

出海捷报频传，新药加速上市

——恒瑞医药(600276)2025 年三季度点评

分析师：侯雅楠

SAC NO: S1150524120001

2025 年 10 月 29 日

医药生物-----化学制剂

证券分析师

侯雅楠

houyn@bhq.com

022-23839211

评级：

买入

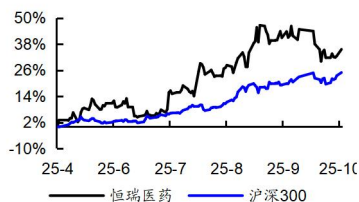
上次评级：

买入

最新收盘价：

63.62

最近半年股价相对走势



相关研究报告

创新领航，扬帆四海——恒瑞医药(600276)公司深度报告

2025.09.17

事件：

公司发布 2025 年三季度报，2025 年前三季度实现营业收入 231.88 亿元，同比+14.85%；实现归母净利润 57.51 亿元，同比+24.50%；实现扣非归母净利润 55.89 亿元，同比+21.08%；基本每股收益为 0.89 元/股。其中 25Q3 实现收入 74.27 亿元，同比+12.72%；实现归母净利润 13.01 亿元，同比+9.53%；实现扣非归母净利润 13.17 亿元，同比+16.89%。

点评：

● 内生增长与海外拓展同步助力营收增长

公司 25Q3 实现营收 74.27 亿元，同比+12.72%，内生增长与海外拓展同步助力营收放量。25Q3 公司出海捷报频传，达成 3 项海外 BD 授权，与 GSK 共同开发至多 12 款涵盖呼吸、自免、炎症与肿瘤领域的创新药物（含 HRS-9821 大中华区以外授权）、以“NewCo 模式”将 HRS-1893 海外权益授权给 Braveheart Bio、将瑞康曲妥珠单抗部分国际市场权益授权给 Glenmark，首付款后续有望逐步确认，进一步增厚报表业绩。公司前三季度合同负债达到 39.71 亿元，相比半年报增加 38.10 亿元。

● 研发持续投入，三季度 3 款新药上市

2025 年前三季度公司实现毛利率 86.22%，同比+0.25pct.，销售/管理/研发费用率分别为 29.24%/9.17%/21.33%，分别同比-1.02/-0.11/-1.20pct.，整体费效比显著提升，综合实现净利率 24.84%，同比+1.97pct.，盈利能力不断向上。公司前三季度研发费用达 49.45 亿元，据此公司累计研发投入已超 500 亿元，高研发投入推动创新能力持续向好。25Q3 公司创新成果加速转化，3 款新药实现上市，分别为中国首个自主研发的 EZH2 抑制剂泽美妥司他片，用于既往接受过至少 1 线系统性治疗的复发或难治外周 T 细胞淋巴瘤成人患者；海外引进的全氟己基辛烷滴眼液，为全球唯一一款用于治疗睑板腺功能障碍相关干眼的药品；降糖新药恒格列净瑞格列汀二甲双胍缓释片(I)、(II)，为中国首个自主研发的口服降糖三联复方制剂。另外还有 8 项上市申请获受理、4 项产品被纳入突破性治疗品种名单、48 个临床试验获批，为后续新药研发再添动能。

● 盈利预测

中性情景下，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 80.45/98.66/117.02 亿元，EPS 分别为 1.21/1.49/1.76 元/股，对应 2025 年 PE 为 52.49 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

药品研发失败风险：新药特别是创新药开发过程通常耗时较长、成本高昂且结果难以预测。若新药开发或商业化过程未成功或耗时过长，公司的盈利能力和业务前景可能受到不利影响。

药品集采风险：药品带量集中采购步入常态化，公司存在产品价格、销量下降的风险，进而影响业绩表现。

海外地缘政治风险：公司创新药和仿制药均有海外布局，若海外地缘政治发

生超预期风险，有可能拖累公司在海外的经营情况，进而对公司业绩造成相关影响。

行业竞争激烈导致价格下降的风险：若未来行业竞争激烈，或有可能导致公司药品价格下降，对公司的盈利能力和市场份额等方面造成波动。

关键预期不能成立的风险：本报告中公司盈利预测部分对公司收入及主要盈利能力指标等多项数据进行预测，若未来行业发展或公司经营情况出现与预测变动较大的情况，将使测算模型存在偏差的风险。

财务摘要（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,820	27,985	32,653	37,396	42,514
(+/-)%	7.3%	22.6%	16.7%	14.5%	13.7%
息税前利润（EBIT）	4,606	6,800	8,562	10,440	12,382
(+/-)%	39.5%	47.6%	25.9%	21.9%	18.6%
归母净利润	4,302	6,337	8,045	9,866	11,702
(+/-)%	10.1%	47.3%	27.0%	22.6%	18.6%
每股收益（元）	0.68	1.00	1.21	1.49	1.76

表：三张表及主要财务指标

资产负债表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	20,746	24,816	32,547	38,675	46,514	营业收入	22,820	27,985	32,653	37,396	42,514
应收票据及应收账款	5,520	5,065	10,473	10,853	11,058	营业成本	3,525	3,848	4,313	4,786	5,279
预付账款	1,221	1,147	1,361	1,511	1,666	营业税金及附加	219	258	294	374	425
其他应收款	438	66	91	104	118	销售费用	7,577	8,336	9,145	9,938	10,737
存货	2,314	2,417	2,767	2,991	3,227	管理费用	2,417	2,556	2,800	3,057	3,309
其他流动资产	334	435	435	435	435	研发费用	4,954	6,583	7,808	9,303	10,964
流动资产合计	31,287	35,315	49,664	56,806	65,525	财务费用	-478	-573	-695	-911	-1,083
长期股权投资	695	666	824	982	1,140	资产减值损失	-107	-33	-90	-90	-90
固定资产合计	5,451	5,132	5,813	6,423	6,961	信用减值损失	17	29	25	25	25
无形资产	884	1,192	1,470	1,733	1,982	其他收益	498	399	327	374	425
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	-49	4	0	187	213
长期待摊费用	336	275	263	251	240	公允价值变动收益	-58	109	0	0	0
其他非流动资产	383	479	700	700	700	资产处置收益	3	5	7	7	9
资产总计	43,785	50,136	66,601	74,865	84,618	营业利润	4,910	7,491	9,257	11,351	13,465
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	-243	-321	0	0	0
应付票据及应付账款	1,510	1,967	1,866	2,071	2,284	利润总额	4,667	7,170	9,257	11,351	13,465
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	389	833	1,203	1,476	1,750
应付职工薪酬	5	5	9	9	10	净利润	4,278	6,337	8,053	9,876	11,714
应交税费	219	427	331	380	432	归属于母公司所有者的净利润	4,302	6,337	8,045	9,866	11,702
其他流动负债	12	4	4	4	4	少数股东损益	-25	0	8	10	12
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.68	1.00	1.21	1.49	1.76
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	2,751	4,045	3,689	4,062	4,453	财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益	41,033	46,090	62,911	70,803	80,164	营收增长率	7.3%	22.6%	16.7%	14.5%	13.7%
						EBIT 增长率	39.5%	47.6%	25.9%	21.9%	18.6%
现金流量表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润增长率	10.1%	47.3%	27.0%	22.6%	18.6%
净利润	4,278	6,337	8,053	9,876	11,714	销售毛利率	84.6%	86.2%	86.8%	87.2%	87.6%
折旧与摊销	794	871	172	261	349	销售净利率	18.7%	22.6%	24.7%	26.4%	27.6%
经营活动现金流净额	7,644	7,423	1,219	9,300	11,354	ROE	10.6%	13.9%	12.9%	14.1%	14.7%
投资活动现金流净额	1,222	-1,912	-2,259	-1,188	-1,161	ROIC	10.3%	13.0%	11.8%	12.8%	13.4%
筹资活动现金流净额	-3,144	-1,551	8,918	-1,984	-2,353	资产负债率	6.3%	8.1%	5.5%	5.4%	5.3%
现金净变动	5,734	3,968	7,731	6,128	7,839	PE	66.51	45.90	52.49	42.80	36.08
期初现金余额	14,537	20,272	24,239	31,970	38,098	PB	7.13	6.43	6.77	6.01	5.31
期末现金余额	20,272	24,239	31,970	38,098	45,937	EV/EBITDA	49.60	34.95	44.63	35.86	29.52

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司公司网址: www.ewww.com.cn