

# 恒瑞医药 (600276.SH)

## GSK 重磅BD超预期，“海外大药”再添重磅

恒瑞医药与 GSK 就 HRS-9821 和 11 个项目达成合作协议。恒瑞将 HRS-9821 (PDE3/4) 项目海外权益和至多 11 个项目的海外权益的独家选择权有偿许可给 GSK。GSK 将向恒瑞支付 5 亿美元的首付款，如果所有项目均获得行使选择权且所有里程碑均已实现，恒瑞将有资格获得里程碑付款的潜在总金额约 120 亿美元，以及相应的分梯度的销售提成。

### 观点：PDE3/4 抑制剂潜力大，BD 交易有望增厚恒瑞业绩

HRS-9821 是一款 PDE3/4 抑制剂，目前正处于临床开发阶段，是治疗慢性阻塞性肺病 (COPD) 的高潜力靶点。这类药物作为辅助维持治疗，无需考虑既往治疗方案，已在早期临床和临床前研究中显示出增强支气管扩张和抗炎作用，具备干粉吸入器 (DPI) 制剂开发潜力。跨国药企默沙东于 2025 年 7 月以 100 亿美元收购 Verona 公司，重点聚焦 PDE3/4 项目。跨国药企在同靶点项目上的大额投资凸显了 HRS-9821 的潜在价值。

除 HRS-9821 外，其他 11 个项目涉及肿瘤、呼吸、自免和炎症等多个治疗领域的创新药物，目前均处于非临床研究阶段。恒瑞将主导这些项目的研发，最晚至完成包括海外受试者数据的 I 期临床试验。

2025 年恒瑞与默沙东签署 HRS5346 (Lpa) 项目授权许可协议首付款 2 亿美金、总金额不超过 19.7 亿美金，此次交易落地后恒瑞有望再获得 5 亿美金首付款。预计上述交易将对恒瑞今年的业绩带来较大拉动。

**盈利预测与投资评级。**公司创新药品种持续放量，多项大额 BD 交易付款增厚业绩。我们上调盈利预测。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 92.46 亿元、105.57 亿元、119.97 亿元，同比增长分别为 45.9%，14.2%、13.6%，对应 PE 分别为 45X、39X、34X，我们长期看好公司发展，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业政策影响超预期；国际化进度低于预期；创新药研发失败风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	22,820	27,985	36,530	43,241	51,995
增长率 yoy (%)	7.3	22.6	30.5	18.4	20.2
归母净利润 (百万元)	4,302	6,337	9,246	10,557	11,997
增长率 yoy (%)	10.1	47.3	45.9	14.2	13.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.65	0.95	1.39	1.59	1.81
净资产收益率 (%)	10.6	13.9	17.6	17.3	17.0
P/E (倍)	95.7	65.0	44.5	39.0	34.3
P/B (倍)	10.2	9.0	7.8	6.8	5.8

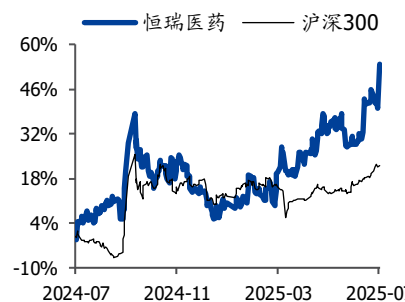
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 07 月 28 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
07 月 28 日收盘价 (元)	62.04
总市值 (百万元)	411,771.88
总股本 (百万股)	6,637.20
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	51.19

#### 股价走势



#### 作者

分析师	张金洋
执业证书编号:	S0680519010001
邮箱:	zhangjinyang@gszq.com
分析师	胡倩碧
执业证书编号:	S0680519010003
邮箱:	huruobi@gszq.com
分析师	王彦迪
执业证书编号:	S0680525070008
邮箱:	wangyandi@gszq.com

#### 相关研究

- 《恒瑞医药 (600276.SH): 收入符合预期、利润略低于预期，创新+出海加速》 2024-10-27
- 《恒瑞医药 (600276.SH): 创新药占经营性收入比例过半，海外授权成为成长新引擎》 2024-08-26
- 《恒瑞医药 (600276.SH): 业绩符合预期，创新药收入占比显著提升，全球化战略持续推进》 2024-04-24

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	31287	35315	47106	56430	66383
现金	20746	24816	35644	44065	52539
应收票据及应收账款	5520	5065	5074	6006	7222
其他应收款	438	66	1015	1201	1444
预付账款	1221	1147	1235	1112	1022
存货	2314	2417	3430	3337	3447
其他流动资产	1048	1804	709	709	709
<b>非流动资产</b>	12497	14821	14886	14751	14620
长期投资	695	666	666	666	666
固定资产	5451	5132	5132	5132	5132
无形资产	884	1192	1095	998	901
其他非流动资产	5467	7830	7992	7955	7921
<b>资产总计</b>	43785	50136	61992	71181	81003
<b>流动负债</b>	2554	3634	8490	9246	9483
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1510	1967	5145	6056	6421
其他流动负债	1043	1666	3346	3190	3061
<b>非流动负债</b>	198	412	386	386	386
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	198	412	386	386	386
<b>负债合计</b>	2751	4045	8877	9632	9869
少数股东权益	567	570	570	570	570
股本	6379	6379	6637	6637	6637
资本公积	3058	3188	2930	2930	2930
留存收益	32102	37164	44581	53015	62600
归属母公司股东权益	40466	45520	52544	60979	70564
<b>负债和股东权益</b>	43785	50136	61992	71181	81003

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	7644	7423	13018	10495	10770
净利润	4278	6337	9246	10557	11997
折旧摊销	794	871	134	134	131
财务费用	6	-2	0	0	0
投资损失	-23	-24	-197	-49	-116
营运资金变动	2536	369	3889	-148	-1242
其他经营现金流	53	-129	-54	0	0
<b>投资活动现金流</b>	1222	-1912	36	49	116
资本支出	-1464	-1947	-102	0	0
长期投资	2590	-17	0	0	0
其他投资现金流	96	53	139	49	116
<b>筹资活动现金流</b>	-3144	-1551	-2255	-2123	-2412
短期借款	-1261	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	258	0	0
资本公积增加	37	130	-258	0	0
其他筹资现金流	-1921	-1681	-2255	-2123	-2412
<b>现金净增加额</b>	5734	3968	10828	8421	8474

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	22820	27985	36530	43241	51995
营业成本	3525	3848	4116	4449	4867
营业税金及附加	219	258	110	86	104
营业费用	7577	8336	11035	13693	16920
管理费用	2417	2556	3653	4324	5200
研发费用	4954	6583	7854	9513	12219
财务费用	-478	-573	-600	-850	-1000
资产减值损失	-107	-33	0	0	0
其他收益	498	399	318	346	312
公允价值变动收益	-58	109	0	0	0
投资净收益	-49	4	197	49	116
资产处置收益	3	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	4910	7491	10877	12421	14114
营业外收入	4	10	0	0	0
营业外支出	247	331	0	0	0
<b>利润总额</b>	4667	7170	10877	12421	14114
所得税	389	833	1632	1863	2117
<b>净利润</b>	4278	6337	9246	10557	11997
少数股东损益	-25	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	4302	6337	9246	10557	11997
EBITDA	5400	7670	10412	11705	13245
EPS (元/股)	0.65	0.95	1.39	1.59	1.81

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.3	22.6	30.5	18.4	20.2
营业利润(%)	19.4	52.6	45.2	14.2	13.6
归属母公司净利润(%)	10.1	47.3	45.9	14.2	13.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	84.6	86.2	88.7	89.7	90.6
净利率(%)	18.9	22.6	25.3	24.4	23.1
ROE(%)	10.6	13.9	17.6	17.3	17.0
ROIC(%)	10.3	13.0	16.4	15.9	15.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	6.3	8.1	14.3	13.5	12.2
净负债比率(%)	-50.4	-53.6	-66.9	-71.4	-73.7
流动比率	12.3	9.7	5.5	6.1	7.0
速动比率	10.7	8.6	4.9	5.6	6.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7
应收账款周转率	4.1	5.5	7.3	7.8	7.9
应付账款周转率	2.6	2.4	1.2	0.8	0.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.95	1.39	1.59	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	1.12	1.96	1.58	1.62
每股净资产(最新摊薄)	6.10	6.86	7.92	9.19	10.63
<b>估值比率</b>					
P/E	95.7	65.0	44.5	39.0	34.3
P/B	10.2	9.0	7.8	6.8	5.8
EV/EBITDA	49.6	35.0	36.1	31.4	27.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 07 月 28 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com