

香港股市 | 医药

翰森制药（3692 HK）

肿瘤药引领业绩快速增长，产品出海进展顺利

2024 年盈利超预期

2024 年收入如期同比增加 21.3%至 122.6 亿元（人民币，下同，剔除里程碑收入后的货品销售收入同比增加 13.7%至 106.9 亿元），毛利率升 1.2 个百分点，销售费用与管理费用占货品销售收入的比例分别降 2.0、0.9 个百分点，股东净利润同比增加 33.4%并超预期。

阿美乐将引领肿瘤药业务的货品销售收入快速增加

肿瘤药板块占公司 2024 年货品销售收入的 61.2%。核心产品阿美乐销售表现靓丽，引领该板块 2024 年的货品销售收入同比增加 19.9%。阿美乐 2024 年底新增两项适应症入国家医保目录，今年 3 月又新增获批一项适应症，另有三项适应症的上市申请预计 25 年有望获批，因此预计阿美乐 2025-27E 销售收入将分别增加至 60.0、74.2 与 87.5 亿元，肿瘤药业务的货品销售收入将从 2024 年的约 65.5 亿元增加至 109.7 亿元，CAGR 为 18.8%。

恒沐将引领抗感染药物收入继续稳健增长

公司抗感染药物收入 2024 年同比增加 15.0%至 14.6 亿元，主因是肝炎药恒沐销售收入的快速增长。恒沐临床数据优异，2024 年获国家卫健委《原发性肝癌诊疗指南》（2024 年版）A 级推荐与中华医学会感染病学分会《肝衰竭诊治指南（2024 年版）》A2 级推荐，未来仍将引领抗感染药物收入稳健增长，预计该板块 2024-27E 收入 CAGR 为 12.3%。

默沙东合作将夯实公司代谢领域实力

公司于 2024 年底关于 GLP-1 受体激动剂 HS-10535 的开发及商业化与全球巨头默沙东（MRK US）达成合作。翰森授予默沙东开发、生产和商业化 HS-10535 的全球独家许可权，并将从默沙东获得 1.12 亿美元的首付款和最多 19 亿美元的里程碑付款，其中首付款 2025 年入账。我们认为，公司两年内连续与 GSK 与默沙东达成三项合作，研发能力广受认可，产品出海方面进展顺利，与默沙东的合作将夯实公司在代谢领域的实力。

长远看管线内多款重磅产品还将为公司带来新亮点

公司目前正进行 40 款创新药的研发，其中小细胞肺癌药 HS-20093、减肥药 HS-20094、银屑病药 HS-10374 已进入三期临床，这些领域药物需求广阔，如能获批前景值得期待。

上调目标价至 25.00 港元，维持“买入”评级

由于公司将从默沙东获得里程碑收入，我们将 2025-26E 收入预测分别上调 3.0%、3.4%，股东净利润预测上调 7.1%、2.4%。由于港股市况的好转，温和下调 DCF 模型中风险溢价假设。根据调整后 DCF 模型，目标价从 23.40 港元上调至 25.00 港元，维持“买入”评级。

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 2025 年 3 月 21 日）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	10,104	12,261	13,483	14,764	16,813
增长率（%）	7.7	21.3	10.0	9.5	13.9
股东净利润	3,278	4,372	4,558	4,816	6,013
增长率（%）	26.9	33.4	4.2	5.7	24.8
每股盈利（人民币）	0.55	0.74	0.77	0.81	1.01
市盈率（倍）	33.9	25.4	24.4	23.1	18.5
每股股息（人民币）	0.11	0.31	0.33	0.34	0.43
股息率（%）	0.51	1.45	1.51	1.60	2.00
每股净资产（人民币）	4.4	4.8	5.3	5.7	6.3
市净率（倍）	4.3	3.9	3.6	3.3	3.0

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

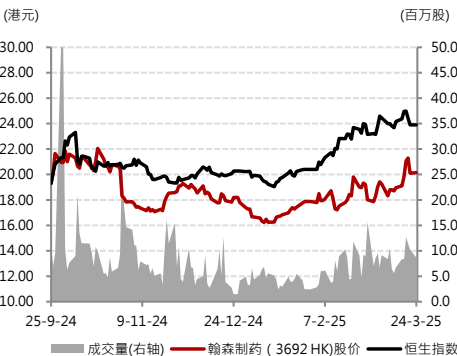
评级：买入

目标价：25.00 港元

股票资料（更新至 2025 年 3 月 21 日）

现价	20.10 港元
总市值	119,603.35 百万港元
流通股比例	18.78%
已发行总股本	5,935.65 百万
52 周价格区间	14.64-22.8 港元
3 个月日均成交额	116.40 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

20240829: 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

20240328: 翰森制药（3692 HK）:创新药将引领收入稳健增长

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）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	5,237	5,534	6,909	7,852	8,989	10,376	12,029	13,658	15,448	17,004
加：折旧及摊销	435	390	444	504	577	667	773	877	992	1092
减：税费	(680)	(718)	(896)	(1,019)	(1,166)	(1,346)	(1,561)	(1,772)	(2,004)	(2,206)
营运资本变动	(740)	(90)	(958)	(1,242)	(1,531)	(1,894)	(2,342)	(2,659)	(3,120)	(3,434)
资本开支	(404)	(443)	(504)	(573)	(656)	(757)	(878)	(997)	(1,128)	(1,241)
自由现金流	5,328	4,853	6,911	8,007	9,275	10,833	12,705	14,425	16,428	18,083
税后债务成本	2.6%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	10.4%									
加权平均资本成本	9.7%									
永续增长	4.0%									
股权价值（港币）	148,371									
每股内涵价值（港元）	25.00									

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）

港币		永续增长率				
WACC		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	8.8%	27.03	28.14	29.48	31.14	33.23
	9.2%	25.16	26.03	27.08	28.34	29.90
	9.7%	23.49	24.18	25.00	25.97	27.14
	10.2%	22.07	22.63	23.27	24.03	24.93
	10.7%	20.80	21.24	21.75	22.35	23.04
	11.3%	19.65	20.01	20.41	20.88	21.41

来源：中泰国际研究部预测

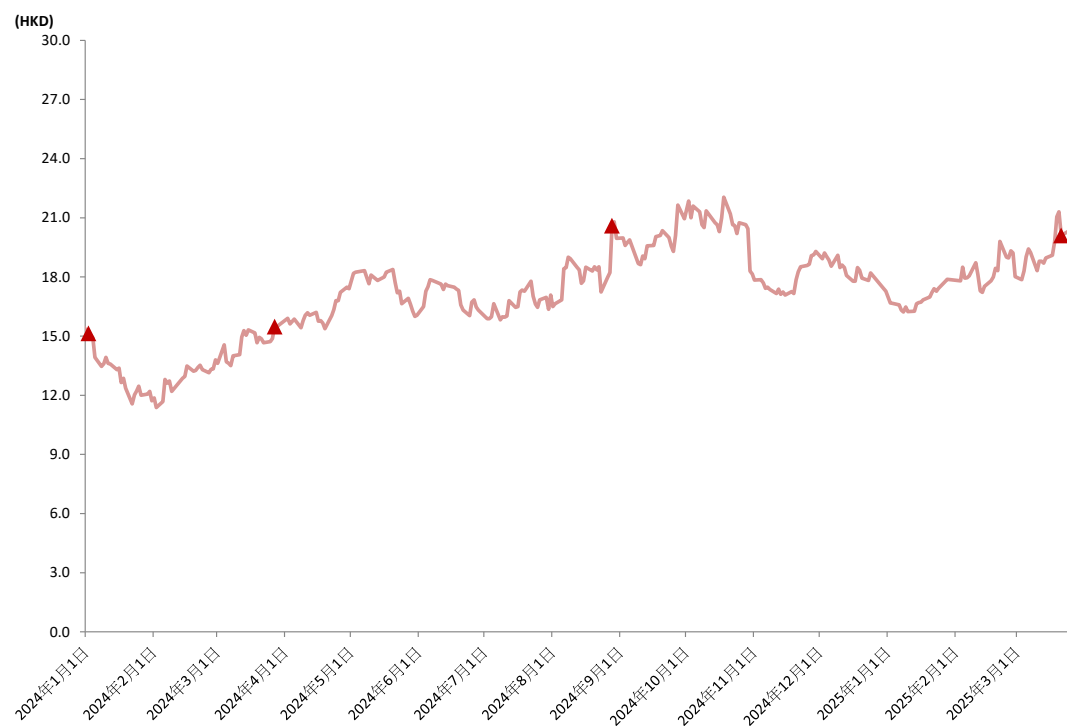
图表 3：财务摘要（年结：12 月 31 日；单位：百万人民币）

损益表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	10,104	12,261	13,483	14,764	16,813	税前溢利	3,766	5,085	5,237	5,534	6,909
里程碑收入	700	1,573	1,268	600	700	折旧及摊销	366	454	435	390	378
货品销售	9,404	10,688	12,215	14,164	16,113	营运资金变动	257	-16	-740	-90	-1,074
总销售成本	-1,031	-1,105	-1,160	-1,329	-1,450	已付税款	-590	-713	-680	-718	-896
毛利	9,073	11,155	12,323	13,435	15,363	其他	-684	-1,059	-1,175	-1,179	-1,020
销售及分销开支	-3,531	-3,796	-4,338	-5,167	-5,640	经营活动现金净额	3,116	3,752	3,078	3,937	4,296
行政开支	-710	-713	-795	-964	-1,052	购买物业厂房设备	-220	-375	-404	-443	-504
研发开支	-2,097	-2,702	-3,161	-2,953	-2,900	其他	1,294	-1,014	1,101	1,141	1,004
其他收入与其他收益	1,098	1,147	1,209	1,184	1,138	投资活动现金净额	1,074	-1,389	697	698	499
财务成本	-67	-7	0	0	0	贷款变动	0	0	0	0	0
除税前盈利	3,766	5,085	5,237	5,534	6,909	已付股息	-652	-1,859	-1,938	-2,048	-2,556
所得税开支	-489	-713	-680	-718	-896	其他	-102	-4,161	-19	-19	-19
年内溢利	3,278	4,372	4,558	4,816	6,013	融资活动现金净额	-754	-6,020	-1,957	-2,067	-2,575
非控制权益	0	0	0	0	0	年初现金及现金等价物	2,666	5,981	2,323	4,141	6,709
股东净利润	3,278	4,372	4,558	4,816	6,013	汇率变动的净影响	-122	0	0	0	0
EBIT	3,833	5,092	5,237	5,534	6,909	现金现金增加净额	3,437	-3,658	1,818	2,568	2,220
EBITDA	4,199	5,546	5,672	5,924	7,287	年末现金及现金等价物	5,981	2,323	4,141	6,709	8,929
资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	重要指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
存货	576	651	637	838	772	增长率（%）					
贸易应收款项及应收票据	3,214	3,170	3,884	3,832	4,943	收入	7.7	21.3	10.0	9.5	13.9
现金	22,435	22,622	24,439	27,008	29,227	毛利	6.5	23.0	10.5	9.0	14.3
其他流动资产	2,659	999	999	999	999	股东净利润	26.9	33.4	4.2	5.7	24.8
流动资产	28,883	27,442	29,959	32,676	35,941	盈利能力（%）					
物业、厂房及设备	3,045	2,805	2,903	3,047	3,239	毛利率	89.8	91.0	91.4	91.0	91.4
使用权资产	235	442	406	373	343	净利率率	32.4	35.7	33.8	32.6	35.8
无形资产	177	245	245	245	245	EBIT 利润率	37.9	41.5	38.8	37.5	41.1
其他非流动资产	699	724	724	724	724	EBITDA 利润率	41.6	45.2	42.1	40.1	43.3
非流动资产	4,156	4,216	4,278	4,389	4,551	净负债率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
总资产	33,039	31,658	34,237	37,065	40,492	其他					
应付款	164	218	177	237	207	有效税率（%）	13.0	14.0	13.0	13.0	13.0
其他应付款	2,376	2,355	2,355	2,355	2,355	ROAE (%)	13.5	16.1	15.2	14.7	16.8
合同负债	38	19	19	19	19	ROAA (%)	10.4	13.5	13.8	13.5	15.5
其他流动负债	4,285	104	104	104	104	存货周转率（天）	181.2	202.6	202.6	202.6	202.6
流动负债	6,863	2,695	2,655	2,714	2,685	应收账周转率（天）	155.2	120.2	120.2	120.2	120.2
递延税项负债	255	200	200	200	200	应付账周转率（天）	45.1	45.1	45.1	45.1	45.1
其他非流动负债	126	83	83	83	83						
非流动负债	381	283	283	283	283						
总负债	7,244	2,978	2,937	2,997	2,967						
股东权益	25,795	28,680	31,300	34,068	37,525						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	25,795	28,680	31,300	34,068	37,525						
净现金/(负债)	22,435	22,622	24,439	27,008	29,227						

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	前收市价	评级变动	目标价
1	2024 年 1 月 3 日	HK\$15.14	增持（下调）	HK\$16.70
2	2024 年 3 月 28 日	HK\$15.48	增持（维持）	HK\$17.90
3	2024 年 8 月 29 日	HK\$20.60	买入（上调）	HK\$23.40
4	2025 年 3 月 24 日	HK\$20.10	买入（维持）	HK\$25.00

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建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