

## 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)     | 49.50         |
| 总股本/流通股本(亿股) | 66.37 / 63.79 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 3,285 / 3,158 |
| 52周内最高/最低价   | 72.47 / 45.94 |
| 资产负债率(%)     | 11.6%         |
| 市盈率          | 41.60         |
| 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)

### 肿瘤创新药销售承压，研发保持高强度投入

#### ● 事件

公司公布 26 年半年报，26H1 收入为 154.6 亿元 (-1.9%，非注明均为同比)，归母净利润为 44.7 亿元(+0.3%)，扣非归母净利润为 37.3 亿元(-12.7%)。26Q2 收入为 73.2 亿元(-14.5%)，归母净利润为 21.8 亿元(-15.3%)，扣非归母净利润为 15.6 亿元(-35.4%)。

#### ● 核心观点

##### Q2 肿瘤药销售承压，BD 收入贡献稳定现金流

拆分来看，26H1 创新药收入 88.1 亿元(+16.4%)，其中肿瘤 62.7 亿元(+2.58%)、非肿瘤 25.5 亿元(+74.0%)；仿制药收入 51.4 亿元(-16.1%)；BD 收入 14.2 亿元。26Q2 创新药收入 42.8 亿元(+7.9%)，其中肿瘤 29.5 亿元(-6.0%)、非肿瘤 13.3 亿元(+60.2%)；BD 收入 6.4 亿元。

Q2 部分成熟肿瘤药品种如吡咯替尼、阿帕替尼和 19K 等受竞争或医保续约降价影响收入有所下滑，26H2 随着 A1811、阿得贝利单抗和海曲泊帕等适应症拓展，肿瘤药板块收入有望重回快速增长态势；非肿瘤创新药如恒格列净、艾玛昔单抗和瑞卡西单抗等多点发力，推动收入实现较快增长。仿制药板块则由于公司主动收缩资源投入，布托啡诺、七氟烷等产品集采风险持续出清，占收入比重持续下降。BD 收入方面，26/05 公司与 BMS 达成的合作协议中的 6 亿美元首付有望于 Q3 收到。

##### 毛利率略有下滑，研发投入持续保持高强度

盈利能力方面，26H1 和 26Q2 毛利率分别为 86.3% (-0.3pct) 和 86.0% (-1.7pct)，毛利率略有下滑，预计主要是 BD 收入占比变化以及集采等降价因素影响。26H1 和 26Q2 期间费用率分别为 58.6% (+3.7pct) 和 62.5% (+8.1pct)，Q2 费用率同比和环比均提升较多，主要是公司持续加大创新力度，维持较高的研发投入，26Q2 研发费用率提升至 25.2% (+5.4pct)。净利率方面，26Q2 受益于 NewCo 合作伙伴 Kailera 上市，公允价值变动收益贡献，净利率为 29.9% (-0.3pct)。

##### 研发工作稳步进展，MNC 合作+NewCo 模式并行推进国际化

国内研发方面，26H1 瑞拉芙普 α 注射液及鲁兹诺雷钠片获批上市、4 个创新药新适应症获批、9 项上市申请获得受理、17 项推进 III 期试验、22 项进入 II 期试验、10 项首次进入 I 期试验。国际化方面公司除与 BMS 达成深度战略合作外，还通过 NewCo 模式推进出海，如此前授权 GLP-1 产品的 Kailera 于 26/04 在纳斯达克 IPO 上市，验证了公司国际化创新合作路径的战略有效性。

### ● 盈利预测与投资建议

预计公司 26/27/28 年收入分别为 340.0/379.2/419.5 亿元，同比增长 7.5%/11.5%/10.6%；归母净利润为 84.7/97.7/114.7 亿元，同比增长 9.9%/15.3%/17.5%，对应 PE 为 39/34/29 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   | 34002   | 37921    | 41952    |
| 增长率(%)        | 13.02   | 7.50    | 11.53    | 10.63    |
| EBITDA（百万元）   | 9497.06 | 9942.75 | 11375.92 | 13295.62 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 7711.05 | 8471.94 | 9765.80  | 11473.69 |
| 增长率(%)        | 21.69   | 9.87    | 15.27    | 17.49    |
| EPS(元/股)      | 1.16    | 1.28    | 1.47     | 1.73     |
| 市盈率（P/E）      | 42.61   | 38.78   | 33.64    | 28.63    |
| 市净率（P/B）      | 5.36    | 4.89    | 4.36     | 3.87     |
| EV/EBITDA     | 37.33   | 28.46   | 24.28    | 20.15    |

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)    |       |       |       |       | 主要财务比率         |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |                | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| <b>利润表</b>   |       |       |       |       | <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入         | 31629 | 34002 | 37921 | 41952 | 营业收入           | 13.0% | 7.5%  | 11.5% | 10.6% |
| 营业成本         | 4363  | 4755  | 5297  | 5891  | 营业利润           | 20.0% | 9.6%  | 14.8% | 17.0% |
| 税金及附加        | 264   | 283   | 316   | 350   | 归属于母公司净利润      | 21.7% | 9.9%  | 15.3% | 17.5% |
| 销售费用         | 9106  | 9691  | 10807 | 11537 | <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 管理费用         | 2806  | 2890  | 3147  | 3356  | 毛利率            | 86.2% | 86.0% | 86.0% | 86.0% |
| 研发费用         | 6961  | 7480  | 8153  | 8810  | 净利率            | 24.4% | 24.9% | 25.8% | 27.3% |
| 财务费用         | -407  | -524  | -640  | -710  | ROE            | 12.6% | 12.6% | 13.0% | 13.5% |
| 资产减值损失       | -87   | -60   | -70   | -75   | ROIC           | 12.3% | 11.8% | 12.1% | 12.7% |
| 营业利润         | 8990  | 9857  | 11318 | 13247 | <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业外收入        | 7     | 10    | 10    | 10    | 资产负债率          | 11.6% | 11.1% | 10.9% | 10.6% |
| 营业外支出        | 289   | 300   | 300   | 300   | 流动比率           | 8.08  | 8.23  | 8.45  | 8.75  |
| 利润总额         | 8708  | 9567  | 11028 | 12957 | <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 所得税          | 991   | 1088  | 1255  | 1474  | 应收账款周转率        | 6.29  | 6.28  | 6.29  | 6.24  |
| 净利润          | 7717  | 8478  | 9773  | 11483 | 存货周转率          | 1.65  | 1.57  | 1.58  | 1.58  |
| 归母净利润        | 7711  | 8472  | 9766  | 11474 | 总资产周转率         | 0.53  | 0.47  | 0.47  | 0.46  |
| 每股收益(元)      | 1.16  | 1.28  | 1.47  | 1.73  | <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| <b>资产负债表</b> |       |       |       |       | 每股收益           | 1.16  | 1.28  | 1.47  | 1.73  |
| 货币资金         | 40955 | 45586 | 52390 | 60669 | 每股净资产          | 9.23  | 10.13 | 11.36 | 12.80 |
| 交易性金融资产      | 114   | 184   | 239   | 284   | <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| 应收票据及应收账款    | 5279  | 5829  | 6528  | 7252  | PE             | 42.61 | 38.78 | 33.64 | 28.63 |
| 预付款项         | 1057  | 1189  | 1324  | 1473  | PB             | 5.36  | 4.89  | 4.36  | 3.87  |
| 存货           | 2878  | 3170  | 3532  | 3927  | <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       |
| 流动资产合计       | 51490 | 57314 | 65551 | 75327 | 净利润            | 7717  | 8478  | 9773  | 11483 |
| 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  | -467  | -513  | -529  |
| 无形资产         | 1956  | 2223  | 2470  | 2792  | 其他             | -36   | 513   | 371   | 381   |
| 非流动资产合计      | 18377 | 18924 | 19637 | 20283 | 经营活动现金流净额      | 11235 | 9425  | 10619 | 12383 |
| 资产总计         | 69867 | 76239 | 85188 | 95610 | 资本开支           | -2943 | -1304 | -1535 | -1535 |
| 短期借款         | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他             | 202   | -568  | -591  | -586  |
| 应付票据及应付账款    | 2270  | 2443  | 2722  | 3027  | 投资活动现金流净额      | -2741 | -1872 | -2126 | -2121 |
| 其他流动负债       | 4099  | 4521  | 5038  | 5580  | 股权融资           | 10352 | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计       | 6369  | 6964  | 7760  | 8608  | 债务融资           | -4    | -11   | -10   | -10   |
| 其他           | 1701  | 1531  | 1521  | 1511  | 其他             | -2566 | -2214 | -1679 | -1973 |
| 非流动负债合计      | 1701  | 1531  | 1521  | 1511  | 筹资活动现金流净额      | 7782  | -2225 | -1689 | -1983 |
| 负债合计         | 8070  | 8496  | 9281  | 10119 | 现金及现金等价物净增加额   | 15916 | 4631  | 6803  | 8279  |
| 股本           | 6637  | 6637  | 6637  | 6637  |                |       |       |       |       |
| 资本公积金        | 12935 | 12935 | 12935 | 12935 |                |       |       |       |       |
| 未分配利润        | 40173 | 45281 | 51972 | 59827 |                |       |       |       |       |
| 少数股东权益       | 525   | 531   | 539   | 548   |                |       |       |       |       |
| 其他           | 1527  | 2359  | 3824  | 5545  |                |       |       |       |       |
| 所有者权益合计      | 61797 | 67743 | 75907 | 85491 |                |       |       |       |       |
| 负债和所有者权益总计   | 69867 | 76239 | 85188 | 95610 |                |       |       |       |       |

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                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| <p>报告中投资建议的评级标准：<br/>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。</p> <p>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。</p> | 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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 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融资服务,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: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

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