



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	53.88
总股本/流通股本(亿股)	66.37 / 63.79
总市值/流通市值(亿元)	3,576 / 3,437
52周内最高/最低价	72.47 / 50.69
资产负债率(%)	11.6%
市盈率	45.28
第一大股东	江苏恒瑞医药集团有限公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 陈灿
SAC 登记编号: S1340525070001
Email: chencan@cnpsec.com

恒瑞医药(600276)

BD 收入稳健，26 年创新药指引收入增速 30%+

● 事件

公司公布 25 年年报和 26 年一季报，25 年收入为 316.3 亿元 (+13.0%)，归母净利润为 77.1 亿元 (+21.7%)，扣非归母净利润为 74.1 亿元 (+20.0%)。25Q4 收入为 84.4 亿元 (+8.3%)，归母净利润为 19.6 亿元 (+14.1%)，扣非归母净利润为 18.2 亿元 (+16.8%)。26Q1 收入为 81.4 亿元 (+13.0%)，归母净利润为 22.8 亿元 (+21.8%)，扣非归母净利润为 21.7 亿元 (+16.6%)。业绩符合预期。

● 核心观点

25 年创新药收入增速稳健、BD 收入超 30 亿元

拆分来看，25 年创新药收入 163.4 亿元 (+26.1%)，其中肿瘤药 132.4 亿元 (+18.5%)、非肿瘤药 31.0 亿元 (+73.4%)；BD 收入 33.9 亿元 (+25.6%)，主要来自 (1) MSD 2 亿美元、IDEAYA 7500 万美元以及 Merck KGaA 1500 万欧元的对外许可首付款；(2) Braveheart Bio 对外许可首付款及股权 6500 万美元；(3) GSK 5 亿美元对外许可首付款，并根据履约义务的完成进度已确认收入约 1 亿美元。仿制药收入 116.7 亿元，同比略有下滑。

26Q1 公司创新药收入继续保持快速增长至 45.3 亿元 (+25.8%)，其中肿瘤药 33.1 亿元 (+11.6%)、非肿瘤药 12.1 亿元 (+92.1%)，非肿瘤药增长进一步加速，同时公司指引 26 年力争实现创新药收入增速超 30%。BD 相关收入为 7.9 亿元，主要为来自 GSK 根据进度确认的收入。

毛利率相对稳定，期间费用率稳步改善

25 年毛利率为 86.2% (-0.0pct)，期间费用率合计为 58.4% (-2.0pct)，其中销售费用率为 28.8% (-1.0pct)、管理费用率为 8.9% (-0.3pct)、研发费用率为 22.0% (-1.5pct)、财务费用率为 -1.3% (+0.8pct)；净利率为 24.4% (+1.8pct)。

25Q4 毛利率为 86.2% (-0.8pct)，期间费用率合计为 58.6% (-3.2pct)，其中销售费用率为 27.6% (-1.0pct)、管理费用率为 8.0% (-0.7pct)、研发费用率为 23.9% (-2.2pct)、财务费用率为 -0.9% (+0.7pct)；净利率为 23.2% (+1.1pct)。

26Q1 毛利率为 86.6% (+1.4pct)，期间费用率合计为 55.1% (-0.5pct)，其中销售费用率为 27.0% (-0.3pct)、管理费用率为 7.6% (-0.5pct)、研发费用率为 20.3% (-1.0pct)、财务费用率为 0.3% (+1.4pct)；净利率为 28.0% (+2.0pct)。

研发迈向“肿瘤+慢病”新格局，逐步进入收获期

除重点优势的肿瘤领域外，公司也逐渐夯实心血管、代谢以及自免产品线，两大领域合计有 100 多个 NME 在临床开发中，预计 26 年将约有约 25 项 NME 的 III 期试验数据读出，包括 ADC、GLP-1 类等重点产品；26-28 年预计上市项目分别达到 12、22、19 项。

● 盈利预测和投资建议

预计公司 26/27/28 年收入分别为 356.7/403.6/457.4 亿元，同比增长 12.8%/13.2%/13.3%；归母净利润为 93.0/109.1/129.6 亿元，同比增长 20.6%/17.3%/18.9%，对应 PE 为 38/33/28 倍。公司为根植中国、全球领先的创新型制药企业，已形成行业领先且高度差异化的创新产品矩阵，维持“买入”评级。

● 风险提示：

产品销售不及预期；新药临床进度不及预期；新药临床数据不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	31629	35669	40363	45741
增长率(%)	13.02	12.77	13.16	13.32
EBITDA(百万元)	9497.06	10881.03	12648.67	14940.85
归属母公司净利润(百万元)	7711.05	9302.84	10907.18	12963.98
增长率(%)	21.69	20.64	17.25	18.86
EPS(元/股)	1.16	1.40	1.64	1.95
市盈率(P/E)	46.38	38.44	32.79	27.59
市净率(P/B)	5.84	5.22	4.61	4.04
EV/EBITDA	37.33	28.62	24.02	19.70

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	31629	35669	40363	45741	营业收入	13.0%	12.8%	13.2%	13.3%
营业成本	4363	4863	5457	6138	营业利润	20.0%	20.1%	16.8%	18.4%
税金及附加	264	297	336	381	归属于母公司净利润	21.7%	20.6%	17.2%	18.9%
销售费用	9106	9987	11302	12579	获利能力				
管理费用	2806	3032	3350	3659	毛利率	86.2%	86.4%	86.5%	86.6%
研发费用	6961	7669	8476	9377	净利率	24.4%	26.1%	27.0%	28.3%
财务费用	-407	-524	-656	-747	ROE	12.6%	13.6%	14.1%	14.7%
资产减值损失	-87	-60	-70	-75	ROIC	12.3%	12.8%	13.2%	13.8%
营业利润	8990	10795	12607	14929	偿债能力				
营业外收入	7	10	10	10	资产负债率	11.6%	11.2%	10.9%	10.7%
营业外支出	289	300	300	300	流动比率	8.08	8.11	8.35	8.63
利润总额	8708	10505	12317	14639	营运能力				
所得税	991	1195	1401	1665	应收账款周转率	6.29	6.42	6.34	6.32
净利润	7717	9310	10916	12974	存货周转率	1.65	1.59	1.59	1.59
归母净利润	7711	9303	10907	12964	总资产周转率	0.53	0.48	0.49	0.49
每股收益(元)	1.16	1.40	1.64	1.95	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.16	1.40	1.64	1.95
货币资金	40955	46232	53896	63262	每股净资产	9.23	10.32	11.69	13.32
交易性金融资产	114	184	239	284	估值比率				
应收票据及应收账款	5279	6113	6945	7899	PE	46.38	38.44	32.79	27.59
预付款项	1057	1216	1364	1535	PB	5.84	5.22	4.61	4.04
存货	2878	3242	3638	4092	现金流量表				
流动资产合计	51490	58379	67672	78873	净利润	7717	9310	10916	12974
固定资产	5830	5796	5720	5593	折旧和摊销	942	900	988	1049
在建工程	2006	2214	2405	2488	营运资本变动	2611	-650	-599	-677
无形资产	1956	2223	2470	2792	其他	-36	430	377	390
非流动资产合计	18377	19362	20075	20721	经营活动现金流净额	11235	9990	11682	13736
资产总计	69867	77742	87746	99594	资本开支	-2943	-1819	-1535	-1534
短期借款	0	0	0	0	其他	202	-511	-597	-596
应付票据及应付账款	2270	2499	2804	3154	投资活动现金流净额	-2741	-2330	-2132	-2130
其他流动负债	4099	4702	5302	5990	股权融资	10352	0	0	0
流动负债合计	6369	7201	8106	9144	债务融资	-4	-11	-10	-10
其他	1701	1506	1496	1486	其他	-2566	-2023	-1876	-2229
非流动负债合计	1701	1506	1496	1486	筹资活动现金流净额	7782	-2034	-1886	-2239
负债合计	8070	8707	9602	10630	现金及现金等价物净增加额	15916	5277	7664	9366
股本	6637	6637	6637	6637					
资本公积金	12935	12935	12935	12935					
未分配利润	40173	46191	53657	62522					
少数股东权益	525	532	540	550					
其他	1527	2739	4375	6320					
所有者权益合计	61797	69034	78144	88964					
负债和所有者权益总计	69867	77742	87746	99594					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048