

## 肿瘤与慢病高速增长，出海加速兑现

——恒瑞医药 2026 年一季报点评

### 核心观点

- 经营业绩稳健，创新药持续高速增长。**2026Q1 公司实现营收 81.41 亿元（同比+12.98%），归母净利润 22.82 亿元（同比+21.78%），扣非归母净利润 21.72 亿元（同比+16.59%）。业绩高增来自于创新药板块的快速放量：创新药销售收入 45.26 亿元（同比+25.75%），占药品销售收入比重达 61.69%，其中抗肿瘤药收入 33.13 亿元（同比+11.63%），非肿瘤创新药收入 12.13 亿元（同比+92.13%），非肿瘤领域的高速增长成为创新药板块增长的重要增量来源。驱动产品结构持续优化。
- 高强度研发投入驱动管线快速推进，创新成果密集落地。**公司一季度研发投入 22.24 亿元，营收占比 27.32%。我们认为，公司创新转化效率处于行业领先地位：近期公司 3 款创新成果获批，包括全球首款 PD-L1/TGF- $\beta$ R2 双抗瑞拉芙普  $\alpha$ 、HER2 ADC 瑞康曲妥珠单抗新增乳腺癌适应症、海曲泊帕乙醇胺片新增重型再障一线适应症；8 项 NDA 获受理，覆盖肿瘤、慢病等多疾病领域。在近期举办的 AACR 会议上，公司重磅 ADC 产品瑞康曲妥珠单抗更新二期数据，TCE、三抗等多款早研产品入选 LBA。在 ASCO 学术会议上，Nectin-4 ADC、HER2 ADC、卡瑞利珠单抗在内的多款产品获得口头汇报，预计于 5 月 29 日至 6 月 2 日相继披露数据，全球学术影响力与创新竞争力持续提升。
- NewCo 模式里程碑落地，全球化布局加速推进。**一季度公司确认对外许可收入 7.87 亿元，主要来自于 GSK 合作项目，BD 常态化将持续驱动业绩增长。更重要的是，公司的 NewCo 合作伙伴 Kailera (KLRA) 成功在纳斯达克上市。公司于 2024 年 5 月向 KLRA 授权 GLP-1 产品组合，公司获得里程碑付款以及 KLRA 部分股权。KLRA 上市标志着公司 New-Co 出海模式成功验证，减重产品的全球开发将加速推进，创新管线迎来全面收获。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 1.41、1.49、1.88 元。根据 PE 估值法及可比公司估值水平，维持上次估值水平，给予公司 2026 年 46 倍市盈率，对应目标价为 64.86 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 创新药研发不及预期的风险，创新药销售不及预期的风险，仿制药进入集采的风险。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	27,985	31,629	35,961	40,704	44,251
同比增长(%)	22.6%	13.0%	13.7%	13.2%	8.7%
营业利润(百万元)	7,491	8,990	10,830	11,494	14,356
同比增长(%)	52.6%	20.0%	20.5%	6.1%	24.9%
归属母公司净利润(百万元)	6,337	7,711	9,329	9,916	12,453
同比增长(%)	47.3%	21.7%	21.0%	6.3%	25.6%
每股收益(元)	0.95	1.16	1.41	1.49	1.88
毛利率(%)	86.2%	86.2%	86.0%	82.5%	86.7%
净利率(%)	22.6%	24.4%	25.9%	24.4%	28.1%
净资产收益率(%)	14.7%	14.4%	13.9%	12.9%	14.4%
市盈率	58.0	47.7	39.4	37.1	29.5
市净率	8.1	6.0	5.1	4.5	4.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月30日）	53.88 元
目标价格	64.86 元
52 周最高价/最低价	74.04/50.02 元
总股本/流通 A 股（万股）	663,720/663,720
A 股市值（百万元）	357,612
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026 年 05 月 02 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.47	-3.37	-7.36	5.82
相对表现%	-4.91	-10.39	-9.51	-21.68
沪深 300%	0.44	7.02	2.15	27.5



### 证券分析师

伍云飞	执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199 wuyunfei1@orientsec.com.cn 021-63326320
傅肖依	执业证书编号：S0860524080006 fuxiaoyi@orientsec.com.cn 021-63326320

### 相关报告

业绩强劲增长，创新&出海引领未来：——恒瑞医药 2025 年报点评	2026-03-29
“创新+出海”快速推动全球化：——恒瑞医药 2025 年三季报点评	2025-11-10
业绩高速增长，出海有望加速前行：——恒瑞医药 2025 年中报点评	2025-08-27

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	24,816	40,955	47,025	53,932	63,983	营业收入	27,985	31,629	35,961	40,704	44,251
应收票据、账款及款项融资	6,159	5,909	8,100	8,578	9,187	营业成本	3,848	4,363	5,018	7,140	5,877
预付账款	1,147	1,057	1,533	1,588	1,697	销售费用	8,336	9,106	9,823	10,629	11,492
存货	2,417	2,878	3,252	4,608	3,826	管理费用	2,556	2,806	2,967	3,138	3,318
其他	775	691	809	720	764	研发费用	6,583	6,961	7,830	8,895	9,839
<b>流动资产合计</b>	<b>35,315</b>	<b>51,490</b>	<b>60,720</b>	<b>69,426</b>	<b>79,457</b>	财务费用	(573)	(407)	(439)	(503)	(588)
长期股权投资	666	557	640	621	606	资产、信用减值损失	4	111	68	61	80
固定资产	5,132	5,830	6,960	7,890	8,646	公允价值变动收益	109	174	75	119	122
在建工程	1,688	2,006	1,802	1,783	1,786	投资净收益	4	(80)	(68)	(49)	(68)
无形资产	1,192	1,956	2,225	2,474	2,705	其他	147	207	130	79	67
其他	6,143	8,026	5,741	6,073	6,214	<b>营业利润</b>	<b>7,491</b>	<b>8,990</b>	<b>10,830</b>	<b>11,494</b>	<b>14,356</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>14,821</b>	<b>18,377</b>	<b>17,367</b>	<b>18,842</b>	<b>19,957</b>	营业外收入	10	7	7	8	7
<b>资产总计</b>	<b>50,136</b>	<b>69,867</b>	<b>78,087</b>	<b>88,268</b>	<b>99,414</b>	营业外支出	331	289	289	303	294
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>7,170</b>	<b>8,708</b>	<b>10,548</b>	<b>11,199</b>	<b>14,069</b>
应付票据及应付账款	1,967	2,270	2,328	3,560	2,905	所得税	833	991	1,200	1,274	1,601
其他	1,666	4,099	2,410	2,972	3,519	<b>净利润</b>	<b>6,337</b>	<b>7,717</b>	<b>9,348</b>	<b>9,925</b>	<b>12,468</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,634</b>	<b>6,369</b>	<b>4,738</b>	<b>6,531</b>	<b>6,424</b>	少数股东损益	0	6	19	9	15
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,337</b>	<b>7,711</b>	<b>9,329</b>	<b>9,916</b>	<b>12,453</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.95	1.16	1.41	1.49	1.88
其他	412	1,701	282	280	268						
<b>非流动负债合计</b>	<b>412</b>	<b>1,701</b>	<b>282</b>	<b>280</b>	<b>268</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>4,046</b>	<b>8,070</b>	<b>5,020</b>	<b>6,812</b>	<b>6,693</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	570	525	543	553	568	成长能力					
实收资本(或股本)	6,379	6,637	6,637	6,637	6,637	营业收入	22.6%	13.0%	13.7%	13.2%	8.7%
资本公积	1,959	11,006	12,935	12,935	12,935	营业利润	52.6%	20.0%	20.5%	6.1%	24.9%
留存收益	37,164	43,601	52,931	61,310	72,557	归属于母公司净利润	47.3%	21.7%	21.0%	6.3%	25.6%
其他	17	28	21	22	24	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>46,090</b>	<b>61,797</b>	<b>73,067</b>	<b>81,456</b>	<b>92,721</b>	毛利率	86.2%	86.2%	86.0%	82.5%	86.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>50,136</b>	<b>69,867</b>	<b>78,087</b>	<b>88,268</b>	<b>99,414</b>	净利率	22.6%	24.4%	25.9%	24.4%	28.1%
						ROE	14.7%	14.4%	13.9%	12.9%	14.4%
						ROIC	14.0%	14.1%	13.7%	12.6%	14.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	8.1%	11.6%	6.4%	7.7%	6.7%
净利润	6,337	7,717	9,348	9,925	12,468	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	737	851	874	1,074	1,198	流动比率	9.72	8.08	12.81	10.63	12.37
财务费用	(573)	(407)	(439)	(503)	(588)	速动比率	9.05	7.63	12.13	9.92	11.77
投资损失	(4)	80	68	49	68	营运能力					
营运资金变动	1,296	2,550	(4,797)	(14)	(84)	应收账款周转率	5.5	6.3	6.0	5.8	5.9
其它	(370)	443	(463)	(145)	(204)	存货周转率	1.6	1.6	1.6	1.8	1.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,423</b>	<b>11,235</b>	<b>4,591</b>	<b>10,386</b>	<b>12,859</b>	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(1,089)	(2,358)	(1,974)	(2,139)	(2,165)	每股指标(元)					
长期投资	29	109	(82)	18	15	每股收益	0.95	1.16	1.41	1.49	1.88
其他	(851)	(492)	1,200	(307)	(12)	每股经营现金流	1.16	1.69	0.69	1.56	1.94
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,912)</b>	<b>(2,741)</b>	<b>(856)</b>	<b>(2,428)</b>	<b>(2,162)</b>	每股净资产	6.86	9.23	10.93	12.19	13.88
债权融资	41	(10)	(7)	8	(3)	估值比率					
股权融资	(6)	9,304	1,929	0	0	市盈率	58.0	47.7	39.4	37.1	29.5
其他	(1,585)	(1,512)	413	(1,059)	(643)	市净率	8.1	6.0	5.1	4.5	4.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,551)</b>	<b>7,782</b>	<b>2,335</b>	<b>(1,051)</b>	<b>(646)</b>	EV/EBITDA	43.1	35.0	29.3	27.4	22.1
汇率变动影响	7	(360)	-0	-0	-0	EV/EBIT	47.7	38.5	31.8	30.0	24.0
<b>现金净增加额</b>	<b>3,968</b>	<b>15,916</b>	<b>6,070</b>	<b>6,907</b>	<b>10,051</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。