

恒瑞医药 (600276)

证券研究报告
2026年04月11日

创新药密集获批，BD 落地加速全球化进程

事件：公司发布 2025 年年报，营业收入 316.29 亿元，同比增长 13.02%；归母净利润 77.11 亿元，同比增长 21.69%；扣非归母净利润为 74.13 亿元，同比增长 20.00%。

降本增效，提升公司运营效率

2025 年公司的销售费用为 91.06 亿元，销售费用率为 28.79%，同比下降 1.00pct；管理费用为 28.06 亿元，管理费用率为 8.87%，同比下降 0.26pct；研发费用为 69.61 亿元，研发费用率为 22.01%，同比下降 1.51 pct，

创新药持续放量，7 款 1 类创新药密集获批，涵盖肿瘤、自免等多领域

创新药销售收入 163.42 亿元，同比增长 26.09%，占药品销售收入的比重为 58.34%，同比提升 8.7 pct，已纳入医保的创新药第二代 AR 拮抗剂瑞维鲁胺和 CDK4/6 抑制剂达尔西利精准定位未满足的临床需求，销售收入实现强劲增长。2025 年公司 7 款 1 类创新药获批上市，管线价值进一步凸显。其中，瑞康曲妥珠单抗为国内首个获批 HER2 突变非小细胞肺癌的自主研发 ADC；非肿瘤领域重点品种持续拓展，艾玛普替尼获批特异性皮炎、类风湿性关节炎等多个自免疾病；长效 PCSK9 单抗瑞卡西单抗获批上市；其余多款新药包括国内首个原研 EZH2 抑制剂、超长效双靶止吐针剂等，完善公司在肿瘤、代谢、心血管等核心领域的商业化矩阵。

此外，公司在 2025 年有 10 款产品首次纳入医保，5 项新增适应症纳入医保，5 款产品完成医保目录内续约。

全球化 BD 合作多点突破，管线价值与全球化布局再升级

2025 年公司对外许可收入 33.92 亿元，同比增长 25.62%。2025 年公司 BD 合作实现里程碑式突破。与 GSK 达成潜在至多 12 个项目的授权合作，交易总额约 120 亿美元；向 MSD 授权 Lp(a)抑制剂 HRS-5346 大中华区以外权益，获 2 亿美元首付款及最高 17.7 亿美元里程碑；与 Glenmark 关于 HER2 ADC 瑞康曲妥珠单抗在中美欧日等主要市场外的部分国际市场权益达成的合作，将进一步拓展新兴市场布局，公司收到 1800 万美元首付款，以及最高可达 10.93 亿美金的里程碑付款。这一系列合作既带来丰厚现金流，更通过资源互补放大管线价值，加速国际化全球布局落地。

核心在研管线稳步推进，管线厚度提供长期成长性

公司 2025 年共将 28 项临床推进至 III 期，61 项临床推进至 II 期，28 项创新产品首次推进至临床 I 期。2026-2028 年预计将有约 53 项创新产品及适应症获批上市，包括已经于近期上市的 PD-L1/TGF- β 瑞拉芙普 α 的胃癌一线治疗适应症，预计在 2026 年上市的 CDK4/6 抑制剂达尔西利的 HR+乳腺癌辅助治疗，以及预计在 2027 年上市的 HER2 ADC 瑞康曲妥珠单抗的 HER2 阳性适应症和具有 BIC 潜力的新产品 GLP-1/GIP 双靶点药物瑞普泊肽的超重或肥胖适应症等。

公司构建了具有全球竞争力的研发体系，布局 ADC、蛋白降解剂、PROTAC/分子胶/RIPTAC、小核酸药物和口服多肽等在内的多个前沿技术平台，且公司大力发展人工智能药物发现 (AIDD)，全面赋能药物研发的创新与迭代。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 363.96、428.37 和 472.74 亿元；考虑到市场竞争激烈，我们将 2026-2027 年的归母净利润从 98.78、117.20 亿元，下调至 90.16 和 108.30 亿元，预计 2028 年的归母净利润为 124.32 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：政策变动风险，研发失败风险，经营风险，市场竞争加剧风险

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	57.06 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,379.00
流通 A 股股本(百万股)	6,379.00
A 股总市值(百万元)	363,985.87
流通 A 股市值(百万元)	363,985.87
每股净资产(元)	9.23
资产负债率(%)	11.55
一年内最高/最低(元)	74.04/47.36

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《恒瑞医药-半年报点评:2025H1 创新药进入快速放量阶段，国际化贡献利润持续增长》 2025-09-15
- 《恒瑞医药-季报点评:业绩符合预期，国际化加速发展》 2025-05-25
- 《恒瑞医药-季报点评:2024Q3 收入符合预期，多款创新药上市申请获得受理》 2024-11-01

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	27,984.61	31,629.42	36,396.27	42,836.57	47,273.59
增长率(%)	22.63	13.02	15.07	17.69	10.36
EBITDA(百万元)	13,854.52	16,074.62	10,090.80	11,960.89	13,621.56
归属母公司净利润(百万元)	6,336.53	7,711.05	9,016.09	10,829.56	12,431.93
增长率(%)	47.28	21.69	16.92	20.11	14.80
EPS(元/股)	0.99	1.16	1.36	1.63	1.87
市盈率(P/E)	57.84	49.45	42.29	35.21	30.67
市净率(P/B)	8.05	6.22	4.84	4.37	3.92
市销率(P/S)	13.10	12.06	10.48	8.90	8.07
EV/EBITDA	19.20	21.88	32.49	26.64	22.87

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	24,815.91	40,955.48	51,995.38	61,105.40	68,220.61
应收票据及应收账款	5,064.75	5,278.69	4,243.14	5,842.90	4,174.78
预付账款	1,147.24	1,056.56	1,919.58	1,546.76	2,113.59
存货	2,417.12	2,878.41	3,538.57	3,680.37	4,133.69
其他	1,869.92	1,321.23	2,023.62	1,822.41	2,051.91
流动资产合计	35,314.93	51,490.37	63,720.30	73,997.84	80,694.56
长期股权投资	666.35	557.38	557.38	557.38	557.38
固定资产	5,131.97	5,830.33	5,144.72	4,461.36	3,780.48
在建工程	1,687.53	2,006.38	2,206.38	2,306.38	2,406.38
无形资产	5,029.87	6,834.38	8,412.37	10,071.36	11,819.45
其他	2,305.00	3,148.48	1,817.81	1,794.66	1,824.64
非流动资产合计	14,820.72	18,376.94	18,138.65	19,191.14	20,388.32
资产总计	50,135.65	69,867.32	81,858.95	93,188.98	101,082.89
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,967.26	2,270.46	1,713.60	2,845.98	2,022.04
其他	1,666.34	4,098.78	667.96	2,299.80	1,121.04
流动负债合计	3,633.60	6,369.24	2,381.57	5,145.78	3,143.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	411.80	1,701.26	304.06	304.54	340.14
非流动负债合计	411.80	1,701.26	304.06	304.54	340.14
负债合计	4,045.39	8,070.49	2,685.63	5,450.32	3,483.22
少数股东权益	570.39	524.75	453.86	408.92	359.22
股本	6,379.00	6,637.20	6,637.20	6,637.20	6,637.20
资本公积	3,188.07	12,934.62	22,618.05	22,618.05	22,618.05
留存收益	37,164.44	43,601.37	50,859.32	59,577.12	69,584.82
其他	(1,211.65)	(1,901.11)	(1,395.10)	(1,502.62)	(1,599.61)
股东权益合计	46,090.25	61,796.82	79,173.32	87,738.66	97,599.67
负债和股东权益总计	50,135.65	69,867.32	81,858.95	93,188.98	101,082.89

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	6,336.99	7,717.00	9,016.09	10,829.56	12,431.93
折旧摊销	817.08	901.49	957.62	1,059.37	1,171.29
财务费用	(1.84)	374.48	(1,109.94)	(1,350.56)	(1,544.30)
投资损失	(23.87)	57.48	(12.65)	(23.09)	(27.18)
营运资金变动	(501.64)	3,673.23	(5,215.62)	1,628.27	(1,570.92)
其它	796.04	(1,488.30)	(76.69)	(43.30)	(47.96)
经营活动现金流	7,422.75	11,235.38	3,558.81	12,100.25	10,412.85
资本支出	2,400.21	2,227.08	3,447.19	2,134.52	2,302.91
长期投资	(28.64)	(108.97)	0.00	0.00	0.00
其他	(4,283.56)	(4,858.60)	(5,507.31)	(4,271.47)	(4,641.78)
投资活动现金流	(1,911.99)	(2,740.50)	(2,060.12)	(2,136.95)	(2,338.87)
债权融资	613.86	396.74	1,092.72	1,355.13	1,550.40
股权融资	(1,282.82)	9,315.28	8,448.48	(2,208.40)	(2,509.18)
其他	(881.63)	(1,930.32)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(1,550.59)	7,781.71	9,541.21	(853.28)	(958.78)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,960.18	16,276.58	11,039.90	9,110.02	7,115.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	27,984.61	31,629.42	36,396.27	42,836.57	47,273.59
营业成本	3,848.18	4,362.66	4,845.48	5,545.44	5,920.57
营业税金及附加	257.88	263.60	335.40	394.75	435.64
销售费用	8,336.07	9,106.43	10,736.90	12,422.60	14,182.08
管理费用	2,555.69	2,806.21	3,275.66	3,855.29	4,254.62
研发费用	6,582.92	6,961.16	8,189.16	9,830.99	10,140.18
财务费用	(572.73)	(406.94)	(1,109.94)	(1,350.56)	(1,544.30)
资产/信用减值损失	(3.54)	(110.80)	(88.82)	(60.78)	(51.05)
公允价值变动收益	108.63	173.57	11.38	12.52	13.77
投资净收益	4.28	(80.18)	12.65	23.09	27.18
其他	404.66	471.09	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	7,490.63	8,990.00	10,058.82	12,112.89	13,874.71
营业外收入	10.45	7.12	5.44	6.56	7.48
营业外支出	331.39	289.49	253.26	280.18	288.58
利润总额	7,169.69	8,707.63	9,811.01	11,839.27	13,593.62
所得税	832.70	990.62	882.99	1,065.53	1,223.43
净利润	6,336.99	7,717.00	8,928.02	10,773.74	12,370.19
少数股东损益	0.47	5.95	(88.07)	(55.83)	(61.74)
归属于母公司净利润	6,336.53	7,711.05	9,016.09	10,829.56	12,431.93
每股收益(元)	0.99	1.16	1.36	1.63	1.87

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	22.63%	13.02%	15.07%	17.69%	10.36%
营业利润	52.56%	20.02%	11.89%	20.42%	14.54%
归属于母公司净利润	47.28%	21.69%	16.92%	20.11%	14.80%
获利能力					
毛利率	86.25%	86.21%	86.69%	87.05%	87.48%
净利率	22.64%	24.38%	24.77%	25.28%	26.30%
ROE	13.92%	12.58%	11.45%	12.40%	12.78%
ROIC	33.39%	40.60%	46.24%	38.79%	45.39%
偿债能力					
资产负债率	8.07%	11.55%	3.28%	5.85%	3.45%
净负债率	-53.75%	-66.22%	-65.66%	-69.62%	-69.87%
流动比率	9.72	8.08	26.76	14.38	25.67
速动比率	9.05	7.63	25.27	13.67	24.36
营运能力					
应收账款周转率	5.29	6.12	7.64	8.49	9.44
存货周转率	11.83	11.95	11.34	11.87	12.10
总资产周转率	0.60	0.53	0.48	0.49	0.49
每股指标(元)					
每股收益	0.99	1.16	1.36	1.63	1.87
每股经营现金流	1.16	1.69	0.54	1.82	1.57
每股净资产	7.14	9.23	11.86	13.16	14.65
估值比率					
市盈率	57.84	49.45	42.29	35.21	30.67
市净率	8.05	6.22	4.84	4.37	3.92
EV/EBITDA	19.20	21.88	32.49	26.64	22.87
EV/EBIT	20.26	23.03	35.90	29.23	25.02

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com