

600276.SH

买入

原评级：买入
市场价格:人民币 49.31
板块评级:强于大市

恒瑞医药

创新药收入实现快速增长，国际化业务稳步推进

公司公布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 244.09 亿元，同比增长 5.26%；归母净利润 69.23 亿元，同比增长 20.38%；扣非归母净利润 62.43 亿元，同比增长 11.70%。单 Q3 实现营业收入 89.53 亿元，同比增长 20.55%；归母净利润 24.58 亿元，同比增长 88.92%；扣非归母净利润 25.14 亿元，同比增长 90.93%。公司创新药业务逐步贡献重要营收，非肿瘤产品快速增长，对外许可及研发成果转化持续推进。我们看好公司创新产品持续放量与国际化布局带来的长期发展机会，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **创新药收入占比持续提升，非肿瘤产品保持快速增长。**2026 年前三季度，公司创新药销售收入 138.71 亿元，同比增长 17.05%，占药品销售收入的比重提升至 64.59%。分领域看，抗肿瘤创新产品收入 98.65 亿元，同比增长 3.13%；非肿瘤创新产品收入 40.06 亿元，同比增长 75.36%，占创新药销售收入的比重达到 28.88%，成为创新药业务的重要增量。根据公司已披露数据计算，第三季度创新药销售收入 50.62 亿元，环比增长 18.19%，其中抗肿瘤及非肿瘤创新产品收入分别环比增长 21.99%和 9.68%。受院内准入进度不及预期、卡瑞利珠单抗及吡咯替尼等成熟产品竞争加剧影响，公司预计全年创新药销售收入增速与年初目标仍存在一定差距；前三季度仿制药销售收入 76.05 亿元，同比下降 16.41%，仍对整体收入增长形成拖累。未来伴随新产品准入与学术推广持续推进，创新药有望持续贡献重要营收。
- **对外许可收入贡献提升，国际化合作持续拓展。**2026 年前三季度，公司创新药对外许可业务确认收入 27.81 亿元，同比增长 31.12%，主要来自 GSK 及 BMS 合作项目按履约进度确认的收入，以及个别已授权产品的里程碑收入；同期收到对外许可合作首付款及里程碑款现金 43.43 亿元，主要为 BMS 的 6 亿美元首付款。公司披露，第三季度利润快速增长主要受对外许可收入增加推动，授权业务已成为影响阶段性业绩的重要因素。新增合作方面，9 月公司就潜在每周一次口服 GLP-1/GIP 双受体激动剂 HRS-1596 与诺和达成海外许可协议，潜在总交易额最高可达 26 亿美元，包括 3 亿美元首付款及后续开发、注册和商业化里程碑付款，并约定销售提成。此外，NewCo 合作伙伴 Braveheart Bio 于 8 月登陆纳斯达克，公司多元化出海路径持续落地。随着合作项目研发及商业化推进，后续里程碑与销售提成有望带来业绩增量。
- **研发维持较高投入，创新成果逐步落地。**2026 年前三季度，公司累计研发投入 71.46 亿元，占营业收入的 29.28%，其中费用化研发投入 54.23 亿元。第三季度公司共有 7 项创新成果获批，包括舒地胰岛素注射液、富马酸立康可泮胶囊 2 款 1 类创新药，以及 5 项已上市创新药新适应症，持续拓展产品覆盖领域与适用人群。在研管线申报同步推进，同期共有 7 项上市申请获 CDE 受理，其中包括口服 GLP-1 受体激动剂 HRS-7535 用于成人 2 型糖尿病的血糖控制及长期体重管理、GLP-1/GIP 双重受体激动剂瑞普泊肽用于成人 2 型糖尿病患者血糖控制，以及 HER3 ADC 注射用瑞康芦泽妥塔单抗（SHR-A2009）用于经 EGFR TKI 治疗后进展的 EGFR 基因突变阳性的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者的治疗。目前，公司已有 27 款 1 类创新药和 6 款 2 类新药在中国获批上市，另有 100 多个自主创新产品处于临床开发阶段，400 余项临床试验在国内外开展。丰富的研发管线有望为后续新品上市、适应症拓展及海外合作提供持续支持。

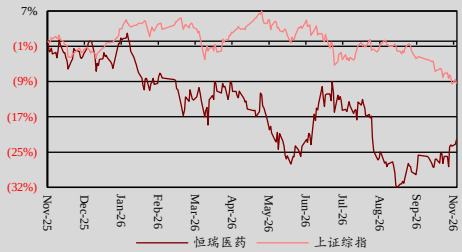
估值

- 考虑到外部市场环境变化、院内准入进度布局预期以及部分上市较早的创新产品竞争加剧，我们调整公司的盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 89.08/102.39/119.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.34/1.54/1.80 元，截至 11 月 3 日收盘，股价对应 PE 为 36.7/32.0/27.4x。公司创新药业务逐步贡献重要营收，非肿瘤产品快速增长，对外许可及研发成果转化持续推进。我们看好公司创新产品持续放量与国际化布局带来的长期发展机会，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 创新药院内准入及销售放量不及预期；成熟产品竞争加剧及仿制药集采压力；新药研发与审批进度不及预期；海外合作推进及授权收入确认不及预期。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(21.8)	4.5	(7.0)	(22.2)
相对上证综指	(11.5)	10.6	(1.7)	(13.0)

发行股数 (百万)	6,637.20
流通股 (百万)	6,637.20
总市值 (人民币 百万)	327,280.33
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	3,499.14
主要股东	
江苏恒瑞医药集团有限公司	23.16%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 11 月 3 日收市价为标准

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	27,985	31,629	33,807	38,009	43,488
增长率(%)	22.6	13.0	6.9	12.4	14.4
EBITDA(人民币 百万)	7,271	8,961	11,190	12,831	14,904
归母净利润(人民币 百万)	6,337	7,711	8,908	10,239	11,941
增长率(%)	47.3	21.7	15.5	14.9	16.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.95	1.16	1.34	1.54	1.80
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.35	1.60	1.86
调整幅度(%)			(0.58)	(3.59)	(3.27)
市盈率(倍)	51.6	42.4	36.7	32.0	27.4
市净率(倍)	7.2	5.3	4.8	4.2	3.8
EV/EBITDA(倍)	36.9	39.6	26.3	22.0	18.6
每股股息 (人民币)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
股息率(%)	0.4	0.3	0.5	0.5	0.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

相关研究报告

《恒瑞医药》20260401
《恒瑞医药》20250828
《恒瑞医药》20250414

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：化学制药

证券分析师：刘恩阳
enyang.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

利润表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	27,985	31,629	33,807	38,009	43,488
营业收入	27,985	31,629	33,807	38,009	43,488
营业成本	3,848	4,363	4,689	5,200	5,829
营业税金及附加	258	264	282	317	362
销售费用	8,336	9,106	8,790	9,768	11,089
管理费用	2,556	2,806	2,705	3,041	3,479
研发费用	6,583	6,961	7,437	8,362	9,567
财务费用	(573)	(407)	(275)	(400)	(532)
其他收益	399	467	467	467	467
资产减值损失	(33)	(87)	0	0	0
信用减值损失	29	(24)	15	15	15
资产处置收益	5	4	4	4	4
公允价值变动收益	109	174	0	0	0
投资收益	4	(80)	(80)	(80)	(80)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,491	8,990	10,586	12,127	14,099
营业外收入	10	7	13	13	13
营业外支出	331	289	280	280	280
利润总额	7,170	8,708	10,319	11,860	13,832
所得税	833	991	1,135	1,305	1,522
净利润	6,337	7,717	9,184	10,555	12,310
少数股东损益	0	6	276	317	369
归母净利润	6,337	7,711	8,908	10,239	11,941
EBITDA	7,271	8,961	11,190	12,831	14,904
EPS(最新股本摊薄，元)	0.95	1.16	1.34	1.54	1.80

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	**35,315**	**51,490**	**57,547**	**70,612**	**78,335**
货币资金	24,816	40,955	45,754	57,609	63,340
应收账款	4,915	5,147	5,607	6,484	7,350
应收票据	150	132	169	170	218
存货	2,417	2,878	2,813	3,500	3,575
预付账款	1,147	1,057	1,312	1,315	1,629
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,870	1,321	1,892	1,535	2,222
非流动资产	**14,821**	**18,377**	**17,294**	**16,587**	**17,243**
长期投资	1,732	2,030	2,030	2,030	2,030
固定资产	5,132	5,830	6,224	6,271	7,549
无形资产	1,192	1,956	3,439	4,217	4,533
其他长期资产	6,765	8,560	5,600	4,070	3,130
资产合计	**50,136**	**69,867**	**74,841**	**87,200**	**95,577**
流动负债	**3,634**	**6,369**	**4,350**	**7,588**	**5,875**
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,967	2,270	2,284	2,768	2,894
其他流动负债	1,666	4,099	2,067	4,820	2,981
非流动负债	**412**	**1,701**	**1,044**	**1,372**	**1,208**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	412	1,701	1,044	1,372	1,208
负债合计	**4,045**	**8,070**	**5,394**	**8,960**	**7,083**
股本	6,379	6,637	6,637	6,637	6,637
少数股东权益	570	525	800	1,117	1,486
归属母公司股东权益	45,520	61,272	68,647	77,123	87,008
负债和股东权益合计	**50,136**	**69,867**	**74,841**	**87,200**	**95,577**

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	6,337	7,717	9,184	10,555	12,310
折旧摊销	871	942	1,270	1,495	1,728
营运资金变动	1,255	2,550	(3,283)	2,030	(3,706)
其他	(1,041)	25	(588)	(129)	(553)
经营活动现金流	**7,423**	**11,235**	**6,583**	**13,952**	**9,779**
资本支出	(1,969)	(2,962)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	(346)	35	0	0	0
其他	403	187	(76)	(76)	(76)
投资活动现金流	**(1,912)**	**(2,741)**	**(531)**	**(731)**	**(2,526)**
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(2,158)	7,411	(1,534)	(1,763)	(2,056)
其他	608	371	280	398	533
筹资活动现金流	**(1,551)**	**7,782**	**(1,253)**	**(1,365)**	**(1,522)**
净现金流	**3,960**	**16,277**	**4,798**	**11,856**	**5,731**

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	22.6	13.0	6.9	12.4	14.4
营业利润增长率(%)	52.6	20.0	17.7	14.6	16.3
归属于母公司净利润增长率(%)	47.3	21.7	15.5	14.9	16.6
息税前利润增长率(%)	58.5	25.3	23.7	14.3	16.2
息税折旧前利润增长率(%)	50.5	23.2	24.9	14.7	16.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	47.3	21.7	15.5	14.9	16.6
获利能力					
息税前利润率(%)	22.9	25.4	29.3	29.8	30.3
营业利润率(%)	26.8	28.4	31.3	31.9	32.4
毛利率(%)	86.2	86.2	86.1	86.3	86.6
归母净利润率(%)	22.6	24.4	26.4	26.9	27.5
ROE(%)	13.9	12.6	13.0	13.3	13.7
ROIC(%)	12.2	11.5	12.7	12.9	13.2
偿债能力					
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
净负债权益比	(0.5)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
流动比率	9.7	8.1	13.2	9.3	13.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5.5	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	17.3	14.9	14.8	15.0	15.4
费用率					
销售费用率(%)	29.8	28.8	26.0	25.7	25.5
管理费用率(%)	9.1	8.9	8.0	8.0	8.0
研发费用率(%)	23.5	22.0	22.0	22.0	22.0
财务费用率(%)	(2.0)	(1.3)	(0.8)	(1.1)	(1.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	1.2	1.3	1.5	1.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.1	1.7	1.0	2.1	1.5
每股净资产(最新摊薄)	6.9	9.2	10.3	11.6	13.1
每股股息	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	51.6	42.4	36.7	32.0	27.4
P/B(最新摊薄)	7.2	5.3	4.8	4.2	3.8
EV/EBITDA	36.9	39.6	26.3	22.0	18.6
价格/现金流（倍）	44.1	29.1	49.7	23.5	33.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371