

医药	收盘价 港元 12.77	目标价 港元 16.40个	潜在涨幅 +28.4%
----	-----------------	------------------	----------------

2025年8月22日

先声药业 (2096 HK)

1H25 业绩如期实现高增长，研发、BD 共驱高成长确定性，上调目标价

公司1H25取得强劲的业绩增长，新产品快速放量、叠加BD合作收入，驱动创新药整体收入增长26%。展望未来三年，我们认为公司即将进入研发成果集中落地的关键拐点，体现在：1)至少5款创新药/新适应症有望获批上市；2)更多早期资产/技术平台有BD合作潜力。维持买入及重点推荐。

⊕ **1H25 业绩整体符合预期**：收入和经调整净利润同比分别增长15%/21%，符合我们的预期，其中创新药相关收入增长26%，占总收入的比例同比提升6.6ppts至77.4%，主要来自：1)基石品种和新品种持续放量，包括先必新（舌下片新上市）、科赛拉（新获医保覆盖）、恩立妥（新上市+医保覆盖）、艾得辛等；2)与艾伯维达成BD合作，贡献约1.2亿元（人民币，下同）收入。毛利率提升1.6ppt至80.7%，反映高利润率创新药收入贡献提升；SG&A费用率略有上升，主因多款新品上市需投入更多商业化资源。管理层更新了2025-27年业绩指引：1)2025全年收入和经调整净利润同比增15%以上；2)2027年收入有望达到110亿元，对应20% 2025-27年CAGR，经调整净利润增速将更高，2027年达到20亿元左右。

⊕ **研发、BD 成果显著**：公司1H25整体研发投入超10亿元，占总收入比例接近30%，创新研发成果显著，包括：1)上市达利雷生和苏维西塔单抗；2)完成两单BD出海交易，分别与艾伯维和NextCure就GPCR5D/BCMA/CD3三抗和CDH6 ADC达成，其中前者已于6月在美国启动I期研究，有望于2026年完成I期剂量爬坡后迎来合作伙伴正式行权。展望2H25-2027年，公司预计将上市五款新产品/新适应症，包括流感药、JAK1、IL-4、三代ALK等；同时BD有望再创佳绩，可重点关注PD-L1/IL15v双抗、TL1A/IL23双抗等多款临床早期肿瘤/自免领域品种、以及基于差异化ADC技术的平台合作。

⊕ **上调目标价**：我们根据1H25业绩微调2025-27年财务预测，并略微上调2027年以后预测，以反映即将上市的多款创新药品种的销售贡献。我们将DCF模型起始预测年份滚动至2026年，上调目标价至16.4港元，对应25倍/1.0倍2026年市盈率/PEG，维持买入评级。

盈利预测变动

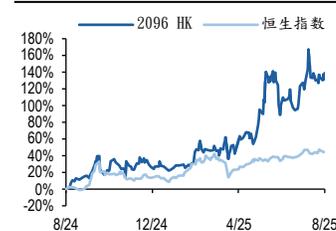
百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	7,588	7,737	-2%	8,879	9,028	-2%	10,259	10,311	-1%
毛利润	6,146	6,267	-2%	7,236	7,358	-2%	8,382	8,424	-1%
毛利率	81.0%	81.0%	0.0ppt	81.5%	81.5%	0.0ppt	81.7%	81.7%	0.0ppt
经调整归母净利润	1,244	1,291	-4%	1,536	1,619	-5%	1,887	1,965	-4%
经调整归母净利率	16.4%	16.7%	-0.3ppt	17.3%	17.9%	-0.6ppt	18.4%	19.1%	-0.7ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

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)	14.28
52周低位 (港元)	5.24
市值 (百万港元)	31,601.92
日均成交量 (百万)	12.12
年初至今变化 (%)	79.86
200天平均价 (港元)	9.80

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

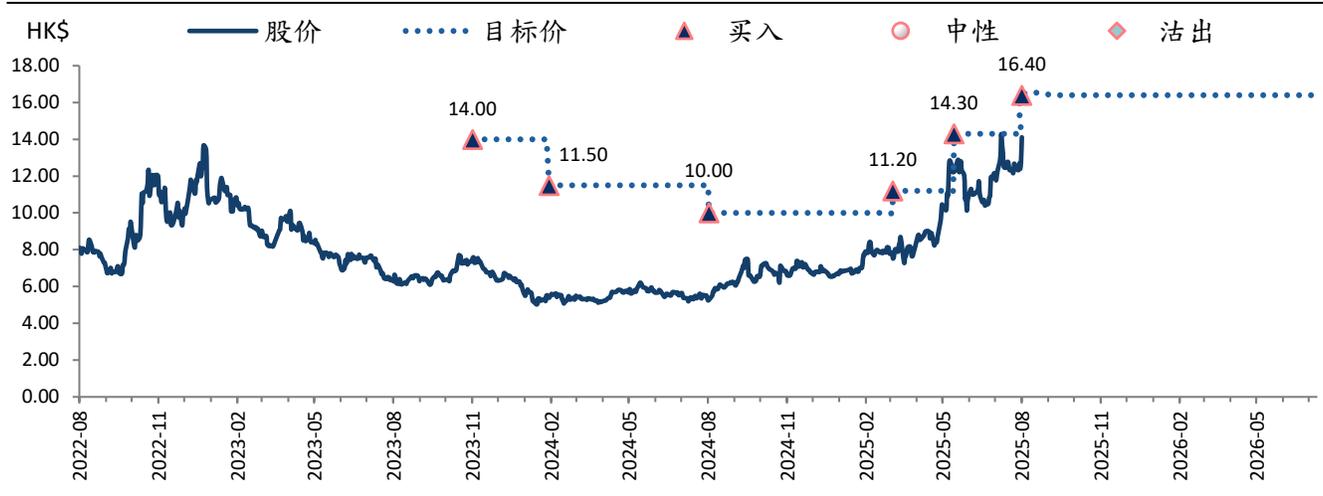
图表 1：先声药业：DCF 估值模型

百万人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	7,588	8,879	10,259	10,932	11,750	12,565	13,257	13,819	14,251	14,701	15,180
EBIT	1,384	1,790	2,204	2,474	2,758	3,032	3,278	3,503	3,704	3,916	4,142
EBIT * (1-t)	1,218	1,522	1,873	2,103	2,344	2,577	2,786	2,977	3,149	3,329	3,521
加：折旧摊销	340	233	252	271	290	309	330	349	367	384	401
减：营运资金增加/（减少）	-31	-56	-98	-69	-100	-103	-101	-61	-78	-81	-86
减：资本开支	-500	-520	-541	-563	-586	-611	-621	-631	-642	-652	-662
自由现金流	1,027	1,179	1,486	1,742	1,948	2,173	2,394	2,634	2,796	2,981	3,174
永续增长率	2%										
自由现金流现值	14,412										
终值现值	19,449										
企业价值	33,862										
净现金	3,040										
少数股东权益	0										
股权价值（百万人民币）	36,902										
股权价值（百万港元）	40,592										
股份数量（百万）	2,475										
每股价值（港元）	16.40										

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	10.7%
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	9.4%

资料来源：交银国际预测

图表 2：先声药业 (2096 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
6990 HK	科伦博泰生物	买入	466.60	507.00	8.7%	2025 年 08 月 21 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	35.53	74.00	108.3%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	25.40	37.60	48.0%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	187.40	225.00	20.1%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	31.08	33.00	6.2%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	176.90	140.00	-20.9%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	69.65	72.50	4.1%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	99.45	84.00	-15.5%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	81.10	66.00	-18.6%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	73.10	57.00	-22.0%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	6.41	6.60	3.0%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	10.80	5.00	-53.7%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	57.70	70.00	21.3%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	18.52	28.75	55.3%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	32.92	34.00	3.3%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.43	18.00	16.7%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	80.46	93.30	16.0%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	48.43	33.10	-31.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	14.10	16.40	16.3%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	36.64	48.00	31.0%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	8.17	9.10	11.4%	2025 年 08 月 19 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
1276 HK	恒瑞医药	中性	76.40	70.40	-7.8%	2025 年 08 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	37.58	40.20	7.0%	2025 年 06 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	10.51	7.20	-31.5%	2025 年 05 月 30 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.22	3.75	16.5%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	32.72	42.00	28.4%	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 22 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,608	6,635	7,588	8,879	10,259
主营业务成本	(1,624)	(1,311)	(1,442)	(1,643)	(1,877)
毛利	4,984	5,325	6,146	7,236	8,382
销售及管理费用	(2,856)	(3,037)	(3,450)	(3,913)	(4,398)
研发费用	(1,563)	(1,410)	(1,563)	(1,785)	(2,031)
其他经营净收入/费用	146	(29)	252	252	252
经营利润	712	848	1,384	1,790	2,204
财务成本净额	20	8	9	9	10
应占联营公司利润及亏损	8	(37)	(38)	(38)	(39)
税前利润	740	820	1,356	1,761	2,174
税费	(26)	(87)	(163)	(264)	(326)
非控股权益	1	0	0	0	0
净利润	715	733	1,193	1,497	1,848
作每股收益计算的净利润	715	733	1,193	1,497	1,848

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,007	1,943	2,945	4,099	5,560
应收账款及票据	2,632	2,700	2,807	2,930	3,078
存货	615	594	679	794	918
其他流动资产	386	229	229	229	229
总流动资产	5,639	5,466	6,661	8,053	9,785
物业、厂房及设备	2,170	2,270	2,329	2,516	2,706
其他长期资产	3,044	3,775	3,875	3,975	4,075
总长期资产	5,215	6,044	6,204	6,491	6,780
总资产	10,854	11,510	12,864	14,544	16,565
短期贷款	1,015	1,051	1,051	1,051	1,051
应付账款	1,547	1,432	1,593	1,776	1,949
其他短期负债	124	244	244	244	244
总流动负债	2,686	2,727	2,888	3,071	3,244
长期贷款	206	8	8	8	8
其他长期负债	739	1,707	1,707	1,707	1,707
总长期负债	945	1,715	1,715	1,715	1,715
总负债	3,631	4,442	4,603	4,786	4,959
股本	3,174	3,174	3,174	3,174	3,174
储备及其他资本项目	4,049	3,894	5,087	6,584	8,432
股东权益	7,223	7,068	8,261	9,758	11,606
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	7,223	7,068	8,261	9,758	11,606

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	740	820	1,356	1,761	2,174
折旧及摊销	310	338	340	233	252
营运资本变动	(947)	(86)	(31)	(56)	(98)
其他经营活动现金流	48	319	(163)	(264)	(326)
经营活动现金流	151	1,391	1,502	1,674	2,002
资本开支	(980)	(763)	(500)	(520)	(541)
其他投资活动现金流	2,068	(288)	0	0	0
投资活动现金流	1,088	(1,050)	(500)	(520)	(541)
负债净变动	(69)	(162)	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(419)	(401)	0	0	0
其他融资活动现金流	(407)	156	0	0	0
融资活动现金流	(895)	(407)	0	0	0
汇率收益/损失	5	2	0	0	0
年初现金	1,658	2,007	1,943	2,945	4,099
年末现金	2,007	1,943	2,945	4,099	5,560

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.274	0.292	0.477	0.605	0.747
全面摊薄每股收益	0.274	0.291	0.477	0.605	0.747
每股账面值	2.745	2.797	3.338	3.943	4.690
利润率分析(%)					
毛利率	75.4	80.2	81.0	81.5	81.7
EBITDA利润率	15.6	17.3	22.2	22.4	23.6
EBIT利润率	10.9	12.2	17.7	19.7	21.1
净利率	10.8	11.0	15.7	16.9	18.0
盈利能力(%)					
ROA	6.6	6.4	9.3	10.3	11.2
ROE	9.9	10.4	14.4	15.3	15.9
ROIC	8.5	9.0	12.8	13.8	14.6
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	2.1	2.0	2.3	2.6	3.0
存货周转天数	138.2	165.3	171.9	176.5	178.5
应收账款周转天数	145.4	148.5	135.1	120.5	109.5
应付账款周转天数	347.8	398.8	403.4	394.6	379.0

交銀國際

香港中环德辅道中 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、拨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，或可能以委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，并可能受递送延误、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。