



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 11 月 10 日

基础数据

11 月 10 日收盘价（元）	61.83
总市值（亿元）	4,103.78
总股本（亿股）	66.37

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】恒瑞医药：创新药进入收获期，出海成为第二增长引擎-2025.04.03

分析师：黄翰漾

S0190519020002

huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：孙媛媛

S0190515090001

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：杨希成

S0190522090002

yangxicheng@xyzq.com.cn

分析师：王佳慧

S0190522080007

wangjiahui20@xyzq.com.cn

研究助理：孙宋暄

sunsongxuan@xyzq.com.cn

恒瑞医药(600276.SH)

创新产品加速出海，首付款逐步确认落地

投资要点：

- 公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度，公司实现营收 231.88 亿元（YoY+14.85%），归母净利 57.51 亿元（YoY+24.50%），扣非归母净利 55.89 亿元（YoY+21.08%），经营性现金流 91.10 亿元（YoY+98.68%）。2025 年第三季度，公司实现营收 74.27 亿元（YoY+12.72%），归母净利 13.01 亿元（YoY+9.53%），扣非归母净利 13.17 亿元（YoY+16.89%），经营性现金流 48.10 亿元（YoY+209.78%）。
- 公司 2025 年第三季度收入增速稳健。2025 年第三季度公司药品收入增加。同时，公司 2025 年第三季度就多项产品管线与海外药企达成多项合作，收到海外授权首付款获得相关现金，例如公司与 GSK 合作收取的 5 亿美元首付款等。公司在 2025 年 9 月 30 日的资产负债表中合同负债具有约 39.71 亿元（2025 年 6 月 30 日为 1.61 亿元），我们预计后续会根据产品授权的进度陆续确认为授权收入。
- 公司创新药管线持续取得进展。公司减重代谢管线取得积极数据，依靠优异的临床数据，恒瑞减重管线出海 NewCo 公司 Kailera 于 2025 年 10 月完成一笔金额高达 6 亿美元的融资，海外融资进展顺利，有望增厚公司业绩。在 2025 年欧洲肿瘤内科学会（ESMO）年会上，公司公布多项产品进展，其中 SHR-A1811（HER2 ADC）用于 HER2 阳性晚期乳腺癌二线治疗的 3 期临床数据入选 LBA 口头报告，HRS-4642（KRAS G12D）联合化疗在初治晚期 KRAS G12D 突变胰腺癌中展现出治疗优势。公司还在早期管线进行前瞻性布局，包括减重小核酸、双抗 ADC、自免双抗等。公司多款产品进入医保谈判，有望借助医保覆盖实现放量。
- 2025 年前三季度，公司毛利率 86.2%（同比+0.3pct），销售费用率 29.2%（同比-1.0pct），管理费用率 9.2%（同比-0.1pct），研发费用率 21.3%（同比-1.2pct）。2025 年第三季度，公司毛利率 85.5%（同比+0.02pct，环比-2.3pct），销售费用率 32.2%（同比-0.8pct，环比+3.9pct），管理费用率 11.3%（同比+0.7pct，环比+3.2pct），研发费用率 23.1%（同比+0.2pct，环比+3.3pct）。
- 盈利预测：公司创新药销售带动收入增长，创新产品进入密集收获期，重点早期在研管线具备全球竞争力，出海成为第二增长引擎。考虑到公司对外许可收入的确认为业绩的增厚，我们调整盈利预期，预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.32、1.64、1.80 元，2025 年 11 月 10 日收盘价对应的 2025-2027 年市盈率分别为 46.9、37.6、34.4 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：研发创新不及预期风险，行业政策变化风险，市场竞争加剧风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	27985	33792	38165	42187
同比增长	22.6%	20.8%	12.9%	10.5%
归母净利润（百万元）	6337	8758	10916	11919
同比增长	47.3%	38.2%	24.6%	9.2%
毛利率	86.2%	86.7%	86.8%	86.3%
ROE	13.9%	13.9%	15.3%	14.7%
每股收益（元）	0.95	1.32	1.64	1.80
市盈率	64.8	46.9	37.6	34.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度，公司实现营收 231.88 亿元（YoY+14.85%），归母净利 57.51 亿元（YoY+24.50%），扣非归母净利 55.89 亿元（YoY+21.08%），经营性现金流 91.10 亿元（YoY+98.68%）。

2025 年第三季度，公司实现营收 74.27 亿元（YoY+12.72%），归母净利 13.01 亿元（YoY+9.53%），扣非归母净利 13.17 亿元（YoY+16.89%），经营性现金流 48.10 亿元（YoY+209.78%）。

点评

- **公司 2025 年第三季度收入增速稳健。**2025 年第三季度公司药品收入增加。同时，公司 2025 年第三季度就多项产品管线与海外药企达成多项合作，收到海外授权首付款获得相关现金；例如，2025 年 7 月公司与 GSK 就 PDE3/4 抑制剂和 11 个项目的独家选择权达成授权，公司有权收取 5 亿美元首付款以及潜在最高 120 亿美元的选择权行使费和里程碑付款。公司在 2025 年 9 月 30 日的资产负债表中，合同负债具有约 39.71 亿元（2025 年 6 月 30 日为 1.61 亿元），我们预计后续会根据产品授权的进度陆续确认为授权收入。
- **公司创新药管线持续取得进展。**公司减重代谢管线取得积极数据。公司在减重代谢领域布局包括 HRS9531（GLP-1/GIP 双靶，NDA）、HRS-7535（GLP-1R 口服小分子，3 期）、HRS-4729（GLP-1/GIP/GCG 三靶，1 期）等管线。2025 年 7 月，HRS9531 公布减重 3 期数据，48 周治疗 6mg 组体重重-19.2%（安慰剂校正后为-17.7%），安全性耐受性良好。替尔泊肽（礼来，GLP-1/GIP）在中国人群的减重 3 期研究中，疗效估量结果显示 10mg 组体重重-14.4%（安慰剂校正后为-12.0%）。公司已经于 2025 年 9 月宣布 HRS9531 在国内申报减重适应症上市。依靠优异的临床数据，恒瑞减重管线出海 NewCo 公司 Kailera 于 2025 年 10 月完成一笔金额高达 6 亿美元的融资，领投方为贝恩资本；海外融资进展顺利，有望增厚公司业绩。
- 在 2025 年欧洲肿瘤内科学会（ESMO）年会上，公司公布多项产品进展，其中 SHR-A1811（HER2 ADC）用于 HER2 阳性晚期乳腺癌二线治疗的 3 期临床数据入选 LBA 口头报告，独立中心评估 mPFS 为 30.6 个月（vs 化疗 8.3 个月，HR=0.22）；相比之下 DS8201（HER2 ADC）在经治 HER2 阳性晚期乳腺癌 3 期研究中，mPFS 为 28.8 个月。SHR-A1811 有望在 HER2 阳性晚期乳腺癌的治疗格局中获得突破。2025 年 9 月，公司将 SHR-A1811（HER2 ADC）的大中华区、美国、加拿大、欧洲、日本、俄罗斯等部分国

家之外的权益授权给 Glenmark Specialty，公司有权获得 1800 万美元预付款，以及最高 10.93 亿美元里程碑付款；公司丰富的管线有机会在更广阔市场实现布局。

- 在 2025 ESMO 年会上，公司还公布了 HRS-4642 (KRAS G12D) 以及 HRS-7058 (KRAS G12C) 的研究结果。(1) KRAS G12D 突变胰腺癌预后差，传统化疗 ORR 仅为约 20%，HRS-4642 联合化疗治疗初治晚期 KRAS G12D 突变胰腺癌 1b/2 期显示 cORR 达到 63.3%，6 个月 PFS 率为 78.9% (相比之下 Revolution Medicines 公司的 Daraxonrasib 联用化疗在初治 KRAS G12D 突变胰腺癌中，ORR 为 55%)，HRS-4642 为 KRAS G12D 突变胰腺癌提供新的治疗机会；(2) HRS-4642 在临床 1 期 KRAS G12D 突变实体瘤中安全性良好，单药在 KRAS G12D 突变 NSCLC 亚组 ORR 为 33.3%，KRAS G12D 突变 PDAC 亚组 ORR 为 25.0%，显示出初步的疗效，为未来联合用药方案提供初步治疗依据；(3) HRS-7058 (KRAS G12C) 治疗 KRAS G12C 突变实体瘤 1 期，初治 NSCLC 亚组 200mg BID 剂量 ORR 为 61.9%，并且在 CRC、PDAC 以及 KRAS G12C 抑制剂经治 NSCLC 患者中，同样显示出治疗潜力。
- 公司早期管线进行前瞻性布局。公司布局减重小核酸 HRS-5817，并于 2025 年 4 月公布了国内临床试验信息。公司还在双抗 ADC 领域提前布局，2025 年 10 月，公司 B7H3/EGFR 双抗 ADC 药物 FH-006，联合 EGFR/c-Met 双抗 SHR-9839(皮下)±PD-L1 抗体阿得贝利用于实体瘤的三联中国 IND 申请获批默许批准。公司同样在自身免疫领域双抗领域进行领先布局，IL-23p19/IL-36R 双抗于 2025 年 3 月进入斑块状银屑病中国 2 期，以及于 2025 年 9 月完成类风湿关节炎的中国 IND 获批，TACI/IFNAR-1 抗体融合蛋白目前正处于系统性红斑狼疮的临床 1 期研究阶段。
- 公司多款产品进入医保谈判，有望借助医保覆盖实现放量。根据 2025 年医保目录初审结果，公司的 HER2 ADC、PCSK9 单抗、JAK1 小分子抑制剂、IL-17A 单抗等重点创新药产品进入医保谈判范围，我们预计有望通过医保准入实现快速放量。
- 公司经营效率提高，2025 年前三季度销售费用率同比下降。2025 年前三季度，公司毛利率 86.2% (同比+0.3pct)，销售费用率 29.2% (同比-1.0pct)，管理费用率 9.2% (同比-0.1pct)，研发费用率 21.3% (同比-1.2pct)。
- 2025 年第三季度，公司毛利率 85.5% (同比+0.02pct，环比-2.3pct)，销售费用率 32.2% (同比-0.8pct，环比+3.9pct)，管理费用率 11.3% (同比+0.7pct，环比+3.2pct)，研发费用率 23.1% (同比+0.2pct，环比+3.3pct)。2025 年第

三季度费用率环比波动是由于上一个季度公司收到 MSD 2 亿美元以及 IDEAYA 7500 万美元对外许可首付款并确认为收入；2025 年第三季度公司的海外融资等外币影响造成 1.5 亿元的汇兑损失，对这一季度利润带来压力。

- **盈利预测：**公司创新药销售带动收入增长，创新产品进入密集收获期，重点早期在研管线具备全球竞争力，出海成为第二增长引擎。考虑到公司对外许可收入的确认对业绩的增厚，我们调整盈利预期，预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.32、1.64、1.80 元，2025 年 11 月 10 日收盘价对应的 2025-2027 年市盈率分别为 46.9、37.6、34.4 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发创新不及预期风险，行业政策变化风险，市场竞争加剧风险。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	35315	51033	59909	69943
货币资金	24816	37165	44871	52967
交易性金融资产	273	465	676	908
应收票据及应收账款	5065	7051	7489	8288
预付款项	1147	1416	1612	1796
存货	2417	2936	3175	3594
其他	1597	2000	2085	2391
非流动资产	14821	16574	16801	17106
长期股权投资	666	824	843	892
固定资产	5132	5697	5853	5875
在建工程	1688	1137	874	756
无形资产	1192	1387	1628	1837
商誉	0	0	0	0
其他	6143	7529	7602	7745
资产总计	50136	67606	76710	87049
流动负债	3634	3805	4188	5017
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1967	2063	2266	2733
其他	1666	1742	1922	2285
非流动负债	412	464	473	475
长期借款	0	0	0	0
其他	412	464	473	475
负债合计	4045	4268	4661	5492
股本	6379	6637	6637	6637
未分配利润	33866	39402	46485	54220
少数股东权益	570	545	536	522
股东权益合计	46090	63338	72049	81557
负债及权益合计	50136	67606	76710	87049

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	6337	8758	10916	11919
折旧和摊销	871	975	1064	1125
营运资金的变动	369	-3003	-609	-892
经营活动产生现金流量	7423	6791	11587	12373
资本支出	-1947	-2277	-1342	-1417
长期投资	-17	-435	-367	-459
投资活动产生现金流量	-1912	-2981	-1693	-1881
债权融资	0	-8	9	2
股权融资	0	11332	0	0
融资活动产生现金流量	-1551	8685	-2187	-2397
现金净变动	3968	12349	7707	8095

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27985	33792	38165	42187
营业成本	3848	4485	5037	5769
税金及附加	258	313	357	391
销售费用	8336	9634	9923	10589
管理费用	2556	2936	3424	3768
研发费用	6583	7344	8137	9362
财务费用	-573	-396	-593	-716
投资收益	4	47	69	47
公允价值变动收益	109	0	0	0
信用减值损失	29	29	25	28
资产减值损失	-33	-35	-58	-42
营业利润	7491	10048	12521	13650
营业外收支	-321	-236	-266	-274
利润总额	7170	9812	12254	13375
所得税	833	1079	1348	1471
净利润	6337	8733	10906	11904
少数股东损益	0	-25	-9	-14
归属母公司净利润	6337	8758	10916	11919
EPS(元)	0.95	1.32	1.64	1.80

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	22.6%	20.8%	12.9%	10.5%
营业利润增长率	52.6%	34.1%	24.6%	9.0%
归母净利润增长率	47.3%	38.2%	24.6%	9.2%
盈利能力				
毛利率	86.2%	86.7%	86.8%	86.3%
归母净利率	22.6%	25.9%	28.6%	28.3%
ROE	13.9%	13.9%	15.3%	14.7%
偿债能力				
资产负债率	8.1%	6.3%	6.1%	6.3%
流动比率	9.72	13.41	14.30	13.94
速动比率	8.62	12.14	13.03	12.75
营运能力				
资产周转率	59.6%	57.4%	52.9%	51.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.95	1.32	1.64	1.80
每股经营现金	1.12	1.02	1.75	1.86
估值比率(倍)				
PE	64.8	46.9	37.6	34.4
PB	9.0	6.5	5.7	5.1

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
	行业评级	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
		推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn