

恒瑞医药 (600276)

2026 年一季报点评: 进入创新药主导的高质量发展阶段, 国际化稳步推进

买入 (维持)

2026 年 05 月 06 日

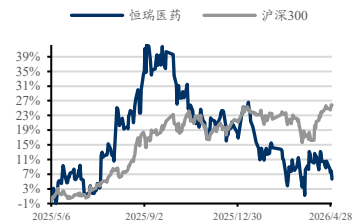
证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	27,985	31,629	36,012	41,828	49,784
同比 (%)	22.63	13.02	13.86	16.15	19.02
归母净利润 (百万元)	6,337	7,711	9,603	11,441	14,081
同比 (%)	47.28	21.69	24.53	19.15	23.07
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.95	1.16	1.45	1.72	2.12
P/E (现价&最新摊薄)	58.71	48.24	38.74	32.51	26.42

股价走势



投资要点

- **26Q1 创新药收入同比增长 25.75%，占药品销售比例超六成，公司进入创新药主导的高质量发展阶段。**26Q1 公司实现营收 81.41 亿元，同比增长 12.98%；归母净利润 22.82 亿元，同比增长 21.78%，利润增速快于收入增速。拆分来看，其中创新药销售收入 45.26 亿元，同比增长 25.75%，非肿瘤产品增长显著提速（销售收入同比+92.13%）。创新药销售收入占药品销售收入比达 61.69%，同比大幅提升。
- **公司预计 26 年创新药收入实现 30% 以上增长确定性强。**基于：① 25 年医保谈判中，公司有 10 款创新药首次纳入新版国家医保药品目录，作为对比，21 年-24 年医保谈判中，公司新进医保的产品数量分别为 4 款、5 款、5 款、3 款。25 年新进医保的潜力品种包括：瑞康曲妥珠单抗 (HER2 ADC)、瑞卡西单抗 (PCSK9)、夫那奇单抗 (IL-17)、艾玛昔替尼 (JAK 抑制剂)；② 26 年潜在获批上市的新产品及适应症共 12 项，为增长提供支撑。截至 2026/4/24，公司 26 年已经有多款创新药及新适应症获批，包括：全球首个获批上市的 PDL1/TGF-β RII 双特异性抗体融合蛋白、瑞康曲妥珠单抗新增 2 线 HER2 阳性乳腺癌适应症、海曲泊帕新获批第三个适应症。
- **BD 首付款逐步确认，为全年业绩提供支撑。**26Q1 公司确认 BD 收入 7.87 亿元人民币，主要系 GSK 根据 BD 履约义务完成进度确认的收入 (25Q1 BD 确认收入 5.53 亿元人民币)。基于公司的 BD 能力以及管线厚度、质量，我们看好 BD 成为公司的常态化业务，贡献持续利润。
- **国际化迎来里程碑，Kailera 顺利在美 IPO，海外临床稳步推进。**公司 NewCo 模式取得里程碑，26 年 4 月，合作伙伴 Kailera 纳斯达克上市，募资约 6.25 亿美元，打破 biotech IPO 历史纪录，此外将增厚公司股权收益。HRS 9531 预计 26 年完成海外 3 期临床入组，并且在 26H1 启动 9531 高剂量组的 IIb 研究。26 年将陆续启动口服 9531、口服小分子 GLP-1、减重三靶点 HRS-4729 的海外临床。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司创新药开始进入密集收获期，前期商业化投入高，我们预计 2026-2027 年公司归母净利润从 104.92/116.82 亿元下调至 96.03/114.41 亿元，我们预测 2028 年的归母净利润为 140.81 亿元。2026-2028 年对应当前市值的 PE 分别为 38.7/32.5/26.4 倍。公司已经进入创新药主导的高质量发展阶段，国际化稳步推进，维持“买入”评级。
- **风险提示：**商业化不及预期、研发进度及结果不及预期

市场数据

收盘价(元)	53.88
一年最低/最高价	50.20/74.04
市净率(倍)	5.62
流通 A 股市值(百万元)	343,700.64
总市值(百万元)	357,612.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.59
资产负债率(% LF)	10.02
总股本(百万股)	6,637.20
流通 A 股(百万股)	6,379.00

相关研究

《恒瑞医药(600276): 2025 年中报点评: 创新药持续放量, BD 成为第二增长曲线》

2025-08-24

《恒瑞医药(600276): 2023 年报和 2024 一季报点评: 创新药收入占比持续增加, 国际化进程稳步推进》

2024-04-24

恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	51,490	65,540	71,154	80,659	营业总收入	31,629	36,012	41,828	49,784
货币资金及交易性金融资产	41,069	52,365	56,381	62,673	营业成本(含金融类)	4,363	5,366	6,232	7,418
经营性应收款项	6,966	9,117	10,264	12,518	税金及附加	264	336	389	463
存货	2,878	3,050	3,348	4,111	销售费用	9,106	10,263	11,795	13,890
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,806	3,061	3,472	3,983
其他流动资产	577	1,008	1,161	1,357	研发费用	6,961	7,743	8,575	9,957
非流动资产	18,377	18,707	18,346	18,574	财务费用	(407)	(816)	(1,042)	(1,119)
长期股权投资	557	657	627	677	加:其他收益	467	602	627	697
固定资产及使用权资产	5,901	5,639	5,242	4,965	投资净收益	(80)	32	53	66
在建工程	2,006	1,601	1,568	1,573	公允价值变动	174	500	100	200
无形资产	1,956	2,081	2,023	2,183	减值损失	(111)	(41)	(45)	(61)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	4	4	4	5
长期待摊费用	212	135	72	12	营业利润	8,990	11,157	13,146	16,100
其他非流动资产	7,743	8,593	8,813	9,163	营业外净收支	(282)	(366)	(289)	(277)
资产总计	69,867	84,247	89,500	99,233	利润总额	8,708	10,791	12,857	15,823
流动负债	6,369	4,473	5,023	5,753	减:所得税	991	1,187	1,414	1,740
短期借款及一年内到期的非流动负债	31	33	37	42	净利润	7,717	9,604	11,443	14,082
经营性应付款项	2,270	2,543	2,763	3,101	减:少数股东损益	6	1	1	1
合同负债	1,913	251	286	345	归属母公司净利润	7,711	9,603	11,441	14,081
其他流动负债	2,155	1,647	1,937	2,264	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	1.45	1.72	2.12
非流动负债	1,701	1,536	1,544	1,546	EBIT	8,555	9,974	11,815	14,704
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	9,497	11,205	13,116	16,138
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	86.21	85.10	85.10	85.10
租赁负债	43	63	92	84	归母净利率(%)	24.38	26.67	27.35	28.28
其他非流动负债	1,658	1,473	1,452	1,462	收入增长率(%)	13.02	13.86	16.15	19.02
负债合计	8,070	6,010	6,567	7,299	归母净利润增长率(%)	21.69	24.53	19.15	23.07
归属母公司股东权益	61,272	77,712	82,406	91,406					
少数股东权益	525	526	527	528					
所有者权益合计	61,797	78,238	82,932	91,934					
负债和股东权益	69,867	84,247	89,500	99,233					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	11,235	6,100	11,827	13,090	每股净资产(元)	9.23	11.71	12.42	13.77
投资活动现金流	(2,741)	(1,350)	(1,229)	(1,793)	最新发行在外股份(百万股)	6,637	6,637	6,637	6,637
筹资活动现金流	7,782	(2,055)	(1,939)	(2,429)	ROIC(%)	14.03	12.66	13.03	14.95
现金净增加额	15,916	2,345	8,659	8,868	ROE-摊薄(%)	12.58	12.36	13.88	15.40
折旧和摊销	942	1,231	1,301	1,434	资产负债率(%)	11.55	7.13	7.34	7.36
资本开支	(2,943)	(1,237)	(1,011)	(1,500)	P/E(现价&最新股本摊薄)	48.24	38.74	32.51	26.42
营运资本变动	2,611	(4,673)	(1,077)	(2,508)	P/B(现价)	6.07	4.79	4.51	4.07

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>