

2025 年 08 月 28 日

恒瑞医药(600276.SH)

投资评级：买入（维持）

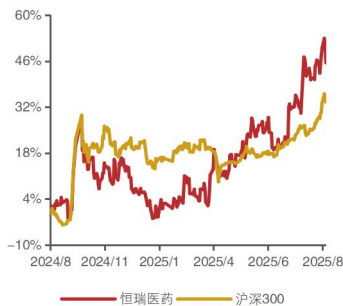
——医药龙头强势归来，国际化进程不断加速

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 08 月 27 日
收盘价（元）	63.05
一年内最高/最低（元）	66.40/42.24
总市值（百万元）	418,475.45
流通市值（百万元）	418,475.45
总股本（百万股）	6,637.20
资产负债率（%）	6.14
每股净资产（元/股）	8.81

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**2025 年上半年，恒瑞医药总收入 157.61 亿元，同比增长 15.88%；归母净利润 44.50 亿元，同比增长 29.67%；扣非归母净利润 42.73 亿元，同比增长 22.43%。同期发布股份回购计划，拟回购 10–20 亿元股份用于员工激励计划。
- **创新收入不断增长，创新转型势头良好。**2025 年上半年，恒瑞医药总收入 157.61 亿元，同比增长 15.88%；归母净利润 44.50 亿元，同比增长 29.67%；销售费用 43.89 亿元，同比增长 11.45%；研发费用 32.28 亿元，同比增长 6.26%；管理费用 12.85 亿元，同比增长 9.46%。创新方面：2025 年上半年创新药销售及许可收入共 95.61 亿元，占公司营收比 60.66%，其中创新药销售收入 75.70 亿元，同比增长 21.80%，创新收入占比（不含授权）同比增长 2 pct，达到 48%。创新转型呈现良好态势。
- **达成多项重磅 BD，出海成为重要增长第二曲线。**公司累计达成 15 笔创新药对外交易，2025 年初至今共达成 3 项对外授权：1)2025 年 7 月授权给 GSK 共同开发 PDE3/4 抑制剂 HRS9821 在内 12 款药物的大中华区以外地区权益，此授权为公司带来 5 亿美金首付款及最高 120 亿美元的收益；2) 2025 年 3 月授权给默沙东 Lp(a)抑制剂 HRS-5346 大中华区外权益，此授权为公司带来 2 亿美元首付款和最高 17.7 亿美元的收益；3) 2025 年 4 月授权给德国默克口服 GnRH 受体拮抗剂 SHR7280 大陆独家商业化权益和授权区域外的优先谈判权，此授权为公司带来 1500 万欧元首付款。
- **临床管线潜力充足，BD 或贡献常态化利润。**公司建立了成熟的 PROTAC、肽类、单抗/多抗等技术平台，目前公司有 90 余个自主创新产品正在临床开发，国内外开展了 400 余项临床试验，未来三年预计有 40 余项创新成果有望上市。基于公司优质且层次分明的创新管线，我们认为恒瑞医药在研管线中仍存在许多潜在交易机会，随着公司国际化进程不断加速，管线出海或贡献常态化利润，为公司提供新的增长点。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 94.31/113.30/136.92 亿元，同比增速分别为+48.83%/+20.14%/+20.85%，当前股价对应的 PE 分别为 44/37/31 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	34,072	40,896	49,370
同比增长率（%）	7.26%	22.63%	21.75%	20.03%	20.72%
归母净利润（百万元）	4,302	6,337	9,431	11,330	13,692
同比增长率（%）	10.14%	47.28%	48.83%	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）	97.26	66.04	44.37	36.93	30.56

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	14,598
预付账款	1,147	1,636	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	62,179	72,415
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	69,224	78,360	89,395
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	51,467	61,698
归属母公司权益	45,520	64,995	73,642	84,094
少数股东权益	570	564	558	551
股东权益合计	46,090	65,559	74,200	84,645
负债和股东权益合计	50,136	69,224	78,360	89,395

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	6,337	9,253	11,186	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	-5,802	-2,495	-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	10,267
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	34,072	40,896	49,370
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	11,042	13,330
管理费用	2,556	2,794	3,272	3,950
研发费用	6,583	8,109	10,020	12,244
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	13,113	15,764
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	12,724	15,377
所得税	833	1,165	1,400	1,691
净利润	6,337	9,424	11,325	13,685
少数股东损益	0	-7	-6	-7
归属母公司股东净利润	6,337	9,431	11,330	13,692
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%	21.75%	20.03%	20.72%
营业利润增长率	52.56%	45.91%	19.98%	20.21%
归母净利润增长率	47.28%	48.83%	20.14%	20.85%
经营现金流增长率	-2.89%	-50.86%	138.35%	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	66.04	44.37	36.93	30.56
P/S	14.95	12.28	10.23	8.48
P/B	9.19	6.44	5.68	4.98
股息率	0.30%	0.57%	0.68%	0.83%
EV/EBITDA	36	36	30	25

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）。