



# 翰森制药 (03692.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评  
证券研究报告

## ADC 授权增益利润，代谢、自免多管线蓄力中

### 业绩简评

2024年8月27日，公司发布中期业绩，1H24，公司营收/归母/扣非净利润 65.06/27.26/26.84 亿元，同比增长 44.17%/111.47%/118.39%。业绩好于预期。

### 点评

**创新药收入占比近八成，ADC 突破，净利润翻倍高增长。**(1) 业绩：公司 1H24 营收 65.06 亿元，同比增长 44.2%；其中，创新药及合作产品销售收入 50.32 亿元，同比增长 80.6%，在公司收入占比从 2023 年的 61.8% 上升到 2024 年的 77.4%。创新药中，肿瘤/抗感染/中枢神经系统/代谢等板块，分别收入 44.75/7.01/7.33/5.97 亿元，同比增长 68.8%/10.8%/11.3%/9.1%。(2) ADC (抗体偶联药物) 突破：公司 HS-20089 和 HS20093 两款 ADC 分别在 2023 年 10 月和 12 月，与 GSK (葛兰素史克公司) 签订合作协议，分别获得 8500 万美元和 1.85 亿美元首付款及未来数十亿美元里程碑款和商业化阶段的分级特许使用权费。(3) 公司 7 款创新药及其 9 项适应症均已被纳入国家医保目录。

**阿美乐拓展适应症；聚焦核心领域，肿瘤、代谢、自免管线丰富。**

(1) 公司核心品种阿美乐，是国产首个原研三代 EGFR-TKI (表皮生长因子受体-酪氨酸激酶抑制剂) 创新药。① 该药已获批治疗 EGFR-TKI 经治的 T790M 突变的 NSCLC (非小细胞肺癌)，以及一线治疗 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21 (L858R) 置换突变的 NSCLC 患者。② 2024 年 7 月和 8 月，阿美乐辅助治疗和含铂放疗后前述患者治疗的第三、第四个新适应症上市申请获得国家药监局受理。(2) 公司自研的 GLP-1 (胰高血糖素样肽-1)/GIP (葡萄糖依赖性促胰岛素多肽) 双重激动剂在 2024 年 ADA (美国糖尿病学会) 年会发布数据，安全性、降糖减重疗效良好。(3) 1H24，公司对外授权 BD (业务拓展) 收入 (来自 GSK) 1.85 亿美元，公司授权引进项目并入研发开支约 1.03 亿元。公司于 2024 年 3 月与 4 月，分别从普米斯、荃信生物引进 EGFR/c-met (表皮生长因子-细胞间质上皮转换因子受体) 双抗及治疗银屑病等的候选单抗 HS-20137。

### 盈利预测、估值与评级

根据公司 BD 进展以及院内销售产品面临院内调整压力等情况，我们调整公司盈利预测。下调公司 2024/25 年营收 2.61%/13.03% 至 116/119 亿元，预计 2026 年营收 137 亿元；上调 2024/25 归母净利润 22%/-13% 至 40/32 亿元 (因 2024 年有额外 BD 收入)，预计 2026 年归母净利润 39 亿元。维持“买入”评级。

### 风险提示

集采影响、新药研发不及预期以及竞争格局变化等风险。

医药组

分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (港币)：18.220 元

相关报告：

1. 《翰森制药公司点评：B7-H4 ADC 过百亿元授权 GSK》，2023.10.21



### 主要财务指标

| 项目             | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E   | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 9,382  | 10,104 | 11,638 | 11,871  | 13,651 |
| 营业收入增长率        | -5.56% | 7.69%  | 15.18% | 2.00%   | 15.00% |
| 归母净利润(百万元)     | 2,584  | 3,278  | 4,008  | 3,206   | 3,936  |
| 归母净利润增长率       | -4.76% | 26.85% | 22.28% | -20.00% | 22.76% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.44   | 0.55   | 0.68   | 0.54    | 0.66   |
| 每股经营性现金流净额     | 0.46   | 0.53   | 0.67   | 0.51    | 0.61   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 11.41% | 12.71% | 13.50% | 9.79%   | 10.76% |
| P/E            | 34.09  | 28.54  | 26.99  | 33.73   | 27.48  |
| P/B            | 3.88   | 3.63   | 3.64   | 3.30    | 2.96   |

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

|                   | 2021A        | 2022A        | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|-------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>     | <b>9,935</b> | <b>9,382</b> | <b>10,104</b> | <b>11,638</b> | <b>11,871</b> | <b>13,651</b> |
| 增长率               | 14.3%        | -5.6%        | 7.7%          | 15.2%         | 2.0%          | 15.0%         |
| 主营业务成本            | 870          | 867          | 1,031         | 931           | 1,306         | 1,502         |
| %销售收入             | 8.8%         | 9.2%         | 10.2%         | 8.0%          | 11.0%         | 11.0%         |
| 毛利                | 9,065        | 8,515        | 9,073         | 10,707        | 10,565        | 12,150        |
| %销售收入             | 91.2%        | 90.8%        | 89.8%         | 92.0%         | 89.0%         | 89.0%         |
| 营业税金及附加           | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| %销售收入             | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
| 销售费用              | 3,428        | 3,550        | 3,531         | 3,078         | 3,799         | 4,095         |
| %销售收入             | 34.5%        | 37.8%        | 34.9%         | 26.5%         | 32.0%         | 30.0%         |
| 管理费用              | 943          | 597          | 710           | 633           | 646           | 743           |
| %销售收入             | 9.5%         | 6.4%         | 7.0%          | 5.4%          | 5.4%          | 5.4%          |
| 研发费用              | 1,797        | 1,693        | 2,097         | 2,415         | 2,464         | 2,833         |
| %销售收入             | 18.1%        | 18.0%        | 20.8%         | 20.8%         | 20.8%         | 20.8%         |
| 息税前利润 (EBIT)      | 3,189        | 2,697        | 2,928         | 4,690         | 3,769         | 4,608         |
| %销售收入             | 32.1%        | 28.8%        | 29.0%         | 40.3%         | 31.8%         | 33.8%         |
| 财务费用              | -111         | -251         | -838          | 85            | 85            | 85            |
| %销售收入             | -1.1%        | -2.7%        | -8.3%         | 0.7%          | 0.7%          | 0.6%          |
| 投资收益              | 0            | -14          | -2            | 0             | 0             | 0             |
| %税前利润             | 0.0%         | -0.5%        | -0.1%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
| 营业利润              | 2,886        | 2,655        | 2,712         | 4,552         | 3,629         | 4,446         |
| 营业利润率             | 29.1%        | 28.3%        | 26.8%         | 39.1%         | 30.6%         | 32.6%         |
| 营业外收支             |              |              |               |               |               |               |
| 税前利润              | 3,300        | 2,948        | 3,766         | 4,605         | 3,684         | 4,522         |
| 利润率               | 33.2%        | 31.4%        | 37.3%         | 39.6%         | 31.0%         | 33.1%         |
| 所得税               | 587          | 365          | 489           | 598           | 478           | 587           |
| 所得税率              | 17.8%        | 12.4%        | 13.0%         | 13.0%         | 13.0%         | 13.0%         |
| 净利润               | 2,713        | 2,584        | 3,278         | 4,008         | 3,206         | 3,936         |
| 少数股东损益            | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>2,713</b> | <b>2,584</b> | <b>3,278</b>  | <b>4,008</b>  | <b>3,206</b>  | <b>3,936</b>  |
| 净利率               | 27.3%        | 27.5%        | 32.4%         | 34.4%         | 27.0%         | 28.8%         |

现金流量表(人民币 百万)

|                 | 2021A         | 2022A         | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润             | 2,713         | 2,584         | 3,278        | 4,008        | 3,206        | 3,936        |
| 少数股东损益          | 0             | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 非现金支出           | 15            | 119           | -784         | -53          | -55          | -77          |
| 非经营收益           |               |               |              |              |              |              |
| 营运资金变动          | -428          | -306          | 257          | 9            | -127         | -220         |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>2,577</b>  | <b>2,741</b>  | <b>3,116</b> | <b>3,964</b> | <b>3,024</b> | <b>3,639</b> |
| 资本开支            | -475          | -292          | -363         | -150         | -150         | -150         |
| 投资              | -2,095        | -5,846        | 648          | 0            | 0            | 0            |
| 其他              | 312           | 202           | 789          | -190         | 141          | 162          |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-2,259</b> | <b>-5,935</b> | <b>1,074</b> | <b>-340</b>  | <b>-9</b>    | <b>12</b>    |
| 股权募资            | 15            | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 债权募资            | 3,841         | -42           | -19          | 0            | 0            | 0            |
| 其他              | -439          | -776          | -735         | -85          | -85          | -85          |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>3,417</b>  | <b>-818</b>   | <b>-754</b>  | <b>-85</b>   | <b>-85</b>   | <b>-85</b>   |
| <b>现金净流量</b>    | <b>3,655</b>  | <b>-4,053</b> | <b>3,314</b> | <b>3,416</b> | <b>2,807</b> | <b>3,444</b> |

资产负债表(人民币 百万)

|                 | 2021A         | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金            | 6,719         | 2,666         | 5,981         | 9,397         | 12,204        | 15,647        |
| 应收款项            | 3,836         | 3,760         | 3,450         | 3,974         | 4,054         | 4,662         |
| 存货              | 410           | 448           | 576           | 520           | 729           | 839           |
| 其他流动资产          | 12,214        | 18,957        | 18,877        | 18,877        | 18,877        | 18,877        |
| 流动资产            | 23,179        | 25,832        | 28,883        | 32,768        | 35,863        | 40,024        |
| %总资产            | 85.3%         | 86.1%         | 87.4%         | 88.4%         | 89.0%         | 89.7%         |
| 长期投资            | 0             | 241           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 固定资产            | 3,225         | 3,196         | 3,045         | 3,145         | 3,245         | 3,345         |
| %总资产            | 11.9%         | 10.7%         | 9.2%          | 8.5%          | 8.1%          | 7.5%          |
| 无形资产            | 98            | 121           | 250           | 300           | 350           | 400           |
| 非流动资产           | 3,981         | 4,170         | 4,156         | 4,292         | 4,442         | 4,592         |
| %总资产            | 14.7%         | 13.9%         | 12.6%         | 11.6%         | 11.0%         | 10.3%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>27,160</b> | <b>30,002</b> | <b>33,039</b> | <b>37,059</b> | <b>40,305</b> | <b>44,616</b> |
| 短期借款            | 0             | 0             | 4,183         | 4,183         | 4,183         | 4,183         |
| 应付款项            | 248           | 222           | 164           | 259           | 363           | 417           |
| 其他流动负债          | 2,775         | 2,397         | 2,516         | 2,898         | 2,956         | 3,399         |
| 流动负债            | 3,024         | 2,620         | 6,863         | 7,340         | 7,502         | 8,000         |
| 长期贷款            | 3,743         | 4,283         | 40            | 40            | 40            | 40            |
| 其他长期负债          | 365           | 453           | 342           | 0             | 0             | 0             |
| 负债              | 7,131         | 7,355         | 7,244         | 7,379         | 7,542         | 8,039         |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>20,029</b> | <b>22,647</b> | <b>25,795</b> | <b>29,680</b> | <b>32,764</b> | <b>36,577</b> |
| 其中：股本           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 未分配利润           | 21,011        | 22,966        | 25,766        | 29,652        | 32,735        | 36,549        |
| 少数股东权益          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>27,160</b> | <b>30,002</b> | <b>33,039</b> | <b>37,059</b> | <b>40,305</b> | <b>44,616</b> |

比率分析

|               | 2021A   | 2022A   | 2023A  | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|---------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |        |         |         |         |
| 每股收益          | 0.46    | 0.44    | 0.55   | 0.68    | 0.54    | 0.66    |
| 每股净资产         | 3.38    | 3.82    | 4.35   | 5.00    | 5.52    | 6.16    |
| 每股经营现金净流      | 0.44    | 0.46    | 0.53   | 0.67    | 0.51    | 0.61    |
| 每股股利          | 0.07    | 0.09    | 0.19   | 0.19    | 0.21    | 0.22    |
| <b>回报率</b>    |         |         |        |         |         |         |
| 净资产收益率        | 13.54%  | 11.41%  | 12.71% | 13.50%  | 9.79%   | 10.76%  |
| 总资产收益率        | 9.99%   | 8.61%   | 9.92%  | 10.81%  | 7.95%   | 8.82%   |
| 投入资本收益率       | 11.03%  | 8.78%   | 8.49%  | 12.04%  | 8.87%   | 9.83%   |
| <b>增长率</b>    |         |         |        |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 14.33%  | -5.56%  | 7.69%  | 15.18%  | 2.00%   | 15.00%  |
| EBIT增长率       | 6.01%   | -15.41% | 8.54%  | 60.20%  | -19.64% | 22.24%  |
| 净利润增长率        | 5.61%   | -4.76%  | 26.85% | 22.28%  | -20.00% | 22.76%  |
| 总资产增长率        | 30.63%  | 10.46%  | 10.12% | 12.17%  | 8.76%   | 10.70%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |        |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 123.3   | 139.2   | 121.0  | 107.0   | 113.4   | 107.1   |
| 存货周转天数        | 146.7   | 178.1   | 178.7  | 211.9   | 172.2   | 188.0   |
| 应付账款周转天数      | 77.1    | 97.7    | 67.4   | 81.7    | 85.7    | 93.5    |
| 固定资产周转天数      | 95.4    | 123.2   | 111.2  | 95.7    | 96.9    | 86.9    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |        |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -24.81% | -2.10%  | -7.48% | -19.16% | -25.92% | -32.63% |
| EBIT利息保障倍数    | 60.4    | 46.4    | 43.9   | 55.0    | 44.2    | 54.0    |
| 资产负债率         | 26.26%  | 24.51%  | 21.93% | 19.91%  | 18.71%  | 18.02%  |

来源：公司年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                               | 深圳                                     |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                  | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn        | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                        | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究