

公司報告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

翰森制藥 (3692 HK)

25年上半年業績超预期, 公司上调全年指引; 全球化进程持续推进

■ 2025上半年收入超出低双位数增长指引, 得益于创新产品组合和BD合作。管理层重申25财年阿美乐销售目标为60亿元人民币

■ 管理层上调了2025财年指引, 并预计到2030年将推出20款以上创新药

■ 维持增持, 上调目标价至47.5元港币

营收超预期, 主要受益于肿瘤产品销售强劲和BD许可费首付款

公司25财年上半年业绩强劲, 营收同比增长14.3%至74亿元人民币, 净利润同比增长15.0%至31亿元人民币, 双双超出管理层此前提出的低双位数增长指引。创新药销售目前占总营收的82.7%, 其中包括BD合作收入16.6亿元人民币。我们估测, 其中约一半收入来自GSK支付的里程碑款(B7-H3/H4 ADC), 另一半来自默沙东(MSD)支付的首付款(口服GLP-1 HS-10535)。管理层此前预测肿瘤产品在25年上半年实现21.3%的增长, 我们估算其销售额达到37亿元人民币, 其中大部分来自阿美乐。在阿美乐的生命周期管理方面, 新的适应症(阿美乐联合化疗)正在注册中, 年底的国家医保目录(NRDL)谈判预计将较为温和, 类似于阿斯利康(AstraZeneca)的Tagrisso。管理层维持2025财年阿美乐营收目标为60亿元人民币, 并指引其峰值销售额可达80亿元人民币。其他业务板块方面, 糖尿病业务增长迅速, 主要受益于首付款收入; 中枢神经系统(CNS)和感染类产品板块则实现温和增长。

2030年前推出20余款创新药, 覆盖逾40项适应症

研发是一项长期投入, 公司在25年上半年将其19.4%的收入(约14亿元人民币)投入研发。就其核心管线而言, 我们预计将有多款新资产进入注册阶段, 包括GLP-1/GIP双受体激动剂(HS-20094, 用于治疗肥胖适应症处于III期临床研究)、B7-H3 ADC(HS-20093, 用于治疗骨与软组织肉瘤适应症已进入III期临床)、B7-H4 ADC(HS-20089, 用于治疗卵巢癌适应症已进入III期临床)以及口服Tyk2抑制剂(HS-10374, 用于治疗中重度银屑病已进入III期临床)以及IL-23p19注射剂(HS-20137, 完成II期并进入银屑病III期)。与此同时, 我们也预计其全球合作伙伴将在即将召开的会议上公布相关研究结果, 例如25年10月的ESMO大会。在表皮生长因子受体(EGFR)市场方面, 公司还有多款产品处于II/III期临床阶段, 或即将进入关键注册阶段, 通过广泛的临床验证进一步巩固阿美乐在非小细胞肺癌(NSCLC)领域的市场份额。为应对第三代EGFR-TKI的耐药问题, 公司部署了三大战略: 1) 一款双靶点TKI联合疗法已进入III期临床; 2) 双特异性抗体(HS-20117)即将推进至III期; 3) 双特异性ADC(HS-20122)计划于年内启动临床试验。这些项目有望为继往EGFR-TKI治疗失败且伴有c-MET扩增的患者提供新的治疗方案。

稳健BD战略: License-out与License-in双向并举

2025年6月, 公司与Regeneron就HS-20094(一款GLP-1/GIP双受体激动剂)达成全球独家授权协议。根据协议, 公司在25年下半年获得8,000万美元的首付款, 并将根据未来销售额获得特许权使用费。公司已与Biotheus、荃信生物、麓鹏制药等多家企业建立合作关系, 目前公司已累计引入11个合作项目, 其中9个处于临床阶段, 2个项目已经进入商业化。

维持增持, 上调目标价至47.5元港币

我们看好阿美乐在内的核心产品的强劲增长以及自有管线的研发前景。我们上调目标价至47.5港币。企业盈利能力的良好可预见性和管线研发的不断兑现将是未来重要的估值重估催化剂。主要风险: 临床失败、低于预期的销售、监管风险、EGFR领域竞争风险。

盈利预测及估值

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入		12,261	14,570	16,176	18,661
同比变化	8%	21%	19%	11%	15%
净利润	3,278	4,372	4,597	5,146	5,987
同比变化	27%	33%	5%	12%	16%
全面摊薄每股盈利(港元)	0.67	0.88	0.94	1.06	1.23

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测

陈铸鸿, PhD

+852 3189 6354

jonahchen@cmschina.com.hk

陈泓道

+852 3189 6142

georgechen@cmschina.com.hk

最新变动

25年上半年业绩及目标价调整

增持

前次评级	增持
股价(2025年8月18日)	38.82港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	47.5港元(+22%)
前次目标价	26.5港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
3692 HK	2.8	101.0	102.5
恒生指数	5.1	-9.1	4.9

行业: 医药医疗

恒生指数	25,177
国企指数	9,034

重要数据

52周股价区间(港元)	14.6-22.8
公司市值(百万港元)	120,494
日均成交额(百万港元)	116.4

主要股东

公司创始人	65.9%
岑均达	16.0%
自由流通量	18.1%

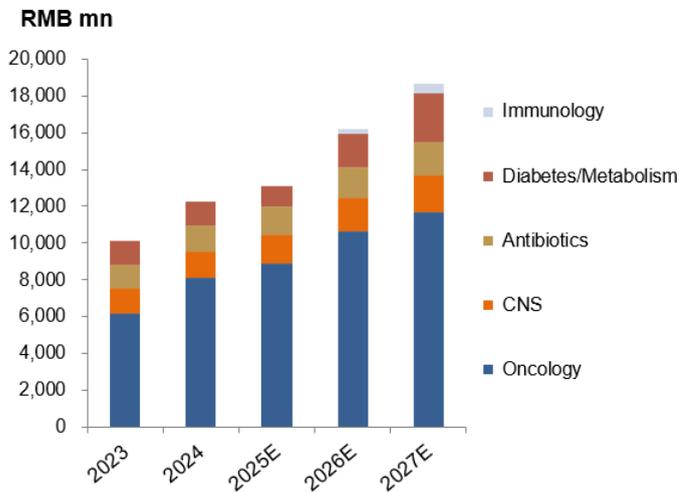
资料来源: 彭博

相关报告

- 翰森制藥(3692 HK) - 厚积薄发, 开辟代谢+免疫新成长通道(增持)(2025/3/24)
- 翰森制藥(3692 HK) - 上市以来最佳业绩, 持续创新转型在路上(增持)(2024/8/28)
- 翰森制藥(3692 HK) - Solid FY23 results with a better growth profile(增持)(2024/4/5)

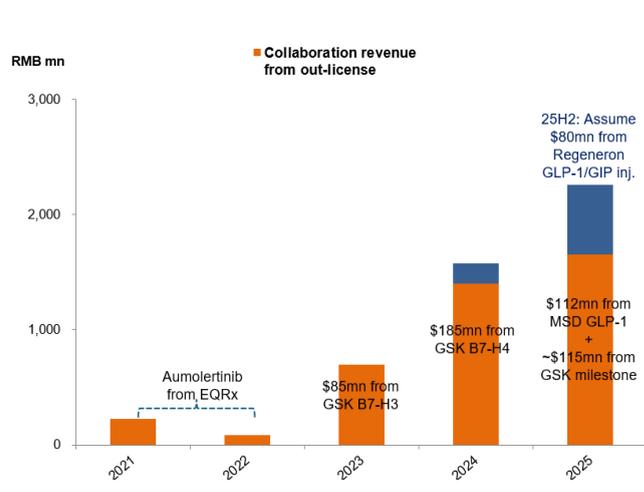
重点图表

图 1: 翰森制药按业务拆分收入及预测



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 2: 翰森合作收入及趋势, 主要 BD 项目贡献



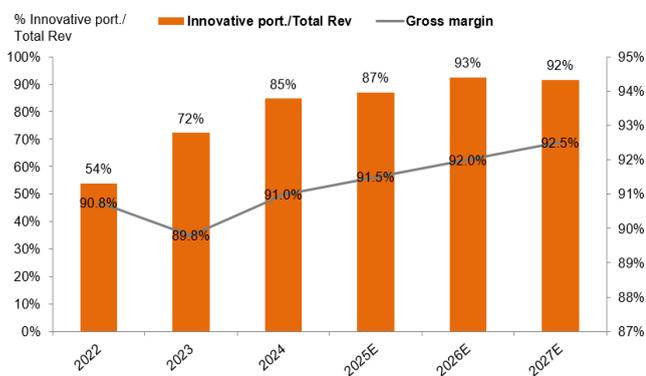
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 3: 翰森制药自 2020 年以来宣布的对外授权交易

Time	Licensee	Asset/Candidate	Target or MoA	Upfront payment	Total value of deal	Current dev. Stage in ex-China
2025 Jun	Regeneron	HS-20094	GLP-1/GIP dual injectable	\$80mn	up to \$1.93 bn milestone	REGN: Olatorepatide to initiate Ph3 in US in 25H2
2024 Dec	MSD	HS-10535	GLP-1 oral small molecule (biased)	pre-tax \$112m	up to \$1.9 bn	MSD: MK-4082 under IND
2023 Dec	GSK	HS-20093	B7-H3 ADC	\$185mn USD	\$1.7bn	GSK: GSK'227 Ph3 in SCLC/osteosarcoma Ph2 in prostate or bladder/ph1b in GI
2023 Oct	GSK	HS-20089	B7-H4 ADC	\$85mn USD	\$1.57bn	GSK: GSK5733584 Ph2 in endometrial/TNBC/women tumor
2020 July	EQRx	Aumolertinib	3rd generation EGFR inhibitor	\$25mn USD	Hansoh regained the rights in Aug 2023.	N/A

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)整理

图 4: 创新产品收入占总收入比例及毛利率趋势



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 5: GSK 针对其肿瘤管线中 B7-H3/B7-H4 抗体药物偶联物预计的批准时间表

	Launched	2025	2026	2027+
Haematologic	Ojoara Myelofibrosis	Blenrep 2L+ MM (DREAMM-7/8)		Blenrep 1L MM (DREAMM-10)
Gynaecologic	Jemperli Endometrial (RUBY Part I) Zejula Ovarian	Jemperli + Zejula (RUBY) Ovarian		B7H4 ADC Endometrial, Ovarian
Lung			cabotimab NSCLC (COSTAR+doxor)	B7H3 ADC SCLC belretstatig (TIGIT) Lung (GALAXIES 301 + doxor)
GI				B7H3 ADC CRC Jemperli Colon, rectal (AZUR-182)
Other tumours			belretstatig (TIGIT) (GALAXIES H&N + doxor)	B7H4 ADC Breast Jemperli HNSCC (LADE)

资料来源: GSK 公司资料

图 6: 过去 3 年与全球跨国药企的交易条款

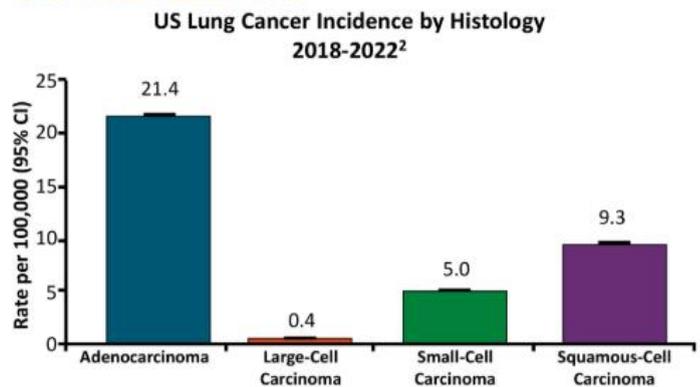
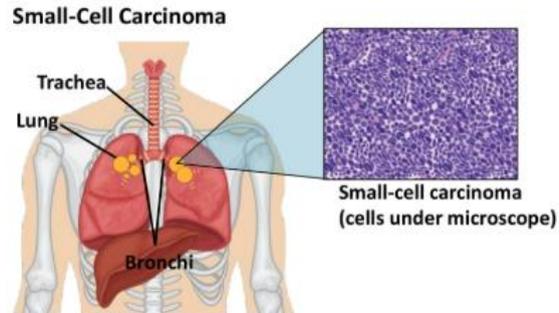
	HS-20094 GIP/GLP-1R dual agonist	Date: Jun.2, 2025 Territory: worldwide excluding China mainland, Hongkong and Macau Deal Size: over \$2 Billion Including \$80 million upfront payment, up to \$1.93 billion milestone payment and additional double-digit royalties on future product sales
	HS-10535 Oral GLP1	Date: Dec.18, 2024 Territory: worldwide Deal Size: over \$2 Billion Including \$112 Million upfront payment, up to \$1.9 billion milestone payment, and royalties on future product sales*
	HS-20093 B7-H3 ADC Ph1 Study Registered in Aug. 2024. Ph1/2 Study Registered in Jun. 2025	Date: Dec. 20, 2023 Territory: worldwide excluding China Deal Size: over \$1.7 Billion . Including \$185 million upfront payment, up to \$1.525 billion milestone payment and tiered royalties on global net sales outside of China
	HS-20089 B7-H4 ADC Ph1 Study Registered in May. 2024. Ph1/2 Study Registered in Mar. 2025	Date: Oct. 20, 2023 Territory: worldwide excluding China Deal Size: over \$ 1.5Billion . Including \$85 million upfront payment, up to \$1.485 billion milestone payment and tiered royalties on global net sales outside of China

资料来源: 公司资料

图 7: 小细胞肺癌 SCLC 疾病介绍

Small-Cell Lung Cancer

- High-grade neuroendocrine carcinoma with high metastatic potential¹
- Accounts for 5%-15% of lung cancers^{1,2}
 - Incidence rate: 5 per 100,000 (2025)
 - 3-yr relative survival: 12% (2018)
 - 5-yr relative survival: 9.2% (2015-2021)
- Decreased incidence from 2012-2021 due to decreases in smoking and screening guidelines^{1,2}
- Most common genetic alterations: *TP53* and *RB1* inactivation; no clear targetable genetic drivers^{1,3,4}
- **Limited-stage SCLC: ~1/3 of diagnoses^{1,2}**
 - Can be safely treated with definitive radiation (corresponds to TNM stages I-III)
 - Treatment: radiation, surgery, or chemoradiotherapy followed by consolidation durvalumab
 - Consider PCI before consolidation therapy 3-yr survival benefit (5.4% improvement)^{3,4}
 - Median OS: 55.9 mo (ADRIATIC trial)⁵
 - Prognosis: 3-yr OS 56.5%⁵
 - Most still recur



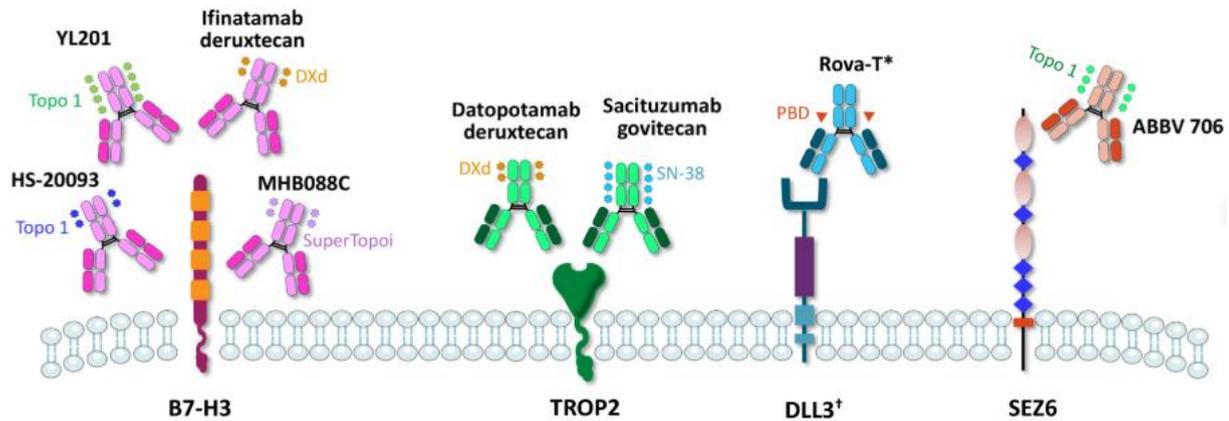
- **Extensive-stage SCLC: ~2/3 of diagnoses^{1,2}**
 - Stage IV disease (TxNxM1a/b) or T3-4 due to multiple lung nodules or volume too large to be treated with definitive radiation
 - Treatment: CT + immunotherapy⁴
 - Median OS: 12.3-13.0 mo^{6,7}
 - **Prognosis: relative survival⁶⁻⁸**
 - CASPIAN: 3-yr OS rate of 17.6%⁷
 - Data from IMbrella A trial show 5-yr OS of 12%⁸

Ongoing need for efficacious treatments for *all* patients with SCLC

资料来源: Dr Lauren Byers *Clinical Focus in SCLC: Emerging Insights on B7-H3-Targeted ADCs and Their Transformative Potential in Clinical Practice*

图 8: 多种抗体-药物偶联物 (ADC) 正在探索不同的靶点 (如 B7-H3、TROP2、DLL3、SEZ6) 或不同的毒素载荷, 以期在小细胞肺癌 (SCLC) 中实现更好的疗效

Select ADC Targets Under Investigation in SCLC



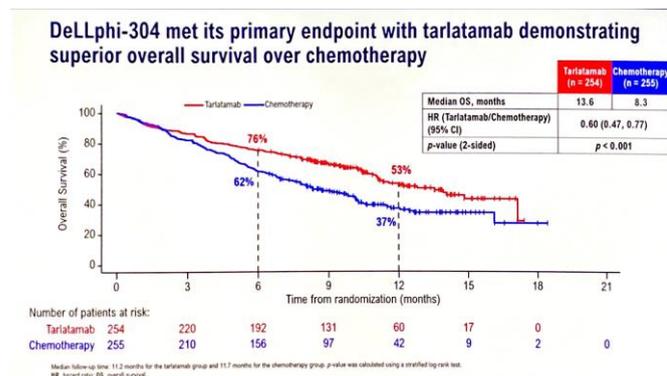
资料来源: Dr Lauren Byers Clinical Focus in SCLC: Emerging Insights on B7-H3-Targeted ADCs and Their Transformative Potential in Clinical Practice

图 9: 处于临床开发阶段的 B7-H3 靶向抗体-药物偶联物 (ADC)

Drug	Antibody	Payload	DAR	Linker	Bystander Killing Effect?
Ifinatamab deruxtecan (I-DXd) ^{1,2}	Humanized IgG1 mAb	Deruxtecan (Topo-I)	~4:1	Tumor-selectable, tetrapeptide, cleavable linker	Y
YL201 ^{3,4}	Humanized IgG1 mAb	YL0010014 (Topo-I)	~8:1	Cleavable, tumor-selective linker	NR
HS-20093 (GSK5764227) ⁵	Humanized IgG1 mAb	HS-9265 (Topo-I)	~4:1	Cleavable, maleimide tetrapeptide linker	Y
MHB088C ⁶	Humanized IgG1 mAb	SuperTopoi	~4:1	Cleavable, plasma stable	Y

资料来源: Dr Lauren Byers Clinical Focus in SCLC: Emerging Insights on B7-H3-Targeted ADCs and Their Transformative Potential in Clinical Practice

图 10: Amgen DeLLphi-304 OS趋势与安慰剂对照



资料来源: 招商证券 (香港), ASCO

图 11: Tarlatabam 发展计划

The road ahead: Tarlatabam

Is earlier tarlatabam better (e.g. first-line ES-SCLC, or LS-SCLC)?

DeLLphi trial #	Phase	Indication	Design	Recruiting?	Trial ID
303	1b	1L ES-SCLC	Tarlatabam + standard therapy	N	NCT05037847
305	3	1L ES-SCLC maintenance	Tarlatabam + durva vs. durva alone	Y	NCT06502977
306	3	LS-SCLC post-chemoRT	Tarlatabam vs. placebo	Y	NCT06117774
310	1b	1L ES-SCLC maintenance	Tarlatabam + YL201 + atezo or durva	Y	NCT06898957

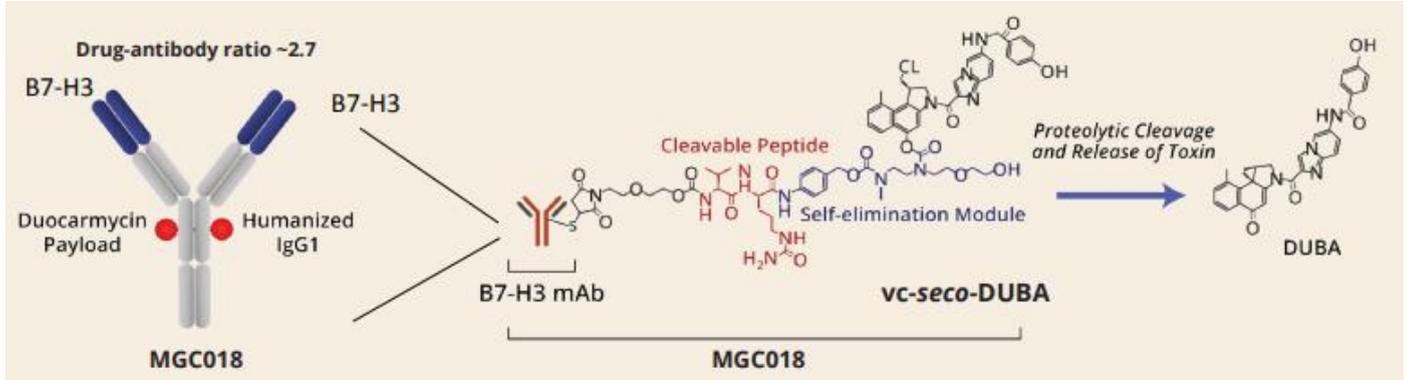
Is tarlatabam more effective in combination?

DeLLphi trial #	Phase	Indication	Design	Recruiting?	Trial ID
302	1b	2L+ SCLC	Tarlatabam + anti-PD-1 therapy	Y	NCT04184050
305	3	1L ES-SCLC maintenance	Tarlatabam + durva vs. durva alone	Y	NCT06502977
310	1b	2L SCLC	Tarlatabam + YL201	Y	NCT06898957
		1L ES-SCLC maintenance	Tarlatabam + YL201 + atezo or durva		

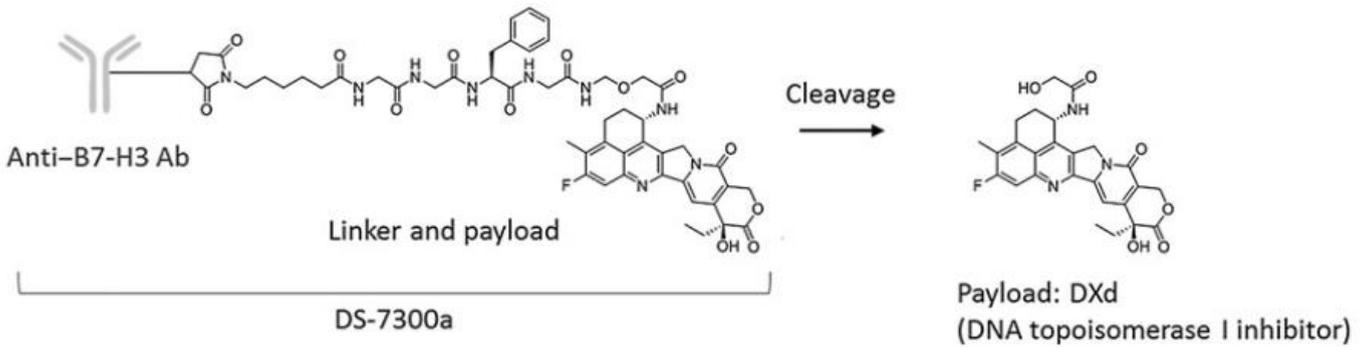
资料来源: 招商证券 (香港), 讲授ppt

图 12: MacroGenics 和 Daiichi Sankyo 公司代表性的 B7-H3/B7-H4 靶向抗体-药物偶联物 (ADC) 化合物

MacroGenics: MGC018 B7-H3-Directed ADC With Duocarmycin-Based Linker Payload

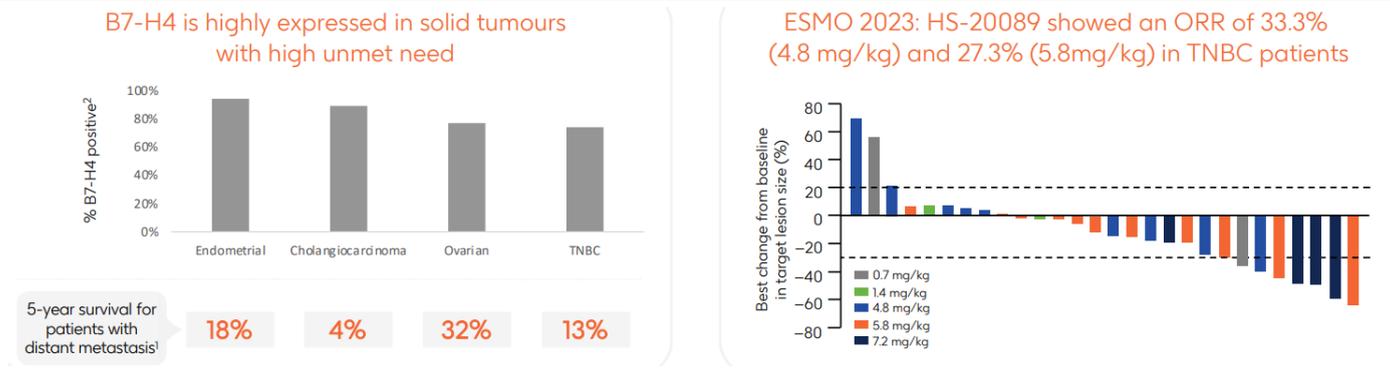


Daiichi Sankyo: DS-7300a B7-H3 ADC With Topol inhibitor-Based Linker Payload



资料来源: 文献

图 13: B7-H4 ADC 基于其在妇科肿瘤中的优势进行开发



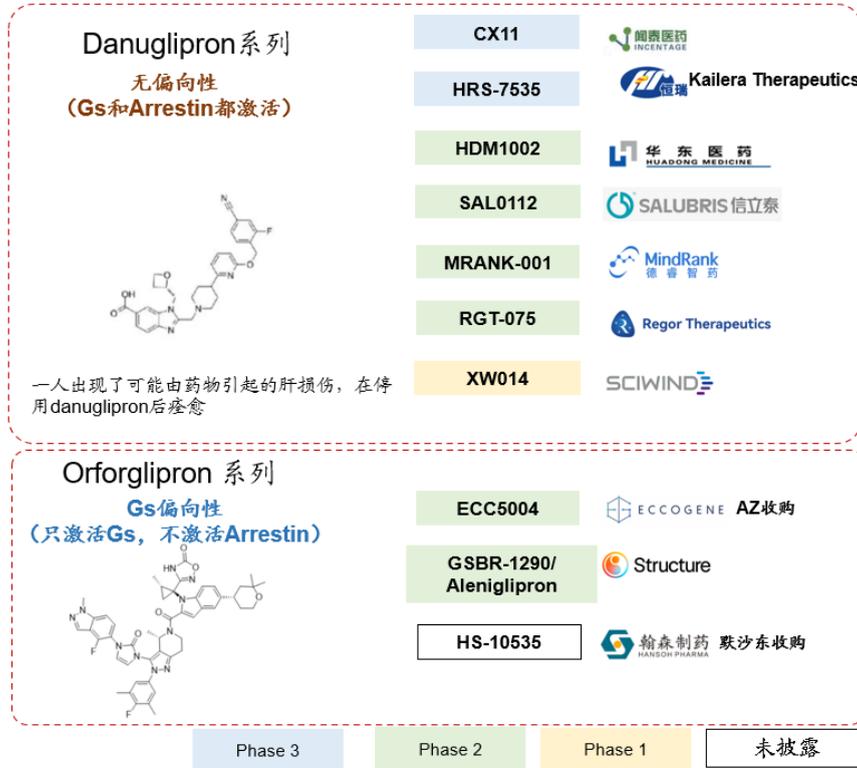
资料来源: GSK oncology update 2024

图 14: 处于临床开发阶段的 B7-H4 靶向抗体-药物偶联物 (ADC)

Project	Company	Payload	DAR	Status	Note
Puxitateg samrotecán (AZD8205)	AstraZeneca	Topoisomerase inhibitor	8	Ph1/2 in solid tumours	ESMO 2024: ORR 20% (9/44 PRs) in ≥ 1.6 mg/kg; incl 25% (3/12 PRs) in breast cancer
Felmetatug vedotin (SGN-B7H4V)	Pfizer (ex Seagen)	Monomethyl auristatin E	4	Ph1 in solid tumours	Feb 2024: 21% ORR in 42 TNBC pts
GSK5733584 (HS-20089)	GSK (via Hansoh Pharma)	Topoisomerase inhibitor	6	Ph1 China study in solid tumours	ESMO 2023: 29% ORR in 28 TNBC pts
XMT-1660	Mersana Therapeutics	Auristatin hydroxypropylamide	6	Ph1 in solid tumours	Dose escalation ongoing
BG-C9074	BeiGene/ DualityBio	Topoisomerase inhibitor	6	Ph1 in solid tumours	Began Apr 2024

资料来源: 公司数据

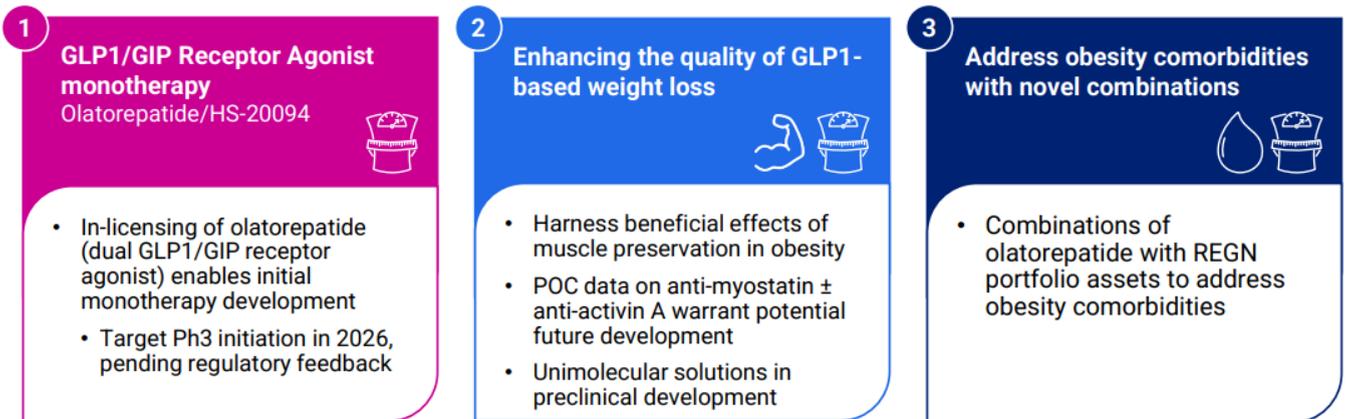
图15: 小分子GLP-1受体激动剂 (GLP-1RA) 药物——两种开发路径



资料来源: 招商证券 (香港)

图16: 再生元针对肥胖及相关疾病的GLP-1/GIP开发计划

Three major opportunities for Regeneron in the rapidly growing obesity therapeutic area:



资料来源: 招商证券 (香港)

估值:

图18: SOTP估值

	调整前	调整后
产品组合估值(人民币百万)		
孚来美	9,334	9,334
HS-10296(奥美替尼)	28,682	29,158
HS-10296(奥美替尼)中国境外	2,937	2,937
迈灵达(Mainingda)	1,895	2,018
甲磺酸氟马替尼(Flumatinib Mesylate, HS-10096)	2,276	2,276
阿美宁(Ameining)	635	635
欧兰宁(Oulanning)	1,188	1,188
普来乐(Pulaile)	464	464
泽菲(Zefei)	545	545
泽坦(Zetan)	543	543
昕泰(Xintai)	297	297
昕维(Xinwe)	473	473
昕美(Xinmei)	204	204
阿哌沙班(Apixaban)	404	404
维格列汀(Vildagliptin)	349	349
卡格列净(Canagliflozin)	417	417
琥珀酸普卡必利(Prucalopride succinate)	212	212
恒沐 HS-10234		5,759
其他	436	436
CRVM+ 肾病 相关临床资产	11,612	
HS-20093 B7-H3 ADC		50,000
HS-20089 B7-H4 ADC		6,000
HS-10374 oral Tyk2		5,000
HS-10390 ETA/AT1		600
HS-20094 GIP/GLP-1R dual weekly agonist		20,000
HS-10503 oral GLP-1R		20,000
HS-10501 oral GLP-1R		1,000
HS-10241 oral c-MET		600
HS-20117 EGFR-cMET BsAB		1,000
其他临床资产	18,783	
加: 净现金	24,817	24,624
股权估值	106,504	188,428
并购溢价后股权估值 30%	138,455	244,957
股份数量(百万)	6,017	5,936
目标价(港元)	26.5	47.5
目标价隐含 2025 年市盈率(倍)		50.4 倍
目标价隐含 2026 年市盈率(倍)		44.8 倍

来源: 招商证券(香港)预测

图19: 香港上市生物制药公司对比分析

8/18/2025	CMSI	Mkt Cap	Mkt Cap	Mkt Cap	Price	1D	5D	YTD	P/E (x)			Operating margin (%)			Net margin (%)			P/B (x)			P/S (x)			EV/EBITDA (x)			PB/ROE
Company Name	Rating	(USDm)	(HKDm)	(CNYm)	18/8/25	Performance(%)			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	1FY
HK Biopharma																											
JIANGSU HENGRUI	NR	58,760	459,419	422,200	83.50	-2	-2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	12.79	11.36	N/A	N/A	N/A	n.a
HANSOH PHARMACEU	BUY	28,189	220,401	202,546	37.06	1	4	6	46.7	42.9	39.9	32.6	33.4	33.1	35.4	33.7	33.1	7.2	6.3	5.6	16.6	14.6	13.4	16.3	14.0	13.0	41.0
INNOVENT BIOLOGI	BUY	22,322	174,529	160,390	101.90	-2	-2	14	-722.7	311.6	110.6	-7.2	2.6	9.7	-2.2	3.8	9.6	12.0	10.5	9.6	17.1	13.6	10.9	-214.7	70.9	28.1	338.1
CSPC PHARMACEUTI	BUY	16,092	125,820	115,627	10.92	0	-3	5	27.7	21.3	19.6	18.6	22.6	23.3	14.7	17.9	18.3	3.5	3.3	3.0	4.0	3.9	3.7	6.4	5.3	4.9	20.9
SINO BIOPHARM	BUY	18,980	148,397	136,375	7.91	0	-5	0	46.8	37.3	33.7	17.6	22.7	23.2	9.9	11.5	11.3	4.4	3.8	3.5	4.7	4.2	3.8	9.6	7.0	6.3	36.0
FOSUN PHARMA-H	NR	9,897	77,378	71,109	21.46	0	0	8	23.9	18.0	16.1	6.9	6.8	6.8	5.4	7.3	7.4	1.1	1.1	1.0	1.7	1.7	1.6	16.2	15.3	14.4	17.1
3SBIO INC	BUY	10,117	79,097	72,689	32.52	-1	-3	3	31.4	18.1	23.9	29.5	56.3	32.9	25.4	37.3	25.7	4.7	3.2	2.9	8.0	4.4	6.2	5.1	1.6	3.5	9.8
GRAND PHARMACEUT	NR	3,804	29,745	27,336	8.38	0	2	6	15.0	13.8	12.3	19.5	21.7	21.8	15.5	17.5	17.8	1.8	1.7	1.5	2.6	2.4	2.2	6.6	5.8	5.4	13.4
SIMCERE PHARMACE	NR	3,899	30,488	28,018	12.32	0	2	3	53.5	24.3	18.7	12.5	16.9	20.1	8.0	15.2	17.2	4.1	3.5	3.0	4.2	3.7	3.2	13.4	9.8	7.7	23.4
THE UNITED LABOR	NR	4,103	32,081	29,482	16.26	1	4	14	10.4	7.9	8.9	23.2	25.9	22.7	19.1	23.1	20.5	1.9	1.6	1.4	2.2	2.0	2.0	5.2	4.2	4.7	7.2
CHINA MEDICAL SY	NR	4,181	32,690	30,041	13.40	0	2	1	18.4	18.1	15.3	23.6	20.9	21.7	21.8	19.8	20.4	1.9	1.7	1.6	4.0	3.6	3.1	6.0	6.4	5.3	17.7
SHANGHAI HENLI-H	NR	5,836	45,626	41,930	83.95	0	0	13	51.3	48.7	49.6	16.4	16.3	14.1	14.3	14.1	13.6	14.2	10.3	8.6	7.4	6.9	6.8	11.4	10.4	11.4	39.1
SSY GROUP LTD	BUY	1,171	9,156	8,414	3.12	0	0	3	8.7	9.0	7.9	23.1	26.3	28.3	16.9	18.2	18.9	1.3	1.2	1.1	1.6	1.6	1.5	7.4	9.4	8.1	8.9
Average		14,412	112,679	103,551	33	0	0	6	-32	48	30	18	23	21	15	18	18	5	4	4	6	6	5	-9	13	9	48

来源: 彭博; 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
非流动资产	4,156	4,217	4,543	4,792	4,992
物业、厂房及设备	3,045	2,805	3,162	3,444	3,676
土地使用权租赁预付款	235	442	403	364	325
无形资产	177	245	253	260	267
其他	699	724	724	723	723
流动资产	28,883	27,442	30,844	34,726	39,342
库存	576	651	594	621	672
贸易应收款项	3,214	3,170	5,391	5,985	6,905
其他应收款	236	235	235	235	235
金融资产	2,422	765	163	162	162
现金及现金等价物合计	22,435	22,622	24,461	27,722	31,366
总资产	33,039	31,658	35,387	39,518	44,334
流动负债	6,863	2,695	2,628	2,532	2,390
贸易应付款项	164	218	310	324	350
其他应付款项	2,430	2,390	2,272	2,162	1,994
应付所得税	86	47	47	-	-
短期银行债务	-	-	-	-	-
非流动负债	342	283	283	283	283
递延政府补助	-	-	-	-	-
递延税负债	255	200	200	200	200
长期银行贷款	-	-	-	-	-
股东资金	25,795	28,680	32,476	36,702	41,660
少数股东权益	-	-	-	-	-
负债及股东权益合计	33,039	31,658	35,387	39,517	44,333

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,116	3,862	2,865	4,994	5,548
税前盈利	3,766	5,085	5,346	5,983	6,962
流动资金变动前营业利润	3,449	4,633	5,053	5,684	6,614
净流动资金变化	257	36	(1,439)	148	(92)
已付所得税	(590)	(807)	(748)	(838)	(975)
已付利息	(67)	(7)	-	-	-
投资活动现金流	1,074	(1,392)	(107)	(704)	(706)
购买物业、厂房及设备	(209)	(198)	(700)	(699)	(699)
购买土地使用权	-	(220)	-	-	-
购买无形资产	(143)	(83)	(8)	(7)	(7)
购买短期投资, 净额	401	(1,971)	601	2	-
收取利息	807	909	700	755	853
其他投资	218	170	(700)	(755)	(853)
筹资活动现金流	(754)	(6,066)	(919)	(1,029)	(1,197)
发行股票	38	-	-	-	-
派息	(652)	(1,858)	(919)	(1,029)	(1,197)
其他	512	(24)	-	-	-
期初现金	2,666	5,981	2,323	4,162	7,423
汇兑差额	(122)	(62)	-	-	-
期末现金	5,981	2,323	4,162	7,423	11,068

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合并收入	10,104	12,261	14,570	16,176	18,661
销售成本	(1,031)	(1,105)	(1,238)	(1,294)	(1,400)
毛利	9,073	11,155	13,331	14,882	17,262
(-) 销售及管理费用合计	(4,241)	(4,508)	(5,245)	(5,823)	(6,718)
行政开支	(710)	(712)	(874)	(971)	(1,120)
销售成本	(3,531)	(3,796)	(4,371)	(4,853)	(5,598)
(-) 研发费用	(2,097)	(2,702)	(3,642)	(4,044)	(4,665)
(+/-) 其他净收入	104	86	102	113	131
EBITDA	3,206	4,433	4,953	5,584	6,514
折旧和摊销合计	(366)	(401)	(407)	(456)	(505)
EBIT	2,839	4,031	4,546	5,128	6,009
(+/-) 财务开支净额	843	967	700	755	853
(+/-) 摊占合营及联营公司利润	-	-	-	-	-
(+/-) 非营业收入/开支	84	87	100	100	100
税前利润	3,766	5,085	5,346	5,983	6,962
(-) 税项	(489)	(713)	(748)	(838)	(975)
净利润	3,278	4,372	4,597	5,146	5,987
(-/+) 少数股东权益	-	-	-	-	-
股东应占净利润	3,278	4,372	4,597	5,146	5,987
经调整净利润	3,485	4,557	4,876	5,455	6,344
全面摊薄每股盈利(港元)	0.67	0.88	0.94	1.06	1.23

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率 (%)					
合并收入	8%	21%	19%	11%	15%
毛利	7%	23%	20%	12%	16%
经调整净利润	27%	33%	5%	12%	16%
获利能力 (%)					
毛利率 (%)	90%	91%	92%	92%	93%
经调整净利润率 (%)	34%	37%	33%	34%	34%
ROE	14%	16%	15%	15%	15%
ROA	10%	14%	13%	13%	14%
营运能力					
库存周转天数	179	200	181	169	166
应收账款周转天数	121	94	106	127	124
应付账款周转天数	67	62	77	88	87
现金周转天数	232	231	210	208	204
偿债能力					
自由现金流(人民币百万元)	2,765	3,361	2,157	4,288	4,842
资产负债率 (%)	(96)	(82)	(76)	(76)	(76)

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828