

翰森制药 (03692.HK)

强烈推荐 (维持)

创新产品主导业绩高速增长, 对外合作彰显全球竞争力

消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 20.3 港元

翰森制药公布其 2024 年业绩, 公司 2024 年实现营业收入 122.61 亿元, 同比 +21.3%; 溢利 43.72 亿元, 同比 +33.4%; 派发末期股息 13.53 港仙/股。

基础数据

总股本 (百万股)	5936
香港股 (百万股)	5936
总市值 (十亿港元)	120.5
香港股市值 (十亿港元)	120.5
每股净资产 (港元)	4.8
ROE (TTM)	15.2
资产负债率	9.4%
主要股东	Sunrise Investment Advisors Limited
主要股东持股比例	65.7047%

□ 创新产品主导业绩高速增长, 抗肿瘤领域为公司收入占比最大领域。翰森制药 2024 年创新药物与合作产品销售收入 94.77 亿元, 同比 +38.1%, 收入占比提升至 77.3%; 剔除合作收入后创新药产品销售收入约 79.04 亿元, 同比增长 28.5%。分治疗领域看, 公司抗肿瘤领域销售产品收入 65.5 亿元, 同比 +19.7%; 中枢神经系统领域收入 13.8 亿元, 同比 +8.7%; 抗感染领域收入 14.6 亿元, 同比 +15.4%; 代谢及其他领域收入 13.0 亿元, 同比基本保持稳定。

股价表现



□ 费用控制良好, 研发支出不断提升。公司 2024 年毛利率水平为 91%, 同比增加 1.2 个百分点, 主要原因为公司创新药物与合作产品收入不断提升。销售及分销开支占产品收入占比为 35.5%, 同比减少 2 个百分点。行政开支占产品收入占比为 6.7%, 同比减少 0.9 个百分点。研发开支占产品收入占比 25.3%, 同比增加 3 个百分点, 绝对值达到 27.0 亿元。在研发进程推进方面, 公司 HS-20093 (B7-H3 ADC) 小细胞肺癌适应症进入 III 期临床阶段, HS-20094 (GLP-1/GIP 双靶点激动剂) 肥胖或超重适应症进入 III 期临床研究阶段, HS10374 (TYK2 抑制剂) 银屑病适应症进入 III 期临床研究阶段。

□ 持续进行对外合作, 彰显全球竞争力。公司 2024 年在对外合作方面, 于 3 月与普米斯扩大合作, 获得 HS-20122 (EGFR/cMET ADC) 在全球范围内开发、生产、商业化权益; 4 月与荃信生物合作, 获得 HS-20137 (IL-23p19 单抗) 中国开发、生产及商业化权益; 8 月与麓鹏制药达成合作, 获得 HS-10561 (BTKi) 非肿瘤适应症的中国开发、生产及商业化权益。同时公司于 12 月于默沙东达成合作, 给予默沙东 HS-10535 (口服小分子 GLP-1 受体激动剂) 全球独家许可权, 获得 1.12 亿美元首付款及最高 19 亿美元里程碑付款, 彰显公司产品的全球竞争力。

相关报告

- 《翰森制药 (03692) — 创新药收入占比再创新高, 自主研发与外部合作并举》2024-08-29
- 《翰森制药 (03692) — 创新药收入占比再创新高, ADC 项目授权出海》2024-03-27
- 《翰森制药 (03692) — B7-H4ADC 授权 GSK, 开启与 MNC 合作的国际化进程》2023-10-22

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们看好翰森制药创新产品持续放量带来的公司营业收入增长, 同时重点公司研发管线的未来兑现潜力与全球竞争力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 45.9 亿元、51.5 亿元、59.3 亿元, 同比 +5%、+12%、15%, 对应 PE 分别为 25x、22x、19x, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示: 研发不及预期风险、商业化不及预期风险、对外合作风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10105	12261	13714	15395	17378
同比增长	8%	21%	12%	12%	13%
营业利润(百万元)	2712	3945	4347	5003	5909
同比增长	2%	45%	10%	15%	18%
归母净利润(百万元)	3278	4372	4588	5152	5930
同比增长	27%	33%	5%	12%	15%
每股收益(元)	0.55	0.74	0.77	0.87	1.00
PE	34.5	25.9	24.6	21.9	19.1
PB	4.4	3.9	3.6	3.3	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
焦玉鹏 S1090523070004
jiaoyupeng@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28883	27442	30506	34247	38792
现金及现金等价物	5981	2323	4867	8048	11879
交易性金融资产	512	17	17	17	17
其他短期投资	18364	21046	21046	21046	21046
应收账款及票据	3214	3170	3545	3980	4493
其它应收款	236	235	262	295	332
存货	576	651	768	862	1024
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	4156	4216	4139	4069	4003
长期投资	685	702	702	702	702
固定资产	3045	2805	2728	2657	2592
无形资产	412	688	688	688	688
其他	14	21	21	21	21
资产总计	33039	31658	34646	38316	42795
流动负债	6863	2695	3091	3445	4054
应付账款	164	218	257	288	342
应交税金	227	207	207	207	207
短期借款	4183	41	0	0	0
其他	2289	2229	2627	2950	3505
长期负债	381	283	283	283	283
长期借款	40	0	0	0	0
其他	342	283	283	283	283
负债合计	7244	2978	3374	3728	4337
股本	0	0	0	0	0
储备	26012	28706	31298	34615	38484
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	25795	28680	31272	34588	38458
负债及权益合计	33039	31658	34646	38316	42795

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3116	2682	3725	4159	5037
净利润	3278	2726	4588	5152	5930
折旧与摊销	366	217	208	202	197
营运资本变动	257	168	(83)	(207)	(103)
其他非现金调整	(784)	(427)	(987)	(987)	(987)
投资活动现金流	1074	2369	869	869	869
资本性支出	(363)	(348)	(150)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	11	19	19	19	19
投资增减	3910	2366	0	0	0
其它	778	466	1000	1000	1000
筹资活动现金流	(754)	(4196)	(2050)	(1848)	(2074)
债务增减	(19)	(4193)	(41)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	652	0	1996	1835	2061
其它筹资	(83)	(4)	(13)	(13)	(13)
其它调整	(1304)	(0)	(3992)	(3670)	(4121)
现金净增加额	3314	816	2545	3180	3832

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	10105	12261	13714	15395	17378
主营业务收入	10104	12261	13714	15395	17378
营业成本	1031	1105	1303	1463	1738
毛利	9073	11155	12411	13933	15641
营业支出	6362	7210	8064	8929	9732
营业利润	2712	3945	4347	5003	5909
利息支出	67	7	13	13	13
利息收入	905	0	0	0	0
权益性投资损益	(2)	0	0	0	0
其他非经营性损益	120	1147	1000	1000	1000
非经常项目损益	98	0	0	0	0
除税前利润	3766	5085	5334	5990	6896
所得税	489	713	747	839	965
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	3278	4372	4588	5152	5930
EPS(元)	0.55	0.74	0.77	0.87	1.00

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	8%	21%	12%	12%	13%
营业利润	2%	45%	10%	15%	18%
净利润	27%	33%	5%	12%	15%
获利能力					
毛利率	89.8%	91.0%	90.5%	90.5%	90.0%
净利率	32.4%	35.7%	33.5%	33.5%	34.1%
ROE	12.7%	15.2%	14.7%	14.9%	15.4%
ROIC	10.8%	15.2%	14.7%	14.9%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	21.9%	9.4%	9.7%	9.7%	10.1%
净负债比率	12.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.2	10.2	9.9	9.9	9.6
速动比率	4.1	9.9	9.6	9.7	9.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
应收帐款周转率	2.8	3.6	3.8	3.8	3.8
应付帐款周转率	5.3	5.8	5.5	5.4	5.5
每股资料(元)					
每股收益	0.55	0.74	0.77	0.87	1.00
每股经营现金	0.53	0.45	0.63	0.70	0.85
每股净资产	4.35	4.83	5.27	5.83	6.48
每股股利	0.21	0.34	0.31	0.35	0.40
估值比率					
PE	34.5	25.9	24.6	21.9	19.1
PB	4.4	3.9	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA	27.9	21.5	20.6	18.4	16.1

资料来源：公司数据、招商证券 备注：由于公司暂未公布 24 年现金流量表数据，相关数据列数据为预测值

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。