恒瑞医药（600276）

AHA 双药数据亮相，26Q3 业绩显著回升

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	27,985	31,629	36,012	41,828	49,784
同比（%）	22.63	13.02	13.86	16.15	19.02
归母净利润（百万元）	6,337	7,711	9,603	11,441	14,081
同比（%）	47.28	21.69	24.53	19.14	23.07
EPS-最新摊薄（元/股）	0.95	1.16	1.45	1.72	2.12
P/E（现价&最新摊薄）	50.51	41.50	33.33	27.97	22.73

投资要点

- **AHA 双药数据亮相， HRS-1893 压差改善持久， HRS-5632 单次给药可实现全年 Lp(a)深度控制。**2026 年 11 月 6 日至 9 日，公司心肌肌球蛋白抑制剂 HRS-1893 治疗 oHCM 的 II 期 52 周延长期数据与超长效 Lp(a) siRNA 药物 HRS-5632 的 I 期数据在 AHA 2026 公布。HRS-1893 oHCM II 期 52 周延长期显示，静息及 Valsalva LVOT-G 较基线平均降低 83.1 mmHg 和 97.3 mmHg，79%受试者 Valsalva LVOT-G 降至 30 mmHg 以下，pVO_2提高 2.7 mL/kg/min、KCCQ-CSS 提高 17.3 分；无受试者因不良事件停药，平均 LVEF 维持于 64.8%，停药洗脱期回升幅度减弱提示潜在疾病修饰信号。HRS-5632 单次给药可实现全年 Lp(a)深度控制。I 期研究中 10 mg 及以上剂量组 Lp(a)最大降幅均≥90%，200 mg 与 400 mg 组第 48 周平均降幅仍达 94.5%和 95.7%，全部受试者 Lp(a)降至 50 nmol/L 以下，安全性良好，支持按每年一次给药。

- **26Q3 创新药收入占比升至 64.59%，非肿瘤板块高速放量。**26Q1-Q3 创新药收入 138.71 亿元（同比+17.05%，下同），占药品销售收入比重提升至 64.59%，其中非肿瘤创新药 40.06 亿元（+75.36%）；26Q3 单季非肿瘤创新药 14.61 亿元（+77.61%），占当季创新药收入 28.86%。肿瘤瑞维鲁胺、瑞康曲妥珠单抗、达尔西利、海曲泊帕 CIT、长效止吐针持续放量，老品种降价影响逐步消除；非肿瘤恒格列净、泰吉利定、艾玛昔替尼、夫那奇珠单抗持续贡献增量。

- **研发管线高效推进，自主研发与开放合作并进。** 肿瘤、代谢及自免后期成果密集兑现，全球化多路径提速。（1）肿瘤与代谢：瑞康曲妥珠单抗适应症持续拓展海曲泊帕 CIT 大适应症获。HER3 ADC 治疗 TKI 耐药 NSCLC 已申报上市，KRAS G12D 抑制剂拓展至胰腺癌围手术期。B7-H3/EGFR 双抗 ADC 进入 III 期。瑞普泊肽（GLP-1/GIP）注射剂我们预计 27 年初获批，小分子、口服双靶、三靶有望逐年获批。（2）自免及呼吸：多款 FIC/BIC 潜力品种推进，IL-23p19/IL-36R 双抗银屑病 II 期 PASI 90 高达 93%。IFNAR1/TACI 药物 SLE I 期 SRI-4 高达 69%。（3）全球化：口服 GLP-1 双靶周制剂 HRS-1596 授权诺和诺德。GSK 针对 TSLP 单抗开启 6 项 III 期 MRCT。Lp(a)抑制剂 MSD 海外联合疗法持续推进，DLL3 ADC 我们预计年底前开启全球 III 期。海曲泊帕 CIT 处于全球 III 期，瑞维鲁胺 MAA 获 EMA 受理，IL-23p19/IL-36R、IFNAR1/TACI、miR-124 自主推进海外临床。

- **盈利预测与投资评级：** AHA 数据验证心血管管线竞争力，非肿瘤创新药放量与 BD 常态化兑现支撑中期成长。我们维持 2026-2028 年营业收入预测 360.12/418.28/497.84 亿元、维持 2026-2028 归母净利润预测 96.03/114.41/140.81 亿元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**新药研发及临床推进不及预期，产品准入与商业化放量不及预期，对外许可收入确认不及预期，海外临床及注册审批不及预期等。

2026 年 11 月 12 日

证券分析师 朱国广
执业证书：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 肖鸿德
执业证书：S0600526060001
xiaohd@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.22
一年最低/最高价	41.89/65.83
市净率(倍)	4.79
流通 A 股市值(百万元)	307,595.49
总市值(百万元)	320,045.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.07
资产负债率(%,LF)	12.23
总股本(百万股)	6,637.20
流通 A 股(百万股)	6,379.00

相关研究

《恒瑞医药(600276)：2026 年一季报点评：进入创新药主导的高质量发展阶段，国际化稳步推进》

2026-05-06

《恒瑞医药(600276)：2025 年中报点评：创新药持续放量，BD 成为第二增长曲线》

2025-08-24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. HRS-1893 与 HRS-5632 数据优异，慢病矩阵加速成型 4
1.1. HRS-1893：oHCM 52 周延长期持续改善压差与心功能 4
1.2. HRS-5632：单次给药 48 周维持 Lp(a)深度降低，支持每年一次给药 5
2. 26Q3 业绩与商业化：单季业绩显著回升，收入结构优化 6
3. 创新转化亮点颇丰，自主研发与开放合作并进 7
3.1. 肿瘤、代谢与自免呼吸管线高效推进，多款 BIC&FIC 品种读出 8
3.2. 全球化提速，对外授权、NewCo 与自主开发多路径并行 8
4. 盈利预测 9
5. 风险提示 9

图表目录

图 1: HRS-1893-201 52 周延长期研究设计及静息 LVOT-G 较基线变化 4
图 2: HRS-1893 治疗 52 周 Valsalva LVOT-G 及 LVEF 较基线变化 5
图 3: HRS-5632-101 研究设计及各剂量组 Lp(a)平均较基线百分比变化 6
图 4: HRS-5632 各剂量组个例参与者第 48 周（D337）Lp(a)较基线百分比变化 6
图 5: 恒瑞医药 2021-2026Q1-3 营业收入 7
图 6: 恒瑞医药 2021-2026Q1-3 归母净利润 7
图 7: 公司创新药收入拆分（抗肿瘤/非肿瘤）及非肿瘤占比 7
图 8: 恒瑞医药管线一览（截止至 2026/8/20） 8
图 9: 恒瑞医药海外合作梳理 9

请务必阅读正文之后的免责声明部分

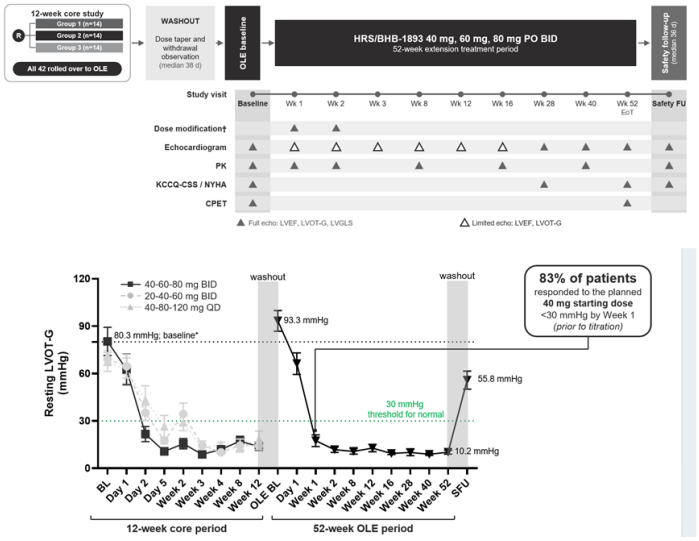
1. HRS-1893 与 HRS-5632 数据优异，慢病矩阵加速成型

AHA 双药数据亮相，心血管创新矩阵加速成型。2026 年 11 月 6 日至 9 日，美国心脏协会科学年会（AHA 2026）在芝加哥举办，公司心肌肌球蛋白（Myosin）抑制剂 HRS-1893（海外代号 BHB-1893）治疗梗阻性肥厚型心肌病（oHCM）的 II 期 52 周延长期数据以 Late-Breaking 口头报告形式公布，超长效小干扰 RNA（siRNA）药物 HRS-5632 降低脂蛋白(a)（Lp(a)）的 I 期结果以壁报形式公布。公司在心血管领域已形成覆盖 ANGPTL3、Lp(a)、APOC3、PCSK9、FXI 等靶点的多药物类型布局，其中口服小分子 Lp(a)抑制剂 HRS-5346 海外权益已授权 MSD，FXI 单抗 SHR-2004 的 VTE 预防上市申请已于 26Q3 获受理。

1.1. HRS-1893：oHCM 52 周延长期持续改善压差与心功能

52 周延长期维持压差深度改善，起效迅速、应答比例高。HRS-1893 为选择性、可逆的小分子心肌肌球蛋白抑制剂，通过抑制肌球蛋白 ATP 酶活性降低心肌过度收缩。HRS-1893-201（NCT06516068）为针对症状性 oHCM 患者开展的多中心、随机、开放标签 II 期研究，共纳入 42 例；12 周核心治疗期及洗脱期后，全部 42 例进入 52 周延长期，统一以 40 mg 每日两次起始、依据 Valsalva LVOT-G 与 LVEF 滴定至 60 或 80 mg 每日两次，42 例均完成 52 周给药。（1）第 52 周静息及 Valsalva 左心室流出道压差（LVOT-G）较基线平均降低 83.1 mmHg 和 97.3 mmHg；（2）治疗第 1 周即有 67%受试者达到完全应答（Valsalva LVOT-G<30 mmHg），第 52 周达标比例升至 79%（33/42）；（3）多数受试者无需复杂滴定，57%（24/42）维持 40 mg 每日两次起始剂量，19%（8/42）维持 60 mg 每日两次。

图1：HRS-1893-201 52 周延长期研究设计及静息 LVOT-G 较基线变化

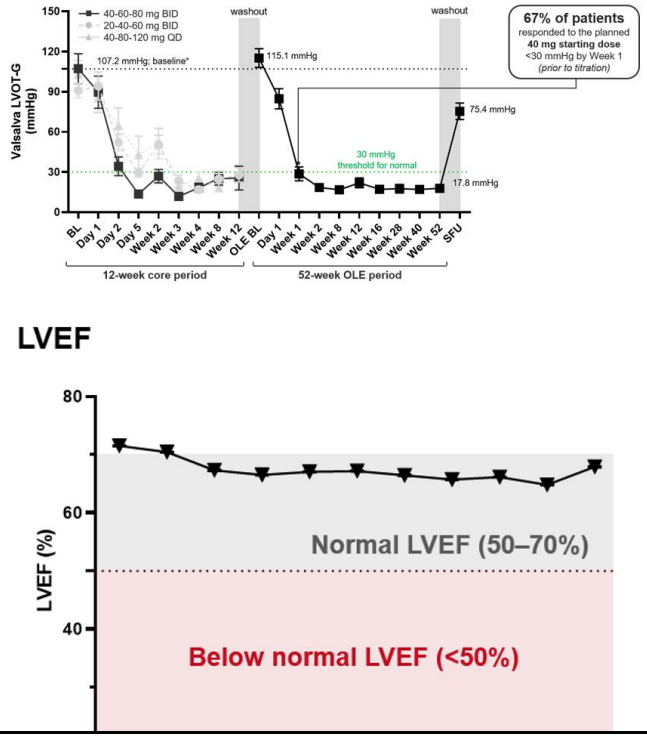


数据来源：AHA 2026，公司官方公众号，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

心脏生物标志物、运动耐量与生活质量同步改善，安全性可管理。（1）第 52 周 N 末端脑钠肽前体（NT-proBNP）较基线下降 93%，几何均值由 835.1 pg/mL 降至 58.4 pg/mL；高敏心肌肌钙蛋白 I（hs-cTnI）下降 60%，几何均值由 0.015 ng/mL 降至 0.006 ng/mL；（2）峰值摄氧量（pVO_2）较基线平均提高 2.7 mL/kg/min，70%受试者提高≥1.5 mL/kg/min、50%提高≥3.0 mL/kg/min，堪萨斯城心肌病问卷临床汇总评分（KCCQ-CSS）平均提高 17.3 分，60%受试者达到 NYHA 心功能 I 级；（3）52 周内无受试者因不良事件永久停药，无新的安全性信号，平均 LVEF 由基线 71.5%变化至 64.8%、维持在安全范围，2 例受试者出现一过性 LVEF 低于 50%、经下调剂量后恢复；（4）52 周治疗停药后洗脱期内 LVOT-G 与 NT-proBNP 仅部分回升，较 12 周核心期治疗后的完全回升明显减弱，为探索疾病修饰潜力提供早期信号。

图2：HRS-1893 治疗 52 周 Valsalva LVOT-G 及 LVEF 较基线变化



数据来源：AHA 2026，公司官方公众号，东吴证券研究所

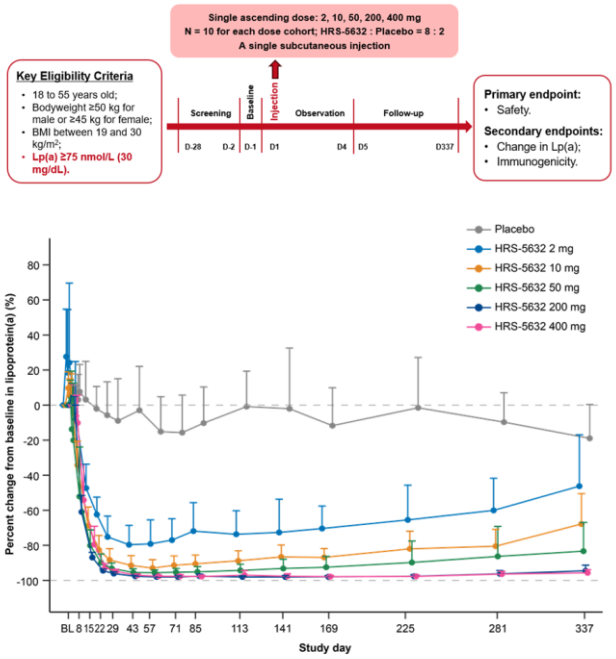
1.2. HRS-5632：单次给药 48 周维持 Lp(a)深度降低，支持每年一次给药

单次皮下给药即实现深度、持久的 Lp(a)降低，安全性良好。HRS-5632 为公司自主研发的 GalNAc 偶联 siRNA，在肝细胞中靶向并降解载脂蛋白(a) mRNA，从而减少 Lp(a)颗粒生成。HRS-5632-101 为在天津医科大学总医院开展的随机、双盲、安慰剂对照 I 期单次递增研究，入组 50 例 Lp(a)≥75 nmol/L 的 18 至 55 岁受试者（基线中位 138.8 nmol/L），设 2、10、50、200、400 mg 五个剂量组、每组 10 例按 4:1 随机接受单次皮下注射，随访至第 48 周（D337）。（1）给药后约 1 个月各剂量组 Lp(a)达到或接近最大降幅，2/10/50/200/400 mg 组分别为 79.6%/93.0%/95.6%/98.0%/97.8%，10 mg 及以上剂量均≥90%；（2）第 48 周 200 mg 与 400 mg 组平均降幅仍达 94.5%和 95.7%，200 mg 组 88%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

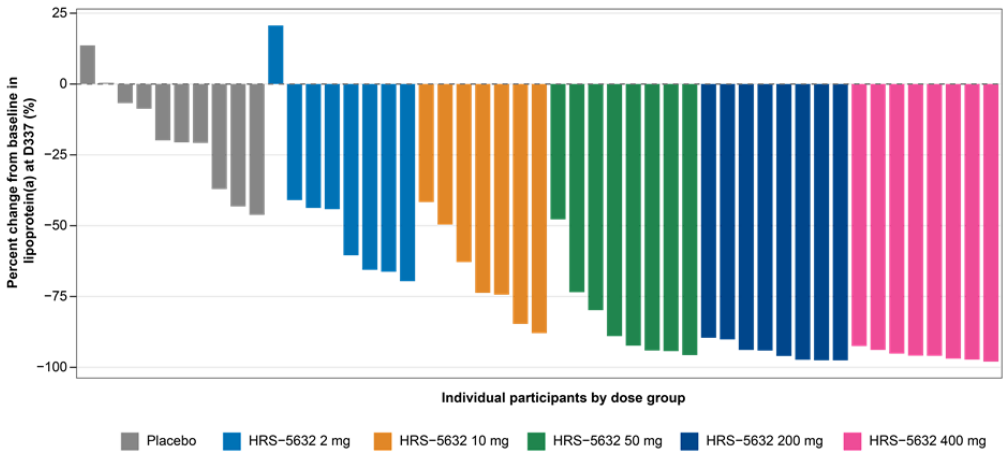
（7/8）、400 mg 组全部受试者降幅≥90%，且两组全部受试者 Lp(a)均降至≤50 nmol/L；（3）安全性方面，治疗期间不良事件发生率与安慰剂组相同、治疗相关不良事件均为轻度，无治疗相关严重不良事件、无受试者因不良事件退出或死亡，未报告注射部位反应与抗药抗体，未见与治疗或剂量相关的肝酶升高。

图3：HRS-5632-101 研究设计及各剂量组 Lp(a)平均较基线百分比变化



数据来源：AHA 2026，公司官方公众号，东吴证券研究所

图4：HRS-5632 各剂量组个例参与者第 48 周（D337）Lp(a)较基线百分比变化



数据来源：AHA 2026，公司官方公众号，东吴证券研究所

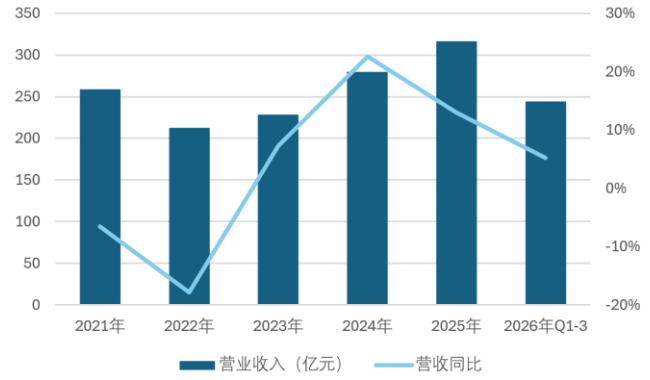
2. 26Q3 业绩与商业化：单季业绩显著回升，收入结构优化

单季营收与利润同环比高增，业绩超我们预期。（1）26Q1-Q3 公司实现营业收入

请务必阅读正文之后的免责声明部分

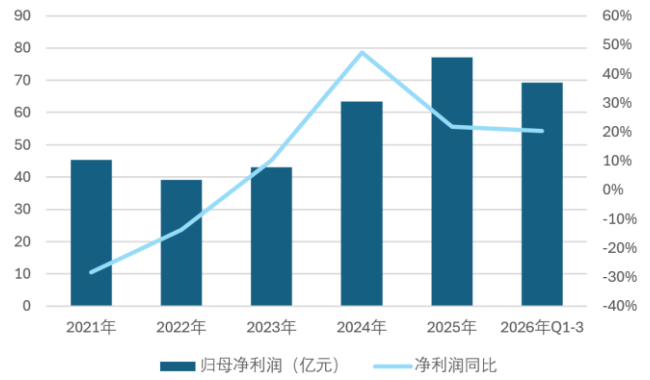
244.09 亿元（同比+5.26%，下同），其中产品销售收入 214.76 亿元（+2.52%）；归母净利润 69.23 亿元(+20.38%)，扣非归母净利润 62.43 亿元(+11.70%)；累计研发投入 71.46 亿元，其中费用化研发投入 54.23 亿元（+9.66%）。（2）26Q3 单季实现营业收入 89.53 亿元（+20.55%），归母净利润 24.58 亿元（+88.92%），扣非归母净利润 25.14 亿元（+90.93%），单季经营活动现金流量净额 58.57 亿元（+21.76%）；（3）BD 收入稳步兑现，26Q1-Q3 确认对外许可收入 27.81 亿元（+31.12%），主要为 GSK 及 BMS 按履约义务完成进度确认的收入及个别产品里程碑款，收到首付款及里程碑现金共 43.43 亿元，主要为 BMS 6 亿美元首付款，期末合同负债 29.32 亿元、较年初增长 53.29%。

图5：恒瑞医药 2021-2026Q1-3 营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

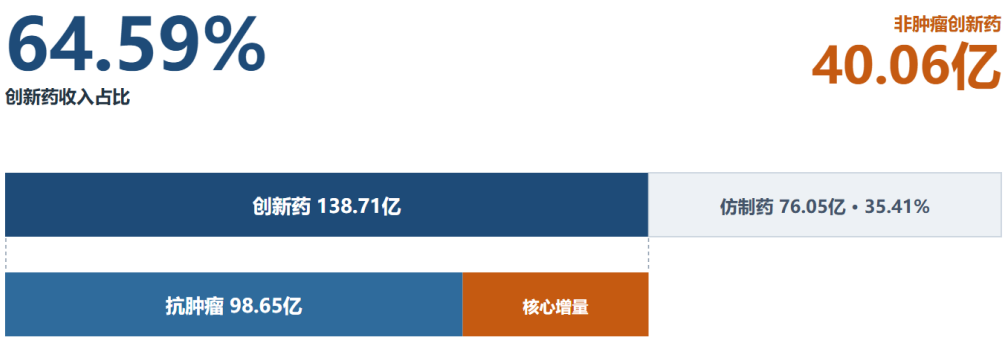
图6：恒瑞医药 2021-2026Q1-3 归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

创新药占比提升至 64.59%，非肿瘤板块成为核心增量来源。（1）26Q1-Q3 创新药收入 138.71 亿元（+17.05%），占药品销售收入比重提升至 64.59%，其中抗肿瘤创新药 98.65 亿元（+3.13%）、非肿瘤创新药 40.06 亿元（+75.36%），仿制药收入 76.05 亿元（-16.41%）、占比降至 35.41%，集采风险持续出清。（2）肿瘤领域瑞维鲁胺、瑞康曲妥珠单抗、达尔西利、海曲泊帕 CIT 适应症及长效止吐针持续放量，老品种降价影响逐步消除；非肿瘤领域恒格列净、泰吉利定、艾玛昔替尼、夫那奇珠单抗持续贡献增量。

图7：公司创新药收入拆分（抗肿瘤/非肿瘤）及非肿瘤占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 创新转化亮点颇丰，自主研发与开放合作并进

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.1. 肿瘤、代谢与自免呼吸管线高效推进，多款 BIC&FIC 品种读出

后期管线密集兑现，26Q3 获批与申报节奏明显加快。26Q3 公司共有 7 项创新成果获批、7 项上市申请获 CDE 受理、取得临床试验批准通知书 35 个、获 CDE 突破性治疗品种认定 2 项。（1）肿瘤领域，瑞康曲妥珠单抗获批 HER2 阳性结直肠癌、成为其第 3 项获批适应症，ESMO 披露 HER2 低表达乳腺癌 III 期 PFS HR=0.25；海曲泊帕实体瘤化疗所致血小板减少症大适应症获批；HER3 ADC 瑞康芦泽妥塔单抗治疗 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 已申报上市并获突破性治疗品种认定，ESMO 披露 III 期数据优异、具备较高安全性优势；KRAS G12D 抑制剂拓展至胰腺癌围手术期；Nectin-4 ADC 后线 CC 疗效远超其他在研产品；B7-H3/EGFR 双抗 ADC 已进入 III 期；（2）代谢领域，舒地胰岛素获批、为中国首个自主研发的长效胰岛素类似物，瑞普泊肽（GLP-1/GIP）注射剂 2 型糖尿病上市申请获受理、我们预计 2027 年初获批，口服 GLP-1 HRS-7535 的 2 型糖尿病与长期体重管理两项上市申请获受理，小分子、口服双靶、三靶有望逐年获批并在肥胖症外持续探索；（3）自免及呼吸领域，IL-23p19/IL-36R 双抗 SHR-1139 有望实现年给药一次、银屑病 II 期 PASI 90 达 93%，IFNAR1/TACI 融合蛋白治疗 SLE 的 I 期 SRI-4 达 69%，口服 miR-124 调节剂 II 期数据积极，TSLP 单抗为全球首款超长效，补体 B 因子抑制剂立康可泮获批初治 PNH。

图8：恒瑞医药管线一览（截止至 2026/8/20）



数据来源：公司演示材料，东吴证券研究所

3.2. 全球化提速，对外授权、NewCo 与自主开发多路径并行

对外合作与自主出海双线突破，平台型合作进入兑现期。（1）对外授权方面，2026 年 9 月公司将每周一次口服 GLP-1/GIP 双受体激动剂 HRS-1596 大中华区以外全球权益授权诺和诺德，首付款 3 亿美元、潜在总交易额最高 26 亿美元；口服 Lp(a)抑制剂 HRS-5346 海外权益已授权 MSD 并推进联合疗法开发；DLL3 ADC 我们预计 2026 年底前开启全球 III 期；（2）NewCo 方面，Myosin 抑制剂 HRS-1893 合作伙伴 Braveheart Bio 于 2026 年 8 月登陆纳斯达克，为继 Kailera 之后第二家上市的 NewCo，本次 AHA 数据即由双方共同公布；（3）平台型合作方面，GSK 已就 TSLP 单抗开启 6 项 III 期多中心临床，BMS 与 GSK 平台型合作的后续里程碑有望陆续兑现；（4）自主开发方面，海曲泊

请务必阅读正文之后的免责声明部分

帕 CIT 处于全球 III 期，瑞维鲁胺上市申请获 EMA 受理，IL-23p19/IL-36R 双抗、IFNAR1/TACI 融合蛋白、miR-124 调节剂等自主推进海外临床。

图9：恒瑞医药海外合作梳理

合作伙伴	项目	状态	主要合作伙伴里程碑	价值定位
kailera	瑞普泊肽 GLP-1/GIP	中国 – 有望于2027年初获批 全球 – III期（2025年12月启动）；II期高剂量（2026年3月启动）	✓ IIb期高剂量试验入组完毕，预计2027年中数据读出 • 2028：预计全球III期数据读出	• 有望实现**最大的减重效果**，是BMI为35+患者的首选
	口服瑞普泊肽 GLP-1/GIP	中国 – III期；2026年II期数据已读出 全球 – 推进至III期	• 2027年上半年启动III期试验	• 有望在具有优异疗效的口服药物中实现**同类领先的耐受性**
	HRS-7535 GLP-1（小分子）	中国 – III期；2026年III期数据已读出（肥胖和2型糖尿病） 全球 – II期（2026年4月启动）	✓ 2026年4月启动II期 • 2027：预计全球II期数据读出	• 具有潜在竞争力的口服化合物，生产成本低；有望开发**固定剂量复方**
	HRS-4729 GLP-1/GIP/GCG	中国 – II期；2026年I期数据已读出 全球 – 推进至I期	• 2026：启动全球I期研究，2027年预计数据读出	• 具有竞争力的减重潜力以及**强大的肝脏脂肪减少效果**
GSK	HRS-9821 PDE3/4 + 11个附加项目的选择权	中国 – PDE3/4：干粉吸入剂处于I期，雾化制剂处于II期	• 2026-2028年：预计行使选择权	• 用于COPD的**潜在同类最佳**PDE3/4抑制剂 • 行使选择权的产品将在2031年以后贡献显著增长
	SHR-1905 TSLP	中国 – 哮喘、慢性鼻窦炎伴鼻息肉III期；特应性皮炎II期	• H2'26: 开启6个III期，涉及慢性阻塞性肺疾病、哮喘和慢性鼻窦炎伴鼻息肉	• **潜在的同类最佳**，长效TSLP单抗，以**每六个月给药一次**重新定义标准治疗方案
braveheart	HRS-1893 Myosin	中国 – oHCM III期；nHCM推进至III期	• 2026年下半年：oHCM – 启动全球III期 • 2027年上半年：nHCM – 启动全球III期	• 新一代心肌肌球蛋白抑制剂，在疗效、安全性和给药方案便利性方面具有**同类最佳潜力**
MSD	HRS-5346 Lp(a)	中国 – II期 中国以外 – II期 (MSD)	✓ 2026年第三季度启动II期	• **具备同类最佳潜力**，可有效降低脂蛋白(a) —脂蛋白(a)升高是影响**全球约14亿人**的明确风险因素
IDEAYA	SHR-4849 DLL3 ADC	中国和美国 – 小细胞肺癌、神经内分泌癌和DLL3+肿瘤 II期	• 2026年下半年：小细胞肺癌和神经内分泌癌全球I/II期试验的初步数据 • 2026年底：在难治性小细胞肺癌和/或神经内分泌癌中启动III期注册性试验	• SCLC中的**潜在同类最佳/同类首创**DLL3 ADC

数据来源：公司演示材料，东吴证券研究所

4. 盈利预测

AHA 数据验证心血管管线竞争力，非肿瘤创新药放量与 BD 常态化兑现支撑中期成长。我们维持 2026-2028 年营业收入预测 360.12/418.28/497.84 亿元、归母净利润预测 96.03/114.41/140.81 亿元，维持“买入”评级。

5. 风险提示

1）新药研发及临床推进不及预期：HRS-1893 全球 III 期、HER3 ADC、GLP-1 类等重点品种的临床推进或审评审批进度若不及预期，将影响管线兑现节奏；

2）产品准入与商业化放量不及预期：新获批及新进医保品种需经历医院准入、医生教育等环节，若院内准入或学术推广进度慢于预期，创新药收入增速及员工持股计划考核目标达成可能受到影响；

3）对外许可收入确认节奏不及预期：对外许可收入按履约进度或里程碑节点确认，单季波动较大，若合作方推进节奏变化或里程碑未能达成，相关收入确认可能不及预期；

4）海外临床及注册审批不及预期：公司与合作伙伴在海外开展多项 III 期临床及注册申报，若海外临床数据或监管审批不及预期，将影响全球化价值兑现。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

恒瑞医药三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	51,490	65,812	71,334	80,839
货币资金及交易性金融资产	41,069	52,637	56,561	62,853
经营性应收款项	6,966	9,117	10,264	12,518
存货	2,878	3,050	3,348	4,111
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	577	1,008	1,161	1,357
非流动资产	18,377	18,491	18,130	18,358
长期股权投资	557	657	627	677
固定资产及使用权资产	5,901	5,639	5,242	4,965
在建工程	2,006	1,601	1,568	1,573
无形资产	1,956	2,081	2,023	2,183
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	212	135	72	12
其他非流动资产	7,743	8,377	8,597	8,947
资产总计	69,867	84,303	89,464	99,197
流动负债	6,369	4,482	5,032	5,761
短期借款及一年内到期的非流动负债	31	42	46	51
经营性应付款项	2,270	2,543	2,763	3,101
合同负债	1,913	251	286	345
其他流动负债	2,155	1,647	1,937	2,264
非流动负债	1,701	2,519	2,435	2,437
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	43	63	92	84
其他非流动负债	1,658	2,456	2,343	2,353
负债合计	8,070	7,001	7,467	8,199
归属母公司股东权益	61,272	76,776	81,470	90,470
少数股东权益	525	526	527	528
所有者权益合计	61,797	77,302	81,997	90,999
负债和股东权益	69,867	84,303	89,464	99,197

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	31,629	36,012	41,828	49,784
营业成本（含金融类）	4,363	5,366	6,232	7,418
税金及附加	264	336	389	463
销售费用	9,106	10,263	11,795	13,890
管理费用	2,806	3,061	3,472	3,983
研发费用	6,961	7,743	8,575	9,957
财务费用	(407)	(816)	(1,048)	(1,122)
加：其他收益	467	602	627	697
投资净收益	(80)	32	50	66
公允价值变动	174	500	100	200
减值损失	(111)	(41)	(45)	(61)
资产处置收益	4	4	1	1
营业利润	8,990	11,157	13,146	16,100
营业外净收支	(282)	(366)	(289)	(277)
利润总额	8,708	10,791	12,856	15,823
减：所得税	991	1,187	1,414	1,741
净利润	7,717	9,604	11,442	14,082
减：少数股东损益	6	1	1	1
归属母公司净利润	7,711	9,603	11,441	14,081
每股收益-最新股本摊薄（元）	1.16	1.45	1.72	2.12
EBIT	8,555	9,974	11,809	14,700
EBITDA	9,497	11,205	13,110	16,135
毛利率（%）	86.21	85.10	85.10	85.10
归母净利率（%）	24.38	26.67	27.35	28.28
收入增长率（%）	13.02	13.86	16.15	19.02
归母净利润增长率（%）	21.69	24.53	19.14	23.07

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	11,235	6,154	11,741	13,093
投资活动现金流	(2,741)	(1,096)	(1,235)	(1,796)
筹资活动现金流	7,782	(1,500)	(1,938)	(2,429)
现金净增加额	15,916	2,618	8,567	8,868
折旧和摊销	942	1,231	1,301	1,434
资本开支	(2,943)	(893)	(1,014)	(1,503)
营运资本变动	2,611	(4,673)	(1,077)	(2,508)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产（元）	9.23	11.57	12.27	13.63
最新发行在外股份（百万股）	6,637	6,637	6,637	6,637
ROIC（%）	14.03	12.75	13.17	15.10
ROE-摊薄（%）	12.58	12.51	14.04	15.56
资产负债率（%）	11.55	8.30	8.35	8.27
P/E（现价&最新股本摊薄）	41.50	33.33	27.97	22.73
P/B（现价）	5.22	4.17	3.93	3.54

数据来源：Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn