



恒瑞医药 (600276.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩稳健增长，国际化进程提速

业绩简评

2025 年 10 月 27 日公司发布 2025 年三季报，公司 25Q1-Q3 实现收入、归母净利润、扣非归母净利润 231.88 亿、57.51 亿、55.89 亿元，同比+14.85%、+24.50%、+21.08%；其中 25Q3 实现收入、归母净利润、扣非归母净利润 74.27 亿、13.01 亿、13.17 亿元，同比+12.72%、+9.53%、+16.89%。

经营分析

创新动能持续增强。公司 25Q3 多款新药获批上市，包括：中国首个自主研发的 EZH2 抑制剂泽美妥司他片，目前全球唯一用于治疗睑板腺功能障碍相关干眼的全氟己基辛烷滴眼液，以及中国首个自主研发的口服降糖三联复方制剂恒格列净瑞格列汀二甲双胍缓释片。此外，多款上市申请获得受理，包括海曲泊帕的儿童原发免疫性血小板减少症及成人化疗为主的抗肿瘤治疗所致血小板减少症相关适应症、HRS9531 用于成人长期体重管理适应症、瑞康曲妥珠单抗用于局部晚期或转移性 HER2 阳性成人乳腺癌相关适应症等。新产品与新适应症持续获批，预计带来持续业绩增量。

国际化进程全面提速。公司 25Q3 达成 3 项海外 BD 授权，包括：PDE3/4 等 12 款新药与 GSK 达成合作（首付款 5 亿美元+潜在约 120 亿美元选择权行使费和里程碑付款+销售提成），HRS-1893 与 Braveheart Bio 达成“NewCo 模式”合作（首付款 6500 万美元+1000 万美元近期里程碑款+潜在约 10.13 亿美元里程碑付款+销售提成），以及瑞康曲妥珠单抗与 Glenmark 达成授权合作（1800 万美元首付款+潜在约 10.93 亿美元里程碑付款+销售提成）。创新药对外许可已成为公司常态化业务。

研发投入持续加大，经营持续提效，现金流大幅改善。公司 25Q1-Q3 研发费用达 49.45 亿元（同比+8.72%），公司累计研发投入已超 500 亿元；销售费用率、研发费用率分别为 29.24%、9.17%，同比-1.02 PCTs、-0.11 PCTs，稳中有降，经营提效成果显著；经营性现金流净额 91.10 亿元，同比+98.68%。

盈利预测、估值与评级

公司创新药收入高速增长，“借船出海”成效显著；在研管线丰富，创新研发步入收获期。我们维持 2025/26/27 年公司营业收入预测 338/380/426 亿元，归母净利润预测 90/105/121 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

研发临床不及预期风险；海外授权兑现不及预期风险；国内控费力度超预期风险；汇兑损益风险等。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：姜铸轩 (执业 S1130525070015)

jiangzhuxuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：67.01 元

相关报告：

1. 《恒瑞医药公司点评：业绩高速增长，出海成效显著》，2025.8.21

2. 《恒瑞医药公司点评：新分子研发结硕果，海外授权持续兑现》，2025.3.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,820	27,985	33,790	38,043	42,625
营业收入增长率	7.26%	22.63%	20.75%	12.59%	12.04%
归母净利润(百万元)	4,302	6,337	8,960	10,482	12,141
归母净利润增长率	10.14%	47.28%	N/A	16.99%	15.82%
摊薄每股收益(元)	0.674	0.993	1.350	1.579	1.829
每股经营性现金流净额	1.20	1.16	1.23	1.48	1.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.63%	13.92%	14.56%	15.46%	16.17%
P/E	67.06	46.21	46.56	39.80	34.36
P/B	7.13	6.43	6.78	6.15	5.55

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	21,275	22,820	27,985	33,790	38,043	42,625
增长率		7.3%	22.6%	20.7%	12.6%	12.0%
主营业务成本	-3,487	-3,525	-3,848	-4,545	-5,003	-5,478
%销售收入	16.4%	15.4%	13.8%	13.5%	13.2%	12.9%
毛利	17,789	19,295	24,136	29,245	33,040	37,148
%销售收入	83.6%	84.6%	86.2%	86.5%	86.8%	87.1%
营业税金及附加	-190	-219	-258	-169	-190	-213
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-7,348	-7,577	-8,336	-9,411	-10,500	-11,658
%销售收入	34.5%	33.2%	29.8%	27.9%	27.6%	27.4%
管理费用	-2,306	-2,417	-2,556	-2,755	-3,026	-3,305
%销售收入	10.8%	10.6%	9.1%	8.2%	8.0%	7.8%
研发费用	-4,887	-4,954	-6,583	-7,265	-8,084	-8,951
%销售收入	23.0%	21.7%	23.5%	21.5%	21.3%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	3,057	4,127	6,404	9,646	11,240	13,020
%销售收入	14.4%	18.1%	22.9%	28.5%	29.5%	30.5%
财务费用	471	478	573	284	255	235
%销售收入	-2.2%	-2.1%	-2.0%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-173	-90	-4	-54	-5	-6
公允价值变动收益	77	-58	109	0	0	0
投资收益	387	-49	4	0	0	0
%税前利润	9.8%	n.a	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	4,112	4,910	7,491	9,876	11,490	13,249
营业利润率	19.3%	21.5%	26.8%	29.2%	30.2%	31.1%
营业外收支	-143	-243	-321	0	0	0
税前利润	3,968	4,667	7,170	9,876	11,490	13,249
利润率	18.7%	20.5%	25.6%	29.2%	30.2%	31.1%
所得税	-153	-389	-833	-916	-1,008	-1,108
所得税率	3.9%	8.3%	11.6%	9.3%	8.8%	8.4%
净利润	3,815	4,278	6,337	8,960	10,482	12,141
少数股东损益	-91	-25	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,906	4,302	6,337	8,960	10,482	12,141
净利率	18.4%	18.9%	22.6%	26.5%	27.6%	28.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,815	4,278	6,337	8,960	10,482	12,141
少数股东损益	-91	-25	0	0	0	0
非现金支出	817	884	874	782	781	831
非经营收益	-554	-54	-158	262	2	1
营运资金变动	-2,813	2,536	369	-1,898	-1,471	-1,040
经营活动现金净流	1,265	7,644	7,423	8,106	9,793	11,926
资本开支	-1,972	-1,464	-1,947	-1,763	-1,910	-2,111
投资	2,196	2,590	-17	-250	-55	-61
其他	166	96	53	0	0	0
投资活动现金净流	390	1,222	-1,912	-2,013	-1,965	-2,171
股权募资	379	0	0	10,635	0	0
债权募资	1,260	-1,260	0	-267	0	0
其他	-1,958	-1,884	-1,551	-3,586	-4,195	-4,858
筹资活动现金净流	-319	-3,144	-1,551	6,782	-4,195	-4,858
现金净流量	1,417	5,734	3,968	15,125	4,718	6,188

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,111	20,746	24,816	39,920	44,624	50,802
应收款项	8,904	6,573	6,226	7,021	7,905	8,857
存货	2,451	2,314	2,417	2,624	2,888	3,162
其他流动资产	4,469	1,654	1,856	3,402	4,105	4,317
流动资产	30,934	31,287	35,315	52,967	59,521	67,137
%总资产	73.0%	71.5%	70.4%	80.0%	81.6%	83.3%
长期投资	1,508	1,451	1,732	1,782	1,837	1,897
固定资产	6,576	6,552	6,819	6,986	7,194	7,449
%总资产	15.5%	15.0%	13.6%	10.2%	9.2%	8.2%
无形资产	2,572	3,712	5,305	6,658	7,589	8,624
非流动资产	11,421	12,497	14,821	15,528	16,718	18,064
%总资产	27.0%	28.5%	29.6%	20.0%	18.4%	16.7%
资产总计	42,355	43,785	50,136	66,245	72,906	80,584
短期借款	1,261	0	41	0	0	0
应付款项	2,050	2,119	2,997	3,203	3,537	3,885
其他流动负债	329	435	595	893	944	1,000
流动负债	3,639	2,554	3,634	4,096	4,481	4,885
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	303	198	412	48	34	24
负债	3,942	2,751	4,045	4,144	4,515	4,909
普通股股东权益	37,824	40,466	45,520	61,531	67,821	75,105
其中：股本	6,379	6,379	6,379	6,604	6,604	6,604
未分配利润	25,520	28,803	33,866	39,241	45,531	52,815
少数股东权益	589	567	570	570	570	570
负债股东权益合计	42,355	43,785	50,136	66,245	72,906	80,584

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.612	0.674	0.993	1.350	1.579	1.829
每股净资产	5.929	6.344	7.136	9.271	10.218	11.316
每股经营现金净流	0.198	1.198	1.164	1.228	1.483	1.806
每股股利	0.160	0.200	0.200	0.543	0.635	0.735
回报率						
净资产收益率	10.33%	10.63%	13.92%	14.56%	15.46%	16.17%
总资产收益率	9.22%	9.83%	12.64%	13.53%	14.38%	15.07%
投入资本收益率	7.39%	9.20%	12.24%	14.09%	14.99%	15.77%
增长率						
主营业务收入增长率	-17.87%	7.26%	22.63%	20.75%	12.59%	12.04%
EBIT 增长率	-19.00%	35.00%	55.16%	50.62%	16.53%	15.84%
净利润增长率	-13.77%	10.14%	47.28%	N/A	16.99%	15.82%
总资产增长率	7.87%	3.38%	14.51%	32.13%	10.05%	10.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	90.3	88.7	65.9	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	254.0	246.7	224.4	215.0	215.0	215.0
应付账款周转天数	171.4	142.7	153.5	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	92.4	87.2	66.9	51.8	42.8	35.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.24%	-50.80%	-54.35%	-64.72%	-65.65%	-67.49%
EBIT 利息保障倍数	-6.5	-8.6	-11.2	-34.0	-44.0	-55.5
资产负债率	9.31%	6.28%	8.07%	6.26%	6.19%	6.09%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	23	46	84
增持	0	0	0	3	2
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.10	1.07

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究