

2026年05月07日

恒瑞医药 (600276.SH)

投资评级：买入（维持）

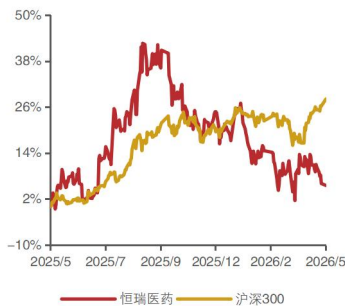
——创新成果密集落地，全球化布局加速推进

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月06日

收盘价(元)	53.63
一年内最高/最低(元)	74.04/50.20
总市值(百万元)	355,953.03
流通市值(百万元)	355,953.03
总股本(百万股)	6,637.20
资产负债率(%)	10.02
每股净资产(元/股)	9.59

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**恒瑞医药公布2025年业绩及2026年一季度业绩。2025年公司实现营业收入316.29亿元，同比+13.02%；归母净利润77.11亿元，同比+21.69%；扣非归母净利润74.13亿元，同比+20.00%。2026年一季度公司实现营业收入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%。
- **创新产品成为收入增长第二曲线。**2025年，公司创新药收入163.42亿元，同比增长26.09%，占药品销售收入比重达58.34%。其中，肿瘤产品收入132.40亿元，同比增长18.52%，非肿瘤产品收入31.02亿元，同比增长73.36%。对外许可收入33.92亿元，同比增长25.62%。2026年一季度，公司创新药收入45.26亿元，同比增长25.75%，占药品销售收入的比重达61.69%。其中，抗肿瘤产品收入33.13亿元，同比增长11.63%，占整体创新药销售收入的73.20%；非肿瘤产品收入12.13亿元，同比增长92.13%，占整体创新药销售收入的26.80%。创新产品收入已成为公司业绩增长关键点，同时非肿瘤产品收入增长迅速。
- **创新成果密集落地。**2025年，公司7款1类创新药获批上市，1款2类新药获批上市，6项创新药适应症获批，2025年内共有15项NDA受理，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I期。2026年一季度，公司3款创新药及新适应症获批，8项NDA受理。根据公司2025年报，预计2026-2028年将约有53项创新产品及适应症获批上市。
- **全球化布局加速推进，达成多项重磅BD。**2025年，公司对外许可收入33.92亿元，同比增长25.62%，与GSK、MSD、德国默克等海外公司达成重磅BD，相关临床试验有序推进。2026年一季度，公司对外许可收入7.87亿元，主要来自GSK合作项目。2026年4月，“NewCo”合作伙伴Kailera Therapeutics成功在纳斯达克上市。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为96.13/115.72/141.16亿元，同比增速分别为24.66%/20.38%/21.98%，当前股价对应的PE分别为37/31/25倍。鉴于公司创新产品，全球化布局加速推进，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	27,985	31,629	36,091	42,082	50,980
同比增长率(%)	22.63%	13.02%	14.11%	16.60%	21.14%
归母净利润(百万元)	6,337	7,711	9,613	11,572	14,116
同比增长率(%)	47.28%	21.69%	24.66%	20.38%	21.98%
每股收益(元/股)	0.95	1.16	1.45	1.74	2.13
ROE(%)	13.92%	12.58%	13.83%	14.59%	15.46%
市盈率(P/E)	56.17	46.16	37.03	30.76	25.22

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	40,955	43,086	50,637	59,650
应收票据及账款	5,909	8,437	9,837	11,917
预付账款	1,057	1,539	1,794	2,174
其他应收款	28	270	315	382
存货	2,878	3,109	3,488	4,061
其他流动资产	662	1,372	1,567	1,808
流动资产总计	51,490	57,813	67,639	79,991
长期股权投资	557	489	420	346
固定资产	5,901	5,893	6,095	6,573
在建工程	2,006	2,038	2,095	1,785
无形资产	1,956	2,347	2,777	3,242
长期待摊费用	212	206	100	100
其他非流动资产	7,743	7,975	8,128	8,200
非流动资产合计	18,377	18,950	19,614	20,246
资产总计	69,867	76,762	87,253	100,237
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	2,270	2,334	2,620	3,049
其他流动负债	4,099	2,711	3,083	3,640
流动负债合计	6,369	5,046	5,702	6,690
长期借款	43	37	31	24
其他非流动负债	1,658	1,658	1,658	1,658
非流动负债合计	1,701	1,695	1,689	1,681
负债合计	8,070	6,741	7,391	8,371
股本	6,637	6,637	6,637	6,637
资本公积	12,935	13,135	13,315	13,535
留存收益	41,700	49,720	59,375	71,151
归属母公司权益	61,272	69,492	79,326	91,323
少数股东权益	525	530	535	542
股东权益合计	61,797	70,021	79,862	91,866
负债和股东权益合计	69,867	76,762	87,253	100,237

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	7,717	9,543	11,540	14,078
折旧与摊销	942	1,159	1,366	1,395
财务费用	-407	-1,133	-1,264	-1,488
投资损失	80	46	48	52
营运资金变动	2,558	-4,829	-1,519	-2,252
其他经营现金流	344	68	18	16
经营性现金净流量	11,235	4,854	10,190	11,801
投资性现金净流量	-2,741	-2,257	-1,978	-1,929
筹资性现金净流量	7,782	-466	-660	-859
现金流量净额	15,916	2,131	7,551	9,013

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	31,629	36,091	42,082	50,980
营业成本	4,363	4,796	5,382	6,265
税金及附加	264	325	379	459
销售费用	9,106	10,105	11,572	13,866
管理费用	2,806	2,959	3,367	4,078
研发费用	6,961	8,301	9,679	11,980
财务费用	-407	-1,133	-1,264	-1,488
资产减值损失	-87	4	4	5
信用减值损失	-24	-18	-4	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-80	-46	-48	-52
公允价值变动损益	174	12	20	30
资产处置收益	4	4	4	4
其他收益	467	455	455	455
营业利润	8,990	11,147	13,398	16,255
营业外收入	7	9	11	13
营业外支出	289	350	400	400
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	8,708	10,806	13,009	15,868
所得税	991	1,189	1,431	1,746
净利润	7,717	9,618	11,578	14,123
少数股东损益	6	5	6	7
归属母公司股东净利润	7,711	9,613	11,572	14,116
EPS(元)	1.16	1.45	1.74	2.13

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	13.02%	14.11%	16.60%	21.14%
营业利润增长率	20.02%	24.00%	20.19%	21.33%
归母净利润增长率	21.69%	24.66%	20.38%	21.98%
经营现金流增长率	51.36%	-56.79%	109.90%	15.81%
盈利能力				
毛利率	86.21%	86.71%	87.21%	87.71%
净利率	24.40%	26.65%	27.51%	27.70%
ROE	12.58%	13.83%	14.59%	15.46%
ROA	11.04%	12.52%	13.26%	14.08%
估值倍数				
P/E	46.16	37.03	30.76	25.22
P/S	11.25	9.86	8.46	6.98
P/B	5.81	5.12	4.49	3.90
股息率	0.00%	0.45%	0.54%	0.66%
EV/EBITDA	39	29	23	19

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。