

股票投资评级

买入|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元) | 72.31 |
| 总股本/流通股本(亿股) | 66.37 / 63.79 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 4,799 / 4,613 |
| 52周内最高/最低价 | 72.47 / 42.67 |
| 资产负债率(%) | 8.1% |
| 市盈率 | 72.31 |
| 第一大股东 | 江苏恒瑞医药集团有限公司 |

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 陈灿
SAC 登记编号: S1340525070001
Email: chencan@cnpsec.com

恒瑞医药(600276)

对外许可常态化，员工持股计划明确创新药产出规划

● 事件

公司发布 2025 年半年报，上半年实现营业收入 157.6 亿元(+15.9%)、归母净利润 44.5 亿元(+29.7%)、扣非归母净利润 42.7 亿元(+22.4%)；25Q2 实现营业收入 85.6 亿元(+12.5%)、归母净利润 25.8 亿元(+24.9%)、扣非归母净利润 24.1 亿元(+17.6%)。

● 核心观点

25H1 许可收入 19.9 亿元，创新药稳健增长

25H1 拆分来看，销售商品收入 108.7 亿元(+18.9%)、毛利率 79.6%(-0.9pct)，其中创新药收入 75.7 亿元(24H1 含税收入为 66.1 亿元)，同比增速预计约 23%；仿制药业务收入实现小幅提升，主要由布比卡因脂质体等优质仿制产品快速增长带动。

25H1 其他业务收入 20.6 亿元(+34.2%)、毛利率 85.3%(-7.2pct)，其他业务收入主要为许可收入，25H1 达到 19.9 亿元，来自 Lp(a) 小分子抑制剂 HRS-5346 部分权益授予默沙东的 2 亿美元首付款以及 DLL3 ADC 药物 SHR-4849 部分权益授予 IDEAYA 的 7500 万美元首付款(24H1 为 1.6 亿欧元，来自 PARP1 小分子抑制剂 HRS-1167 和 CLDN18.2 ADC 药物 SHR-A1904 部分权益授予默克的首付款)。

此外小分子非肽类 GnRH 受体拮抗剂 SHR7280 国内权益授予默克的 1500 万欧元首付款和 PDE3/4 抑制剂 HRS-9821 等多项药物海外权益授予 GSK 的 5 亿美元首付款有望于 25H2 确认，创新药对外许可收入已成为公司营业收入的重要组成部分。

肿瘤慢病自免研发同步推进，员工持股计划明确未来创新药产出规划

上半年公司 6 款 1 类创新药获批上市，包括 PCSK9 单抗、JAK1 抑制剂和 HER2 ADC 等；6 个新适应症获批上市；5 项上市申请获 NMPA 受理，包括 URAT1 抑制剂、阿托品滴眼液等；10 项临床推进至 III 期，22 项临床推进至 II 期，15 项创新产品首次推进至临床 I 期。

公司同时公告拟以 10-20 亿元回购股份用于员工持股计划，100% 解锁条件中包含 25 年/25-26 年/25-27 年新分子实体 IND 获批个数 ≥ 17/35/54 个、创新药申报并获得受理的 NDA 申请个数 ≥ 7/15/20 个以及创新药收入 ≥ 153/345/585 亿元。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 25/26/27 年收入分别为 344.4/390.5/438.8 亿元，同比增长 23.1%/13.4%/12.4%；归母净利润为 91.8/107.2/117.9 亿元，同比增长 44.9%/16.8%/10.0%，对应 PE 为 52/45/41 倍。公司为根植

中国、全球领先的创新型制药企业，已形成行业领先且高度差异化的创新产品矩阵，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

产品销售不及预期；新药临床进度不及预期；新药临床数据不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 27985 | 34441 | 39045 | 43883 |
| 增长率(%) | 22.63 | 23.07 | 13.37 | 12.39 |
| EBITDA（百万元） | 7670.41 | 10636.45 | 12116.94 | 13188.78 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 6336.53 | 9179.04 | 10721.98 | 11793.05 |
| 增长率(%) | 47.28 | 44.86 | 16.81 | 9.99 |
| EPS(元/股) | 0.95 | 1.38 | 1.62 | 1.78 |
| 市盈率 (P/E) | 75.74 | 52.29 | 44.76 | 40.70 |
| 市净率 (P/B) | 10.54 | 7.80 | 6.84 | 6.03 |
| EV/EBITDA | 34.95 | 41.48 | 35.73 | 32.16 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 主要财务比率 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | | | | | | | | | |
| 营业收入 | 27985 | 34441 | 39045 | 43883 | 营业收入 | 22.6% | 23.1% | 13.4% | 12.4% |
| 营业成本 | 3848 | 4447 | 4989 | 5581 | 营业利润 | 52.6% | 42.9% | 16.3% | 9.7% |
| 税金及附加 | 258 | 317 | 360 | 404 | 归属于母公司净利润 | 47.3% | 44.9% | 16.8% | 10.0% |
| 销售费用 | 8336 | 9816 | 10933 | 12287 | 获利能力 | | | | |
| 管理费用 | 2556 | 2927 | 3319 | 3730 | 毛利率 | 86.2% | 87.1% | 87.2% | 87.3% |
| 研发费用 | 6583 | 7405 | 8590 | 10093 | 净利率 | 22.6% | 26.7% | 27.5% | 26.9% |
| 财务费用 | -573 | -620 | -971 | -1178 | ROE | 13.9% | 14.9% | 15.3% | 14.8% |
| 资产减值损失 | -33 | -40 | -45 | -50 | ROIC | 13.0% | 13.9% | 13.9% | 13.4% |
| 营业利润 | 7491 | 10708 | 12451 | 13661 | 偿债能力 | | | | |
| 营业外收入 | 10 | 15 | 15 | 15 | 资产负债率 | 8.1% | 7.0% | 6.8% | 6.7% |
| 营业外支出 | 331 | 350 | 350 | 350 | 流动比率 | 9.72 | 11.95 | 12.49 | 13.00 |
| 利润总额 | 7170 | 10373 | 12116 | 13326 | 营运能力 | | | | |
| 所得税 | 833 | 1193 | 1393 | 1533 | 应收账款周转率 | 5.54 | 6.75 | 7.62 | 8.82 |
| 净利润 | 6337 | 9180 | 10723 | 11794 | 存货周转率 | 1.63 | 1.71 | 1.68 | 1.68 |
| 归母净利润 | 6337 | 9179 | 10722 | 11793 | 总资产周转率 | 0.60 | 0.59 | 0.55 | 0.54 |
| 每股收益(元) | 0.95 | 1.38 | 1.62 | 1.78 | 每股指标(元) | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | | | | |
| 货币资金 | 24816 | 38838 | 47115 | 55920 | 每股收益 | 0.95 | 1.38 | 1.62 | 1.78 |
| 交易性金融资产 | 273 | 353 | 433 | 513 | 每股净资产 | 6.86 | 9.27 | 10.57 | 11.99 |
| 应收票据及应收账款 | 5065 | 5469 | 5140 | 5191 | 估值比率 | | | | |
| 预付款项 | 1147 | 1326 | 1487 | 1664 | PE | 75.74 | 52.29 | 44.76 | 40.70 |
| 存货 | 2417 | 2793 | 3134 | 3505 | PB | 10.54 | 7.80 | 6.84 | 6.03 |
| 流动资产合计 | 35315 | 50745 | 59568 | 69354 | 现金流量表 | | | | |
| 固定资产 | 5132 | 5067 | 4905 | 4694 | 净利润 | 6337 | 9180 | 10723 | 11794 |
| 在建工程 | 1688 | 1774 | 1848 | 1911 | 折旧和摊销 | 871 | 884 | 972 | 1040 |
| 无形资产 | 1192 | 1489 | 1766 | 2023 | 营运资本变动 | 369 | -646 | 137 | -250 |
| 非流动资产合计 | 14821 | 16010 | 16312 | 16555 | 其他 | -154 | 247 | 266 | 265 |
| 资产总计 | 50136 | 66755 | 75880 | 85909 | 经营活动现金流净额 | 7423 | 9665 | 12098 | 12849 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资本开支 | -1947 | -2058 | -1467 | -1467 |
| 应付票据及应付账款 | 1967 | 2273 | 2551 | 2853 | 其他 | 35 | -366 | -187 | -197 |
| 其他流动负债 | 1666 | 1972 | 2218 | 2482 | 投资活动现金流净额 | -1912 | -2424 | -1655 | -1663 |
| 流动负债合计 | 3634 | 4246 | 4769 | 5335 | 股权融资 | 0 | 8953 | 0 | 0 |
| 其他 | 412 | 412 | 402 | 392 | 债务融资 | 0 | -5 | -10 | -10 |
| 非流动负债合计 | 412 | 412 | 402 | 392 | 其他 | -1551 | -2214 | -2156 | -2371 |
| 负债合计 | 4045 | 4658 | 5171 | 5727 | 筹资活动现金流净额 | -1551 | 6733 | -2166 | -2381 |
| 股本 | 6379 | 6637 | 6637 | 6637 | 现金及现金等价物净增加额 | 3968 | 14022 | 8277 | 8804 |
| 资本公积 | 3188 | 11883 | 11883 | 11883 | | | | | |
| 未分配利润 | 33866 | 39910 | 46913 | 54616 | | | | | |
| 少数股东权益 | 570 | 571 | 572 | 573 | | | | | |
| 其他 | 2087 | 3096 | 4705 | 6473 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 46090 | 62097 | 70709 | 80182 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | 50136 | 66755 | 75880 | 85909 | | | | | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|--|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3

楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048