

股票投资评级

买入|维持

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)	64.02
总股本/流通股本(亿股)	66.37 / 63.79
总市值/流通市值(亿元)	4,249 / 4,084
52周内最高/最低价	72.47 / 42.67
资产负债率(%)	8.1%
市盈率	64.02
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)

收入内生增速稳健，关注 BD 首付款落地节奏

● 事件

公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营业收入 231.8 亿元(+14.9%)、归母净利润 57.5 亿元(+24.5%)、扣非归母净利润 55.9 亿元(+21.1%)。25Q3 收入 74.3 亿元(+12.7%)、归母净利润 13.0 亿元(+9.5%)、扣非归母净利润 13.2 亿元(+16.7%)。

● 核心观点

Q3 收入内生增速稳健，与 GSK 合作首付款有望于 Q4 确认

25Q3 收入增速符合预期，预计确认的 BD 首付款占比不大，内生增速相对稳健，预计创新药销售收入仍保持较快增长。综合公司 Q3 现金流量表以及资产负债表中合同负债项目(25Q3 为 39.71 亿元、25H1 为 1.61 亿元)，我们预计授予 GSK PDE3/4 抑制剂 HRS-9821 等多项药物海外权益的 5 亿美元首付款等 BD 收入将于 Q4 确认。

Q3 净利率为 17.6%，盈利能力相对稳定

25Q1-Q3 毛利率为 86.2% (+0.3pct)，期间费用率合计 58.3% (-1.6pct)，其中销售费用率 29.2% (-1.0pct)、管理费用率 9.2% (-0.1pct)、研发费用率 21.3% (-1.2pct)、财务费用率-1.4% (+0.8pct)；净利率为 24.8% (+2.0pct)。

25Q3 毛利率为 85.5% (+0.0pct)，期间费用率合计 65.4% (-0.1pct)，其中销售费用率 32.2% (-0.8pct)、管理费用率 11.3% (+0.7pct)、研发费用率 23.1% (+0.2pct)、财务费用率-1.2% (-0.2pct)；净利率为 17.6% (-0.5pct)。

● 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 91.8/107.0/117.7 亿元，同比增长 44.9%/16.6%/10.0%，对应 PE 为 45/39/35 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，维持“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	10697.90	11768.55
增长率(%)	47.28	44.86	16.55	10.01
EPS（元/股）	0.95	1.38	1.61	1.77
市盈率（P/E）	65.86	45.47	39.01	35.46
市净率（P/B）	9.17	6.84	6.00	5.28
EV/EBITDA	34.95	35.70	30.65	27.49

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					成长能力				
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%	16.0%	9.7%
税金及附加	258	317	360	404	归属于母公司净利润	47.3%	44.9%	16.5%	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%	27.4%	26.8%
财务费用	-573	-620	-944	-1150	ROE	13.9%	15.0%	15.4%	14.9%
资产减值损失	-33	-40	-45	-50	ROIC	13.0%	14.0%	14.0%	13.5%
营业利润	7491	10708	12424	13634	偿债能力				
营业外收入	10	15	15	15	资产负债率	8.1%	7.1%	6.9%	6.7%
营业外支出	331	350	350	350	流动比率	9.72	11.74	12.30	12.83
利润总额	7170	10373	12089	13299	营运能力				
所得税	833	1193	1390	1529	应收账款周转率	5.54	6.75	7.62	8.82
净利润	6337	9180	10699	11769	存货周转率	1.63	1.71	1.68	1.68
归母净利润	6337	9179	10698	11769	总资产周转率	0.60	0.59	0.55	0.55
每股收益(元)	0.95	1.38	1.61	1.77	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.95	1.38	1.61	1.77
货币资金	24816	37750	46008	54793	每股净资产	6.86	9.19	10.49	11.91
交易性金融资产	273	353	433	513	估值比率				
应收票据及应收账款	5065	5469	5140	5191	PE	65.86	45.47	39.01	35.46
预付款项	1147	1326	1487	1664	PB	9.17	6.84	6.00	5.28
存货	2417	2793	3134	3505	现金流量表				
流动资产合计	35315	49657	58461	68226	净利润	6337	9180	10699	11769
固定资产	5132	5067	4905	4694	折旧和摊销	871	884	972	1040
在建工程	1688	1774	1848	1911	营运资本变动	369	-646	137	-250
无形资产	1192	1489	1766	2023	其他	-154	164	266	265
非流动资产合计	14821	16605	16907	17150	经营活动现金流净额	7423	9582	12074	12824
资产总计	50136	66262	75368	85377	资本开支	-1947	-2509	-1467	-1467
短期借款	0	0	0	0	其他	35	-422	-187	-197
应付票据及应付账款	1967	2273	2551	2853	投资活动现金流净额	-1912	-2931	-1655	-1663
其他流动负债	1666	1958	2203	2467	股权融资	0	8953	0	0
流动负债合计	3634	4231	4754	5320	债务融资	0	-20	-10	-10
其他	412	451	441	431	其他	-1551	-2503	-2151	-2366
非流动负债合计	412	451	441	431	筹资活动现金流净额	-1551	6430	-2161	-2376
负债合计	4045	4682	5195	5751	现金及现金等价物净增加额	3968	12934	8258	8785
股本	6379	6637	6637	6637					
资本公积金	3188	11883	11883	11883					
未分配利润	33866	39715	46703	54389					
少数股东权益	570	571	572	573					
其他	2087	2774	4379	6144					
所有者权益合计	46090	61580	70173	79626					
负债和所有者权益总计	50136	66262	75368	85377					

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 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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的目前已公开的信息，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