

香港股市 | 医药

翰森制药 (3692 HK)

2024 年上半年业绩超预期，肿瘤药引领快速增长

2024 年上半年业绩超预期

公司上半年营业收入同比增加 44.2% 至约 65.06 亿元（人民币，下同）。剔除约 14.0 亿的项目首付款后，主营业务药品销售业务的收入同比增加 13.8% 至 51.0 亿元。分品类看，代谢及其他疾病业务的收入同比减少 8.7%，抗肿瘤、抗感染、中枢神经业务的收入分别同比增加 75.1%、16.6%、4.6%。虽然代谢及其他疾病业务与中枢神经业务的收入略逊预期，但占药品销售业务收入 87.1% 的肿瘤药业务收入超预期，导致公司上半年总收入略超预期。利润层面，公司上半年股东净利润同比大增 111.5% 至 27.3 亿元并超越预期，主因：1) 肿瘤药业务的快速增长等原因导致毛利率同比上升 3.0 个百分点；2) 销售费用占公司药品销售收入的比例同比下降 3.5 个百分点。

肿瘤药业务将维持快速增长，上调 2024-26E 盈利预测

由于 2024 年上半年收入略超预期，我们将 2024 年收入预测上调 2.2%。考虑到目前中枢神经及代谢及其他疾病业务的销售情况略差于预期，我们将 2025-26E 收入预测分别下调 4.1%、0.1%。虽然如此，我们将 2024-26E 股东净利润的预测分别上调 5.5%、0.1%、4.6%，基于：1) 通常毛利率较高的肿瘤药收入将维持较快增长；管理层表示肿瘤药板块的主要产品阿美乐上半年收入快速增长，按目前情况阿美乐 2024 年有望实现两成以上的销售增长，而且阿美乐在肺癌辅助治疗方面的新适应症上市申请也已获受理，未来有望带来新增量。我们预计肿瘤药板块的收入将从 2023 年的 61.6 亿元增加至 26 年的 90.8 亿元，2023-26E CAGR 为 13.8%，我们将 2024-26E 毛利率预测分别上调 0.3-0.8 个百分点。2) 根据 2024 年上半年情况，我们将公司 2024-26E 销售费用预测分别下调 10.9%、9.1%、3.7%。

目标价上调至 23.40 港元，给予“买入”评级

由于盈利预测的上调，我们调整 DCF 模型并将目标价从 17.90 港元上调至 23.40 港元，评级从“增持”上调至“买入”。

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 8 月 27 日)

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 | 9,382 | 10,104 | 12,275 | 13,095 | 14,276 |
| 增长率 (%) | (5.6) | 7.7 | 21.5 | 6.7 | 9.0 |
| 股东净利润 | 2,584 | 3,278 | 3,987 | 4,254 | 4,704 |
| 增长率 (%) | -4.8 | 26.9 | 21.6 | 6.7 | 10.6 |
| 每股盈利 (人民币) | 0.44 | 0.55 | 0.67 | 0.72 | 0.79 |
| 市盈率 (倍) | 38.2 | 30.2 | 24.8 | 23.2 | 21.0 |
| 每股股息 (人民币) | 0.12 | 0.11 | 0.13 | 0.14 | 0.16 |
| 股息率 (%) | 0.60 | 0.55 | 0.67 | 0.72 | 0.79 |
| 每股净资产 (人民币) | 3.8 | 4.4 | 4.9 | 5.5 | 6.1 |
| 市净率 (倍) | 4.4 | 3.8 | 3.4 | 3.0 | 2.7 |

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

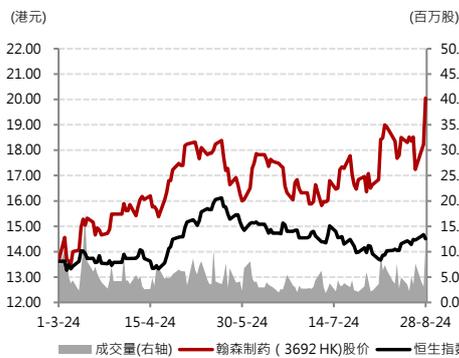
目标价：23.40 港元

股票资料 (更新至 2024 年 8 月 27 日)

| | |
|-----------|------------------|
| 现价 | 18.22 港元 |
| 总市值 | 119,009.78 百万港元 |
| 流通股比例 | 18.27% |
| 已发行总股本 | 5,935.65 百万 |
| 52 周价格区间 | 9.43-20.3 港元 |
| 3 个月日均成交额 | 67.31 百万港元 |
| 主要股东 | 钟慧娟主席 (占 65.70%) |

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

20240328: 翰森制药 (3692 HK): 创新药将引领收入稳健增长

20240102: 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

图表 1: 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 | 4,560 | 4,865 | 5,381 | 6,140 | 7,074 | 8,073 | 9,223 | 10,552 | 11,702 | 12,579 |
| 加: 折旧及摊销 | 413 | 380 | 369 | 505 | 545 | 622 | 711 | 569 | 631 | 646 |
| 减: 税费 | (563) | (600) | (664) | (758) | (873) | (996) | (1,138) | (1,302) | (1,444) | (1,553) |
| 营运资本变动 | (586) | 106 | (875) | (929) | (1,220) | (1,392) | (1,713) | (1,960) | (2,173) | (2,336) |
| 资本开支 | (368) | (393) | (428) | (521) | (563) | (643) | (734) | (588) | (652) | (667) |
| 自由现金流 | 4,628 | 4,146 | 5,533 | 6,294 | 7,403 | 8,448 | 9,774 | 11,191 | 12,410 | 13,342 |
| 税后债务成本 | 2.6% | | | | | | | | | |
| 无风险利率 | 2.4% | | | | | | | | | |
| 风险溢价 | 8.5% | | | | | | | | | |
| 贝塔系数 | 1.0 | | | | | | | | | |
| 权益成本 | 10.9% | | | | | | | | | |
| 加权平均资本成本 | 9.2% | | | | | | | | | |
| 永续增长 | 4.0% | | | | | | | | | |
| 股权价值 (港币) | 138,895 | | | | | | | | | |
| 每股内涵价值 (港元) | 23.40 | | | | | | | | | |

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港元)

| | 港元 | 永续增长率 (%) | | | | |
|------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | | 3.0% | 3.5% | 4.0% | 4.5% | 5.0% |
| WACC | 8.3% | 25.08 | 26.24 | 27.66 | 29.46 | 31.80 |
| | 8.8% | 23.35 | 24.26 | 25.37 | 26.73 | 28.46 |
| | 9.2% | 21.82 | 22.54 | 23.40 | 24.44 | 25.73 |
| | 9.7% | 20.52 | 21.10 | 21.78 | 22.59 | 23.57 |
| | 10.2% | 19.37 | 19.83 | 20.37 | 21.00 | 21.75 |
| | | | | | | |

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)

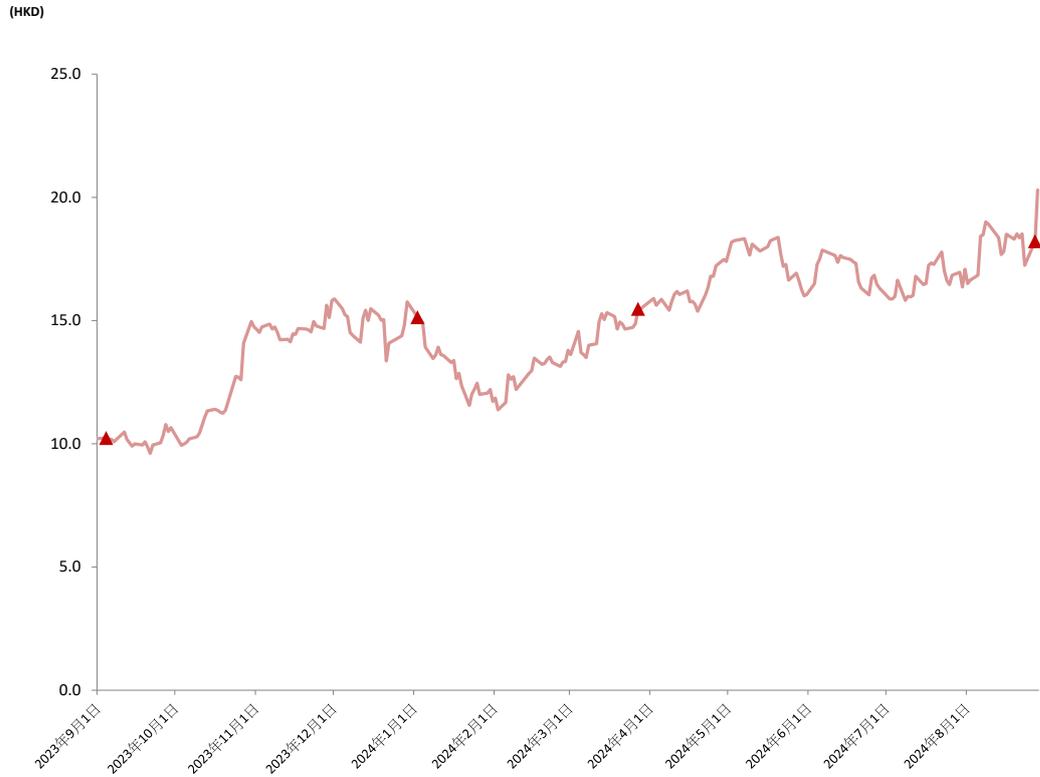
| 损益表 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 总收入 | 9,382 | 10,104 | 12,275 | 13,095 | 14,276 | 税前溢利 | 2,948 | 3,766 | 4,550 | 4,854 | 5,368 |
| 里程碑收入 | 0 | 700 | 1,402 | 220 | 250 | 折旧及摊销 | 345 | 366 | 413 | 380 | 369 |
| 货品销售 | 9,382 | 9,404 | 10,872 | 12,875 | 14,026 | 营运资金变动 | -306 | 257 | -586 | 106 | -875 |
| 总销售成本 | -867 | -1,031 | -1,214 | -1,229 | -1,356 | 已付税款 | -324 | -590 | -563 | -600 | -664 |
| 毛利 | 8,515 | 9,073 | 11,061 | 11,866 | 12,920 | 其他 | 78 | -684 | -522 | -1,062 | -1,043 |
| 销售及分销开支 | -3,550 | -3,531 | -3,740 | -4,339 | -4,811 | 经营活动现金净额 | 2,741 | 3,116 | 3,292 | 3,679 | 3,156 |
| 行政开支 | -597 | -710 | -787 | -893 | -990 | 购买物业, 厂房及设备 | -273 | -220 | -368 | -393 | -428 |
| 研发开支 | -1,693 | -2,097 | -2,549 | -2,881 | -2,855 | 其他 | -5,662 | 1,294 | 543 | 1,020 | 1,017 |
| 经营溢利 | 2,674 | 2,735 | 3,985 | 3,753 | 4,263 | 投资活动现金净额 | -5,935 | 1,074 | 175 | 627 | 589 |
| 其他收入与收益 | 332 | 1,098 | 574 | 1,112 | 1,117 | 贷款变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务成本 | -58 | -67 | -10 | -10 | -12 | 已付股息 | -712 | -652 | -794 | -847 | -937 |
| 除税前溢利 | 2,948 | 3,766 | 4,550 | 4,854 | 5,368 | 其他 | -106 | -102 | -19 | -19 | -19 |
| 所得税开支 | -365 | -489 | -563 | -600 | -664 | 融资活动现金净额 | -818 | -754 | -813 | -866 | -956 |
| 年内溢利 | 2,584 | 3,278 | 3,987 | 4,254 | 4,704 | 年初现金 | 6,719 | 2,666 | 5,981 | 8,634 | 12,073 |
| 非控制权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 汇率变动的净影响 | -41 | -122 | 0 | 0 | 0 |
| 股东净利润 | 2,584 | 3,278 | 3,987 | 4,254 | 4,704 | 现金增加/(减少) 净额 | -4,012 | 3,437 | 2,654 | 3,439 | 2,789 |
| EBIT | 3,007 | 3,833 | 4,560 | 4,865 | 5,381 | 年末现金 | 2,666 | 5,981 | 8,634 | 12,073 | 14,862 |
| EBITDA | 3,351 | 4,199 | 4,973 | 5,245 | 5,750 | | | | | | |

| 资产负债表 | | | | | | 重要指标 | | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 存货 | 448 | 576 | 625 | 591 | 751 | 增长率 (%) | | | | | |
| 应收款及票据 | 3,578 | 3,214 | 3,809 | 3,683 | 4,484 | 收入 | -5.6 | 7.7 | 21.5 | 6.7 | 9.0 |
| 现金 | 17,615 | 22,435 | 25,088 | 28,528 | 31,316 | 毛利 | -6.1 | 6.5 | 21.9 | 7.3 | 8.9 |
| 其他流动资产 | 4,190 | 2,659 | 2,659 | 2,659 | 2,659 | 股东净利润 | -4.8 | 26.9 | 21.6 | 6.7 | 10.6 |
| 流动资产 | 25,832 | 28,883 | 32,181 | 35,460 | 39,210 | 盈利能力 (%) | | | | | |
| 物业厂房设备 | 3,196 | 3,045 | 3,086 | 3,158 | 3,259 | 毛利率 | 90.8 | 89.8 | 90.1 | 90.6 | 90.5 |
| 使用权资产 | 254 | 235 | 216 | 198 | 182 | 净利率率 | 27.5 | 32.4 | 32.5 | 32.5 | 33.0 |
| 无形资产 | 33 | 177 | 111 | 111 | 111 | EBIT 利润率 | 32.0 | 37.9 | 37.1 | 37.1 | 37.7 |
| 其他非流动资产 | 446 | 699 | 699 | 699 | 699 | EBITDA 利润率 | 35.7 | 41.6 | 40.5 | 40.1 | 40.3 |
| 非流动资产 | 3,929 | 4,156 | 4,111 | 4,165 | 4,250 | 净负债率 (%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 总资产 | 30,002 | 33,039 | 36,292 | 39,626 | 43,460 | 其他 | | | | | |
| 贸易应付款项及应付票据 | 222 | 164 | 222 | 168 | 253 | 有效税率 (%) | 12.4 | 13.0 | 12.4 | 12.4 | 12.4 |
| 其他应付款项及应计费用 | 2,266 | 2,376 | 2,376 | 2,376 | 2,376 | ROAE (%) | 12.1 | 13.5 | 14.6 | 13.9 | 13.7 |
| 合同负债 | 25 | 38 | 38 | 38 | 38 | ROAA (%) | 9.0 | 10.4 | 11.5 | 11.2 | 11.3 |
| 其他流动负债 | 106 | 4,285 | 4,285 | 4,285 | 4,285 | 存货周转率 (天) | 180.6 | 181.2 | 180.6 | 180.6 | 180.6 |
| 流动负债 | 2,620 | 6,863 | 6,921 | 6,867 | 6,952 | 应收账款周转率 (天) | 141.2 | 155.2 | 132.9 | 132.9 | 132.9 |
| 递延税项负债 | 351 | 255 | 255 | 255 | 255 | 应付账周转率 (天) | 52.6 | 45.1 | 45.1 | 45.1 | 45.1 |
| 其他非流动负债 | 4,385 | 126 | 107 | 89 | 70 | | | | | | |
| 非流动负债 | 4,735 | 381 | 362 | 344 | 325 | | | | | | |
| 总负债 | 7,355 | 7,244 | 7,284 | 7,210 | 7,277 | | | | | | |
| 股东权益 | 22,647 | 25,795 | 29,009 | 32,415 | 36,183 | | | | | | |
| 非控股权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 总权益 | 22,647 | 25,795 | 29,009 | 32,415 | 36,183 | | | | | | |
| 净现金/(负债) | 17,615 | 22,435 | 25,088 | 28,528 | 31,316 | | | | | | |

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 | 报告收市价 | 评级变动 | 目标价 |
|----|------------|-----------|---------|-----------|
| 1 | 2023年9月5日 | HK\$10.24 | 买入 (维持) | HK\$13.00 |
| 2 | 2024年1月3日 | HK\$15.14 | 增持 (下调) | HK\$16.70 |
| 3 | 2024年3月28日 | HK\$15.48 | 增持 (维持) | HK\$17.90 |
| 4 | 2024年8月29日 | HK\$18.22 | 买入 (上调) | HK\$23.40 |

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提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