

## 创新驱动增长，管线蓄势待发，BD 持续发力

2025 年 03 月 23 日

➤ **营收利润高速增长。**2025 年 3 月 21 日，翰森制药发布 2024 年年度业绩公告，2024 年公司实现总收入 122.61 亿元，同比增长 21.3%，实现归母净利润 43.72 亿元，同比增长 33.4%。

➤ **创新驱动业绩增长成效显著。**2024 年公司创新药与合作产品收入约 94.77 亿元，同比增长 38.1%，占总收入比例进一步上升至 77.3%。分领域来看，肿瘤领域营收 81.22 亿元，占比 66.2%；抗感染领域营收 14.64 亿元，占比 11.9%；中枢神经领域营收 13.79 亿元，占比 11.3%；代谢及其它疾病营收 12.96 亿元，占比 10.6%。截至 2024 年底，公司所有创新药已获批适应症均已进入国家医保目录，看好公司已上市创新药产品在未来持续稳健增长。

➤ **大力投入研发，管线蓄势待发。**2024 年公司研发开支达到 27.02 亿元，同比增长 28.8%，占总收入比例为 22.0%。公司研发管线丰富，目前有 40 个候选药物的超过 60 项临床试验正在进行。2024 年公司有 3 项重点创新药进入 III 期临床，包括 HS-20093 (B7-H3 ADC) 治疗小细胞肺癌、HS-20094 (GLP-1/GIP 双靶点激动剂) 治疗肥胖或超重、以及 HS-10374 (TYK2 抑制剂) 治疗银屑病。此外公司还有 6 款自研创新药和 2 款引进创新药首次进入到临床阶段，包括四代 EGFR-TKI、口服 GLP-1 小分子、CDH6 ADC、CDH17 ADC 等。建议关注公司研发管线进展，看好新产品及新适应获批为公司带来新的增长动力。

➤ **BD 合作持续发力，口服 GLP-1 小分子授权默沙东。**公司在 BD 方面持续发力，2024 年合作收入达到 15.73 亿元，其中包括公司 2023 年 12 月与 GSK 达成的 HS-20093 授权的 1.85 亿美金首付款。2024 年 12 月公司的口服小分子 GLP-1 受体激动剂的全球独家权益授权默沙东，公司获得 1.12 亿美元首付款及最高 19 亿美元里程碑付款。此外，在产品引进方面，2024 年 3 月公司与普米斯就 EGFR/c-MET 双抗 ADC 的全球权益再次达成合作，2024 年 4 月从全新生物引进 IL-23p19 单抗的大中国区权益，2024 年 8 月从麓鹏制药引进 BTK 非肿瘤适应症的大中华区权益。

➤ **投资建议：**公司创新驱动成效显著，2024 年实现营收利润的高速增长，看好创新管线推进与 BD 持续发力进一步提供业绩增长动能。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 139.74 亿元、160.90 亿元、188.28 亿元，归母净利润分别为 48.52 亿元、56.27 亿元、66.90 亿元，对应 PE 分别为 25 倍、21 倍、18 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险，产品研发不及预期风险，审批要求变化风险，集采政策、医保政策、准入政策变化的风险，海外法律及监管风险。

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 20.10 港元



**分析师 王班**

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

**分析师 王维肖**

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@mszq.com

### 相关研究

1.翰森制药 (3692.HK) 首次覆盖报告：自研+BD 双轮驱动，创新转型已见成效-2024/11/26

### 盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,261	13,974	16,090	18,828
增长率(%)	21.3	14.0	15.1	17.0
归母净利润	4,372	4,852	5,627	6,690
增长率(%)	33.4	11.0	16.0	18.9
EPS	0.74	0.82	0.95	1.13
P/E	27	25	21	18
P/B	4.2	3.8	3.3	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 3 月 21 日收盘价，汇率 1HKD=0.93RMB)

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>27,442</b>	<b>30,752</b>	<b>35,764</b>	<b>41,837</b>
现金及现金等价物	2,323	5,075	9,379	14,567
应收账款及票据	3,170	3,613	4,160	4,868
存货	651	734	854	979
其他	21,298	21,331	21,371	21,424
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,216</b>	<b>4,261</b>	<b>4,294</b>	<b>4,322</b>
固定资产	2,805	2,830	2,853	2,873
商誉及无形资产	688	708	718	725
其他	724	724	724	724
<b>资产合计</b>	<b>31,658</b>	<b>35,014</b>	<b>40,058</b>	<b>46,159</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,695</b>	<b>3,023</b>	<b>3,483</b>	<b>4,069</b>
短期借贷	41	0	0	0
应付账款及票据	218	246	286	327
其他	2,436	2,777	3,197	3,742
<b>非流动负债合计</b>	<b>283</b>	<b>283</b>	<b>283</b>	<b>283</b>
长期借贷	0	0	0	0
其他	283	283	283	283
<b>负债合计</b>	<b>2,978</b>	<b>3,305</b>	<b>3,766</b>	<b>4,352</b>
普通股股本	0	0	0	0
储备	28,680	31,708	36,293	41,808
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>28,680</b>	<b>31,708</b>	<b>36,293</b>	<b>41,808</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>28,680</b>	<b>31,708</b>	<b>36,293</b>	<b>41,808</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>31,658</b>	<b>35,014</b>	<b>40,058</b>	<b>46,159</b>

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>4,542</b>	<b>5,194</b>	<b>6,107</b>
净利润	NA	4,852	5,627	6,690
少数股东权益	NA	0	0	0
折旧摊销	NA	405	417	423
营运资金变动及其他	NA	-714	-850	-1,005
<b>投资活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>74</b>	<b>153</b>	<b>256</b>
资本支出	NA	-450	-450	-450
其他投资	NA	524	603	706
<b>筹资活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>-1,865</b>	<b>-1,043</b>	<b>-1,175</b>
借款增加	NA	-41	0	0
普通股增加	NA	0	0	0
已付股利	NA	-1,823	-1,043	-1,175
其他	NA	-1	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>NA</b>	<b>2,752</b>	<b>4,304</b>	<b>5,188</b>

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

备注: 由于 2024 财年现金流量表数据尚未完全披露, 因此部分数据暂用 NA 列示

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>12,261</b>	<b>13,974</b>	<b>16,090</b>	<b>18,828</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,105	1,246	1,449	1,661
销售费用	3,796	4,150	4,824	5,611
管理费用	713	812	935	1,094
研发费用	2,702	3,074	3,459	4,048
财务费用	7	-369	-452	-581
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	1,147	524	603	706
除税前利润	5,085	5,584	6,477	7,700
所得税	713	733	850	1,011
净利润	4,372	4,852	5,627	6,690
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,372</b>	<b>4,852</b>	<b>5,627</b>	<b>6,690</b>
EBIT	5,092	5,215	6,025	7,119
EBITDA	5,092	5,620	6,442	7,542
EPS (元)	0.74	0.82	0.95	1.13

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	21.35	13.97	15.14	17.02
归属母公司净利润	33.39	10.97	15.99	18.88
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	90.98	91.08	90.99	91.18
净利率	35.66	34.72	34.97	35.53
ROE	15.24	15.30	15.51	16.00
ROIC	15.24	14.29	14.42	14.79
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	9.41	9.44	9.40	9.43
净负债比率(%)	-7.96	-16.00	-25.84	-34.84
流动比率	10.18	10.17	10.27	10.28
速动比率	2.13	2.97	3.98	4.87
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.38	0.42	0.43	0.44
应收账款周转率	3.84	4.12	4.14	4.17
应付账款周转率	5.79	5.38	5.46	5.42
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.82	0.95	1.13
每股经营现金流	0.00	0.77	0.88	1.03
每股净资产	4.83	5.34	6.11	7.04
<b>估值比率</b>				
P/E	27	25	21	18
P/B	4.2	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	22.98	20.82	18.17	15.52

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048