

2025 年 11 月 28 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

83

恒瑞医药(600276.SH)

Buy 买进

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2025/11/27)	62.09
上证指数(2025/11/27)	3875.26
股价 12 个月高/低	74.04/42.25
总发行股数(百万)	6637.20
A 股数(百万)	6379.00
A 市值(亿元)	3960.72
主要股东	江苏恒瑞医药集团有限公司
	(23.18%)
每股净值(元)	8.97
股价/账面净值	6.93
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.3 -9.2 24.7

近期评等

日期	收盘价	评级
2025-09-05	68.65	买进

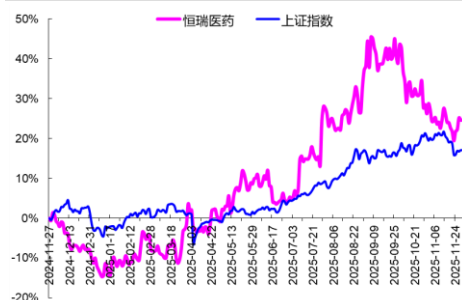
产品组合

抗肿瘤	52.1%
神经科学	15.3%
造影剂	9.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.1%
一般法人	68.1%

股价相对大盘走势



主业稳健，BD 交易将增厚公司业绩

结论及建议：

- **公司业绩：**公司 2025Q1-Q3 实现营收 231.9 亿元，YOY+14.9%，录得归母净利润 57.5 亿元，YOY+24.5%，扣非后净利 55.9 亿元，YOY+21.1%，公司业绩符合预期，主要是公司计入对外许可首付款作为收入，提升了营收及净利水平。其中 Q3 单季度实现营收 74.3 亿元，YOY+12.7%，录得归母净利润 13.0 亿元，YOY+9.5%，扣非后净利 13.2 亿，YOY+16.9%。
- **Q3 毛利率及费用率稳定：**公司 Q3 营收及净利主要依靠主业贡献，Q3 单季毛利率为 85.5%，同比持平，期间费用率同比下降约 0.1 个百分点，其中销售费用率为 32.2%，同比下降 0.8 个百分点，管理费用率为 11.3%，同比增加 0.7 个百分点，研发费用率为 23.1%，同比增加 0.2 个百分点，财务费用率为-1.2%，同比下降 0.2 个百分点。由于所得税同比下降，公司 Q3 单季净利率同比提升 0.5 个百分点至 17.5%。
- **BD 业务常态化，已成业绩增长新引擎：**公司 2025 年初至今已累计实现 5 笔对外授权，合计总包潜在交易金额约 167 亿美元，其中首付款合计约 8.1 亿美元，折算人民币约为 57.3 亿元，相当于公司 2024 年净利的 90%，我们认为公司近两年积极推动公司研发管线的 BD 交易，已成为业绩增长的新引擎。我们估计 25Q4 至 2026 年初将可计入 GSK 的 5 亿美金首付款，将极大的增厚净利润。
- **盈利预计及投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年净利润 101 亿元、90.9 亿元、104 亿元，YOY+59.3%、-9.9%、+14.5%，EPS 分别为 1.52 元、1.37 元、1.57 元，目前 A 估值分别为 41X/45X/40X，估值合理，BD 交易将继续增厚净利，创新药增长较快，我们维持“买进”评级。
- **风险提示：**新药研发进度及销售不及预期，授权兑现不及预期，汇兑损益风险

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4302	6337	10093	9093	10407
同比增减	%	10.14	47.28	59.28	-9.91	14.45
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.68	1.00	1.52	1.37	1.57
同比增减	%	11.48	47.06	52.06	-9.91	14.45
A 市盈率(P/E)	X	91.31	62.09	40.83	45.32	39.60
H 市盈率(P/E)				44.69	49.60	43.34
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.30	0.27	0.31
股息率 (Yield)	%	0.32	0.32	0.49	0.44	0.51

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等
	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	22820	27985	36062	38556	45404
经营成本	3525	3848	4685	4685	5588
营业税金及附加	219	258	327	386	454
销售费用	7577	8336	9623	10988	13394
管理费用	2417	2556	2773	3470	4086
财务费用	-478	-573	-647	-771	-908
资产减值损失			15	15	15
投资收益	-49	4	-16	10	10
营业利润	4910	7491	11763	10539	12024
营业外收入	4	10	43	35	35
营业外支出	247	331	170	300	300
利润总额	4667	7170	11636	10274	11759
所得税	389	833	1531	1182	1352
少数股东损益	-25	0	9	0	0
归母净利润	4302	6337	10096	9093	10407

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	20746	24816	33523	40682	48087
存货净额	5194	4915	5161	5677	6244
应收帐款净额	2314	2417	2538	2741	2960
流动资产合计	31287	35315	39906	46291	54160
长期投资净额	695	666	700	735	771
固定资产合计	5451	5132	5286	5445	5608
无形资产及其他资产合计	1101	1688	1941	2232	2567
资产总计	12497	14821	17488	20636	24351
流动负债合计	43785	50136	57394	66927	78511
长期负债合计	2554	3634	4360	5232	6279
负债合计	198	412	453	498	548
少数股东权益	2751	4045	4813	5731	6827
股东权益合计	567	570	573	576	579
负债和股东权益总计	40466	45520	52008	60620	71105

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动所得现金净额	7644	7423	11,106	10,002	10,719
投资活动所用现金净额	1222	-1912	-1050	-1022	-1210
融资活动所得现金净额	-3144	-1551	-1563	-2033	-2311
现金及现金等价物净增加额	5734	3968	8493	6947	7198

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证②。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。