

创新转型成果不断, 研发实力带动出海

投资要点

- **事件:** 2025年全年, 公司实现营业收入316.29亿元(+13.02%), 实现归母净利润77.11亿元(+21.69%), 实现扣非归母净利润74.13亿元(+20.00%)。其中Q4单季, 公司实现营业收入84.41亿元(+8.29%), 实现归母净利润19.60亿元(+14.15%)。
- **创新转型成果不断, 收入结构根本性优化。** 1) 创新药成核心增长引擎: 全年创新药销售收入163.42亿元, 同比+26.09%, 增速是整体营收的2倍, 占药品销售收入比重提升至58.34%, 标志着从“仿创结合”向“创新驱动”的战略转型基本完成。2) 非肿瘤创新药收入31.02亿元(+73.36%), 慢病、代谢等领域多元化布局开始兑现, 打破“肿瘤单一依赖”格局。3) 仿制药承压但可控: 集采常态化背景下收入小幅下滑, 但其对整体业绩的拖累已显著减弱, 公司收入结构转型成功收入结构进一步向高毛利、高成长的创新业务倾斜。
- **国际化BD成效凸显, 全球价值获深度认可。** 1) BD业务成重要增量: 对外许可收入33.92亿元(+25.6%), 成为业绩不可或缺的组成部分, 验证了公司管线的全球商业化价值。2) 海外授权密集落地: 2025年与MSD、GSK、德国默克等跨国药企达成5笔交易, 涵盖首付款、里程碑付款等多元收益模式, 其中与GSK合作潜在总金额约120亿美元, 彰显全球顶尖药企对其研发能力的认可。3) 长期价值沉淀: 自2023年以来累计达成12笔海外授权, 潜在总交易额超270亿美元(2025约160亿美元), 为未来持续贡献里程碑收入与销售分成奠定基础。
- **研发管线深厚, 构筑业绩增长核心护城河。** 1) 已获批24款1类创新药, 超100个创新产品处于临床开发阶段, 形成上市产品持续放量与临床管线接力增长的良好梯队。2) ADC平台(瑞康曲妥珠单抗等获10项突破性治疗认定)、代谢领域(GLP-1/GIP双靶激动剂HRS-9531已申报上市)、自免领域(JAK1抑制剂、IL-17A单抗)等关键赛道进展顺利。3) 公司预计2026年将有10+款创新药或适应症批准、20项NDA/BLA申请递交、25项III期数据读出、20个NME进入临床试验阶段。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2026-2028年归母净利润分别为93.51/120.19/150.88亿元, 对应PE为37X/29X/23X。创新药管线持续布局, 国际化出海成果颇丰, 龙头效应明显, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发及商业化不及预期风险; 行业政策风险; 国际地缘政治风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	31629.42	37416.91	44675.70	54623.25
增长率	13.02%	18.30%	19.40%	22.27%
归属母公司净利润(百万元)	7711.05	9350.72	12018.83	15088.32
增长率	21.69%	21.26%	28.53%	25.54%
每股收益EPS(元)	1.16	1.41	1.81	2.27
净资产收益率ROE	12.49%	13.44%	15.08%	16.33%
PE	44	37	29	23
PB	5.59	4.96	4.33	3.73

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 张旭安
电话: 15281061810
邮箱: zhangxuan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	66.37
流通A股(亿股)	63.79
52周内股价区间(元)	48.0-72.47
总市值(亿元)	3,662.41
总资产(亿元)	698.67
每股净资产(元)	9.23

相关研究

- 恒瑞医药(600276): 出海屡创佳绩, 创新驱动增长 (2025-10-30)
- 恒瑞医药(600276): 创新驱动业绩增长, BD助力成果兑现 (2025-09-05)
- 恒瑞医药(600276): 出海佳绩不断, BD收入稳定增厚业绩 (2025-05-07)

盈利预测

关键假设

假设 1: 抗肿瘤药创新药陆续获批上市, 随着新上市的创新药逐渐放量, 假设 2026-2028 年销售增速分别为 23.8%、24.3%、27.0%, 毛利率分别为 94.0%、95.0%、95.0%;

假设 2: 心血管业务 2025 表现强势, 随着人口老龄化趋势带来相关需求, 预计 2026-2028 年销售增速分别为 40.0%、40.0%、40.0%, 毛利率维持 75%;

假设 3: 造影剂近几年受集采影响逐渐减弱, 保持平稳增长, 假设 2026-2028 年销售增速分别为 8.1%、8.2%、8.2%, 毛利率维持 60%;

假设 4: 神经科学随着集采影响逐步减弱、瑞马唑仑等新产品的持续放量, 假设神经科学 2026-2028 年销售增速分别为 1%、2%、3%, 毛利率维持 85%;

假设 5: 其他业务主要由 BD 收入构成, 公司自 2023 年以来累计达成 12 笔海外授权, 潜在总交易额超 270 亿美元, 其中 2025 年约 160 亿美元, 随着公司研发实力逐步得到认可, 创新管线出海预期增强, 假设其他业务 2026-2028 年收入增速分别为 15.0%、10.0%、10.0%, 毛利率维持 95%。

表 1: 分业务收入及毛利率

百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
抗肿瘤				
收入	16671	20639	25658	32598
收入增速	14.3%	23.8%	24.3%	27.0%
毛利率	93.5%	94.0%	95.0%	95.0%
神经科学				
收入	4292	4335	4421	4554
收入增速	0.1%	1.0%	2.0%	3.0%
毛利率	82.7%	85.0%	85.0%	85.0%
造影剂				
收入	2993	3234	3498	3785
收入增速	8.9%	8.1%	8.2%	8.2%
毛利率	58.8%	60.0%	60.0%	60.0%
心血管				
收入	2436	3411	4775	6685
收入增速	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利率	73.7%	75.0%	75.0%	75.0%
免疫和呼吸系统				
收入	862	957	1100	1320
收入增速	10.9%	11.0%	15.0%	20.0%
毛利率	84.6%	85.0%	85.0%	85.0%
其他主营业务				
收入	759	683	649	649
收入增速	-11.8%	-10.0%	-5.0%	0.0%
毛利率	54.2%	55.0%	55.0%	55.0%

百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
其他业务				
收入	3616	4158	4574	5032
收入增速	21.5%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	95.1%	95.0%	95.0%	95.0%
合计收入	31629	37417	44676	54623
收入增速	13.0%	18.3%	19.4%	22.3%
毛利率	86.2%	87.5%	88.3%	88.6%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	31629.42	37416.91	44675.70	54623.25	净利润	7717.00	9353.72	12021.83	15091.32
营业成本	4362.66	4693.82	5224.85	6239.95	折旧与摊销	901.49	750.10	750.10	750.10
营业税金及附加	263.60	330.77	390.19	475.37	财务费用	-406.94	-400.00	-400.00	-400.00
销售费用	9106.43	10663.82	12509.19	15021.39	资产减值损失	-86.91	0.00	0.00	0.00
管理费用	2806.21	3318.88	3797.43	4369.86	经营营运资本变动	2589.81	-2653.13	-1136.20	-1833.54
财务费用	-406.94	-400.00	-400.00	-400.00	其他	520.94	-136.75	-128.68	-123.18
资产减值损失	-86.91	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	11235.38	6913.94	11107.05	13484.70
投资收益	-80.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2433.33	-508.00	-432.00	-478.00
公允价值变动损益	173.57	150.00	150.00	150.00	其他	-307.17	150.00	150.00	150.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2740.50	-358.00	-282.00	-328.00
营业利润	8990.00	10978.60	13922.13	17595.80	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-282.38	-288.64	-291.93	-289.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	8707.63	10689.97	13630.20	17306.56	股权融资	10004.74	0.00	0.00	0.00
所得税	990.62	1336.25	1608.36	2215.24	支付股利	-1274.13	-1542.21	-1870.14	-2403.77
净利润	7717.00	9353.72	12021.83	15091.32	其他	-948.90	341.11	400.00	400.00
少数股东损益	5.95	3.00	3.00	3.00	筹资活动现金流净额	7781.71	-1201.10	-1470.14	-2003.77
归属母公司股东净利润	7711.05	9350.72	12018.83	15088.32	现金流量净额	15916.45	5354.84	9354.91	11152.93
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	40955.48	46310.32	55665.23	66818.16	成长能力				
应收和预付款项	6363.42	7678.91	8966.41	10966.83	销售收入增长率	13.02%	18.30%	19.40%	22.27%
存货	2878.41	3100.66	3457.51	4139.46	营业利润增长率	20.02%	22.12%	26.81%	26.39%
其他流动资产	1293.06	762.70	888.58	1061.09	净利润增长率	21.78%	21.21%	28.52%	25.53%
长期股权投资	557.38	557.38	557.38	557.38	EBITDA 增长率	22.62%	19.44%	25.98%	25.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7836.71	7675.00	7459.30	7251.59	毛利率	86.21%	87.46%	88.30%	88.58%
无形资产和开发支出	6834.38	6775.20	6694.03	6650.85	三费率	36.38%	36.30%	35.60%	34.77%
其他非流动资产	3148.48	3127.26	3106.03	3084.81	净利率	24.40%	25.00%	26.91%	27.63%
资产总计	69867.32	75987.44	86794.47	100530.18	ROE	12.49%	13.44%	15.08%	16.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.05%	12.31%	13.85%	15.01%
应付和预收款项	3082.68	3260.79	3752.65	4488.30	ROIC	36.60%	42.21%	49.29%	57.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.99%	30.28%	31.95%	32.85%
其他负债	4987.81	3146.28	3309.76	3622.27	营运能力				
负债合计	8070.49	6407.07	7062.41	8110.57	总资产周转率	0.53	0.51	0.55	0.58
股本	6637.20	6637.20	6637.20	6637.20	固定资产周转率	5.77	6.71	8.83	12.02
资本公积	12934.62	12934.62	12934.62	12934.62	应收账款周转率	6.21	6.48	6.46	6.55
留存收益	43601.37	51409.87	61558.56	74243.12	存货周转率	1.62	1.54	1.57	1.62
归属母公司股东权益	61272.07	69052.62	79201.30	91885.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.25%	—	—	—
少数股东权益	524.75	527.75	530.75	533.75	资本结构				
股东权益合计	61796.82	69580.37	79732.06	92419.61	资产负债率	11.55%	8.43%	8.14%	8.07%
负债和股东权益合计	69867.32	75987.44	86794.47	100530.18	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.08	12.29	12.87	12.95
					速动比率	7.63	11.63	12.22	12.30
					股利支付率	16.52%	16.49%	15.56%	15.93%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	9484.55	11328.70	14272.23	17945.90	每股收益	1.16	1.41	1.81	2.27
PE	44.44	36.65	28.51	22.71	每股净资产	9.23	10.40	11.93	13.84
PB	5.59	4.96	4.33	3.73	每股经营现金	1.69	1.04	1.67	2.03
PS	10.83	9.16	7.67	6.27	每股股利	0.19	0.23	0.28	0.36
EV/EBITDA	31.49	25.89	19.90	15.20					
股息率	0.37%	0.45%	0.55%	0.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lZR@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
