11	13
营业外支出	331	350	400	400
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	7,170	10,589	12,725	15,378
所得税	833	1,165	1,400	1,692
净利润	6,337	9,425	11,325	13,686
少数股东损益	0	-7	-6	-7
归属母公司股东净利润	6,337	9,431	11,331	13,693
EPS(元)	0.95	1.42	1.71	2.06

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	22.63%	21.76%	20.03%	20.72%
营业利润增长率	52.56%	45.92%	19.98%	20.21%
归母净利润增长率	47.28%	48.84%	20.14%	20.85%
经营现金流增长率	-2.89%	-50.87%	138.38%	18.10%
盈利能力				
毛利率	86.25%	88.00%	88.50%	89.00%
净利率	22.64%	27.66%	27.69%	27.72%
ROE	13.92%	14.51%	15.39%	16.28%
ROA	12.64%	13.62%	14.46%	15.32%
估值倍数				
P/E	64.98	43.66	36.34	30.07
P/S	14.71	12.08	10.07	8.34
P/B	9.05	6.34	5.59	4.90
股息率	0.31%	0.58%	0.70%	0.84%
EV/EBITDA	36	35	29	24

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。