

医药生物

2025 年 08 月 22 日

# 恒瑞医药 (600276)

## ——营收、净利再创新高，恒瑞 2025 年半年报点评

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

市场数据： 2025 年 08 月 22 日

收盘价 (元) 64.98  
 一年内最高/最低 (元) 65.43/42.24  
 市净率 7.4  
 股息率% (分红/股价) 0.31  
 流通 A 股市值 (百万元) 414,508  
 上证指数/深证成指 3,825.76/12,166.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元) 8.81  
 资产负债率% 6.14  
 总股本/流通 A 股 (百万) 6,637/6,379  
 流通 B 股/H 股 (百万) -/258

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《恒瑞医药 (600276) 点评：三季报业绩点评：创新驱动增长，国际化稳步推进》  
 2024/10/25

《恒瑞医药 (600276) 深度：创新升级，全球化加速》 2024/09/26

证券分析师

仰佳佳 A0230522100005  
 yangjj@swsresearch.com

研究支持

仰佳佳 A0230522100005  
 yangjj@swsresearch.com

联系人

仰佳佳  
 (8621)23297818x  
 yangjj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件。**公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 157.61 亿 (同比+15.88%)，实现归母净利润 44.50 亿 (同比+29.67%)，实现扣非归母净利润 42.73 亿 (同比+22.43%)；单 2 季度看，公司实现营业收入 85.56 亿 (同比+12.53%)，实现归母净利润 25.76 亿 (同比+24.88%)，实现扣非归母净利润 24.10 亿 (同比+17.56%)。业绩超预期。
- **业绩驱动主要来自创新药增长和 BD 授权收到的首付款。**根据公司公告，2025 年上半年公司创新药销售及许可收入为 95.61 亿元，占公司营收比重为 60.66%，其中创新药销售收入为 75.70 亿，同比增长较快；许可收入方面，上半年默沙东的 2 亿美元以及 IDEAYA 7,500 万美元的许可首付款确认为收入，利润增加较多。公司 7 月份与 GSK 达成了一笔首付款 5 亿美金、总金额 120 亿美金的授权合作，将进一步增厚公司业绩。
- **公司持续加大创新力度，研发成果密集落地。**报告期内公司累计研发投入 38.71 亿元，其中费用化研发投入 32.28 亿元。上半年公司有 6 款类创新药和 6 项创新药新适应症获批上市，纳入医保后有望快速放量，贡献业绩增量。公司在研管线丰富，目前有 100 多项在研创新产品，正在开展 400 多项海内外临床试验。公司创新管线技术路径多样，从小分子扩展到其他多种药物形式，包括 PROTAC、肽类、小核酸、单克隆抗体、双特异性抗体、多特异性抗体、ADC、DAC、APC、AOC 及放射性配体疗法等。丰富的管线和多样的技术路径为公司持续践行合作出海战略提供了强大的支撑。
- **发布 A 股股份回购方案，彰显发展信心。**公司发布股份回购计划，拟使用自有资金从二级市场以不超过 90.85 元/股的价格回归股份，拟使用资金总额为不低于人民币 10 亿元，不超过人民币 20 亿元，本次回购的股份拟用于 A 股员工持股计划。公司同时发了员工持股计划 (草案)，以创新药销售收入、新分子实体 IND 获批数量、创新药申报并获得受理的 NDA 申请数量 (包含新适应症) 三项作为考核指标，将创新成果和核心团队激励挂钩，有助于保证创新成果的落地。
- **维持“买入”评级。**除了早期管线中不断有新产品达成授权合作，此前已达成合作的产品也会逐步贡献里程碑收入，增厚业绩。因此我们上调 24 年和 25 年的业绩，预计 2025-2026 年的归母净利润分别为 82.14 亿和 93.07 亿 (此前分别预计为 75.78 亿和 83.41 亿)，新增 2027 年业绩预测，预计 2027 年归母净利润为 118.34 亿，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售不及预期风险、研发失败风险、地缘政治风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	27,985	15,761	32,215	36,684	42,265
同比增长率 (%)	22.6	15.9	15.1	13.9	15.2
归母净利润 (百万元)	6,337	4,450	8,214	9,307	11,834
同比增长率 (%)	47.3	29.7	29.6	13.3	27.2
每股收益 (元/股)	1.00	0.70	1.24	1.40	1.78
毛利率 (%)	86.2	86.6	86.9	87.3	87.6
ROE (%)	13.9	7.6	15.3	15.4	17.0
市盈率	68		53	46	36

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22,820	27,985	32,215	36,684	42,265
其中：营业收入	22,820	27,985	32,215	36,684	42,265
减：营业成本	3,525	3,848	4,231	4,675	5,223
减：税金及附加	219	258	297	338	389
主营业务利润	19,076	23,879	27,687	31,671	36,653
减：销售费用	7,577	8,336	9,596	10,928	12,590
减：管理费用	2,417	2,556	2,942	3,350	3,860
减：研发费用	4,954	6,583	6,765	7,704	9,298
减：财务费用	-478	-573	-517	-582	-2,022
经营性利润	4,606	6,977	8,901	10,271	12,927
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	17	29	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-107	-33	0	0	0
加：投资收益及其他	449	403	513	422	446
营业利润	4,910	7,491	9,418	10,699	13,377
加：营业外净收入	-243	-321	-139	-170	7
利润总额	4,667	7,170	9,279	10,528	13,385
减：所得税	389	833	1,065	1,221	1,550
净利润	4,278	6,337	8,214	9,308	11,835
少数股东损益	-25	0	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	4,302	6,337	8,214	9,307	11,834

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。