

2024 年 12 月 29 日

翰森制药 (03692. HK)

投资评级：买入（维持）

——首付款 1.12 亿美元授予默沙东临床前口服 GLP-1

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024 年 12 月 27 日

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价 (港元) | 17.80 |
| 一年内最高/最低 (港元) | 22.80/11.18 |
| 总市值 (百万港元) | 105,654.57 |
| 流通市值 (百万港元) | 105,654.57 |
| 资产负债率 (%) | 11.90 |

资料来源：聚源数据

投资要点：

➤ **事件：**2024 年 12 月 18 日，翰森制药授予默沙东其在研口服小分子 GLP-1 受体激动剂的全球独家许可权。根据协议，翰森制药将获得 **1.12 亿美元的首付款**，并有资格根据候选药物的开发、注册审批和商业化进展获得**最高 19 亿美元的里程碑付款**，同时还将获得基于产品销售的特许权使用费。在特定条件下，**翰森制药可能会在中国共同推广或独家商业化 HS-10535。**

默沙东在心脏代谢疾病领域具有公认的领导地位，公司在新闻稿中表示，通过这一协议，默沙东将基于对肠促胰岛素生物学的研究经验，评估 HS-10535 的潜力，**包括其在减重以外提供额外心脏代谢益处的可能性。**

➤ **口服小分子 GLP-1 赛道已经完成多项重磅 License-out 交易。**2024 年 5 月，恒瑞医药通过 NewCo 创新出海方式，将 3 款 GLP-1 产品组合授予美国 Hercules 公司，交易总价高达 60 亿美元，同时获得 Hercules 公司 19.9% 的股权。2023 年 11 月，诚益生物小分子 GLP-1 受体激动剂授权给阿斯利康，诚益生物获得 1.85 亿美元首付款以及有望获得高达 18.25 亿美元里程碑付款。

➤ **公司创新收入高速增长，转型成果显著，管线价值全球化考量。**公司 24H1 经营性收入 51.03 亿元，实现+13.83%，目前公司管理经营费用趋于稳定，经营性利润实现同比高增长，创新驱动成效显著。24H1 创新药与合作产品销售收入 50.32 亿元，同比增长 80.6%，其占收入比重已达到 77.4%。若扣除 13 亿元首付款，24H1 创新药纯销售收入约 37.2 亿元，同比增长约 33.6%，占经营性收入超 70%。近年来，阿美替尼新适应症、B7-H3 ADC、GLP-1/GIP 受体双重激动剂、TYK2 抑制剂、P2X3 拮抗剂、OX2R 拮抗剂等前沿管线均有积极进展，公司管线价值已过渡到全球化考量体系。

➤ **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年总营收分别为 119.07、133.28、148.36 亿元。预计公司本次授权交易 1.12 亿美元首付款于 2025 年确认，因此预计 2024-2026 年净利润分别为 40.10、41.80、43.17 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25/24/23 倍。鉴于公司创新管线丰富，全球化进展顺利，维持公司“买入”评级。

➤ **风险提示。**临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险等

盈利预测与估值 (人民币)

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 9,382.49 | 10,105.19 | 11,906.68 | 13,328.07 | 14,836.12 |
| 同比增长率 (%) | -5.6% | 7.7% | 17.8% | 11.9% | 11.3% |
| 归母净利润 (百万元) | 2,583.75 | 3,277.50 | 4,010.27 | 4,179.86 | 4,317.26 |
| 同比增长率 (%) | -4.8% | 26.9% | 22.4% | 4.2% | 3.3% |
| 每股收益 (元/股) | 0.44 | 0.55 | 0.68 | 0.70 | 0.73 |
| ROE (%) | 11.4% | 12.7% | 13.5% | 12.4% | 11.4% |
| 市盈率 (P/E) | 31.70 | 26.94 | 24.77 | 23.76 | 23.00 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

| 损益表 | | | | | 资产负债表 | | | | |
|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位：人民币(百万) | | | | | 单位：人民币(百万) | | | | |
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 10,104 | 11,907 | 13,328 | 14,836 | 货币资金 | 5,981 | 8,861 | 12,336 | 15,692 |
| 增长率 | 7.7% | 17.8% | 11.9% | 11.3% | 应收款项 | 3,450 | 3,546 | 3,599 | 3,594 |
| 营业成本 | 1,031 | 1,072 | 1,200 | 1,335 | 存货 | 576 | 625 | 700 | 779 |
| %销售收入 | 10.2% | 9.0% | 9.0% | 9.0% | 其他流动资产 | 18,877 | 19,927 | 20,877 | 21,727 |
| 毛利 | 9,073 | 10,835 | 12,129 | 13,501 | 流动资产 | 28,883 | 32,959 | 37,511 | 41,791 |
| %销售收入 | 89.8% | 91.0% | 91.0% | 91.0% | 权益性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收入 | 1 | 0 | 0 | 0 | 固定资产 | 3,045 | 2,922 | 2,815 | 2,723 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 无形资产 | 250 | 234 | 225 | 222 |
| 销售费用 | 3,531 | 3,870 | 4,398 | 4,822 | 非流动资产 | 4,156 | 4,117 | 4,101 | 4,106 |
| %销售收入 | 34.9% | 32.5% | 33.0% | 32.5% | 资产总计 | 33,039 | 37,076 | 41,612 | 45,896 |
| 管理费用 | 710 | 774 | 866 | 964 | 应付款项 | 164 | 119 | 100 | 74 |
| %销售收入 | 7.0% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 短期借款 | 4,183 | 4,283 | 4,483 | 4,583 |
| 研发费用 | 2,097 | 2,524 | 2,866 | 3,264 | 其他流动负债 | 2,516 | 2,619 | 2,932 | 2,967 |
| %销售收入 | 20.8% | 21.2% | 21.5% | 22.0% | 流动负债 | 6,863 | 7,022 | 7,515 | 7,625 |
| 财务费用 | -838 | -630 | -468 | -90 | 长期债务 | 40 | 30 | 15 | -5 |
| %销售收入 | -8.3% | -5.3% | -3.5% | -0.6% | 其他长期负债 | 342 | 342 | 342 | 342 |
| 息税前利润 (EBIT) | 2,928 | 3,980 | 4,336 | 4,816 | 非流动负债 | 381 | 371 | 356 | 336 |
| %销售收入 | 29.0% | 33.4% | 32.5% | 32.5% | 负债总计 | 7,244 | 7,393 | 7,872 | 7,961 |
| 投资收益 | -2 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司股东权益 | 25,795 | 29,683 | 33,740 | 37,935 |
| %税前利润 | -0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前利润 | 3,766 | 4,610 | 4,804 | 4,906 | 负债股东权益合计 | 33,039 | 37,076 | 41,612 | 45,896 |
| 利润率 | 37.3% | 38.7% | 36.0% | 33.1% | | | | | |
| 所得税 | 489 | 599 | 625 | 589 | 比率分析 | | | | |
| 所得税率 | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 12.0% | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 净利润(含少数股东损益) | 3,278 | 4,010 | 4,180 | 4,317 | 每股指标 | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.55 | 0.68 | 0.70 | 0.73 |
| 归属于母公司的净利润 | 3,278 | 4,010 | 4,180 | 4,317 | 每股净资产 | 4.35 | 5.00 | 5.68 | 6.39 |
| 增长率 | 26.9% | 22.4% | 4.2% | 3.3% | 每股经营现金净流 | 0.53 | 0.66 | 0.73 | 0.70 |
| 净利率 | 32.4% | 33.7% | 31.4% | 29.1% | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | 回报率 | | | | |
| | | | | | 净资产收益率 | 12.71% | 13.51% | 12.39% | 11.38% |
| | | | | | 总资产收益率 | 9.92% | 10.82% | 10.04% | 9.41% |
| | | | | | 投入资本收益率 | 8.49% | 10.18% | 9.87% | 9.97% |
| | | | | | 增长率 | | | | |
| | | | | | 营业收入增长率 | 7.69% | 17.84% | 11.94% | 11.31% |
| | | | | | EBIT增长率 | 8.54% | 35.92% | 8.96% | 11.06% |
| | | | | | 净利润增长率 | 26.85% | 22.36% | 4.23% | 3.29% |
| | | | | | 总资产增长率 | 10.12% | 12.22% | 12.23% | 10.30% |
| | | | | | 资产管理能力 | | | | |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 121.0 | 98.6 | 89.7 | 80.4 |
| | | | | | 存货周转天数 | 178.7 | 201.7 | 198.8 | 199.3 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 67.4 | 47.5 | 32.9 | 23.5 |
| | | | | | 固定资产周转天数 | 111.2 | 90.2 | 77.5 | 67.2 |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 流动比率 | 4.21 | 4.69 | 4.99 | 5.48 |
| | | | | | 速动比率 | 4.12 | 4.60 | 4.90 | 5.38 |
| | | | | | 净负债/股东权益 | -6.81% | -15.32% | -23.23% | -29.30% |
| | | | | | EBIT利息保障倍数 | 43.9 | 27.0 | 28.5 | 30.8 |
| | | | | | 资产负债率 | 21.93% | 19.94% | 18.92% | 17.35% |

| 现金流量表 | | | | |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位：人民币(百万) | | | | |
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 净利润 | 3,278 | 4,010 | 4,180 | 4,317 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 257 | -86 | 166 | -65 |
| 其他变动 | -418 | -10 | -41 | -73 |
| 经营活动现金流量净额 | 3,116 | 3,915 | 4,305 | 4,180 |
| 资本开支 | -363 | -40 | -55 | -70 |
| 投资 | 648 | -1,150 | -1,050 | -950 |
| 其他 | 789 | 336 | 365 | 395 |
| 投资活动现金流量净额 | 1,074 | -854 | -740 | -625 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -19 | 90 | 185 | 80 |
| 其他 | -735 | -148 | -152 | -157 |
| 筹资活动现金流量净额 | -754 | -58 | 33 | -77 |
| 现金净变动 | 3,314 | 2,881 | 3,475 | 3,355 |

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。