

“创新+出海”快速推动全球化

——恒瑞医药 2025 年三季度点评

核心观点

- 创新药放量叠加出海提速，驱动业绩高质量增长。**公司 2025 前三季度实现营收 231.88 亿元，同比+14.85%，归母净利润 57.51 亿元，同比+24.50%。Q3 单季度实现营收 74.27 亿元，同比+12.72%，归母净利润 13.01 亿元，同比+9.53%。业绩高速增长主要来自于两方面：第一，创新药研发成果持续兑现，核心产品市场渗透率提升；第二，对外授权合作加速，首付款及里程碑收益贡献增量业绩。
- 创新管线高效兑现，核心产品矩阵持续扩容。**我们认为，公司持续强化由创新驱动成长：首先，今年第三季度首个国产 EZH2 抑制剂、首个自研口服降糖三联复方制剂获批，未来随着这些产品陆续上市，销售潜力将得到加速释放。其次，公司储备了一批优质在研管线，在继续加强肿瘤等强势领域的同时，进一步完善代谢和心血管疾病、免疫和呼吸系统疾病、神经科学领域的广泛布局，前三季度累计 13 项新药上市申请获 NMPA 受理（Q3 单季达 8 项），其中 GLP-1/GIP 双靶点减重药 HRS9531 等重磅品种进展亮眼；第三，公司新分子模式平台、AI 药物研发平台等多个新技术平台不断迭代，支撑源头创新不断涌现。
- BD 交易频传捷报，合作模式持续创新。**公司通过 BD 交易与自研出海双路径加速全球化落地，前三季度海外授权首付款已超 8 亿美元。今年第三季度，公司达成 3 项对外授权：1）与 GSK 达成 PDE3/4 在内的 12 款创新药合作协议，首付款 5 亿美元，潜在总金额 120 亿美元；2）与 Glenmark 就瑞康曲妥珠单抗（SHR-A1811）达成合作，首付款 1800 万美元，里程碑付款及销售提成最高可达 10.93 亿美元；3）与 Braveheart Bio 就 HRS-1893 达成合作，首付款 6500 万美元，里程碑付款最高可达 10.23 亿美元。我们认为，凭借公司强大的自主研发实力，未来创新药成果有望持续出海，引领国产创新药出海浪潮。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司创新药持续出海，对外许可收入超预期，故我们上调公司 2025-2027 年 EPS 为 1.32、1.51、1.72 元（原预测值分别为 1.19、1.36、1.54 元）。根据 PE 估值法及可比公司估值水平，给予公司 2026 年 52 倍市盈率，对应目标价为 78.52 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 创新药研发不及预期的风险，创新药销售不及预期的风险，仿制药进入集采的风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,820	27,985	34,184	38,303	43,925
同比增长(%)	7.3%	22.6%	22.2%	12.0%	14.7%
营业利润(百万元)	4,910	7,491	10,161	11,615	13,179
同比增长(%)	19.4%	52.6%	35.6%	14.3%	13.5%
归属母公司净利润(百万元)	4,302	6,337	8,755	10,043	11,403
同比增长(%)	10.1%	47.3%	38.2%	14.7%	13.5%
每股收益(元)	0.65	0.95	1.32	1.51	1.72
毛利率(%)	84.6%	86.2%	85.3%	85.3%	85.7%
净利率(%)	18.9%	22.6%	25.6%	26.2%	26.0%
净资产收益率(%)	11.0%	14.7%	17.5%	17.2%	17.1%
市盈率	95.0	64.5	46.7	40.7	35.8
市净率	10.1	9.0	7.5	6.6	5.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 11 月 07 日）	61.58 元
目标价格	78.52 元
52 周最高价/最低价	74.04/42.25 元
总股本/流通 A 股（万股）	663,720/663,720
A 股市值（百万元）	408,719
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 11 月 10 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.01	-13.93	1.27	23.6
相对表现%	-4.83	-14.75	-12.44	10.74
沪深 300%	0.82	0.82	13.71	12.86



证券分析师

伍云飞	执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199 wuyunfei1@orientsec.com.cn 021-63326320
傅肖依	执业证书编号：S0860524080006 fuxiaoyi@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

业绩高速增长，出海有望加速前行：——恒瑞医药 2025 年中报点评	2025-08-27
创新发力，国际化快速推进：——恒瑞医药 2024 年报点评	2025-04-08
创新成果持续兑现，国际化进程积极推进：——恒瑞医药 24 年三季度点评	2024-10-25

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2025/11/7	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
贝达药业	300558	54.23	0.96	1.37	1.72	2.01	56.68	39.73	31.47	26.91
海思科	002653	53.01	0.35	0.44	0.63	0.85	150.13	119.93	84.30	62.72
欧林生物	688319	22.93	0.05	0.13	0.14	0.18	448.73	180.98	166.89	126.90
翰森制药	03692	34.45	0.72	0.82	0.85	0.97	47.71	41.79	40.53	35.49
兴齐眼药	300573	75.25	1.37	3.17	4.53	6.07	54.85	23.75	16.60	12.39
奥赛康	002755	18.53	0.17	0.25	0.35	0.49	107.30	75.60	53.31	37.74
	调整后平均						92.24	69.26	52.40	40.72

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	20,746	24,816	28,557	35,279	41,705
应收票据、账款及款项融资	6,135	6,159	10,039	9,992	11,342
预付账款	1,221	1,147	1,642	1,820	1,999
存货	2,314	2,417	3,339	3,656	4,059
其他	871	775	1,121	994	994
流动资产合计	31,287	35,315	44,698	51,741	60,099
长期股权投资	695	666	710	690	689
固定资产	5,451	5,132	5,045	5,045	5,109
在建工程	1,101	1,688	2,566	3,351	4,096
无形资产	884	1,192	1,391	1,581	1,760
其他	4,366	6,143	4,550	4,807	4,887
非流动资产合计	12,497	14,821	14,262	15,474	16,541
资产总计	43,785	50,136	58,960	67,214	76,640
短期借款	0	0	2	0	0
应付票据及应付账款	1,510	1,967	2,431	2,670	3,070
其他	1,043	1,666	1,189	1,375	1,479
流动负债合计	2,554	3,634	3,622	4,044	4,550
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	198	412	269	274	287
非流动负债合计	198	412	269	274	287
负债合计	2,751	4,045	3,891	4,319	4,837
少数股东权益	567	570	588	576	579
实收资本（或股本）	6,379	6,379	6,637	6,637	6,637
资本公积	1,966	1,959	3,188	3,188	3,188
留存收益	32,102	37,164	44,643	52,479	61,383
其他	19	17	13	16	16
股东权益合计	41,033	46,090	55,070	62,896	71,803
负债和股东权益总计	43,785	50,136	58,960	67,214	76,640

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,278	6,337	8,772	10,030	11,406
折旧摊销	657	737	670	737	812
财务费用	(478)	(573)	(266)	(318)	(384)
投资损失	49	(4)	79	67	(1)
营运资金变动	2,789	1,296	(5,802)	99	(1,432)
其它	349	(370)	153	(39)	(48)
经营活动现金流	7,644	7,423	3,607	10,577	10,352
资本支出	(835)	(1,089)	(1,577)	(1,622)	(1,712)
长期投资	73	29	(43)	19	2
其他	1,984	(851)	1,303	(366)	(108)
投资活动现金流	1,222	(1,912)	(317)	(1,969)	(1,818)
债权融资	0	41	(27)	5	6
股权融资	(656)	(6)	1,487	0	0
其他	(2,488)	(1,585)	(1,008)	(1,891)	(2,114)
筹资活动现金流	(3,144)	(1,551)	451	(1,887)	(2,108)
汇率变动影响	13	7	-0	-0	-0
现金净增加额	5,734	3,968	3,741	6,722	6,426

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,820	27,985	34,184	38,303	43,925
营业成本	3,525	3,848	5,040	5,633	6,277
销售费用	7,577	8,336	9,171	10,083	11,592
管理费用	2,417	2,556	2,702	2,795	3,021
研发费用	4,954	6,583	7,333	8,475	10,254
财务费用	(478)	(573)	(266)	(318)	(384)
资产、信用减值损失	90	4	89	61	51
公允价值变动收益	(58)	109	42	31	61
投资净收益	(49)	4	(79)	(67)	1
其他	282	147	83	77	6
营业利润	4,910	7,491	10,161	11,615	13,179
营业外收入	4	10	5	7	7
营业外支出	247	331	241	273	282
利润总额	4,667	7,170	9,925	11,348	12,905
所得税	389	833	1,153	1,318	1,499
净利润	4,278	6,337	8,772	10,030	11,406
少数股东损益	(25)	0	18	(12)	3
归属于母公司净利润	4,302	6,337	8,755	10,043	11,403
每股收益（元）	0.65	0.95	1.32	1.51	1.72

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.3%	22.6%	22.2%	12.0%	14.7%
营业利润	19.4%	52.6%	35.6%	14.3%	13.5%
归属于母公司净利润	10.1%	47.3%	38.2%	14.7%	13.5%
获利能力					
毛利率	84.6%	86.2%	85.3%	85.3%	85.7%
净利率	18.9%	22.6%	25.6%	26.2%	26.0%
ROE	11.0%	14.7%	17.5%	17.2%	17.1%
ROIC	10.1%	14.0%	17.3%	16.9%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	6.3%	8.1%	6.6%	6.4%	6.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	12.25	9.72	12.34	12.79	13.21
速动比率	11.33	9.05	11.42	11.89	12.32
营运能力					
应收账款周转率	4.1	5.5	5.4	4.9	5.2
存货周转率	1.5	1.6	1.8	1.6	1.6
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	0.65	0.95	1.32	1.51	1.72
每股经营现金流	1.20	1.16	0.54	1.59	1.56
每股净资产	6.10	6.86	8.21	9.39	10.73
估值比率					
市盈率	95.0	64.5	46.7	40.7	35.8
市净率	10.1	9.0	7.5	6.6	5.7
EV/EBITDA	73.0	48.5	35.1	30.9	27.3
EV/EBIT	83.8	53.7	37.5	32.9	29.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。