

恒瑞医药 (600276)

2025 年中报点评：创新药持续放量，BD 成为第二增长曲线

买入 (首次)

2025 年 08 月 24 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	22,820	27,985	33,570	37,115	42,577
同比 (%)	7.26	22.63	19.96	10.56	14.72
归母净利润 (百万元)	4,302	6,337	9,337	10,492	11,682
同比 (%)	10.14	47.28	47.35	12.37	11.34
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.65	0.95	1.41	1.58	1.76
P/E (现价&最新摊薄)	98.71	67.03	45.49	40.48	36.36

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年中报, 创新药销售及出海 BD 是公司业绩驱动力。公司 25H1 实现营收 157.6 亿, 同比+15.88%, 实现归母净利润 44.5 亿, 同比+29.67%。25H1 公司营业收入及利润增加主要系: 1) 创新药销售收入 75.70 亿元, 同比增长较快; 2025 年上半年公司创新药销售及许可收入 95.61 亿元, 占公司营业收入比重 60.66%。2) 收到的 Merck Sharp & Dohme 2 亿美元以及 IDEAYA 7,500 万美元对外许可可首付款确认为收入, 利润增加较多。
- **创新成果持续兑现, 出海 BD 及创新药销售驱动业绩稳步增长:** 公司已经在中国获批上市 23 款新分子实体药物 (1 类创新药)、4 款其他创新药 (2 类新药)。25H1, 公司 6 款 1 类新药获批上市, 6 个创新药的新适应症获批上市, 5 项 NDA 获受理, 10 项进入 III 期, 22 项进入 II 期, 15 项首次进入 I 期。公司正针对 100 多款在研创新药开展 400 余项临床试验, 我们认为公司创新药收入占比有望持续提升, 此外创新药管线厚度奠定出海 BD 常态化, 驱动业绩稳步增长
- **海外授权收获不断, 稳步推进国际化进程:** 2018 年以来, 公司 BD 交易的首付款已经达到 11 亿美金, 总包达 257 亿美金。2023 年以来, 公司的 BD 节奏明显加快, 与默克、默沙东、GSK 合作, 完成 PARP1 抑制剂、CLDN18.2 ADC、DLL3 ADC、Lp(a) 小分子抑制剂、GnRHR 拮抗剂、PDE3/4 等多项交易。2025 年 7 月, 公司与 GSK 公司达成协议, 将 HRS-9821 项目的海外权益和至多 11 个项目的海外独家许可的独家选择权有偿许可给 GSK。GSK 将向公司支付 5 亿美元的首付款, 潜在总金额约 120 亿美元的选择权行使费和里程碑付款, 以及相应的分梯度的销售提成。
- **公布员工持股计划, 规划创新药发展蓝图:** 公司同步公布 A 股回购及员工持股计划, 将在未来 12 个月内, 通过集中竞价, 以最高 90.85 元/股的价格回购 10-20 亿元股份, 用于员工持股计划。该持股计划 100% 比例解锁的条件包括: 2025-2027 年创新药累计销售收入 ≥ 585 亿元、新分子实体 IND 获批数量 ≥ 54 个以及创新药申报并获得受理的 NDA 数量 (包括新适应症) ≥ 20 个, 为未来 3 年的创新药发展构建蓝图。
- **盈利预测与投资评级:** 根据公司创新药放量及出海 BD 授权情况, 我们预计 2025-2027 年归母净利润为 93.37/104.92/116.82 亿元, 当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 45/40/36 倍。由于: 1) 创新成果持续兑现, 驱动业绩稳步增长; 2) 持续推进 BD 和国际化; 3) 仿制药利空出清, 迈入新增长阶段, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 创新药放量不及预期; 创新药开发不及预期; 带量采购影响仍有延续

市场数据

收盘价(元)	64.98
一年最低/最高价	42.24/65.43
市净率(倍)	7.38
流通 A 股市值(百万元)	414,507.57
总市值(百万元)	431,285.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.81
资产负债率(% ,LF)	6.14
总股本(百万股)	6,637.20
流通 A 股(百万股)	6,379.00

相关研究

《恒瑞医药(600276): 2023 年报和 2024 一季报点评: 创新药收入占比持续增加, 国际化进程稳步推进》

2024-04-24

《恒瑞医药(600276): 2023 年中报点评: 重回增长轨道, 创新药对外授权不断兑现》

2023-08-21

恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	35,315	51,123	54,997	61,961	营业总收入	27,985	33,570	37,115	42,577
货币资金及交易性金融资产	25,089	38,621	42,181	48,029	营业成本(含金融类)	3,848	4,532	4,732	5,216
经营性应收款项	7,307	8,794	9,152	10,108	税金及附加	258	312	346	396
存货	2,417	2,719	2,708	2,840	销售费用	8,336	9,232	10,169	11,922
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,556	2,853	3,043	3,449
其他流动资产	502	988	956	985	研发费用	6,583	7,553	8,648	10,261
非流动资产	14,821	15,509	15,477	15,588	财务费用	(573)	(493)	(761)	(833)
长期股权投资	666	716	816	786	加:其他收益	399	559	621	694
固定资产及使用权资产	5,241	4,604	3,813	3,007	投资净收益	4	80	33	54
在建工程	1,688	1,510	1,105	1,071	公允价值变动	109	0	0	0
无形资产	1,192	1,495	1,658	1,639	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	5	6	7	8
长期待摊费用	275	275	275	275	营业利润	7,491	10,226	11,597	12,923
其他非流动资产	5,759	6,910	7,810	8,810	营业外净收支	(321)	0	0	0
资产总计	50,136	66,632	70,474	77,550	利润总额	7,170	10,226	11,597	12,923
流动负债	3,634	3,811	4,111	4,599	减:所得税	833	944	1,145	1,286
短期借款及一年内到期的非流动负债	41	46	46	46	净利润	6,337	9,282	10,452	11,637
经营性应付款项	1,967	2,189	2,287	2,544	减:少数股东损益	0	(54)	(40)	(45)
合同负债	160	242	258	291	归属母公司净利润	6,337	9,337	10,492	11,682
其他流动负债	1,465	1,334	1,520	1,718	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.95	1.41	1.58	1.76
非流动负债	412	422	422	422	EBIT	6,800	9,733	10,837	12,090
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	7,670	10,986	12,160	13,474
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	86.25	86.50	87.25	87.75
租赁负债	69	69	69	69	归母净利率(%)	22.64	27.81	28.27	27.44
其他非流动负债	343	353	353	353	收入增长率(%)	22.63	19.96	10.56	14.72
负债合计	4,045	4,233	4,533	5,021	归母净利润增长率(%)	47.28	47.35	12.37	11.34
归属母公司股东权益	45,520	61,883	65,465	72,098					
少数股东权益	570	516	476	430					
所有者权益合计	46,090	62,399	65,941	72,528					
负债和股东权益	50,136	66,632	70,474	77,550					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,423	8,327	11,724	12,334	每股净资产(元)	7.14	9.32	9.86	10.86
投资活动现金流	(1,912)	(1,971)	(1,201)	(1,590)	最新发行在外股份(百万股)	6,637	6,637	6,637	6,637
筹资活动现金流	(1,551)	(2,245)	(2,113)	(2,352)	ROIC(%)	13.77	16.25	15.19	15.70
现金净增加额	3,968	4,159	8,410	8,391	ROE-摊薄(%)	13.92	15.09	16.03	16.20
折旧和摊销	871	1,252	1,323	1,384	资产负债率(%)	8.07	6.35	6.43	6.48
资本开支	(1,947)	(1,264)	(284)	(518)	P/E (现价&最新股本摊薄)	67.03	45.49	40.48	36.36
营运资本变动	369	(2,103)	(15)	(628)	P/B (现价)	8.97	6.86	6.49	5.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>