

2025 年 08 月 21 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

75.4

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2025/8/20)	62.85
上证指数(2025/8/20)	3766.21
股价 12 个月高/低	65.43/41.89
总发行股数(百万)	6637.20
A 股数(百万)	6379.00
A 市值(亿元)	4009.20
主要股东	江苏恒瑞医药集团有限公司
	(23.18%)
每股净值(元)	8.81
股价/账面净值	7.14
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	10.0 14.8 49.8

近期评等

日期	收盘价	评级
----	-----	----

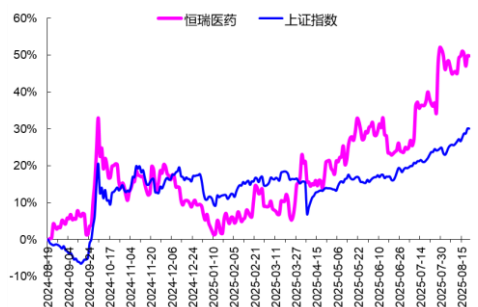
产品组合

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

主业稳步增长，BD 收益增厚利润，25H1 净利 YOY+30%

结论及建议：

- **公司业绩：**公司发布 2025 半年报，25H1 实现营收 157.6 亿元，YOY+15.9%，录得归母净利润 44.5 亿元，YOY+29.7%，扣非后净利 42.7 亿元，YOY+22.4%，公司业绩符合预期。净利快速增长，一方面是创新药销售，另一方面是公司 25H1 计入 MerckSharp & Dohme 2 亿美元以及 IDEAYA 7500 万美元的对外许可首付款作为收入，提升了营收及净利水平，若剔除许可收入及非经常性损益后(24H1 也有 1.6 亿欧元许可收入，折算 13.9 亿元)，主业实际营收约 YOY+13%，净利约 YOY+21%，扣非后净利约 YOY+9%。其中 Q2 单季度实现营收 85.6 亿元，YOY+12.5%，录得归母净利润 25.7 亿元，YOY+24.9%，扣非后归母净利 YOY+17.6%。
- **主业创新收入驱动增长，BD 交易收入将继续增厚下半年净利：**公司主业持续增长，其中创新药收入 75.7 亿元(不含对外许可收入)，YOY+14.5%，瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净等医保内创新药保持快速增长，艾瑞昔布、瑞马唑仑、吡咯替尼及氟唑帕利等随着新适应持续获批持续贡献增量，阿帕替尼、硫培非格司亭、海曲泊帕等创新产品也有一定增长。公司上半年 BD 交易首付款已增厚净利 19.9 亿元，25 年 4 月与 Merck 及 7 月与 GSK 达成协议的 1500 万欧元及 5 亿美元首付款尚未计入，预计在下半年继续增厚公司净利润。
- **A 股员工持股计划及 A 股回购计划：**公司同时公布新的 A 股员工持股计划，拟以 30.95 元/股价格向不超过 1316 名董、监、高及核心管理及骨干员工授予不超过 1400 万股，解锁要求聚焦创新能力（详见表 1），我们认为将极大推动公司创新药销售及研发积极性，继续推动公司的创新转型。公司同时推出用于员工持股计划的股份回购方案，拟以自有资金 10 亿至 20 亿元，以不高于 90.85 元/股（与前日收盘价有约 45%的空间）回购 A 股股份，回购股份占总股本比例约为 0.17%至 0.33%。我们认为公司推出以创新为导向的员工持股计划及对应的大额股份回购计划，将有助于公司业绩和估值的提升。
- **盈利预计及投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年净利润 101 亿元、87.5 亿元、104 亿元，YOY+59.3%、-13.3%、+18.9%，EPS 分别为 1.52 元、1.32 元、1.57 元，目前 A 估值分别为 41X/48X/40X，估值合理，BD 交易将继续增厚净利，创新药增长较快，股份回购及员工持股计划推出将推动 A 股估值回升，我们维持“买进”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	10096	8752	10407
同比增减	%	10.14	47.28	59.33	-13.32	18.91
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.68	1.00	1.52	1.32	1.57
同比增减	%	11.48	47.06	52.11	-13.32	18.91
A 市盈率(P/E)	X	92.21	62.70	41.22	47.55	39.99
H 市盈率(P/E)				47.44	54.72	46.02
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.30	0.26	0.31
股息率 (Yield)	%	0.32	0.32	0.49	0.42	0.50

【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 $< 15\%$
	无法由基本面给予投资评等
中立 (Neutral)	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

表 1: 公司 2025 年员工持股计划解锁考核要求

2025 年

解锁比例	100%	90%	0%
创新药收入 (亿元)	≥ 153	不适用	< 153
新分子实体 IND 获批数量 (个)	≥ 17	≥ 15	< 15
创新药申报并获得受理的 NDA 数量 (包含新适应症) (个)	≥ 7	≥ 5	< 5

2025-2026 年累计

解锁比例	100%	90%	0%
创新药收入 (亿元)	≥ 345	不适用	< 345
新分子实体 IND 获批数量 (个)	≥ 35	≥ 31	< 31
创新药申报并获得受理的 NDA 数量 (包含新适应症) (个)	≥ 15	≥ 10	< 10

2025-2027 年累计

解锁比例	100%	90%	0%
创新药收入 (亿元)	≥ 585	不适用	< 585
新分子实体 IND 获批数量 (个)	≥ 54	≥ 48	< 48
创新药申报并获得受理的 NDA 数量 (包含新适应症) (个)	≥ 20	≥ 15	< 15

附一：合并损益表

人民币百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	22820	27985	36062	38556	45404
经营成本	3525	3848	4685	4685	5588
营业税金及附加	219	258	349	386	454
销售费用	7577	8336	9079	11374	13394
管理费用	2417	2556	2844	3470	4086
财务费用	-478	-573	-658	-771	-908
资产减值损失			15	15	15
投资收益	-49	4	33	10	10
营业利润	4910	7491	11692	10154	12024
营业外收入	4	10	41	35	35
营业外支出	247	331	311	300	300
利润总额	4667	7170	11422	9889	11759
所得税	389	833	1320	1137	1352
少数股东损益	-25	0	6	0	0
归母净利润	4302	6337	10096	8752	10407

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	33523	40306	47712
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	11,106	9,627	10,719
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	8493	6572	7198

1

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份内容以作任何用途。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。