

香港股市 | 医药

翰森制药 (3692 HK)

创新药将引领收入稳健增长

2023 年盈利超越预期

公司 2023 年收入同比增加 7.7% 至 101.4 亿元（人民币，下同）。剔除约 7.0 亿元的里程碑收入后，医药产品销售收入同比增加 1.1% 至 94.0 亿元，在医药企业业绩普遍不佳的情况下实现正向增长并略超预期。医药产品中，创新药收入同比增加 37.1% 至 68.7 亿元，占公司总收入的比例从 2022 年的 53.4% 上升至 67.9%。公司毛利同比增加 6.5% 至 90.7 亿元，销售费用率从 37.8% 降低至 34.9%，股东净利润同比增加 26.9% 至 32.8 亿元，盈利超越预期。

预计 2024-26E 公司收入将稳健增长

由于 2023 年收入略超预期，我们将 2024-25E 收入预测分别微升 0.04%、0.1%，预计 2023-26E 收入 CAGR 为 12.3%，基于：1) 阿美乐将引领肿瘤药收入稳健增长：肿瘤药占 2023 年总收入的 61.0%。公司管理层表示肿瘤药领域主要创新药阿美乐医保谈判降价后销量快速增加，2023 年销售收入同比增加近两成。阿美乐 2024 年以来销量仍保持强劲增长，管理层预计 2024 年仍将获得 20% 左右收入增长。公司管理层表示按照目前的临床试验进度，阿美乐用于肺癌的术后辅助治疗及联合化疗使用的新适应症有望于 2025 年获批，因此阿美乐将引领肿瘤药业务收入稳健增长。2) 公司管理层表示在医药行业去年普遍经营环境不佳的情况下，公司乙肝创新药恒沐 2023 年销售收入同比增加超四成，肾病学创新药培漠沙肽也表现良好，表明产品刚性需求强大。根据我们的了解，2023 年底的医保谈判中，恒沐没有降价，培漠沙肽的降幅也不大。考虑到这些产品近年上市处于销售放量期，我们预计 2024-26 年收入将稳健增长。3) 根据公司 2023 年四季度与 GSK (GSK US) 签订的协议，2024 年将就 ADC 药物 HS-20093 从 GSK 获得 1.85 亿美元首付款。除首付款以外，管理层表示按照目前的研发进度，公司有望从 2024-25 年起就 ADC 产品的研发进展从 GSK 获得里程碑付款。

目标价上调至 17.90 港元，给予“增持”评级

由于 2023 年盈利超预期，我们将 2024-25E 盈利分别上调 11.0%、10.9%。根据调整后 DCF 模型，目标价从 16.70 港元上调至 17.90 港元，对应 15.6% 上涨空间，维持“增持”评级。

风险提示：1) 新药研发慢于预期；2) 药价降幅大于预期；3) 新药推广效果差于预期。

主要财务数据 (12 月 31 日年结，百万人民币) (更新至 2024 年 3 月 27 日)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	9,382	10,104	12,053	13,662	14,294
增长率 (%)	(5.6)	7.7	19.3	13.3	4.6
股东净利润	2,584	3,278	3,780	4,232	4,482
增长率 (%)	-4.8	26.9	15.3	12.0	5.9
每股盈利 (人民币)	0.44	0.55	0.64	0.71	0.76
市盈率 (倍)	32.7	25.8	22.4	20.0	18.9
每股股息 (人民币)	0.12	0.11	0.13	0.14	0.15
股息率 (%)	0.72	0.66	0.75	0.85	0.90
每股净资产 (人民币)	3.8	4.4	4.8	5.3	6.0
市净率 (倍)	3.8	3.3	3.0	2.7	2.4

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

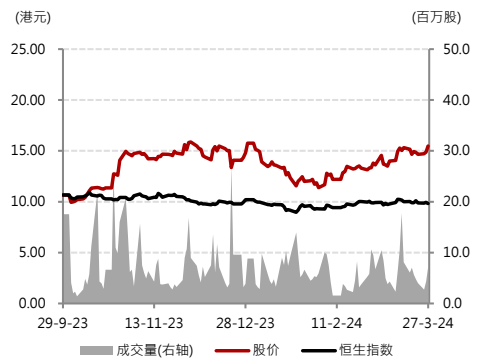
评级：增持

目标价：17.90 港元

股票资料 (更新至 2024 年 3 月 27 日)

现价	15.48 港元
总市值	91,848.26 百万港元
流通股比例	18.24%
已发行总股本	5,933.35 百万
52 周价格区间	9.41-17.24 港元
3 个月日均成交额	83.05 百万港元
主要股东	钟慧娟主席 (占 65.73%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

2024 年 1 月 2 日：翰森制药 (3692 HK)：医保谈判顺利，与全球巨头合作将夯实竞争力

分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk
Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 盈利预测调整 (年结: 12 月 31 日, 百万人民币)

	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
	旧预测	旧预测	新预测	新预测	变动幅度	变动幅度
总收入	12,047	13,648	12,053	13,662	0.04	0.1
总销售成本	(1,430)	(1,620)	(1,230)	(1,394)	(14.0)	(14.0)
毛利	10,617	12,028	10,823	12,268	1.9	2.0
销售及分销开支	(4,459)	(5,051)	(4,212)	(4,775)	(5.5)	(5.5)
行政开支	(767)	(869)	(847)	(960)	10.4	10.4
研发开支	(2,174)	(2,463)	(2,447)	(2,773)	12.5	12.6
经营溢利	3,217	3,645	3,317	3,760	3.1	3.2
其他收入与收益	742	792	1,063	1,136	43.4	43.4
财务成本	0	0	(67)	(67)	不适用	不适用
除税前盈利	3,959	4,437	4,314	4,830	9.0	8.9
所得税开支	(554)	(621)	(534)	(597)	(3.7)	(3.8)
年内溢利	3,405	3,816	3,780	4,232	11.0	10.9
非控制权益	0	0	0	0	不适用	不适用
股东净利润	3,405	3,816	3,780	4,232	11.0	10.9

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: DCF 模型 (年结: 12 月 31 日, 百万人民币)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	4,381	4,896	5,181	5,950	6,870	7,906	9,064	10,519	11,615	12,465
加: 折旧及摊销	387	401	423	502	543	625	716	582	643	657
减: 税费	(534)	(597)	(633)	(726)	(838)	(965)	(1,106)	(1,283)	(1,417)	(1,521)
营运资本变动	(413)	(664)	324	372	430	495	567	658	727	780
资本开支	(404)	(458)	(479)	(572)	(619)	(713)	(817)	(664)	(733)	(749)
自由现金流	4,243	4,907	4,169	4,781	5,525	6,358	7,290	8,495	9,381	10,071
税后债务成本	2.6%									
无风险利率	2.6%									
风险溢价	8.5%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	11.1%									
加权平均资本成本	9.3%									
永续增长	4.0%									
股权价值 (港币)	106,210									
每股内涵价值 (港元)	17.90									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3: 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港元)

		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	8.4%	19.15	19.92	20.87	22.05	23.58
	8.9%	17.94	18.54	19.27	20.16	21.29
	9.3%	16.86	17.34	17.90	18.58	19.42
	9.8%	15.95	16.33	16.77	17.30	17.94
	10.3%	15.13	15.44	15.79	16.20	16.69

来源: 中泰国际研究部预测

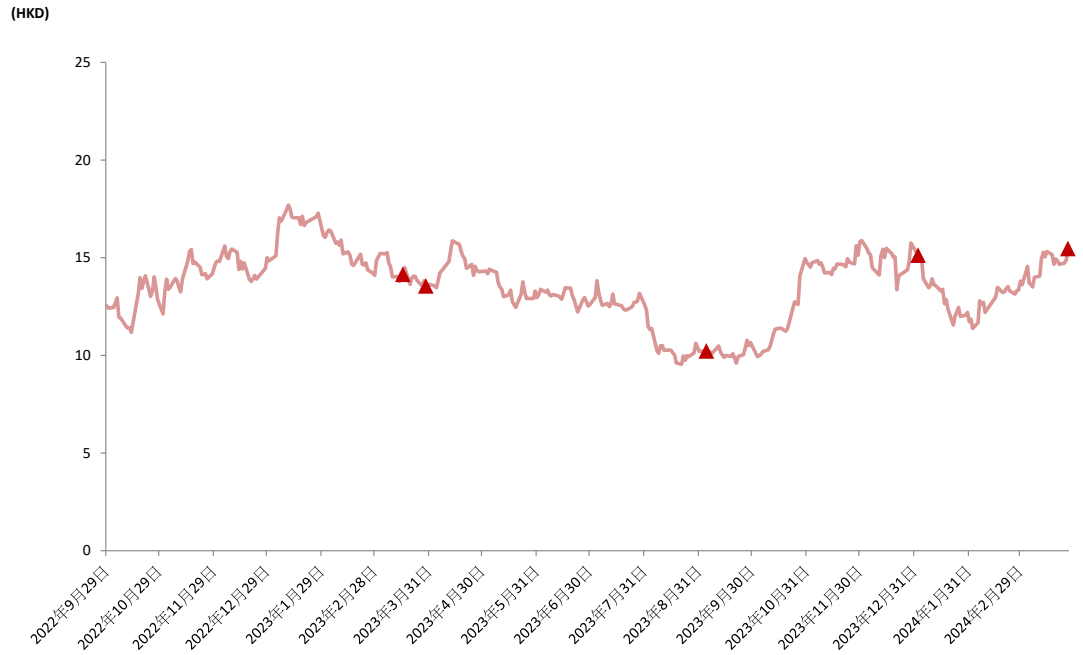
图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 单位: 百万人民币)

损益表	2022	2023	2024E	2025E	2026E	现金流量表	2,022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	9,382	10,104	12,053	13,662	14,294	税前溢利	2,948	3,766	4,314	4,830	5,115
里程碑收入	0	700	1,323	220	250	折旧及摊销	345	369	387	401	423
货品销售	9,382	9,404	10,730	13,442	14,044	营运资金变动	(306)	247	(413)	(664)	324
总销售成本	(867)	(1,031)	(1,230)	(1,394)	(1,458)	已付税款	(324)	(489)	(534)	(597)	(633)
毛利	8,515	9,073	10,823	12,268	12,835	其他	78	(1,056)	(1,285)	(970)	(81)
销售分销开支	(3,550)	(3,531)	(4,212)	(4,775)	(4,995)	经营活动现金净额	2,741	2,837	2,470	2,999	5,148
行政开支	(597)	(710)	(847)	(960)	(1,004)	购买物业厂房及设	(273)	(183)	(404)	(458)	(479)
研发开支	(1,693)	(2,097)	(2,447)	(2,773)	(2,902)	其他	(5,662)	1,165	848	890	(10)
经营溢利	2,674	2,735	3,317	3,760	3,934	投资活动现金净额	(5,935)	982	444	432	(489)
其他收入与其他	332	1,098	1,063	1,136	1,247	贷款变动	0	0	0	0	0
收益						已付股息	(712)	(653)	(753)	(843)	(893)
财务成本	(58)	(67)	(67)	(67)	(67)	其他	(106)	0	0	0	0
除税前溢利	2,948	3,766	4,314	4,830	5,115	融资活动现金净额	(818)	(653)	(753)	(843)	(893)
所得税开支	(365)	(489)	(534)	(597)	(633)	年初现金及现金等价物	6,719	2,666	5,832	7,993	10,582
年内溢利	2,584	3,278	3,780	4,232	4,482	汇率变动净影响	(41)	0	0	0	0
非控制权益	0	0	0	0	0	现金及现金等价物增加/	(4,012)	3,166	2,161	2,588	3,767
股东净利润	2,584	3,278	3,780	4,232	4,482	(减少) 净额					
EBIT	3,007	3,833	4,381	4,896	5,181	年末现金及现金等价物	2,666	5,832	7,993	10,582	14,348
EBITDA	3,331	4,182	4,750	5,281	5,589						
资产负债表						重要指标					
存货	448	576	641	738	705	增长率 (%)					
贸易应收款项及	3,578	3,214	3,682	4,134	4,043	收入	(5.6)	7.7	19.3	13.3	4.6
应收票据						毛利	(6.1)	6.5	19.3	13.3	4.6
现金	17,615	22,435	24,447	27,036	30,802	股东净利润	(4.8)	26.9	15.3	12.0	5.9
其他流动资产	4,190	2,659	2,659	2,659	2,659	盈利能力 (%)					
流动资产	25,832	28,883	31,429	34,566	38,209	毛利率	90.8	89.8	89.8	89.8	89.8
物业厂房设备	3,196	3,045	3,142	3,296	3,458	净利润率	27.5	32.4	31.4	31.0	31.4
使用权资产	254	235	217	200	185	EBIT 利润率	32.0	37.9	36.3	35.8	36.3
无形资产	33	177	177	177	177	EBITDA 利润率	35.5	41.4	39.4	38.7	39.1
其他非流动资产	446	699	699	699	699	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
非流动资产	3,929	4,156	4,235	4,372	4,519	其他					
总资产	30,002	33,039	35,664	38,938	42,728	有效税率 (%)	12.4	13.0	12.4	12.4	12.4
贸易应付款项及	222	164	285	169	370	ROAE (%)	12.1	13.5	14.0	14.1	13.4
应付票据						ROAA (%)	9.0	10.4	11.0	11.3	11.0
其他应付款项及	2,266	2,376	2,376	2,376	2,376	存货周转率 (天)	180.6	181.2	180.6	180.6	180.6
应计费用						应收账款周转率 (天)	141.2	155.2	132.9	132.9	132.9
合同负债	25	38	38	38	38	应付账周转率 (天)	52.6	45.1	52.6	52.6	52.6
其他流动负债	106	4,285	4,285	4,285	4,285						
流动负债	2,620	6,863	6,984	6,868	7,069						
递延税项负债	351	255	255	255	255						
其他非流动负债	4,385	126	126	126	126						
非流动负债	4,735	381	381	381	381						
总负债	7,355	7,244	7,365	7,249	7,450						
股东权益	22,647	25,795	28,299	31,688	35,278						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	22,647	25,795	28,299	31,688	35,278						
净现金/(负债)	17,615	22,435	24,447	27,036	30,802						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

翰森制药 (3692 HK) 股价表现及评级时间表 (单位: 港元)



来源: 彭博, 中泰国际研究部

序号	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2023 年 3 月 16 日	HK\$14.20	买入 (首次覆盖)	HK\$16.80
2	2023 年 3 月 29 日	HK\$13.56	买入 (维持)	HK\$16.60
3	2023 年 9 月 5 日	HK\$10.24	买入 (维持)	HK\$13.00
4	2024 年 1 月 3 日	HK\$15.14	增持 (下调)	HK\$16.70
5	2024 年 3 月 28 日	HK\$15.48	增持 (维持)	HK\$17.90

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805