

翰森制药 (03692.HK)

强烈推荐 (维持)

消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 38.76 港元

创新药销售快速增长, 对外授权项目持续推进

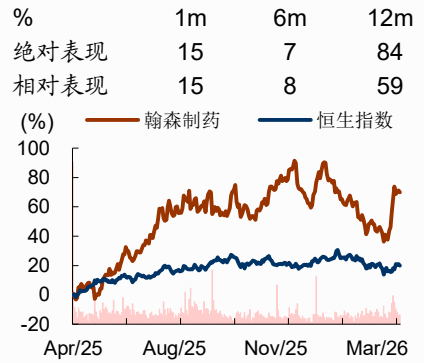
翰森制药公布其 2025 年度业绩, 公司 2025 年实现营业收入 150.28 亿元, 同比+22.6%; 其中创新药与合作产品实现收入 123.54 亿元, 同比+30.4%, 占总收入 82.2%; 净利润为 55.55 亿元, 同比+27.1%。

- 核心创新产品持续发力放量, 对外授权收入增厚业绩。翰森制药 2025 年营业收入 150.28 亿元, 对外合作收入 21.15 亿元, 其中抗肿瘤领域收入 99.74 亿元, 同比+23%。主要得益于阿美替尼等核心产品的持续放量; 抗感染领域收入 15.86 亿元, 同比+8%, 主要由艾米替诺福韦的增长支撑; 中枢神经领域收入 13.10 亿元, 同比-5%; 代谢及其他疾病领域收入 21.58 亿元, 同比+67%, 主要由与默沙东就 GLP-1 小分子药物的 BD 的首付款确认支撑。
- 对外授权项目持续推进, 有望贡献持续现金流。翰森制药对外持续授权优质管线, 公司与 GSK 合作的 B7H4 ADC 和 B7H3 ADC 均已推进至 III 期临床阶段。减重代谢产品 GLP-1/GIP、小分子 GLP-1 分别由再生元与默沙东推进至 II 期临床和 I 期临床阶段。CDH17 ADC 项目由罗氏推进至 I 期临床阶段。高质量对外授权项目的持续推进可以为翰森带来可持续的现金流, 同时说明翰森制药早期研发项目具备较高质量。
- 早期研发持续发力, 差异化项目进入临床。翰森制药早期研发管线持续推进, 2025 年公司推进至临床阶段的药物有: HS-20108 (晚期实体瘤如 SCLC、神经内分泌肿瘤等); EGFR/c-MET 靶向 ADC 药物 HS-20122 (晚期实体瘤如 NSCLC、头颈部鳞状细胞癌或结直肠癌等); HS-10542 (阵发性睡眠性血红蛋白尿症以及免疫球蛋白 A 肾病); HS-10510 (原发性高胆固醇血症和混合型血脂异常); 小分子 KRAS G12D 抑制剂 HS-10529 (KRAS G12D 突变的晚期实体瘤如胰腺癌、结直肠癌、NSCLC 等); HS-20118 (中重度斑块状银屑病); 以及合作项目小分子 BTKi HS-10561 (慢性自发性荨麻疹) 等。同时翰森临床前同样有丰富的项目储备, 为未来长期发展打下坚实基础。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们看好翰森制药可持续的成长能力与研发能力, 根据公司经营节奏, 我们预计翰森制药 2026-2028 年归母净利润分别为 61.8 亿元、70.2 亿元、77.1 亿元, 同比+11%、+14%、+10%, 对应 PE 分别为 34x、30x、28x。维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 研发不及预期风险, 产品销售不及预期风险, 对外合作不确定性风险等。

基础数据

总股本 (百万股)	6055
香港股 (百万股)	6055
总市值 (十亿港元)	234.7
香港股市值 (十亿港元)	234.7
每股净资产 (港元)	5.8
ROE (TTM)	15.7
资产负债率	11.4%
主要股东	Harmonia Holding Investing
主要股东持股比例	65.5776%

股价表现



相关报告

- 《翰森制药 (03692) — 创新产品主导业绩高速增长, 对外合作彰显全球竞争力》2025-03-25
- 《翰森制药 (03692) — 创新药收入占比再创新高, 自主研发与外部合作并举》2024-08-29

梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
焦玉鹏 S1090523070004
jiaoyupeng@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	12261	15028	16895	19094	21569
同比增长	21%	23%	12%	13%	13%
营业利润(百万元)	3945	5437	6167	7160	7981
同比增长	44%	38%	13%	16%	11%
归母净利润(百万元)	4372	5555	6175	7017	7713
同比增长	33%	27%	11%	14%	10%
每股收益(元)	0.72	0.92	1.02	1.16	1.27
PE	48.5	38.1	34.3	30.2	27.5
PB	7.4	6.0	5.1	4.5	4.1

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	27442	35555	41479	46767	52498
现金及现金等价物	2323	3409	8903	13655	18788
交易性金融资产	17	18	18	18	18
其他短期投资	21046	28140	28140	28140	28140
应收账款及票据	3170	3061	3441	3889	4393
其它应收款	235	320	359	406	459
存货	651	609	618	660	701
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	4216	4345	4495	4645	4795
长期投资	702	772	772	772	772
固定资产	2805	2758	2908	3058	3208
无形资产	688	784	784	784	784
其他	21	31	31	31	31
资产总计	31658	39900	45974	51412	57293
流动负债	2695	4395	4415	4688	4961
应付账款	218	334	339	362	385
应交税金	207	362	362	362	362
短期借款	41	41	0	0	0
其他	2229	3658	3714	3964	4214
长期负债	283	141	141	141	141
长期借款	0	0	0	0	0
其他	283	141	141	141	141
负债合计	2978	4536	4556	4829	5102
股本	0	0	0	0	0
储备	28706	35370	41424	46588	52196
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	28680	35364	41418	46583	52190
负债及权益合计	31658	39900	45974	51412	57293

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3862	0	4692	5640	6274
净利润	4372	5555	6175	7017	7713
折旧与摊销	401	0	0	0	0
营运资本变动	36	0	(369)	(263)	(325)
其他非现金调整	(947)	0	(1114)	(1114)	(1114)
投资活动现金流	(1392)	0	967	967	967
资本性支出	(525)	0	(150)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	24	0	0	0	0
投资增减	5375	0	0	0	0
其它	1097	0	1117	1117	1117
筹资活动现金流	(6066)	0	(165)	(1855)	(2108)
债务增减	(4204)	0	(41)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	1858	0	121	1852	2105
其它筹资	(4)	0	(3)	(3)	(3)
其它调整	(3717)	0	(242)	(3705)	(4210)
现金净增加额	(3658)	0	5494	4752	5133

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	12261	15028	16895	19094	21569
主营业务收入	12261	15028	16895	19094	21569
营业成本	1105	1498	1521	1623	1726
毛利	11155	13530	15375	17471	19844
营业支出	7210	8093	9208	10311	11863
营业利润	3945	5437	6167	7160	7981
利息支出	7	3	3	3	3
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	1147	1117	1117	1117	1117
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	5085	6551	7281	8274	9094
所得税	713	995	1106	1257	1382
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	4372	5555	6175	7017	7713
EPS(元)	0.72	0.92	1.02	1.16	1.27

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	21%	23%	12%	13%	13%
营业利润	44%	38%	13%	16%	11%
净利润	33%	27%	11%	14%	10%
获利能力					
毛利率	91.0%	90.0%	91.0%	91.5%	92.0%
净利率	35.7%	37.0%	36.5%	36.8%	35.8%
ROE	15.2%	15.7%	14.9%	15.1%	14.8%
ROIC	15.2%	15.7%	14.9%	15.1%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	9.4%	11.4%	9.9%	9.4%	8.9%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	10.2	8.1	9.4	10.0	10.6
速动比率	9.9	8.0	9.3	9.8	10.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.8	2.4	2.5	2.5	2.5
应收账款周转率	3.6	4.4	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	5.8	5.4	4.5	4.6	4.6
每股资料(元)					
每股收益	0.72	0.92	1.02	1.16	1.27
每股经营现金	0.64	0.00	0.77	0.93	1.04
每股净资产	4.74	5.84	6.84	7.69	8.62
每股股利	0.02	0.02	0.31	0.35	0.38
估值比率					
PE	48.5	38.1	34.3	30.2	27.5
PB	7.4	6.0	5.1	4.5	4.1
EV/EBITDA	38.8	32.5	29.3	25.7	23.4

资料来源：公司数据、招商证券 备注：2025年现金流量表尚未公布，数据以0替代

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。