

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价 (港元)	37.22
总股本/流通股本 (亿股)	60.64/60.64
总市值/流通市值 (亿港元)	2257/2257
52周内最高/最低价	44.22/ 21.16
资产负债率 (%)	11.37
市盈率	36.7
第一大股东	Stellar Infinity Company Ltd.

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 徐智敏
SAC 登记编号: S1340525100003
Email: xuzhimin@cnpsec.com

翰森制药 (3692.HK)

创新药板块持续高增，出海合作有序推进

● 事件

公司发布 2025 年业绩公告，2025 年公司收入 150.28 亿元，同比 +22.6%，年内溢利 55.55 亿元，同比 +27.1%。

● 投资要点

创新药及合作收入维持高增，总收入占比维持 80%+。

2025 年创新药与合作产品销售收入约 123.54 亿元，占比提升至 82.2%。按治疗领域来看，抗肿瘤收入 99.74 亿元占比 66.4%；抗感染收入 15.86 亿元，占比 10.6%；中枢神经系统收入 13.10 亿元，占比 8.7%；代谢及其他领域收入 21.58 亿元，占比 14.3%。随着后续创新管线产品陆续上市，预计创新药收入占比将持续提升。

从盈利能力看，毛利率为 90.0%，维持在较高水平。费用端控制成效显著：销售费用率 27.0%，同比下降 3.9pct；行政费用率 4.5%，同比下降 1.3pct；研发费用率维持在 22.3%，同步提升 0.3pct。

核心产品阿美乐持续放量，适应症拓宽+全球化开启双驱动。阿美乐（阿美替尼）两项新适应症（不可切除局部晚期巩固、术后辅助治疗）于 2025 年获批并纳入国家医保目录，驱动国内市场加速渗透。此外，阿美乐联合化疗一线治疗的第五项适应症也于 2026 年初获批，进一步巩固其在 EGFR-TKI 市场的领先地位。**国际化进程加速**，阿美乐已在英国、欧盟获批上市，并与 Glenmark 达成超 10 亿美元的海外授权合作，打开海外市场空间。

BD 能力凸显，在研管线规划清晰，夯实长期增长基础。

公司展现了卓越的 BD 能力，通过对外授权早期高潜力管线，提前锁定收益，并借助跨国药企的全球开发能力加速产品价值实现。2025 年公司达成三项重磅对外授权交易：1) HS-20094 (GLP-1/GIP) 授权给再生元，总交易额最高达 20.1 亿美元；2) HS-20110 (CDH17 ADC) 授权给罗氏，总交易额最高达 15.3 亿美元；3) 阿美替尼授权给 Glenmark，总交易额超过 10 亿美元。BD 成为公司稳定且重要的收入来源，有效平滑了研发投入周期，加快研发效率进而提升公司整体盈利水平。

同时公司创新管线深厚，未来 2-3 年将进入关键数据读出和密集收获期。HS-20093 (B7-H3 ADC)：与 GSK 合作开发，已在中美获得针对 SCLC、NSCLC 等多项突破性疗法认定。HS-20089 (B7-H4 ADC)：同样与 GSK 合作，获中国 NMPA 授予用于铂耐药卵巢癌 (PROC) 的突破性疗法认定。此外，HS-20094, GLP-1/GIP、TYK2 抑制剂等代谢自免等新领域预计都将迎来关键数据读出。

● 投资建议

公司系国内的龙头药企，从传统仿制药高效转型创新业务，创新药销售收入持续放量，同时创新性管线迎来出海机遇，有望开拓全球市场。我们预计公司 2026-2028 年营业收入达 172/198/229 亿元（前值：166/192/-亿元），归母净利润为 63/70/81 亿元（前值：57/64/-亿元），同比+14%/+11%/+15%，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；上市公司业绩不及预期风险；谈判合作不及预期风险；地缘政治形势加剧风险；早研管线研发失败风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15028	17195	19794	22863
增长率(%)	23%	14%	15%	16%
EBITDA（百万元）	6,946	7,739	8,535	9,742
归属母公司净利润（百万元）	5555	6335	7026	8064
增长率(%)	27%	14%	11%	15%
EPS(元/股)	0.93	1.04	1.16	1.33
市盈率(P/E)	35.69	32.45	29.25	25.49
市净率(P/B)	5.68	4.94	4.23	3.63
EV/EBITDA	28.45	26.30	23.84	20.77

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率 (单位: 百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	35,555	41,761	49,478	58,317	营业收入	15,028	17,195	19,794	22,863
现金	3,409	2,016	2,097	3,221	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	3,061	3,582	4,124	4,763	营业成本	1,498	1,558	1,613	1,695
存货	609	632	654	687	销售费用	4,064	4,643	5,542	6,630
其他	28,477	35,531	42,603	49,645	管理费用	672	774	990	1,143
非流动资产	4,345	4,175	4,025	3,891	研发费用	3,358	3,955	4,751	5,487
固定资产	2,758	2,462	2,189	1,934	财务费用	3	0	0	0
无形资产	418	494	567	638	除税前溢利	6,551	7,469	8,284	9,508
其他	1,169	1,219	1,269	1,319	所得税	995	1,135	1,258	1,444
资产总计	39,900	45,937	53,503	62,208	净利润	5,555	6,335	7,026	8,064
流动负债	4,395	4,148	4,740	5,433	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	41	41	41	41	归属母公司净利润	5,555	6,335	7,026	8,064
应付账款及票据	334	325	345	363	EBIT	6,554	7,469	8,284	9,508
其他	4,020	3,783	4,355	5,030	EBITDA	6,946	7,739	8,535	9,742
非流动负债	141	141	141	141	EPS (元)	0.93	1.04	1.16	1.33
长期债务	0	0	0	0					
其他	141	141	141	141					
负债合计	4,536	4,289	4,881	5,574					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
储备	35,580	41,863	48,837	56,849	成长能力				
归属母公司股东权益	35,364	41,648	48,622	56,634	营业收入	22.57%	14.42%	15.11%	15.50%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	27.07%	14.03%	10.91%	14.77%
股东权益合计	35,364	41,648	48,622	56,634	获利能力				
负债和股东权益	39,900	45,937	53,503	62,208	毛利率	90.03%	90.94%	91.85%	92.59%
					销售净利率	36.97%	36.84%	35.49%	35.27%
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	ROE	15.71%	15.21%	14.45%	14.24%
经营活动现金流	6,738	4,585	5,867	6,655	ROIC	15.70%	15.20%	14.44%	14.23%
净利润	5,555	6,335	7,026	8,064	偿债能力				
少数股东权益	0	0	0	0	资产负债率	11.37%	9.34%	9.12%	8.96%
折旧摊销	393	270	250	234	净负债比率	-9.52%	-4.74%	-4.23%	-5.62%
营运资金变动及其	790	-2,020	-1,409	-1,642	流动比率	8.09	10.07	10.44	10.73
投资活动现金流	-7,155	-5,926	-5,734	-5,480	速动比率	7.95	9.92	10.30	10.61
资本支出	-489	-50	-50	-50	营运能力				
其他投资	-6,665	-5,876	-5,684	-5,430	总资产周转率	0.42	0.40	0.40	0.40
筹资活动现金流	1,554	0	0	0	应收账款周转率	4.82	5.18	5.14	5.15
借款增加	-22	0	0	0	应付账款周转率	5.43	4.73	4.82	4.79
普通股增加	3,558	0	0	0	每股指标 (元)				
已付股利	-2,012	0	0	0	每股收益	0.93	1.04	1.16	1.33
其他	31	0	0	0	每股经营现金流	1.11	0.76	0.97	1.10
现金净增加额	1,086	-1,393	81	1,124	每股净资产	5.84	6.87	8.02	9.34
					估值比率				
					P/E	35.69	32.45	29.25	25.49
					P/B	5.68	4.94	4.23	3.63

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048