

业绩保持稳定增长，创新兑现&国际化加速

——恒瑞医药 2025 年三季度报业绩点评

2025 年 10 月 30 日

- **事件：**2025 年 10 月 28 日，恒瑞医药发布 2025 年第三季度报告。2025 年前三季度公司实现营业收入 231.88 亿元，同比增长 14.85%；实现归母净利润 57.51 亿元，同比增长 24.50%；实现扣非归母净利润 55.89 亿元，同比增长 21.08%。
- **三季度收入保持较快增长，经营稳健。**公司单三季度实现营收 74.27 亿元，同比增长 12.72%，其中包含上半年公司与 Merck KgaA 关于 SHR7280 项目达成合作的 1500 万欧元首付款；实现归母净利润 13.01 亿元，同比增长 9.53%；实现扣非归母净利润 13.17 亿元，同比增长 16.89%。公司单三季度销售毛利率为 85.45%，与去年同期基本持平，费用率方面，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 32.2%/11.33%/23.12%，与去年同期分别-0.75pcts/+0.7pcts/+0.18pcts，预计公司费用率总体将逐步收窄。
- **海外战略持续推进，多项 BD 合作落地。**三季度公司多项 BD 合作落地，包括 1) 7 月 28 日，公司就 HRS-9821 (PDE3/4 抑制剂) 在内的 12 款创新产品与 GSK 达成合作，公司将获得 5 亿美元首付款&总金额约 120 亿美元的选择权行使费和里程碑付款&分梯度销售提成；2) 9 月 5 日，公司就 HRS-1893 项目 (Myosin 抑制剂) 海外权益与 Braveheart Bio 达成合作，公司将获得 6500 万美元首付款含现金及等值股权&技术转移后 1000 万美元近期里程碑款&最高可达 10.13 亿美元开发和销售里程碑付款&销售提成；3) 9 月 24 日，公司就瑞康曲妥珠单抗部分国际市场权益与 Glenmark 达成合作，公司将获得 1800 万美元首付款&最高可达 10.93 亿美元注册和销售里程碑付款&销售提成，BD 常态化将成为公司未来收入的新增长引擎。
- **创新产品持续兑现，为业绩带来持续增量。**三季度公司多款创新产品上市，包括：EZH2 抑制剂泽美妥司他片，用于治疗胰腺腺功能障碍相关干眼的全氟己基辛烷滴眼液，以及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，多项产品获得 NDA 受理，包括：HRS9531 注射液用于成人长期体重管理适应症 (6mg 剂量组 48 周平均减重 19.2%)、海曲泊帕用于儿童原发以及成人化疗引发血小板减少症、瑞康曲妥珠单抗用于 HER2+BC。在刚结束的 ESMO 大会上，公司共发布 46 项研究成果，公司在研管线充足，创新产品持续兑现，看好公司未来创新药收入占比持续提升，推动公司业绩持续快速增长。
- **投资建议：**考虑公司研发管线丰富，且有较大体量授权收入确认贡献业绩增量，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 86.66/100.73/121.31 亿元，同比增长 37%/16%/20%，EPS 分别为 1.31/1.52/1.83 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 49/42/35 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**市场竞争的风险，市场推广不及预期的风险，新品研发不及预期的风险。

恒瑞医药 (股票代码: 600276)

推荐 维持评级

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

孙怡

✉: sunyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524010001

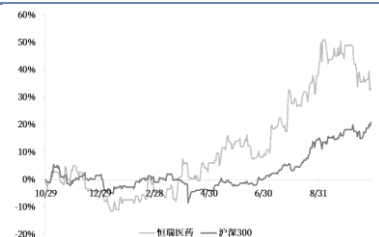
市场数据

2025-10-29

股票代码	600276.SH
A 股收盘价(元)	64.02
上证指数	4016.33
总股本(万股)	663719.99
实际流通 A 股(万股)	637900.23
流通 A 股市值(亿元)	4083.84

相对沪深 300 表现图

2025-10-29



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,985	33,302	38,834	45,423
收入增长率%	22.6%	19.0%	16.6%	17.0%
归母净利润 (百万元)	6,337	8,666	10,073	12,131
利润增速%	47.3%	36.8%	16.2%	20.4%
毛利率%	86.2%	86.0%	86.8%	87.6%
摊薄 EPS(元)	0.95	1.31	1.52	1.83
PE	67.06	49.03	42.18	35.03
PB	9.33	8.08	7.02	6.05
PS	15.18	12.76	10.94	9.35

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	35,315	43,756	52,165	62,754
现金	24,816	28,181	35,885	44,453
应收账款	4,915	7,550	8,155	9,272
其它应收款	66	533	486	468
预付账款	1,147	1,470	1,636	1,753
存货	2,417	3,084	3,318	3,642
其他	1,953	2,938	2,685	3,166
非流动资产	14,821	13,429	13,433	13,189
长期投资	1,732	1,732	1,732	1,732
固定资产	5,132	5,153	4,817	4,275
无形资产	1,192	1,508	1,804	2,082
其他	6,765	5,036	5,080	5,101
资产总计	50,136	57,185	65,598	75,943
流动负债	3,634	3,703	4,262	4,898
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,967	2,015	2,223	2,588
其他	1,666	1,689	2,039	2,310
非流动负债	412	412	412	412
长期借款	0	0	0	0
其他	412	412	412	412
负债总计	4,045	4,115	4,673	5,310
少数股东权益	570	486	434	374
归属母公司股东权益	45,520	52,584	60,491	70,259
负债和股东权益	50,136	57,185	65,598	75,943

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,423	4,811	11,379	12,227
净利润	6,337	8,581	10,021	12,071
折旧摊销	871	1,187	1,288	1,375
财务费用	-2	0	0	0
投资损失	-24	-180	-44	-101
营运资金变动	160	-4,319	-430	-1,569
其它	81	-458	544	451
投资活动现金流	-1,912	156	-1,508	-1,296
资本支出	-1,947	-24	-1,552	-1,397
长期投资	-17	0	0	0
其他	53	180	44	101
筹资活动现金流	-1,551	-1,601	-2,166	-2,363
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-1,551	-1,601	-2,166	-2,363
现金净增加额	3,968	3,365	7,705	8,568

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,985	33,302	38,834	45,423
营业成本	3,848	4,656	5,112	5,633
税金及附加	258	308	363	421
销售费用	8,336	9,824	11,456	13,400
管理费用	2,556	3,064	3,573	4,179
研发费用	6,583	7,127	8,310	9,721
财务费用	-573	-496	-564	-718
资产减值损失	-33	0	0	0
公允价值变动收益	109	0	0	0
投资收益及其他	438	737	732	842
营业利润	7,491	9,557	11,315	13,630
营业外收入	10	5	7	7
营业外支出	331	241	273	282
利润总额	7,170	9,321	11,049	13,355
所得税	833	740	1,027	1,284
净利润	6,337	8,581	10,021	12,071
少数股东损益	0	-85	-52	-60
归属母公司净利润	6,337	8,666	10,073	12,131
EBITDA	7,468	10,012	11,773	14,013

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	22.6%	19.0%	16.6%	17.0%
营业利润增长率	52.6%	27.6%	18.4%	20.5%
归属母公司净利润增	47.3%	36.8%	16.2%	20.4%
毛利率	86.2%	86.0%	86.8%	87.6%
净利率	22.6%	25.8%	25.8%	26.6%
ROE	13.9%	16.5%	16.7%	17.3%
ROIC	12.6%	15.3%	15.6%	16.1%
资产负债率	8.1%	7.2%	7.1%	7.0%
净资产负债率	8.8%	7.8%	7.7%	7.5%
流动比率	9.72	11.82	12.24	12.81
速动比率	8.62	10.47	10.98	11.62
总资产周转率	0.60	0.62	0.63	0.64
应收账款周转率	5.54	5.34	4.95	5.21
应付账款周转率	2.38	2.34	2.41	2.34
每股收益	0.95	1.31	1.52	1.83
每股经营现金	1.12	0.72	1.71	1.84
每股净资产	6.86	7.92	9.11	10.59
P/E	67.06	49.03	42.18	35.03
P/B	9.33	8.08	7.02	6.05
EV/EBITDA	53.59	39.64	33.05	27.16
PS	15.18	12.76	10.94	9.35

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10 年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

孙怡，南京大学制药工程/新南威尔士大学商业分析双硕士，2021 年就职于民生证券，2023 年加入银河证券研究院，主要从事医药行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10% 以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn