

BD 创新引领业绩攀升，研发推进驱动未来增长

2025 年 08 月 19 日

➤ **收入利润保持高速增长。**8 月 18 日，翰森制药发布 2025 年中期业绩报告，上半年公司实现收入 74.34 亿元，同比增长 14.3%；实现净利润 31.35 亿元，同比增长 15.0%。

➤ **BD 出海持续落地，预计全年合作收入超过 20 亿元。**上半年公司合作收入达到 16.57 亿元，同比增长 18.1%。其中包括 2024 年 12 月与 MSD 达成的授权合作首付款 1.12 亿美元。2025 年 6 月公司与 Regeneron 达成 HS-20094 的许可合作，并于 7 月收到 8000 万美元首付款，预计首付款将于年内确认收入，预计全年合作收入将超过 20 亿元。看好 BD 收入成为公司可持续收入来源。

➤ **创新药销售高速增长，适应症拓展提供持续动能。**上半年公司创新药与合作产品销售收入达到 61.45 亿元，同比增长 22.1%，占总收入比例上升至 82.7%。其中，抗肿瘤领域收入达到 45.31 亿元，抗感染领域收入 7.35 亿元，中枢神经系统领域收入 7.68 亿元，代谢及其它疾病领域收入 14.00 亿元。2025 年上半年，公司重磅产品阿美乐（阿美替尼）在国内获批 III 期维持治疗和辅助治疗两项新适应症，并在英国获批上市，成为首个海外获批上市的中国原研 EGFR TKI；昕越（伊奈利珠单抗）两项适应症的上市申请获 NMPA 受理，其中 IgG4-RD 适应症被纳入优先审评审批。已上市创新药产品的新适应症不断拓展，为公司销售增长提供持续动能。

➤ **研发管全面推进，为公司未来业绩增长提供新鲜动力。**2025 年上半年公司研发开支达到 14.41 亿元，同比增长 20.4%，占总收入 19.4%。目前公司研发管线中有超过 40 款候选创新药，并在进行超过 70 项创新药临床试验。其中，HS-20093 (B7-H3 ADC) 在国内开展骨与软组织黄肉瘤和非小细胞肺癌的 III 期临床，并获 NMPA 批准纳入突破性治疗药物；HS-20089 (B7-H4 ADC) 治疗卵巢癌进入 III 期临床阶段，同样获得 NMPA 批准纳入突破性疗法；HS-20094 (GLP-1/GIP) 正在积极推进肥胖或超重的 III 期临床试验；HS-10374 (TYK2) 正在积极推进成年中重度斑块状银屑病 III 期临床试验；合作产品 HS-20137 (IL-23p19) 治疗中重度斑块状银屑病进入注册临床阶段。此外，上半年公司有 8 款创新药首次进入临床阶段，为公司未来业绩增长提供新鲜动力。

➤ **投资建议：**公司 BD 出海持续落地，已上市创新药适应症不断拓展，研发管线全面推进，看好公司业绩持续增长。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 146.85 亿元、158.01 亿元、184.71 亿元，归母净利润分别为 52.37 亿元、54.34 亿元、64.17 亿元，对应 PE 分别为 39 倍、38 倍、32 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险，产品研发不及预期风险，审批要求变化风险，集采政策、医保政策、准入政策变化的风险，海外法律及监管风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,261	14,685	15,801	18,471
增长率(%)	21.3	19.8	7.6	16.9
归母净利润	4,372	5,237	5,434	6,417
增长率(%)	33.4	19.8	3.8	18.1
EPS	0.74	0.88	0.91	1.08
P/E	47	39	38	32
P/B	7.1	6.4	5.6	4.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 18 日收盘价，汇率 1HKD=0.93RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

37.06 港元

分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@mszq.com

相关研究

1.翰森制药 (3692.HK) 2024 年度业绩点评：创新驱动增长，管线蓄势待发，BD 持续发力 -2025/03/23

2.翰森制药 (3692.HK) 首次覆盖报告：自研+BD 双轮驱动，创新转型已见成效-2024/11/26

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	27,442	31,370	35,981	41,767
现金及现金等价物	2,323	3,882	8,090	13,013
应收账款及票据	3,170	3,797	4,085	4,775
存货	651	727	819	942
其他	21,298	22,965	22,986	23,037
非流动资产合计	4,216	4,267	4,300	4,328
固定资产	2,805	2,830	2,853	2,873
商誉及无形资产	313	333	343	350
其他	1,098	1,104	1,104	1,104
资产合计	31,658	35,637	40,281	46,095
流动负债合计	2,695	3,162	3,414	3,986
短期借贷	41	0	0	0
应付账款及票据	218	243	274	315
其他	2,436	2,918	3,140	3,671
非流动负债合计	283	374	374	374
长期借贷	0	0	0	0
其他	283	374	374	374
负债合计	2,978	3,535	3,788	4,359
普通股股本	0	0	0	0
储备	28,680	32,102	36,493	41,736
归属母公司股东权益	28,680	32,102	36,493	41,736
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	28,680	32,102	36,493	41,736
负债和股东权益合计	31,658	35,637	40,281	46,095

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,862	4,849	5,109	5,855
净利润	4,372	5,237	5,434	6,417
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	401	405	417	423
营运资金变动及其他	-910	-792	-742	-985
投资活动现金流	-1,392	-1,434	143	243
资本支出	-525	-450	-450	-450
其他投资	-867	-984	593	693
筹资活动现金流	-6,066	-1,856	-1,043	-1,175
借款增加	-4,204	-41	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-1,858	-1,815	-1,043	-1,175
其他	-4	-1	0	0
现金净增加额	-3,658	1,559	4,209	4,923

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,261	14,685	15,801	18,471
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,105	1,234	1,391	1,598
销售费用	3,796	4,334	4,976	5,826
管理费用	713	778	790	924
研发费用	2,702	3,231	3,397	3,971
财务费用	7	-369	-416	-543
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	1,147	551	593	693
除税前利润	5,085	6,028	6,255	7,387
所得税	713	791	821	969
净利润	4,372	5,237	5,434	6,417
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	4,372	5,237	5,434	6,417
EBIT	5,092	5,659	5,839	6,844
EBITDA	5,493	6,063	6,256	7,267
EPS (元)	0.74	0.88	0.91	1.08

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	21.35	19.77	7.60	16.90
归属母公司净利润	33.39	19.78	3.77	18.09
盈利能力(%)				
毛利率	90.98	91.59	91.20	91.35
净利率	35.66	35.66	34.39	34.74
ROE	15.24	16.31	14.89	15.38
ROIC	15.24	15.31	13.90	14.25
偿债能力				
资产负债率(%)	9.41	9.92	9.40	9.46
净负债比率(%)	-7.96	-12.09	-22.17	-31.18
流动比率	10.18	9.92	10.54	10.48
速动比率	2.13	2.52	3.66	4.56
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.44	0.42	0.43
应收账款周转率	3.84	4.22	4.01	4.17
应付账款周转率	5.79	5.35	5.38	5.43
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.88	0.91	1.08
每股经营现金流	0.65	0.82	0.86	0.98
每股净资产	4.82	5.40	6.14	7.02
估值比率				
P/E	47	39	38	32
P/B	7.1	6.4	5.6	4.9
EV/EBITDA	36.52	33.08	32.06	27.60

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048