



翰森制药 (03692.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

创新管线驱动，业绩稳健增长

业绩简评

2025年8月18日公司发布2025H1业绩公告，公司25H1实现收入74.34亿元，同比+14.3%，其中创新药与合作产品实现收入61.45亿元，同比+22.1%，占总收入82.7%；净利润为31.35亿元，同比+15.0%。

经营分析

阿美替尼适应症持续拓展，维持高速放量趋势。公司25H1抗肿瘤板块实现收入45.31亿元，占总收入60.9%，其中核心产品阿美替尼适应症持续拓展，III期不可切NSCLC（非小细胞肺癌）患者根治性化疗之后的维持治疗、NSCLC辅助治疗两项适应症新晋获批上市，有望提供进一步增长动能；在英国获批上市，成为首个海外上市的中国原研EGFR-TKI药物，带来业绩增量；术后辅助治疗NSCLC、联合化疗一线治疗NSCLC两项适应症于AACR（美国癌症研究协会）会议全球披露数据，临床证据日益充足，看好后续放量。

在研管线丰富，驱动可持续增长。公司研发管线充沛，围绕40余款创新药开展70余项临床试验：①B7-H3 ADC针对骨与软组织肉瘤、SCLC（小细胞肺癌）已开启III期临床试验，针对头颈癌、去势抵抗性前列腺癌、食管鳞癌等多项概念验证临床研究持续推进；②B7-H4 ADC针对卵巢癌已开启III期临床试验，并纳入CDE突破性治疗药物；③GLP-1/GIP双受体激动剂针对肥胖/超重适应症正在推进III期临床；④TYK2抑制剂、IL-23p19单抗针对中重度斑块状银屑病均已开启III期临床试验；⑤后续EGFR/c-Met ADC、KRAS G12D抑制剂、BTK抑制剂等多款创新药陆续进入临床阶段。

BD合作持续发力。2025年6月，公司将GLP-1/GIP双受体激动剂HS-20094的开发、生产及商业化全球独占许可（不含中国内地、香港及澳门）授予Regeneron公司，全球合作布局持续拓展。

盈利预测、估值与评级

公司创新药与合作产品驱动业绩稳健增长。阿美替尼适应症持续拓展，维持高速放量趋势。在研管线丰富，驱动可持续增长。BD合作持续发力。我们预计2025/26/27年公司实现营业收入142/158/178亿元，归母净利润47/53/61亿元。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发进展不及预期；商业化放量不及预期。

医药组

分析师：甘坛煥（执业S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：赵海春（执业S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

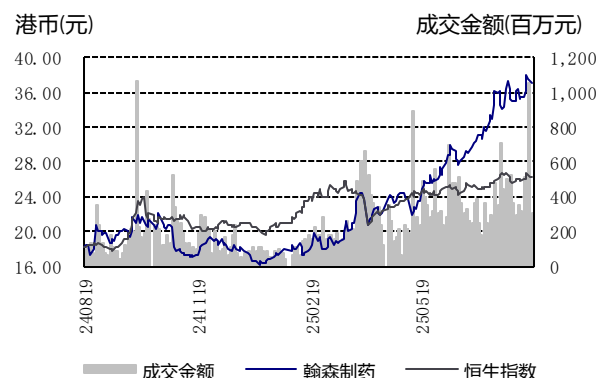
分析师：姜铸轩（执业S1130525070015）

jiangzhuxuan@gjzq.com.cn

市价（港币）：37.060元

相关报告：

1. 《翰森制药港股公司点评：ADC授权增益利润，代谢、自免多管线蓄...》，2024.8.28



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,104	12,261	14,186	15,763	17,806
营业收入增长率	7.69%	21.35%	15.70%	11.12%	12.96%
归母净利润(百万元)	3,278	4,372	4,703	5,268	6,090
归母净利润增长率	26.85%	33.39%	7.57%	12.01%	15.60%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.74	0.79	0.89	1.02
每股经营性现金流净额	0.53	0.65	0.82	0.85	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.71%	15.24%	14.09%	13.63%	13.61%
P/E	26.60	21.86	43.59	38.91	33.66
P/B	3.37	3.33	6.14	5.30	4.58

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	9,382	10,104	12,261	14,186	15,763	17,806
增长率	-5.6%	7.7%	21.3%	15.7%	11.1%	13.0%
主营业务成本	867	1,031	1,105	1,177	1,308	1,442
%销售收入	9.2%	10.2%	9.0%	8.3%	8.3%	8.1%
毛利	8,515	9,073	11,155	13,008	14,455	16,363
%销售收入	90.8%	89.8%	91.0%	91.7%	91.7%	91.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	3,550	3,531	3,796	3,830	4,256	4,629
%销售收入	37.8%	34.9%	31.0%	27.0%	27.0%	26.0%
管理费用	597	710	713	794	883	997
%销售收入	6.4%	7.0%	5.8%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用	1,693	2,097	2,702	3,546	3,941	4,273
%销售收入	18.0%	20.8%	22.0%	25.0%	25.0%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	2,697	2,928	5,092	5,235	5,817	6,695
%销售收入	28.8%	29.0%	41.5%	36.9%	36.9%	37.6%
财务费用	-251	-838	7	-234	-309	-386
%销售收入	-2.7%	-8.3%	0.1%	-1.6%	-2.0%	-2.2%
投资收益	-14	-2	0	0	0	0
%税前利润	-0.5%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,655	2,712	3,945	4,809	5,344	6,428
营业利润率	28.3%	26.8%	32.2%	33.9%	33.9%	36.1%
营业外收支						
税前利润	2,948	3,766	5,085	5,468	6,125	7,081
利润率	31.4%	37.3%	41.5%	38.5%	38.9%	39.8%
所得税	365	489	713	766	858	991
所得税率	12.4%	13.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	2,584	3,278	4,372	4,703	5,268	6,090
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,584	3,278	4,372	4,703	5,268	6,090
净利率	27.5%	32.4%	35.7%	33.2%	33.4%	34.2%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,584	3,278	4,372	4,703	5,268	6,090
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	119	-784	-947	-425	-472	-266
非经营收益						
营运资金变动	-306	257	36	460	132	-93
经营活动现金净流	2,741	3,116	3,862	4,899	5,084	5,881
资本开支	-292	-363	-525	-60	-60	-60
投资	-5,846	648	-1,988	-350	-350	-350
其他	202	789	1,121	511	473	267
投资活动现金净流	-5,935	1,074	-1,392	101	63	-143
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-42	-19	-4,204	0	0	0
其他	-776	-735	-1,862	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	-818	-754	-6,066	-1	-1	-1
现金净流量	-4,053	3,314	-3,658	4,999	5,146	5,737

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,666	5,981	2,323	7,322	12,468	18,205
应收款项	3,760	3,450	3,404	4,138	4,379	4,946
存货	448	576	651	572	618	681
其他流动资产	18,957	18,877	21,064	21,364	21,664	21,964
流动资产	25,832	28,883	27,442	33,395	39,128	45,796
%总资产	86.1%	87.4%	86.7%	88.9%	90.5%	91.8%
长期投资	241	0	0	0	0	0
固定资产	3,196	3,045	2,805	2,669	2,541	2,419
%总资产	10.7%	9.2%	8.9%	7.1%	5.9%	4.8%
无形资产	121	250	313	347	380	411
非流动资产	4,170	4,156	4,216	4,171	4,125	4,084
%总资产	13.9%	12.6%	13.3%	11.1%	9.5%	8.2%
资产总计	30,002	33,039	31,658	37,566	43,253	49,880
短期借款	0	4,183	41	41	41	41
应付款项	222	164	218	180	200	220
其他流动负债	2,397	2,516	2,436	3,589	3,988	4,505
流动负债	2,620	6,863	2,695	3,810	4,229	4,766
长期贷款	4,283	40	0	0	0	0
其他长期负债	453	342	283	374	374	374
负债	7,355	7,244	2,978	4,184	4,603	5,140
普通股股东权益	22,647	25,795	28,680	33,383	38,650	44,740
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	22,966	25,766	28,322	33,024	38,292	44,382
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	30,002	33,039	31,658	37,566	43,253	49,880

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.44	0.55	0.74	0.79	0.89	1.02
每股净资产	3.82	4.35	4.83	5.61	6.50	7.52
每股经营现金净流	0.46	0.53	0.65	0.82	0.85	0.99
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	11.41%	12.71%	15.24%	14.09%	13.63%	13.61%
总资产收益率	8.61%	9.92%	13.81%	12.52%	12.18%	12.21%
投入资本收益率	8.78%	8.49%	15.24%	13.47%	12.93%	12.86%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.56%	7.69%	21.35%	15.70%	11.12%	12.96%
EBIT 增长率	-15.41%	8.54%	73.91%	2.80%	11.12%	15.10%
净利润增长率	-4.76%	26.85%	33.39%	7.57%	12.01%	15.60%
总资产增长率	10.46%	10.12%	-4.18%	18.66%	15.14%	15.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	139.2	121.0	93.7	92.7	97.2	94.3
存货周转天数	178.1	178.7	199.8	187.1	163.7	162.1
应付账款周转天数	97.7	67.4	62.1	60.8	52.2	52.4
固定资产周转天数	123.2	111.2	85.9	69.5	59.5	50.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.10%	-7.48%	-7.03%	-21.04%	-31.75%	-40.47%
EBIT 利息保障倍数	46.4	43.9	761.2	5,122.6	5,692.1	6,551.7
资产负债率	24.51%	21.93%	9.41%	11.14%	10.64%	10.30%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究