



公司评级 买入（维持）

报告日期 2026年04月02日

基础数据

04月01日收盘价（元）	57.73
总市值（亿元）	3,831.66
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：创新产品加速出海，首付款逐步确认落地-2025.11.10
- 【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：孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：杨希成

S0190522090002
yangxicheng@xyzq.com.cn

分析师：王佳慧

S0190522080007
wangjihui20@xyzq.com.cn

研究助理：孙宋暄

sunsongxuan@xyzq.com.cn

恒瑞医药(600276.SH)

公司业绩稳健增长，创新成果集中兑现

投资要点：

- 公司发布 2025 年年报。2025 年全年，公司实现营收 316.3 亿元（YoY+13.0%），归母净利润 77.1 亿元（YoY+21.7%），扣非归母净利润 74.1 亿元（YoY+20.0%），经营活动产生的现金流量净额 112.4 亿元（YoY+51.4%）。2025 年第四季度实现营收 84.4 亿元（YoY+8.3%），归母净利润 19.6 亿元（YoY+14.1%），扣非归母净利润 18.2 亿元（YoY+16.8%），经营活动产生的现金流量净额 21.2 亿元（YoY-25.1%）。
- 公司 2025 年收入稳健增长，创新药持续驱动业绩提升。2025 年全年公司医药制造业务收入 280.1 亿元（YoY+12.0%），其中创新药销售收入 163.4 亿元（YoY+26.1%），已成为核心增长引擎。公司预计 2026 年创新药销售收入有望实现超 30% 增长（同比增速较 2025 年提速超过 4pct），创新药板块有望延续高速增长趋势。公司持续完善商业化体系，并引进多位具有跨国药企背景的高管，进一步提升管理水平与国际化能力。公司多款产品纳入医保覆盖，有望提升药物可及性并加速放量。
- 公司创新药管线持续取得进展，创新成果进入密集收获期。对外合作方面，2025 年公司多项 BD 交易落地，首付款金额实现显著提升。公司与 GSK 的合作模式拓展至平台型合作，强化公司创新平台的国际认可度。公司早期管线和平台技术布局丰富，进一步增厚多疾病领域的平台研发实力。2025 年全年公司 14 项创新药及新适应症获批上市，同时递交 15 项创新药/新适应症上市申请，支撑公司中长期业绩增长。在 ASCO、ESMO 等国际学术会议上，公司临床研究影响力与研发实力持续增强。
- 公司经营效率优化提升。2025 年全年，公司毛利率 86.2%（同比-0.04 pct），销售费用率 28.8%（同比-1.0 pct），管理费用率 8.9%（同比-0.3 pct），研发费用率 22.0%（同比-1.5 pct）。2025 年第四季度，公司毛利率 86.2%（同比-0.8 pct，环比+0.7 pct），销售费用率 27.6%（同比-1.0 pct，环比-4.6 pct），管理费用率 8.0%（同比-0.7 pct，环比-3.3 pct），研发费用率 23.9%（同比-2.2 pct，环比+0.8 pct）。2025 年全年公司销售、管理和研发三项费用率同比下降。
- 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。考虑到公司创新管线持续的商业化进展对业绩的增厚，我们调整盈利预期，预计 2026-2028 年公司 EPS 分别为 1.46、1.67、1.89 元，2026 年 04 月 01 日收盘价对应的 2026-2028 年市盈率分别为 39.6、34.7、30.6 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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	31629	36441	41447	47164
同比增长	13.0%	15.2%	13.7%	13.8%
归母净利润（百万元）	7711	9682	11052	12514
同比增长	21.7%	25.6%	14.2%	13.2%
毛利率	86.2%	86.0%	85.7%	85.6%
ROE	12.6%	14.1%	14.2%	14.2%
每股收益（元）	1.16	1.46	1.67	1.89
市盈率	49.7	39.6	34.7	30.6

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 年年报。2025 年全年，公司实现营收 316.3 亿元 (YoY+13.0%)，归母净利 77.1 亿元 (YoY+21.7%)，扣非归母净利 74.1 亿元 (YoY+20.0%)，经营活动产生的现金流量净额 112.4 亿元 (YoY+51.4%)。

2025 年第四季度实现营收 84.4 亿元 (YoY+8.3%)，归母净利 19.6 亿元 (YoY+14.1%)，扣非归母净利 18.2 亿元 (YoY+16.8%)，经营活动产生的现金流量净额 21.2 亿元 (YoY-25.1%)。

点评

- 公司 2025 年全年收入同比稳健增长，2026 年创新药收入指引积极。2025 年全年，公司医药制造业务收入 280.1 亿元 (YoY+12.0%)；其中，创新药销售收入 163.4 亿元 (YoY+26.1%)，仿制药销售收入约 116.7 亿元 (YoY-3.9%)。公司在 2025 年年报中提供 2026 年创新药业绩指引，预计力争创新药销售收入实现超 30% 增长 (同比增速较 2025 年提速超过 4pct)。创新药板块已经成为公司重要的业绩增长引擎，公司创新药驱动的发展格局更加稳固。
- 公司构建了全方位、多层次的渠道网络，推动创新产品的可持续增长。在 2025 年成立生物制药事业部 (BBU)，产品矩阵覆盖代谢、自免、影像、镇痛麻醉、重症等领域，集中资源深耕慢病市场，有望进一步增强公司非肿瘤管线的商业化能力。公司还在 2025 年引进具有阿斯利康、礼来等跨国药企背景的多位高管，进一步提升公司的国际化能力。
- 公司多款产品进入医保覆盖，有望提升药物可及性。在 2025 年医保目录中，公司的 HER2 ADC、JAK1 小分子抑制剂、IL-17A 单抗、PCSK9 单抗等重点创新药产品进入医保，总计 10 款产品首次进入医保，5 款产品新增适应症进入医保，5 款产品完成目录内续约。我们预计公司医保覆盖产品有望通过医保准入实现快速放量。
- 公司 2025 年集中达成重磅 BD 交易，释放创新产品管线和平台技术价值。2025 年，公司实现许可收入 33.9 亿元 (2024 年为 27.0 亿元，同比+25.6%)，国际化程度逐步加深。公司与 MSD、Merck KGaA、GSK、Braveheart、Glenmark 等合作方达成的多项 BD 交易在 2025 年集中落地，不仅展现了海外药企对公司创新能力的充分认可，也为公司带来了可观的对外许可收入。2025 年公司签署 BD 合作中的首付款金额 (已披露) 合计 7.98 亿美元，相对于 2024 年和 2023 年显著提升。公司与 GSK 合作项目的 5 亿美元首付款

在 2025 年确认 1 亿美元，我们预计剩余 4 亿美元部分有望在后续年度继续确认为许可收入。在授权类型上，公司从产品管线授权逐步拓展到平台型合作，2025 年 7 月与 GSK 达成 HRS-982 (PDE3/4) 以及最多 11 个项目的平台型合作，验证了公司在平台技术的研发创新实力。

表 1、近三年公司对外许可交易项目

交易对方	交易时间	合作内容	首付款/亿美元	总金额/亿美元
2023 年				
Treeline	2023 年 2 月	SHR2554 (EZH2 抑制剂)	0.11	7.06
One Bio (GSK 收购)	2023 年 8 月	SHR-1905 (TSLP 单抗)	0.25	10.5
Dr. Reddy' s	2023 年 10 月	Pyrotinib maleate tablets (吡咯替尼, 印度权益)	0.03	1.555
Elevar Therapeutics	2023 年 10 月	卡瑞利珠 (PD1) 联用于 uHCC (海外权益, 不含大中华区及韩国)	未披露	6
Merck KGaA	2023 年 10 月	HRS-1167 (PARP1 抑制剂) +SHR-A1904 (CLDN18.2 ADC 选择权)	1.7	14.85
			2023 年首付款合计: 2.09 亿美元	
2024 年				
Kailera	2024 年 5 月	GLP-1 创新药组合: HRS-7535、HRS9531、HRS-4729	3	62
IDEAYA	2024 年 12 月	SHR-4849 (DLL3 ADC)	0.75	10.45
			2024 年首付款合计: 3.75 亿美元	
2025 年				
MSD	2025 年 3 月	HRS-5346 (Lp(a))	2	19.7
Merck KGaA	2025 年 4 月	SHR7280 (GnRH, 中国大陆商业化权益)	0.15	未披露
GSK	2025 年 7 月	HRS-982 (PDE3/4) 以及最多 11 个项目的平台型合作	5	125
Braveheart Bio	2025 年 9 月	HRS-1893 (Myosin)	0.65	10.88
Glenmark	2025 年 9 月	瑞康曲妥珠 (HER2 ADC)	0.18	11.11
			2025 年首付款合计: 7.98 亿美元	

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理; 注: 与 Merck KGaA 的两项合作金额, 2023 年, 汇率按照 1 欧元=1.06 美元; 2025 年, 汇率按照 1 欧元=1.08 美元; 与 Kailera 的合作中, 公司收到的 Kailera 股权价值按 2 亿美元计算;

- **公司早期管线和平台技术布局丰富，增厚多疾病领域多元化发展的实力。**公司持续研发同类首创 (FIC) 和同类最佳 (BIC) 产品管线，在多种药物形式多管齐下战略布局。在 2024 年年报披露的小分子、PROTAC、肽类、单抗、双抗、多抗、ADC 及放射性配体疗法的基础上，公司 2025 年引入 RIPTAC (调节诱导接近靶向嵌合体)、小核酸、DAC (降解剂抗体偶联物)、APC (抗体肽类偶联物) 的新类型，进一步扩展到蛋白降解、核酸药物和新型偶联药物等更丰富的产品矩阵。在 RAS 领域, 公司已完成前瞻性战略布局, 在 KRAS G12D 基础上进一步布局 pan-KRAS、pan-RAS, 以及多种 RAS 突变类型管线。在代谢领域, 公司布局 GLP-1 单靶、双靶、三靶管线, 构建了梯次分明、

迭代有序的临床管线组合。公司在 2025 年 12 月研发日上,公布了将在 siRNA 平台围绕“更长效”、“双靶点”及“非肝靶向”方向进行升级;双/多抗平台进一步拓展至 TCE 前药以及 TCE 在自免疫领域中的应用;ADC 平台在新毒素、双表位/双抗 ADC 及双载药 ADC 等方向上持续创新。公司通过完善多元化技术平台并强化前瞻性管线布局,有助于不断提升成果转化能力以及国际认可度,进一步打开公司未来发展的想象空间。

- **公司创新成果进入密集收获期,多项产品管线取得积极进展。**2025 年年报显示,公司报告期内共实现 14 项创新成果获批上市,包括 7 款 1 类创新药获批上市、1 款 2 类创新药获批上市,以及 6 个已上市创新药新适应症获批;同时,公司全年递交 15 项创新药/新适应症上市申请(NDA/BLA)。与 2024 年的 2 款 1 类创新药获批上市、4 款已上市创新药新适应症获批相比,2025 年的获批上市产品及适应症的数量明显提升。2026 年至 2028 年三年,公司分别计划上市产品及适应症 12 项、22 项、19 项。整体来看,公司创新药板块进入明显的收获阶段,有望持续驱动公司收入结构向创新药升级并支撑中长期业绩增长。
- **公司创新水平提升,国际影响力不断增强。**2025 年,公司参加多项国际学术交流大会,多项研究入选口头报告,包括 2025 年 ASCO 大会的 4 项口头报告、5 项快速口头报告,2025 年 ESMO 大会的 4 项 LBA(最新突破性摘要)、9 项口头报告、2 项简短口头报告等;对比 2024 年 ASCO 的 4 项口头报告、ESMO 的 1 项口头报告、3 项简短口头报告,公司的临床研究学术影响力和研发实力在 2025 年明显提升。从中长期看,公司高质量临床研究数据将有助于提升产品在临床医生的认可度,加速药品审评进度,并推动后续商业化放量。
- **公司经营效率优化提升,2025 年全年销售、管理和研发三项费用率同比下降。**2025 年全年,公司毛利率 86.2%(同比-0.04 pct),销售费用率 28.8%(同比-1.0 pct),管理费用率 8.9%(同比-0.3 pct),研发费用率 22.0%(同比-1.5 pct)。2025 年第四季度,公司毛利率 86.2%(同比-0.8 pct,环比+0.7 pct),销售费用率 27.6%(同比-1.0 pct,环比-4.6 pct),管理费用率 8.0%(同比-0.7 pct,环比-3.3 pct),研发费用率 23.9%(同比-2.2 pct,环比+0.8 pct)。2025 年第四季度研发费用率环比波动,我们认为主要与公司研发项目的临床推进等因素相关;销售费用率、管理费用率同比和环比均实现下降,反映了公司收入增长背景下,经营规模效应得到显现。
- **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。考虑到公司创新管线持续的商业化进展对业绩的增厚,我们调整盈利预期,预计 2026-2028 年

公司 EPS 分别为 1.46、1.67、1.89 元，2026 年 04 月 01 日收盘价对应的 2026-2028 年市盈率分别为 39.6、34.7、30.6 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	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	51490	57396	66372	77301
货币资金	40955	44793	52043	61166
交易性金融资产	114	164	204	244
应收票据及应收账款	5279	6276	7185	8057
预付款项	1057	1507	1654	1847
存货	2878	3289	3771	4311
其他	1207	1368	1515	1676
非流动资产	18377	18907	19437	19338
长期股权投资	557	628	673	710
固定资产	5830	6310	6613	6544
在建工程	2006	1594	1327	1003
无形资产	1956	2345	2777	3000
商誉	0	0	0	0
其他	8026	8030	8046	8082
资产总计	69867	76304	85809	96639
流动负债	6369	5242	5586	6047
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2270	2366	2960	3356
其他	4099	2876	2627	2691
非流动负债	1701	1710	1718	1724
长期借款	0	0	0	0
其他	1701	1710	1718	1724
负债合计	8070	6952	7304	7771
股本	6637	6637	6637	6637
未分配利润	40173	46378	53872	62356
少数股东权益	525	526	527	528
股东权益合计	61797	69352	78505	88868
负债及权益合计	69867	76304	85809	96639

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	7711	9682	11052	12514
折旧和摊销	942	1202	1367	1463
营运资金的变动	2611	-3161	-1386	-1355
经营活动产生现金流量	11235	8028	11380	12964
资本支出	-2943	-1834	-2035	-1503
长期投资	151	-210	-176	-166
投资活动产生现金流量	-2741	-2070	-2237	-1694
债权融资	-4	9	8	7
股权融资	10352	0	0	0
融资活动产生现金流量	7782	-1760	-1894	-2147
现金净变动	15916	3838	7249	9123

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	31629	36441	41447	47164
营业成本	4363	5098	5937	6789
税金及附加	264	330	368	413
销售费用	9106	9839	11191	12734
管理费用	2806	3025	3316	3773
研发费用	6961	7944	8911	10267
财务费用	-407	-613	-671	-779
投资收益	-80	4	4	5
公允价值变动收益	174	-15	-15	-15
信用减值损失	-24	0	0	0
资产减值损失	-87	-16	-45	-49
营业利润	8990	11162	12761	14386
营业外收支	-282	-282	-295	-287
利润总额	8708	10880	12466	14099
所得税	991	1197	1412	1584
净利润	7717	9683	11053	12515
少数股东损益	6	1	1	1
归属母公司净利润	7711	9682	11052	12514
EPS(元)	1.16	1.46	1.67	1.89

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	13.0%	15.2%	13.7%	13.8%
营业利润增长率	20.0%	24.2%	14.3%	12.7%
归母净利润增长率	21.7%	25.6%	14.2%	13.2%
盈利能力				
毛利率	86.2%	86.0%	85.7%	85.6%
归母净利率	24.4%	26.6%	26.7%	26.5%
ROE	12.6%	14.1%	14.2%	14.2%
偿债能力				
资产负债率	11.6%	9.1%	8.5%	8.0%
流动比率	8.08	10.95	11.88	12.78
速动比率	7.38	9.92	10.80	11.65
营运能力				
资产周转率	52.7%	49.9%	51.1%	51.7%
每股资料(元)				
每股收益	1.16	1.46	1.67	1.89
每股经营现金	1.69	1.21	1.71	1.95
估值比率(倍)				
PE	49.7	39.6	34.7	30.6
PB	6.3	5.6	4.9	4.3

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

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%
	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	
行业评级	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.xyq.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外大街甲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@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn