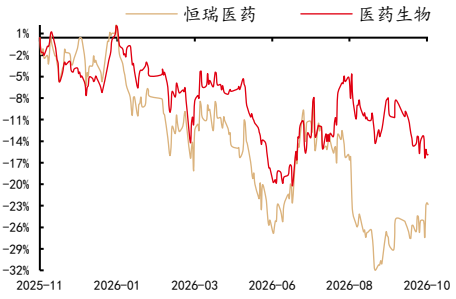
恒瑞医药(600276)

肿瘤创新药回暖，BD 收入稳定

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）	48.46
总股本/流通股本（亿股）	66.37 / 63.79
总市值/流通市值（亿元）	3,216 / 3,091
52 周内最高/最低价	64.52 / 42.67
资产负债率(%)	11.6%
市盈率	40.72
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

事件

公司公布 26 年三季报，26Q1-Q3 收入为 244.1 亿元（+5.3%，如无特殊说明均为同比），归母净利润为 69.2 亿元（+20.4%），扣非归母净利润为 62.4 亿元（+11.7%）。26Q3 收入为 89.5 亿元（+20.6%），归母净利润为 24.6 亿元（+88.9%），扣非归母净利润为 25.1 亿元（+90.9%）。

核心观点

Q3 肿瘤药增速回暖，BD 收入稳定

拆分来看，26Q1-Q3 创新药收入 138.7 亿元（+17.1%），其中肿瘤 98.7 亿元（+3.1%）、非肿瘤 40.1 亿元（+75.4%），对应 26Q3 创新药收入 50.6 亿元（+18.2%），其中肿瘤 36 亿元（+4.1%）、非肿瘤 14.6 亿元（+77.8%），肿瘤创新药相较于 26Q2 的同比下滑，Q3 呈现回暖趋势。BD 方面，前三季度 BD 收入 27.8 亿元（实际已收到 43.43 亿元，主要为与 BMS 合作协议的 6 亿美元首付款）、26Q3 收入 13.6 亿元，整体维持稳定现金流贡献。前三季度仿制药收入 76.1 亿元（-16.4%）、26Q3 为 24.7 亿元（-17.1%），集采风险持续出清，收入占比稳步下降。

毛利率同环比回升，研发投入持续保持高强度

盈利能力方面，26Q3 毛利率回升至 87.6%（+2.1pct），期间费用率得益于 BD 收入的同比增厚，较 25Q3 减少 12.1pct 至 53.3%，其中销售、管理和研发费用率均有不同程度下降，环比 Q2 改善幅度也较大；对应 26Q3 净利率为 27.5%（+9.9pct）。

临床稳步推进，降糖减重线取得多项进展

26Q3 公司实现 7 项新药/适应症获批，其中舒地胰岛素和 CFB 抑制剂立康可泮 2 款 1 类新药获批上市；公司的 7 项上市申请获得受理，其中 GLP-1 类产品管线取得多项进展，口服 GLP-1 药物 HRS-7535 片用于 T2D 和减重、GLP-1/GIP 双靶激动剂瑞普泊肽注射液用于 T2D 的上市申请获受理。

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 84.7/97.7/114.8 亿元，同比增长 9.9%/15.4%/17.5%，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	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	9774.93	11482.99
增长率(%)	21.69	9.87	15.38	17.47
EPS(元/股)	1.16	1.28	1.47	1.73
市盈率（P/E）	41.71	37.97	32.90	28.01
市净率（P/B）	5.25	4.81	4.29	3.80
EV/EBITDA	37.33	27.73	23.64	19.60

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
利润表				
营业收入	31629	34002	37921	41952
营业成本	4363	4755	5297	5891
税金及附加	264	283	316	350
销售费用	9106	9691	10807	11537
管理费用	2806	2890	3147	3356
研发费用	6961	7480	8153	8810
财务费用	-407	-524	-650	-720
资产减值损失	-87	-60	-70	-75
营业利润	8990	9857	11328	13257
营业外收入	7	10	10	10
营业外支出	289	300	300	300
利润总额	8708	9567	11038	12967
所得税	991	1088	1256	1475
净利润	7717	8478	9782	11492
归母净利润	7711	8472	9775	11483
每股收益（元）	1.16	1.28	1.47	1.73
资产负债表				
货币资金	40955	45999	52810	61097
交易性金融资产	114	184	239	284
应收票据及应收账款	5279	5829	6528	7252
预付款项	1057	1189	1324	1473
存货	2878	3170	3532	3927
流动资产合计	51490	57727	65971	75755
固定资产	5830	5796	5720	5593
在建工程	2006	2214	2405	2488
无形资产	1956	2223	2470	2792
非流动资产合计	18377	19146	19858	20505
资产总计	69867	76873	85830	96260
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2270	2443	2722	3027
其他流动负债	4099	4530	5046	5589
流动负债合计	6369	6973	7769	8616
其他	1701	2489	2479	2469
非流动负债合计	1701	2489	2479	2469
负债合计	8070	9463	10248	11086
股本	6637	6637	6637	6637
资本公积金	12935	12935	12935	12935
未分配利润	40173	45038	51736	59596
少数股东权益	525	531	539	548
其他	1527	2269	3736	5458
所有者权益合计	61797	67410	75582	85174
负债和所有者权益总计	69867	76873	85830	96260

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	13.0%	7.5%	11.5%	10.6%
营业利润	20.0%	9.6%	14.9%	17.0%
归属于母公司净利润	21.7%	9.9%	15.4%	17.5%
获利能力				
毛利率	86.2%	86.0%	86.0%	86.0%
净利率	24.4%	24.9%	25.8%	27.4%
ROE	12.6%	12.7%	13.0%	13.6%
ROIC	12.3%	11.9%	12.2%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	11.6%	12.3%	11.9%	11.5%
流动比率	8.08	8.28	8.49	8.79
营运能力				
应收账款周转率	6.29	6.28	6.29	6.24
存货周转率	1.65	1.57	1.58	1.58
总资产周转率	0.53	0.46	0.47	0.46
每股指标（元）				
每股收益	1.16	1.28	1.47	1.73
每股净资产	9.23	10.08	11.31	12.75
估值比率				
PE	41.71	37.97	32.90	28.01
PB	5.25	4.81	4.29	3.80
现金流量表				
净利润	7717	8478	9782	11492
折旧和摊销	942	900	988	1049
营运资本变动	2611	-467	-513	-529
其他	-36	480	371	381
经营活动现金流净额	11235	9391	10628	12392
资本开支	-2943	-1476	-1535	-1535
其他	202	-596	-591	-586
投资活动现金流净额	-2741	-2072	-2126	-2121
股权融资	10352	0	0	0
债务融资	-4	-2	-10	-10
其他	-2566	-1334	-1681	-1975
筹资活动现金流净额	7782	-1336	-1691	-1985
现金及现金等价物净增加额	15916	5044	6811	8287

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