# 医药生物 | 化学制药 港股 | 公司点评报告

2025年03月28日

投资评级: 买入(维持)

### 華源証券 HUAYUAN SECURITIES

## 翰森制药(03692. HK)

——创新转型成效显著, 国际化持续提速

#### 投资要点:

- 事件: 翰森制药发布 2024 年度业绩公告,收入端符合预期,归母净利润超市场预期, 创新收入高速增长,创新收入占比快速提升,核心大单品阿美替尼峰值有望达 80 亿元,出海授权持续增厚公司业绩,公司创新转型成功。
- 业绩大幅增长,归母利润超预期:得益于 GSK 的 1.85 亿美元首付款确认,公司收入利润大幅提高。
  - **1)2024 年整体业绩:** 总收入 122.61 亿元,同比+21.3%,其中产品销售收入 106.88 亿元,合作授权收入 15.73 亿元;归母净利润 43.72 亿元,同比+33.4%;销售费用 37.96 亿元,同比+7.5%;研发开支 27.02 亿元,同比+28.8%;管理费用 7.13 亿元,同比+0.4%。
  - **2)2024 年经营性收入及利润均实现同比双位数增长**:产品销售收入 106.88 亿元,同比+13.65% (2023 年为 94.03 亿元)。目前公司管理经营费用趋于稳定,经营性利润实现同比约 13%-14%增长,创新驱动成效显著。
- 创新药收入同比增长快速,创新占比不断提高。公司目前已获批 8 款创新药且全部纳入医保目录,2024年创新药销售与合作收入 94.77亿元,同比增长 38.1%,其占收入比重已达到 77.3%。若扣除授权收入,2024年创新药销售收入约 80亿元,同比+28.5%,创新销售/总产品销售占比约 75%。我们预计 25 年创新药收入占比有望超 80%,25 年创新药销售有望达 100亿元,同比增长 25%。此外,我们预计 25 年阿美替尼销售有望达 60亿元,并上调销售峰值至 80亿元。
- ➤ 在研管线丰富,加速国际 BD 合作,为创新转型提供长期保障。阿美替尼肺癌术后辅助预计 25H1 获批,有望参与医保谈判。口服 GLP-1 授权默沙东,首付款 1.12 亿美元。B7-H4 ADC 授权 GSK,首付款 8500 万美元。B7-H3 ADC 授权 GSK,首付款 1.85 亿美元。P2X3(慢性咳嗽)、TYK2(银屑病)、ETA/AT1(IgA 肾病)、EGFR/cMET ADC、IL23 口服等创新管线,市场潜力大,具备出海预期。
- **盈利预测与评级**:考虑到经营性利润增长及首付款里程碑收入,我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为44.21、47.28、54.20亿元,同比增速分别为1.14%、6.92%、14.65%,对应PE分别为28、26、23倍。鉴于公司创新转型成果显著,创新管线具备出海潜力,维持"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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10104	12261	13604	15098	18542
同比增长率(%)	7. 69%	21. 35%	10. 95%	10. 98%	22. 81%
归母净利润(百万元)	3278	4372	4421	4728	5420
同比增长率(%)	26. 85%	33. 39%	1.14%	6. 92%	14. 65%
每股收益(元/股)	0. 55	0. 74	0.74	0.80	0. 91
ROE (%)	12. 7%	15. 2%	13.4%	12.5%	12.5%
市盈率 (P/E)	26. 65	21. 72	27. 65	25. 86	22. 56

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

#### 证券分析师

刘闯

SAC: S1350524030002 Liuchuang@huayuanstock.com

#### 联系人

#### 市场表现:



#### 基本数据 2025 年 03 月 27 日

收盘价(港元) 22.15 一年内最高/最低(港 元) 22.80/14.96 总市值(百万港元) 131,474.65 资产负债率(%) 9.41

资料来源: 聚源数据



附录: 财务预测摘要

损益表		单位:	人民币(百万)	资产负债表		单位:	人民币(百万)
, , .	2025E	2026E	2027E	20 2.5(1)	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,604	15,098	18,542	货币资金	5,513	8,878	12,860
增长率	11.0%	11.0%	22.8%	应收款项	3,673	3,657	3,976
营业成本	1,206	1,350	1,583	存货	703	787	924
%销售收入	8.9%	8.9%	8.5%	其他流动资产	22,414	23,664	24,814
毛利	12,398	13,748	16,959	流动资产	32,303	36,986	42,573
%销售收入	91.1%	91.1%	91.5%	权益性投资	0	0	0
其他收入	0	0	0	固定资产	2,845	2,885	2,925
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	748	803	853
销售费用	4,272	4,831	5,748	非流动资产	4,416	4,611	4,801
%销售收入	31.4%	32.0%	31.0%	资产总计	36,719	41,597	47,374
管理费用	816	906	1,113	应付款项	201	225	264
%销售收入	6.0%	6.0%	6.0%	短期借款	141	241	241
研发费用	3,129	3,548	4,450	其他流动负债	2,993	3,020	3,338
%销售收入	23.0%	23.5%	24.0%	流动负债	3,335	3,485	3,842
财务费用	-520	-549	-580	长期债务	0	0	0
%销售收入	-3.8%	-3.6%	-3.1%	其他长期负债	283	283	283
息税前利润 (EBIT)	4,562	4,885	5,796	非流动负债	283	283	283
%销售收入	33.5%	32.4%	31.3%	负债总计	3,617	3,768	4,125
投资收益	0	0	0	归属母公司股东权益	33,101	37,829	43,249
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	0	0	0
除税前利润	5,082	5,434	6,377	负债股东权益合计	36,719	41,597	47,374
利润率	37.4%	36.0%	34.4%	7(1/1/4 / Valle 14 1)	,	•	
所得税	661	706	957	比率分析			
所得税率	13.0%	13.0%	15.0%	24 1 23 11	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	4,421	4,728	5,420	每股指标	20202	20202	20212
少数股东损益	0	0	0	每股收益	0.74	0.80	0.91
リスススススススススススススススススススススススススススススススススススス	4,421	4,728	5,420	每股净资产	5.58	6.37	7.29
增长率	1.1%	6.9%	14.7%	每股经营现金净流	0.78	0.79	0.94
净利率	32.5%	31.3%	29.2%	每股股利	0.00	0.00	0.00
1#14# <del>*</del>	32.070	31.370	20.270	回报率	0.00	0.00	0.00
					13.36%	12.50%	12.53%
				净资产收益率 总资产收益率	12.04%	11.37%	11.44%
					11.94%	11.16%	11.44%
加入法具主		₩ /÷	(日本/五五)	投入资本收益率	11.9476	11.10 /6	11.55/6
现金流量表	2025E		人民币(百万)	增长率	10.050/	10.000/	22.040/
<b>公</b> 手取臼		2026E	2027E	营业收入增长率	10.95%	10.98%	22.81%
净利润	4,421	4,728	5,420	EBIT增长率	-10.41%	7.09%	18.65%
少数股东损益	0	0	0	净利润增长率	1.14%	6.92%	14.65%
营运资金变动	219	-17	-98	总资产增长率	15.99%	13.29%	13.89%
其他变动	-5	-36	243 E EGE	资产管理能力	00.0	00 F	07.0
经营活动现金流量净额	4,635	4,674	5,565	应收账款周转天数	86.9	80.5	67.6
资本开支	-500	-505	-510	存货周转天数	202.2	198.8	194.5
投资	-1,450	-1,350	-1,250	应付账款周转天数	62.5	56.8	55.6
其他	408	453	185	固定资产周转天数	74.8	68.3	56.4
投资活动现金流量净额	-1,542	-1,402	-1,575	偿债能力	0.00	40.04	44.00
股权募资	0	0	0	流动比率	9.69	10.61	11.08
债权募资	100	100	0	速动比率	9.48	10.39	10.84
其他	-3	-7	-8	净负债/股东权益	-16.23%	-22.83%	-29.18%
筹资活动现金流量净额	97	93	-8	EBIT利息保障倍数	1,455.1	741.9	697.5
现金净变动	3,190	3,365	3,982	资产负债率	9.85%	9.06%	8.71%

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测



#### 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)。