

医药

收盘价

港元 38.82

目标价

港元 48.00个

潜在涨幅

+23.6%

2025 年 8 月 19 日

翰森制药 (3692 HK)

创新药+BD 双轮驱动业绩高增长，阿美乐长期空间可观；上调目标价

公司 1H25 产品销售延续双位数的强劲增长，同时在 ADC 和 GLP-1 产品系列上的 BD 合作继续贡献可观的合作收入。我们预计阿美乐的年销售额仍有 30-40 亿元的增长空间，并看好 BD 常态化后产品国际化业绩贡献。作为创新药占比和出海进程遥遥领先同行的头部处方药企，维持买入及行业重点推荐，上调目标价至 48 港元。

④ **1H25 核心业务增长强劲，BD 合作继续增厚业绩：**1H25 收入同比增长 14% 至 74 亿元（人民币，下同），其中合作收入 17 亿元，主要包括默沙东口服小分子 GLP-1 合作的首付款及 GSK 两款 ADC 合作的里程碑收款。剔除合作收入后的产品销售增长 13%，其中包括 BD 的创新药收入增长 22% 至 61 亿元（我们预计剔除 BD 后的增速更高），占总收入比例增长 5.3ppts 至 82.7%，在 A+H 头部处方药企中遥遥领先。分板块看：**1）肿瘤**产品收入内生增长 21.3%，主要来自阿美乐和昕福；**2）抗感染和 CNS** 各增长 5%，主要来自各自的创新药品种恒沐和昕越；**3）代谢及其他领域**产品销售大致持平。公司上调全年收入指引至高双位数百分比（此前：双位数），阿美乐和整体创新药销售指引分别维持在 60 亿/100 亿元。公司将在 2H25 加大研发投入，预计研发费用增长 38% 以上（全年增长 30% 以上）。

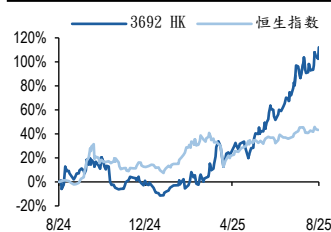
④ **阿美乐大适应症临床应用快速爬坡，医保使用范围有望进一步扩大：**管理层表示，阿美乐的快速放量主要来自一线 NSCLC 适应症的持续放量。另外，NSCLC 的辅助治疗和 III 期维持治疗适应症于上半年获批。我们预计，下半年的医保谈判将以相对有限的价格降幅纳入上述两项适应症；同时后续管线中还有和 c-MET 等药物的联用探索，短期和中长期销售增长动力充足。我们上调阿美乐销售峰值预测至 97 亿元。

④ **上调目标价：**我们略微调整公司 2025-27 年净利润预测，并上调长期盈利预测。在 DCF 估值模型中，我们将起始预测年份滚动至 2026 年，并上调永续增长率至 3%，考虑到公司持续加大创新研发投入带来更多创新药大单品、BD 合作收入逐步常态化，我们对长期业绩保持较快增长有更强的信心。我们上调目标价至 48 港元（原 33 港元），对应 2.2x 2026 年 PEG，公司作为创新+出海均领先同行的头部处方药企，值得一定的估值溢价，**维持买入评级和行业重点推荐。**

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	38.82
52周低位 (港元)	16.22
市值 (百万港元)	230,817.51
日均成交量 (百万)	22.64
年初至今变化 (%)	124.65
200天平均价 (港元)	25.87

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

盈利预测变动

百万美元	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	14,597	14,499	0.7%	15,007	15,403	-2.6%	16,645	16,874	-1.4%
毛利润	13,281	13,119	1.2%	13,609	13,938	-2.4%	15,127	15,302	-1.1%
毛利率	91.0%	90.5%	0.5pct	90.7%	90.5%	0.2pct	90.9%	90.7%	0.2pct
归母净利润	4,791	4,695	2.0%	4,926	5,041	-2.3%	6,008	5,857	2.6%
归母净利率	32.8%	32.4%	0.4pct	32.8%	32.7%	0.1pct	36.1%	34.7%	1.4pct

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

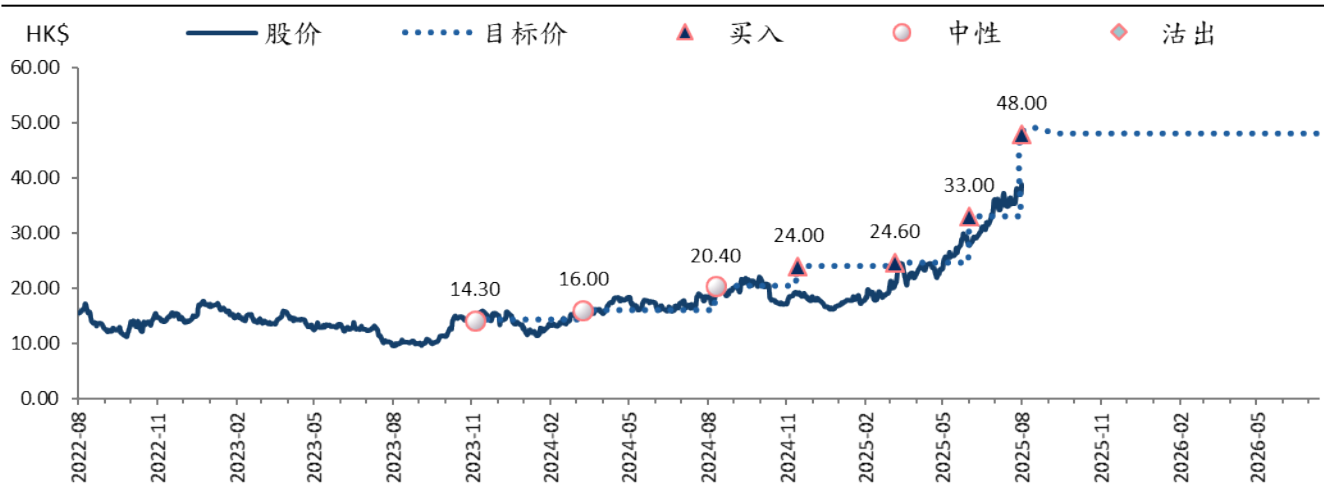
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 翰森制药：DCF 估值模型

人民币，百万元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E																				
收入	14,597	15,007	16,645	18,306	19,712	21,085	22,287	23,393	24,446	25,419	26,394																				
EBIT	4,892	5,134	6,327	7,581	8,834	10,060	11,169	12,284	13,400	14,365	15,365																				
EBIT * (1-t)	4,158	4,364	5,378	6,444	7,509	8,551	9,494	10,442	11,390	12,210	13,060																				
加：折旧摊销	83	83	63	67	71	77	82	88	94	101	108																				
减: 营运资金增加/（减少）	(1)	(163)	33	(61)	7	(86)	(31)	(93)	(2)	(67)	40																				
减: 资本开支	-233	-198	-109	-111	-113	-116	-118	-120	-123	-125	-128																				
自由现金流	4,007	4,085	5,365	6,339	7,473	8,426	9,427	10,317	11,359	12,120	13,080																				
永续增长率	3%	<table><tr><th colspan="2">WACC</th></tr><tr><td>无风险利率</td><td>3.0%</td></tr><tr><td>市场风险溢价</td><td>7.0%</td></tr><tr><td>贝塔</td><td>0.8</td></tr><tr><td>股权成本</td><td>9.3%</td></tr><tr><td>税前债务成本</td><td>5.0%</td></tr><tr><td>税后债务成本</td><td>4.3%</td></tr><tr><td>预期债权比例</td><td>20.0%</td></tr><tr><td>有效税率</td><td>15.0%</td></tr><tr><td>WACC</td><td>7.7%</td></tr></table>										WACC		无风险利率	3.0%	市场风险溢价	7.0%	贝塔	0.8	股权成本	9.3%	税前债务成本	5.0%	税后债务成本	4.3%	预期债权比例	20.0%	有效税率	15.0%	WACC	7.7%
WACC																															
无风险利率	3.0%																														
市场风险溢价	7.0%																														
贝塔	0.8																														
股权成本	9.3%																														
税前债务成本	5.0%																														
税后债务成本	4.3%																														
预期债权比例	20.0%																														
有效税率	15.0%																														
WACC	7.7%																														
自由现金流现值	92,021																														
终值现值	135,585																														
企业价值	227,605																														
净现金	31,909																														
少数股东权益	0																														
股权价值（百万人民币）	259,514																														
股权价值（百万港元）	285,466																														
股份数量（百万）	5,947																														
每股价值（港元）	48.00																														

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：翰森制药 (3692 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
LEGN US	传奇生物	买入	37.45	74.00	97.6%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	25.90	37.60	45.2%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	190.10	225.00	18.4%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	31.54	33.00	4.6%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	172.00	140.00	-18.6%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	72.75	72.50	-0.3%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	97.75	84.00	-14.1%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	81.35	66.00	-18.9%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	456.00	400.00	-12.3%	2025 年 05 月 16 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	74.75	57.00	-23.8%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	7.09	6.60	-6.9%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.42	5.00	-46.9%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	58.10	51.00	-12.2%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	17.94	28.75	60.3%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	29.78	25.00	-16.0%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.51	18.00	16.1%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	79.12	93.30	17.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	48.19	33.10	-31.3%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	38.82	48.00	23.6%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	7.39	9.10	23.2%	2025 年 08 月 19 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	12.68	14.30	12.7%	2025 年 06 月 04 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.46	14.00	65.5%	2024 年 04 月 01 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	37.68	40.20	6.7%	2025 年 06 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	10.64	7.20	-32.3%	2025 年 05 月 30 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	61.69	51.00	-17.3%	2025 年 04 月 01 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.38	3.75	11.0%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	33.80	42.00	24.3%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测 截至 2025 年 8 月 19 日数据

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	10,104	12,261	14,597	15,007	16,645
主营业务成本	(1,031)	(1,105)	(1,316)	(1,398)	(1,517)
毛利	9,073	11,155	13,281	13,609	15,127
销售及管理费用	(4,241)	(4,508)	(4,886)	(5,173)	(5,554)
研发费用	(2,097)	(2,702)	(3,503)	(3,302)	(3,246)
经营利润	2,735	3,945	4,892	5,134	6,327
财务成本净额	(67)	(7)	(7)	(7)	(7)
其他非经营净收入/费用	1,098	1,147	686	600	666
税前利润	3,766	5,085	5,571	5,728	6,986
税费	(489)	(713)	(780)	(802)	(978)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	3,278	4,372	4,791	4,926	6,008
作每股收益计算的净利润	3,278	4,372	4,791	4,926	6,008

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	22,435	22,622	27,262	31,909	37,904
应收账款及票据	3,214	3,170	3,229	3,349	3,400
存货	576	651	611	707	665
其他流动资产	2,659	999	1,106	1,116	1,154
总流动资产	28,883	27,442	32,207	37,081	43,122
物业、厂房及设备	3,045	2,805	3,057	3,203	3,278
无形资产	177	245	221	199	179
其他长期资产	933	1,166	1,157	1,148	1,140
总长期资产	4,156	4,216	4,435	4,550	4,596
总资产	33,039	31,658	36,642	41,631	47,719
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	164	218	265	325	390
其他短期负债	6,699	2,477	2,554	2,558	2,572
总流动负债	6,863	2,695	2,820	2,882	2,962
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	381	283	351	351	351
总长期负债	381	283	351	351	351
总负债	7,244	2,978	3,171	3,234	3,313
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	25,795	28,680	33,471	38,397	44,406
股东权益	25,795	28,680	33,471	38,397	44,406
总权益	25,795	28,680	33,471	38,397	44,406

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	3,766	5,085	5,571	5,728	6,986
合资企业/联营公司收入调整	0	0	0	0	0
折旧及摊销	346	408	74	74	54
营运资本变动	257	36	(1)	(163)	33
利息调整	0	0	0	0	0
税费	0	0	0	0	0
其他经营活动现金流	(1,253)	(1,667)	(771)	(793)	(970)
经营活动现金流	3,116	3,862	4,873	4,845	6,104
资本开支	(363)	(525)	(233)	(198)	(109)
投资活动	1,389	1,585	0	0	0
其他投资活动现金流	48	(2,452)	0	0	0
投资活动现金流	1,074	(1,392)	(233)	(198)	(109)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(115)	(34)	0	0	0
股息	(652)	(1,858)	0	0	0
其他融资活动现金流	13	(4,174)	0	0	0
融资活动现金流	(754)	(6,066)	0	0	0
汇率收益/损失	(122)	(62)	0	0	0
年初现金	17,615	22,435	22,622	27,262	31,909
年末现金	22,435	22,622	27,262	31,909	37,904

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.553	0.737	0.806	0.828	1.010
全面摊薄每股收益	0.544	0.735	0.806	0.828	1.010
每股账面值	4.347	4.832	5.628	6.456	7.467
利润率分析(%)					
毛利率	89.8	91.0	91.0	90.7	90.9
EBITDA利润率	30.7	35.7	34.1	34.8	38.4
EBIT利润率	27.1	32.2	33.5	34.2	38.0
净利率	32.4	35.7	32.8	32.8	36.1
盈利能力(%)					
ROA	9.9	13.8	13.1	11.8	12.6
ROE	12.7	15.2	14.3	12.8	13.5
ROIC	12.7	15.2	14.3	12.8	13.5
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	4.2	10.2	11.4	12.9	14.6
存货周转天数	203.9	215.0	169.4	184.5	160.0
应收账款周转天数	116.1	94.4	80.7	81.5	74.6
应付账款周转天数	58.0	71.9	73.6	84.7	93.9

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。