

恒瑞医药 (600276)

个股分析报告

行业：创新药研发与制药

报告日期：2026 年 10 月 2 日

行情截至 2026-09-30 收盘

本报告基于公开信息由 AI 自动整理生成，仅供参考，不构成投资建议

核心结论：创新药增长仍强，但中报扣非转弱，低位估值等待利润兑现

关键数据	数值
收盘价（当日涨跌幅）	47.20 元（+3.46%）
总市值	约 3132.76 亿元
PE(TTM)	40.55 倍
PB(MRQ)	4.86 倍
52 周区间	41.89~72.92 元
成交额/换手率	52.35 亿元／1.76%

行情数据截至：2026-09-30 收盘

一、投资要点

- **中报利润表面稳、扣非已走弱**：2026 年中报收入 154.56 亿元、归母净利润 44.65 亿元，分别同比-1.94%、+0.34%；扣非净利润同比-12.71%。
- **创新药放量是主要增长引擎**：2025 年创新药销售 163.42 亿元、同比+26.09%；肿瘤业务收入增长 14.29%，代谢和心血管业务增长 39.39%。
- **股价处历史估值低位**：9 月 30 日收盘 47.20 元，PE-TTM 40.55 倍、PB-MRQ 4.86 倍，分别处近 5.2 年 6%、2%分位；机构目标价区间 50—87.42 元。

市场预期与证据

- **市场在定价**：估值隐含未来 10 年每股收益年均增长约 19.3%，略低于机构对 2026 年净利润增长 20.54%的预测；两者期限不同，不能直接等同。
- **证据显示**：2025 年创新药销售增长 26.09%，支持中期增长预期；但 2026 年中报扣非下滑，所在单季度收入和扣非分别下降 14.50%、35.37%，短期兑现承压。HRS-1596 授权仍处早期临床，里程碑款尚非已实现收入。

证据倾向：均衡；置信度：高（27 家机构覆盖、行情与财报数字经程序核对）

创新药销售增长与低历史估值构成支撑，但中报扣非及单季度业绩转弱，短期兑现仍待验证。

二、生意与竞争力

2.1 业务结构

面向患者及医疗机构销售药品，并通过对外许可等取得收入；增长主要由创新药放量和产品组合驱动。

业务板块	收入占比	毛利率	收入增速	要点
肿瘤	59.5%（2025 年医药制造业务收入）	93.48%	14.29%	收入最大板块；抗肿瘤创新药占创新药销售收入 81.02%
神经科学	15.3%（202	82.73%	0.07%	收入基本持平，毛利率同比下降 2.03 个

业务板块	收入占比	毛利率	收入增速	要点
	5 年医药制造业务收入)			百分点
造影剂	10.7% (2025 年医药制造业务收入)	58.75%	8.87%	毛利率同比下降 1.71 个百分点
代谢和心血管	8.7% (2025 年医药制造业业务收入)	73.69%	39.39%	收入较快增长，成本增速高于收入
免疫和呼吸系统	3.1% (2025 年医药制造业业务收入)	84.62%	10.94%	毛利率同比上升 0.93 个百分点
其他	2.7% (2025 年医药制造业业务收入)	54.15%	-11.76%	毛利率同比下降 2.07 个百分点

2.2 竞争优势

竞争优势强度：中

- 研发投入规模：2025 年研发投入 87.24 亿元，占营收 27.58%
- 创新产品储备：24 款 1 类创新药获批，100 多个自主创新产品处于临床开发
- 商业化基础：2025 年创新药销售 163.42 亿元，同比增长 26.09%

主要威胁：研发失败或延迟、靶点同质化、医保与医院准入压力及成熟品种集采降价，均可能削弱产品回报。

2.3 产业链位置与盈利趋势

- 2025 年医药制造成本中，原材料及包装物 26.33 亿元、占 62.92%；人工及制造费用 15.51 亿元、占 37.08%。
- 前五名供应商采购额 12.80 亿元，占年度采购总额 26.61%；具体物料类别未进一步拆分，未见关键原料议价优势证据。
- 产品面向患者并经医疗机构等渠道销售；2025 年年报披露前五大客户销售额占年度销售总额 55.72%，客户名称未披露。
- 医保谈判、集采和医院准入限制部分药品价格；临床差异化创新药有一定定价空间，但仍受医保支付与竞品影响。
- 2025 年年报披露前五大客户占销售额 55.72%；客户名称未披露，且与 2022 年审计报告口径不可直接比较。
- 2025 年末应收账款约 52.19 亿元，为营收的 16.5%、归母净利润的 67.7%；按年末余额均值估算周转约 59 天。

年度	毛利率	净利率	变动原因
2021	85.56%	约 17.49%	收入下滑、成本上升；肿瘤业务毛利率下降

年度	毛利率	净利率	变动原因
2022	83.61%	约 18.36%	集采及医保降价、原辅料能源物流成本上升
2023	约 84.55%	约 18.85%	收入恢复增长，制造业务成本增速低于收入
2024	约 86.25%	约 22.64%	许可收入约 27 亿元，收入结构改善
2025	约 86.21%	约 24.38%	毛利率基本持平，净利率继续上升

恒瑞位于创新药研发与品牌商业化的相对高附加值环节，同时保有制造和成熟品种业务；利润率改善取决于创新药放量、产品组合升级、对外许可转化及成本效率。

2.4 行业与同行对比

创新药商业化与对外许可已成为恒瑞重要增长来源；医保谈判、集采和医院准入持续影响价格与放量，研发成果转化效率是关键。

公司	定位	可比数据	与本公司差异
百济神州（688235）	肿瘤创新药，海外销售占比较高	2025 年营收 382.25 亿元；制造业毛利率 87.61%；PE(TTM) 95.25 倍	肿瘤业务更集中、海外销售占比较高；恒瑞覆盖治疗领域更多并有许可收入。
复星医药（600196）	创新药、仿制药及医疗健康综合业务	2025 年营收及整体毛利率：—；PE(TTM) 18.92 倍	业务包含医疗健康综合板块，业务结构与恒瑞不同。
信立泰（002294）	心血管及创新药	2025 年收入及整体毛利率：—；PE(TTM) 50.75 倍	规模较小、心血管业务特征更突出；估值日期早于恒瑞。

恒瑞 2025 年创新药销售 163.42 亿元、研发投入占营收 27.58%，研发储备与多治疗领域布局较突出；其短板是研发投入回报仍取决于临床、医保准入和商业化放量，且成熟品种受集采降价影响。

三、财务质量

3.1 经营业绩

报告期	营业收入	同比	归母净利润	同比	扣非同比	毛利率
2026 年中报	154.56 亿元	-1.94%	44.65 亿元	+0.34%	-12.71%	86.33%
2025 年报	316.29 亿元	+13.02%	77.11 亿元	+21.69%	+20.00%	86.21%
2024 年报	279.85 亿元	+22.63%	63.37 亿元	+47.28%	+49.18%	86.25%

金额单位为亿元；最新报告期为 2026 年中报，年度数据为 2025、2024 年报。

中报归母净利润微增而扣非下降，显示非经常性损益形成支撑；所在单季度营收同比下降 14.50%、扣非净利润下降 35.37%，业绩走弱更明显。

3.2 财务健康检查

指标	数值	判断	说明
资产负债率	8.17%（2026 年中报）	良好	负债率低，有息负债率仅 0.10%。
经营现金流净额/净利润	0.44（2026 年中报）	关注	低于 2025 年报的 1.46，现金转化偏弱。
应收账款周转天数	58.6 天（2026 年中报）	一般	较 2025 年报 57.3 天略升。
存货周转天数	250.1 天（2026 年中报）	关注	高于 2025 年报的 218.5 天。

四、估值与市场预期

4.1 估值水平

指标	当前	自身历史	同行对比
PE(TTM)	40.55 倍	近 5.2 年 6%分位（中位数 55.89 倍）	中位数 50.75 倍（百济神州 95.25、复星医药 18.92、信立泰 50.75）
PB(MRQ)	4.86 倍	近 5.2 年 2%分位（中位数 6.87 倍）	中位数 3.99 倍（百济神州 11.51、复星医药 1.32、信立泰 3.99）
PS(TTM)	10 倍	近 5.2 年 16%分位（中位数 11.75 倍）	中位数 7.27 倍（百济神州 9.50、复星医药 1.51、信立泰 7.27）
股息率	0.42%（近 12 个月）	—	—

估值倍数由程序按 2026-09-30 收盘数据计算（滚动十二个月口径）；同行倍数按 2026-09-30 收盘数据同口径计算

市场隐含预期：以当前 40.55 倍市盈率计，若投资者要求年化 8%的回报、10 年后按 15 倍市盈率估值，每股收益需年均增长约 19.3%（不计分红，偏保守），可与下方机构预测增速对照。

PE-TTM 40.55 倍、PB-MRQ 4.86 倍、PS-TTM 10 倍，分别处近 5.2 年 6%、2%、16%分位，均低于自身中位数 55.89 倍、6.87 倍、11.75 倍。价格隐含每股收益未来 10 年年均增长约 19.3%，与机构 2026 年净利润增长预测 20.54%接近但期限不同；估值处历史低位，仍依赖创新药持续放量和利润兑现。

4.2 一致预期

年度	营业收入	归母净利润	净利润增速	每股收益(EPS)
2026E	350.09 亿元	92.95 亿元	+20.5%	1.40 元

年度	营业收入	归母净利润	净利润增速	每股收益(EPS)
2027E	397.73 亿元	107.83 亿元	+16.0%	1.63 元
2028E	458.53 亿元	128.98 亿元	+19.6%	1.94 元

截至 2026-10-02，近六个月 27 家机构评级，预测取机构平均；2026E 净利润 20 家预测区间为 84.33—108.10 亿元。

4.3 机构观点

8 家机构均值 70.89 元，区间 50—87.42 元；最新为中金公司 2026-09-30 的 62.75 元。

机构	评级	日期	备注
中金公司	跑赢行业	2026-09-30	目标价 62.75 元
华创证券	强推	2026-09-26	目标价 72.7 元
东方证券	买入	2026-08-31	目标价 58.05 元

五、催化剂与近期事件

5.1 未来关键节点

时间	事件	看点
2026-10-28	2026 年三季报预约披露	关注收入、利润及研发进展是否符合预期；预约日期不代表实际披露结果。
2026 年第四季度	HRS-1596 授权协议预计交割	关注反垄断审查及交割条件是否满足、协议是否完成交割。
2026-11-06	2025 年员工持股计划首期预计解锁	预计约 540.44 万股；实际解锁数量取决于公司及个人考核和实施公告。

5.2 近期重要事件

- **2026-09-29 HRS-1596 获诺和诺德海外授权（利好）**：诺和诺德获大中华区以外独家开发、生产及商业化权利，首付款 3 亿美元，潜在总额最高 26 亿美元，另有销售提成；HRS-1596 仍处早期临床，里程碑款非已实现收入。公司 9 月 22 日披露其获准在中国开展 I 期临床。
- **2026-07 卡瑞利珠单抗美国申报收到 CRL（利空）**：卡瑞利珠单抗联合阿帕替尼一线肝癌治疗的美国生物制品许可申请收到 FDA 完整回复信，意味着当次申报未获批准；后续整改和再申报时间尚未明确。
- **2026-09-18 新一轮 A 股回购已实施（中性）**：公司拟以自有资金回购 10 亿至 20 亿元，股份用于 A 股员工持股计划；截至首次回购公告已回购 33.5 万股、支付 1,450.36 万元，尚处实施初期，并非注销减资。
- **2026-09-15 SHR-2004 上市申请获受理（利好）**：凝血因子 XI 单抗 SHR-2004 用于膝关节置换术后静脉血栓预防的上市申请获受理，进入审评阶段；获受理不等于获批上市或形成收入。

六、多空分歧与风险

6.1 看多理由

- 2025 年创新药销售 163.42 亿元、增长 26.09%，肿瘤创新药占创新药销售收入 81.02%。
- 研发投入 87.24 亿元、占营收 27.58%；已有 24 款 1 类创新药获批，100 多个自主创新产品处于临床开发。

6.2 看空理由

- 中报所在单季度收入同比下降 14.50%、扣非净利润下降 35.37%，盈利动能明显转弱。
- 卡瑞利珠单抗美国申报收到 FDA 完整回复信，整改及再申报时间尚未明确。
- 中报经营现金流净额/净利润为 0.44，存货周转天数升至 250.1 天，现金转化与库存效率承压。

6.3 其他风险

- 前五大客户占销售额 55.72%，客户名称未披露；大客户采购变化可能影响收入和回款。
- 医保谈判、集采及医院准入限制药品价格，若成熟品种降价快于创新药放量，可能压低利润率。
- 研发失败、延迟或靶点同质化会降低产品商业化回报，并削弱市场对研发管线的估值。

七、跟踪清单

跟踪指标	当前	验证看多	验证看空
三季报业绩	预约 2026 年 10 月 28 日披露	收入恢复同比增长，扣非降幅收窄或转正	收入继续同比下滑，扣非降幅扩大
创新药销售	2025 年 163.42 亿元，增长 26.09%	后续披露仍保持 20%以上增长	增速明显回落或主要品种放量不及预期
HRS-1596 授权交割	预计 2026 年第四季度交割	按期完成交割，后续临床开发推进	交割延迟或终止，临床进度不及预期
现金与库存效率	现金流/净利润 0.44，库存周转 250.1 天	现金转化率回升、库存周转天数下降	现金转化率持续低于 1 且库存天数继续上升

八、股价与短线展望（未来一周，情景推演，仅供参考）

⚠ 以下情景权重为基于当前技术与资金面的主观启发式判断，非统计概率；短线波动风险较高。

8.1 技术面概况

股价反弹至布林上轨及近 20 日高点附近，短线均线与 MACD 动能改善，但 RSI6 偏高且仍受 MA60 压制。最新成交量为近 20 日均量 1.82 倍，当日主力净流入 6.94 亿元，仅代表单日情况。

指标	数值	解读
MA5/MA10/MA20	MA5 45.55 / MA10 45.02 / MA20 44.81	短期均线集中于 44.81~45.55 元，构成近端支撑。

指标	数值	解读
MA60	MA60 50.03	股价仍低于中期均线，50 元附近有压力。
MACD（DIF/DEA/柱）	DIF -0.776 / DEA -1.332 / 柱 1.112	柱值较前一日扩大，短线动能改善。
RSI6/RSI14	RSI6 72.6 / RSI14 55.3	短周期偏热，较长周期处于中性偏强区间。
布林带上轨/中轨/下轨	上轨 47.50 / 中轨 44.81 / 下轨 42.12	收盘接近上轨，需关注能否有效突破。

8.2 关键价位

位置	区间	说明
短期压力	47.20~47.50 元	对应近 20 日高点与布林上轨；放量突破后可关注 MA60 附近 50.03 元。
第一支撑	44.81~45.55 元	对应 MA20 至 MA5 均线簇；失守后短线整理可能加深。
强支撑	41.89~42.12 元	对应 52 周低点与布林下轨；有效跌破将打开更弱空间。

8.3 按历史波动率测算的一周区间

以 2026-09-30 价格 47.20 元为基准，用近 300 个交易日的收益分布（按当前指数加权日波动率约 2.1%缩放，保留这只股票自身的大涨大跌频率）推算未来 5 个交易日的收盘价范围：

覆盖概率	价格区间	相对基准
约 68%	44.75~48.75 元	-5.2%~+3.3%
约 95%	42.79~51.07 元	-9.3%~+8.2%

该区间只反映这只股票近期的波动幅度，不含涨跌方向判断；遇到重大公告或大盘急跌，实际走势仍可能超出区间。

8.4 未来一周情景（主客观权重，非统计概率）

- **震荡整理（相对权重较高，约五成）**：在 44.81~47.50 元区间震荡；上攻未能放量站稳上轨，或回踩均线后获支撑。按历史波动率测算，一周后收盘落在该区间的概率约 50%。
- **偏弱下行（权重中等，约三成）**：跌破 44.81 元且反抽未收复，可能下探 41.89~42.12 元支撑区。按历史波动率测算，一周后收盘落在该区间的概率约 15%。
- **反弹走强（权重偏低，约两成）**：成交额放大并收盘站稳 47.50 元，关注向 MA60 附近 50.03 元拓展。按历史波动率测算，一周后收盘落在该区间的概率约 30%。

括号内是主客观权重；句末的概率由上面的波动率区间反推，只反映波动幅度、不含方向判断。

8.5 资金与流动性

近 10 个交易日（2026-09-16~09-30）日成交额约 15.28 亿~52.00 亿元、换手率约 0.55%~1.79%；最新成交额 52.35 亿元、换手率 1.76%。截至 2026-08-19，前十大流通股东合计持股 55.32%，其中

易方达、中欧、银华基金产品合计 2.05%；股东数据有披露滞后，结构可能已变化。成交活跃但日间差异较大，交易仍需关注成交冲击。

若成交额连续两日高于近 10 日区间上沿约 52 亿元且收盘站稳 47.50 元，可作为量价突破确认信号。

以上情景推演基于 2026-09-30 收盘数据及历史价格、技术指标测算，短期股价还会受消息面、资金面、大盘环境等多重因素扰动，技术指标本身存在滞后性和局限性，不构成对未来实际走势的保证，也不构成买卖建议，请结合最新市场信息独立判断并自行承担投资风险。

数据来源

江苏恒瑞医药股份有限公司 2025 年年度报告 — <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-03-26/1225032585.PDF>

恒瑞医药(600276)_公司公告_恒瑞医药：2025 年年度报告摘要新浪财经_新浪网 — https://money.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?id=12019371&stockid=600276

恒瑞医药(600276)_公司公告_恒瑞医药：2025 年年度报告新浪财经_新浪网 — https://money.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?id=12019373&stockid=600276

恒瑞医药 — <https://www.hengrui.com/healthy/productionSystem.html>

hkexnews.hk（公告 PDF） — https://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0325/2026032502103_c.pdf

恒瑞医药(600276)_公司公告_恒瑞医药：恒瑞医药 2021 年年度报告新浪财经_新浪网 — https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?id=8049541&stockid=600276

static.cninfo.com.cn（公告 PDF） — <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2023-04-22/1216518791.PDF>

恒瑞医药(600276)_公司公告_恒瑞医药：2023 年年度报告新浪财经_新浪网 — https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?id=9985809&stockid=600276

东方财富 F10 财务分析 — https://emweb.securities.eastmoney.com/pc_hsf10/pages/index.html?type=web&code=SH600276#/cwfx

东方财富 F10 盈利预测 — https://emweb.securities.eastmoney.com/pc_hsf10/pages/index.html?type=web&code=SH600276#/ylyc

恒瑞医药:恒瑞医药 2026 年半年度报告 — https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN202608191828162527_1.pdf

static.cninfo.com.cn（公告 PDF） — <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-09-29/1225586487.PDF>

static.cninfo.com.cn（公告 PDF） — <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-09-22/1225574300.PDF>

static.cninfo.com.cn（公告 PDF） — <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-08-27/1225511498.PDF>

恒瑞医药 — <https://www.hengrui.com/media/NewsType-0.html>

恒瑞医药(600276)_公司公告_恒瑞医药：收到关于注射用卡瑞利珠单抗的完整回复信的公告新浪财经_新浪网 — https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?CompanyCode=10000223&gather=1&id=12439134

恒瑞医药:恒瑞医药 2026 年第一次临时股东会决议公告_恒瑞医药(600276)_公告正文 — <https://data.eastmoney.com/notices/detail/600276/AN202609241829869609.html>

江苏恒瑞医药股份有限公司关于与 Novo Nordisk A/S 签署 HRS-1596 项目授权许可协议的公告|上海证券报 — https://paper.cnstock.com/html/2026-09/30/content_2274017.htm

证券代码：600276 证券简称：恒瑞医药 公告编号：临 2025-173 — <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2025-11-08/1224793061.PDF>

东方财富 个股资金流向 — <https://data.eastmoney.com/zjlx/600276.html>

东方财富 股东研究 — https://emweb.securities.eastmoney.com/pc_hsf10/pages/index.html?type=web&code=SH600276#/gdyj

本报告由 AI 基于公开渠道信息自动检索、整理并生成，信息截至 2026-09-30 收盘，可能存在时效性差异，具体数据请以公司正式公告及权威数据终端为准。本报告仅为信息整理与研究参考，不构成任何投资建议，投资者应独立判断并自行承担投资风险。