

2026 年 04 月 13 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

恒瑞医药（600276）

2025 年年报点评：创新动能全面释放，国际化战略迎丰收

◆ 2025 年年报：

2025 年公司全年实现营业收入 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%；扣非后归母净利润 74.13 亿元，同比增长 20.00%。

点评：

◆ 创新药销售占比首超 58%，收入结构完成质变，慢病领域成为重要增长极

2025 年，公司创新药销售收入达 163.42 亿元，同比增长 26.09%，占药品销售收入比重首次突破 58.3%，较 2024 年的 55.3% 进一步提升，标志着公司已成功完成从仿制药向创新药驱动的结构转型。其中，抗肿瘤产品实现收入 132.40 亿元，同比增长 18.5%，占创新药整体销售收入的 81.0%，稳固基本盘，其中瑞维鲁胺、达尔西利等医保内创新药凭借优异的临床数据保持强劲增长。非肿瘤产品收入达 31.02 亿元，同比大幅增长 73.4%，占整体创新药销售的比重从约 15% 提升至 19%，其中恒格列净、瑞马唑仑等产品价值加速兑现。随着公司创新药产品商业化进程的继续推进，多款创新药的销售潜力有望进一步释放，为公司贡献更加强劲的增长动能。

◆ 国际化战略迎里程碑收获，许可收入成业绩新引擎，BD 合作常态化

报告期内，公司创新药对外许可收入达 33.92 亿元，占营业收入比重超过 10%，标志着公司研发实力获得国际市场的广泛认可并转化为即期收入。报告期内公司完成多项里程碑式对外许可交易：与 MSD 就 Lp(a)口服小分子 HRS-5346 达成合作，获得 2 亿美元首付款；与 GSK 就 PDE3/4 抑制剂 HRS-9821 达成合作，获得 5 亿美元首付款，报告期内已确认收入约 1 亿美元；与 Braveheart Bio 就心肌肌球蛋白抑制剂 HRS-1893 达成合作，获得 6500 万美元首付款（含股权）；与 Glenmark Specialty 就 HER2 ADC 瑞康曲妥珠单抗达成合作，获得 1800 万美元首付款。此外，与 Merck KGaA、IDEAYA 等合作的收入亦在本期确认。随着常态化 BD 合作已成为公司核心能力，公司正加速融入全球药物创新网络。

◆ 研发效率显著提升，重磅管线密集兑现，未来三年迎来收获高峰期

投资评级

买入

维持评级

2026 年 04 月 13 日

收盘价(元):

55.20

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	6,637.20
总市值(百万)	366,373.43
流通股本(百万股)	6,379.00
流通市值(百万)	352,120.93
12 月最高/最低价(元)	74.04/47.36
资产负债率(%)	11.55
每股净资产(元)	9.23
市盈率(TTM)	47.51
市净率(PB)	5.98
净资产收益率(%)	12.58

股价走势图



作者

李蔚 分析师
SAC 执业证书: S0640523060001
联系电话: 010-59219559
邮箱: liwj@acicsec.com

相关研究报告

恒瑞医药（600276）：创新管线助力长期发展，出海已成第二增长引擎 —2025-04-03
中航证券公司点评：恒瑞医药（600276）2024 三季报点评：业绩符合预期，创新药研发顺利推进 —2024-10-31

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

2025 年是公司的“产品大年”，全年共有 14 款产品或适应症获批上市，其中包括 7 款 1 类创新药及 6 项新适应症，截至报告期末，公司累计获批 1 类创新药达 24 款。报告期内，公司研发管线稳步推进，15 项上市申请获 NMPA 受理，28 项临床推进至 III 期，61 项临床推进至 II 期，28 项产品首次推进至临床 I 期。此外，创新药国际临床试验稳步开展。2023 年至 2025 年，公司研发费用分别为 49.54 亿元、65.83 亿元及 69.61 亿元，研发投入稳步提升。核心产品方面，瑞康曲妥珠单抗（HER2 ADC）2025 年获批用于 HER2 突变非小细胞肺癌，2026 年 3 月再获批用于 HER2 阳性乳腺癌二线治疗，8 项适应症被纳入突破性治疗品种，显露出重磅潜力；代谢领域瑞普泊肽（GLP-1/GIP）于 2025 年底进入 NDA 受理阶段，预计 2027 年上市；双抗领域瑞拉芙普 α （PD-L1/TGF- β ）于 2026 年初获批胃癌一线治疗，成为全球首个在该适应症获批的同类药物；自免领域艾玛昔替尼（JAK1）在强直性脊柱炎后，类风湿关节炎、特应性皮炎、斑秃等适应症已陆续获批。公司预计未来三年（2026-2028 年）将有约 53 项创新产品及适应症获批，其中 2026 年预计上市 12 项，2027 年预计上市 22 项，2028 年预计上市 19 项。

中航证券公司点评：恒瑞医药 2024 中期点评：
创新产品放量驱动高速增长，股权激励彰显发展信心 —2024-08-26

◆ 盈利能力稳步提升，费用管控持续优化，经营质量持续向好

2025 年，公司综合毛利率稳定在 86.2%；研发费用率降至 22.0%，随着大量管线进入后期，部分研发投入被合理资本化（资本化比重约 20.2%），研发效率提升、价值兑现加速。销售费用率进一步优化至 28.8%，同比下降约 1 个百分点，在创新药密集上市期实现销售效率提升。销售净利率达 24.4%，同比提升 1.8 个百分点。经营活动现金流净额达 112.35 亿元，同比增长 51.4%，现金流状况优异，为持续研发投入和战略布局提供坚实保障。

◆ 投资建议：

公司已成功转型为以创新药为核心、国际化成为关键增长引擎的全球性创新药龙头企业。随着创新产品管线的密集放量和全球化合作的持续深化，公司正迎来新的发展机遇期，未来三年业绩增长路径清晰。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 91.04 亿元、107.54 亿元、126.43 亿元，对应 PE 分别为 40.24 倍、34.07 倍、28.98 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示：

市场竞争加剧风险；产品研发进度及上市后销售推广不及预期风险；海外临床试验及申报结果存在不确定性风险；核心品种面临集采风险；政策变化风险。

财务和估值数据摘要				单位:百万元
会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	31629.42	36825.48	42032.09	48253.93
增长率(%)	13.02%	16.43%	14.14%	14.80%
归属母公司股东净利润	7711.05	9103.87	10754.05	12642.53
增长率(%)	21.69%	18.06%	18.13%	17.56%
每股收益EPS(元)	1.16	1.37	1.62	1.90
每股股利DPS(元)	0.00	0.23	0.27	0.32
每股经营现金流(元)	1.69	1.01	1.83	2.10
销售毛利率	86.21%	88.48%	88.48%	88.18%
销售净利率	24.40%	24.68%	25.54%	26.16%
净资产收益率(ROE)	12.58%	13.22%	13.82%	14.30%
投入资本回报率(ROIC)	31.10%	41.11%	40.78%	47.69%
市盈率(P/E)	47.51	40.24	34.07	28.98
市净率(P/B)	5.98	5.32	4.71	4.15
股息率(分红/股价)	0.00%	0.41%	0.49%	0.57%

资料来源: iFind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测	单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
利润表						
营业收入	22,819.78	27,984.61	31,629.42	36,825.48	42,032.09	48,253.93
减: 营业成本	3,525.25	3,848.18	4,362.66	4,242.86	4,842.33	5,702.08
税金及附加	219.26	257.88	263.60	333.36	380.49	436.82
主营业务利润	19,075.28	23,878.54	27,003.16	32,249.26	36,809.27	42,115.03
减: 销售费用	7,577.18	8,336.07	9,106.43	10,863.52	12,189.31	13,752.37
管理费用	2,416.97	2,555.69	2,806.21	3,510.23	4,006.53	4,599.60
研发费用	4,953.89	6,582.92	6,961.16	7,917.48	8,826.74	9,892.05
财务费用	-478.39	-572.73	-406.94	-148.44	-172.53	-209.19
经营性利润	4,605.63	6,976.60	8,536.32	10,106.48	11,959.23	14,080.20
加: 资产减值损失	-107.22	-32.54	-86.91	-105.68	-120.62	-138.47
信用减值损失	17.25	29.00	-23.88	12.73	14.53	16.68
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	-49.16	4.28	-80.18	-41.69	-41.69	-41.69
公允价值变动损益	-58.26	108.63	173.57	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	3.16	5.40	4.05	4.20	4.20	4.20
其他收益	498.49	399.26	467.04	454.93	454.93	454.93
营业利润	4,909.90	7,490.63	8,990.00	10,430.98	12,270.59	14,375.86
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	3.80	10.45	7.12	7.12	7.12	7.12
减: 营业外支出	246.59	331.39	289.49	289.16	289.16	289.16
利润总额	4,667.11	7,169.69	8,707.63	10,148.94	11,988.55	14,093.82
减: 所得税	389.29	832.70	990.62	1,059.95	1,252.07	1,471.95
净利润	4,277.82	6,336.99	7,717.00	9,089.00	10,736.48	12,621.87
减: 少数股东损益	-24.62	0.47	5.95	-14.87	-17.57	-20.66
归属母公司股东净利润	4,302.44	6,336.53	7,711.05	9,103.87	10,754.05	12,642.53
资产负债表						
货币资金	20,746.10	24,815.91	40,955.48	44,872.89	54,304.83	65,382.21
交易性金融资产	99.05	273.34	113.84	113.84	113.84	113.84
应收票据	325.83	149.87	132.12	292.29	333.61	383.00
应收账款	5,809.08	6,009.60	5,777.28	8,002.98	9,134.48	10,486.62
预付账款	1,221.08	1,147.24	1,056.56	1,570.11	1,792.10	2,057.38
其他应收款	438.25	66.41	28.17	275.81	314.80	361.40
存货	2,314.03	2,417.12	2,878.41	2,749.83	3,138.34	3,695.55
其他流动资产	334.05	435.44	548.50	583.56	666.07	764.66
长期股权投资	694.99	666.35	557.38	493.57	429.77	365.96
金融资产投资	756.39	1,065.41	1,472.60	1,472.60	1,472.60	1,472.60
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	6,629.47	6,928.16	7,907.72	6,434.87	4,780.90	3,037.99
无形资产和开发支出	3,376.32	5,029.87	6,834.38	7,293.60	7,367.33	7,136.12
其他非流动资产	1,039.87	1,130.92	1,604.86	1,498.75	1,392.65	1,392.65
资产总计	43,784.51	50,135.65	69,867.32	75,654.69	85,241.33	96,649.98
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	239.91	0.00	0.00	96.25	109.85	129.35
应付账款	1,270.42	1,967.26	2,270.46	1,968.72	2,246.88	2,645.81
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	198.09	159.79	1,912.55	918.90	1,048.82	1,204.07
其他应付款	833.00	1,461.90	2,151.76	1,569.03	1,790.71	2,108.65
长期借款	75.18	69.04	43.31	29.15	13.31	-2.29
其他负债	134.82	387.41	1,692.42	1,695.45	1,700.15	1,705.92
负债合计	2,751.42	4,045.39	8,070.49	6,277.49	6,909.72	7,791.51
股本	6,379.00	6,379.00	6,637.20	6,637.20	6,637.20	6,637.20
资本公积	3,057.64	3,188.07	12,934.62	12,934.62	12,934.62	12,934.62
留存收益	31,029.15	35,952.79	41,700.25	49,295.51	58,267.49	68,815.00
归属母公司股东权益	40,465.80	45,519.86	61,272.07	68,867.32	77,839.30	88,386.82
少数股东权益	567.29	570.39	524.75	509.88	492.31	471.65
股东权益合计	41,033.09	46,090.25	61,796.82	69,377.20	78,331.61	88,858.47
负债和股东权益合计	43,784.51	50,135.65	69,867.32	75,654.69	85,241.33	96,649.98
投入资本(IC)	21,788.70	22,803.09	22,461.15	26,629.57	26,656.86	26,712.92
现金流量表						
资本支出	1,564.98	1,749.02	1,646.72	1,400.00	1,100.00	1,000.00
自由现金流	5,562.06	5,592.53	8,564.10	5,001.66	10,768.71	12,592.50
短期借款增加	-1,260.94	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期带息债务增加	-23.68	-6.14	-25.73	-14.16	-15.84	-15.60
股权筹资额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	1,273.77	1,274.13	0.00	1,508.62	1,782.07	2,095.01
长期投资	2,685.92	35.31	202.49	7.98	7.98	7.98
经营性现金净流量	7,643.67	7,422.75	11,235.38	6,679.56	12,145.14	13,966.62
投资性现金净流量	1,222.32	-1,911.99	-2,740.50	-1,387.82	-1,087.82	-987.82
筹资性现金净流量	-3,144.43	-1,550.59	7,781.71	-1,374.33	-1,625.38	-1,901.43
现金流量净额	5,721.56	3,960.17	16,276.59	3,917.41	9,432.04	11,074.47
货币资金的期初余额	14,537.44	20,271.52	24,239.10	40,155.55	44,072.96	53,504.90
货币资金的期末余额	20,271.52	24,239.10	40,155.55	44,072.96	53,504.90	64,582.28
企业自由现金流	5,562.06	5,592.53	8,564.10	5,001.66	10,768.71	12,592.50
权益自由现金流	4,715.92	6,092.60	8,899.02	5,120.44	10,907.38	12,764.24

资料来源: ifind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券医药团队: 全面覆盖整个医药板块, 经过多年的沉淀, 建立了比较完善的研究分析体系, 形成了覆盖范围广、见解独到不跟风等特点, 同时与多家医药公司建立了密切的联系, 产业资源丰富。团队获得多项市场化奖项评选, 2015 年, 被《华尔街见闻》评为医药行业最准分析师。2018 年, 获评东方财富中国最佳分析师。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人士或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637