

香港股市 | 医药

翰森制药（3692 HK）

产品出海再下一城

公司再次成功与美国著名药企缔结海外授权协议

公司与美国著名药企再生元（REGN US）订立许可协议，授予再生元在除中国内地及港澳地区开发、生产及商业化研发管线中的 GLP-1 受体激动剂 HS-20094 等权利。公司将获得 8,000 万美元的首付款及最高 19.3 亿美元的里程碑付款。此外，产品上市后公司还将获得占销售额双位数百分比的特许权使用费。HS-20094 是一款在研 GLP-1/GIP 双受体激动剂，已成功完成多项 II 期临床试验。我们认为，再生元的认可表明该产品质量较好。公司 2023-24 年先后与全球医药行业巨头 GSK（GSK US）与默沙东（MRK US）在肿瘤和代谢领域达成授权协议，本次再下一城，表明公司的研发实力在海外著名企业中认可度很高。

肿瘤业务核心产品阿美乐在英国获批彰显研发实力

公司昨日公布，肿瘤领域的核心产品三代 EGFR-TKI 阿美乐在英国获批，适应症包括：1）作为单药治疗用于成人局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）且具有激活的表皮生长因子受体（EGFR）突变的患者的一线治疗；2）成人局部晚期或转移性 EGFR T790M 突变阳性非小细胞肺癌患者的治疗。由于英国药企阿斯利康（AZN US）的三代 EGFR-TKI 奥希替尼在很多国家已获批为 EGFR 突变 NSCLC 患者的一线用药，我们短期内对阿美乐在英国的销售作谨慎预测，但英国批准表明质量很高。公司后续还将继续推进产品在欧盟的上市，我们认为英国的认可将奠定坚实基础。

目标价上调至 29.30 港元，给予“增持”评级

综合以上情况，我们将 2025-27E 的产品销售收入分别调升 0.2%-0.6%，反映阿美乐海外销售的贡献。我们将总收入预测调升 1.2%-3.7%，股东净利润预测分别上调 1.3%-4.9%，同时也上调 2028 年后的授权费收入预测，反映 HS20094 海外授权带来的首付款与里程碑收入。根据调整后 DCF 模型，目标价从 25.00 港元上调至 29.30 港元。由于公司股价近期上涨，评级调整至“增持”。

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 6 月 5 日）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	10,104	12,261	13,979	15,041	17,012
增长率（%）	7.7	21.3	14.0	7.6	13.1
股东净利润	3,278	4,372	4,781	4,922	6,087
增长率（%）	26.9	33.4	9.4	3.0	23.7
每股盈利（人民币）	0.55	0.74	0.80	0.83	1.02
市盈率（倍）	43.9	32.9	30.1	29.2	23.6
每股股息（人民币）	0.11	0.31	0.34	0.35	0.44
股息率（%）	0.38	1.08	1.18	1.22	1.51
每股净资产（人民币）	4.4	4.8	5.3	5.8	6.4
市净率（倍）	5.6	5.0	4.6	4.2	3.8

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

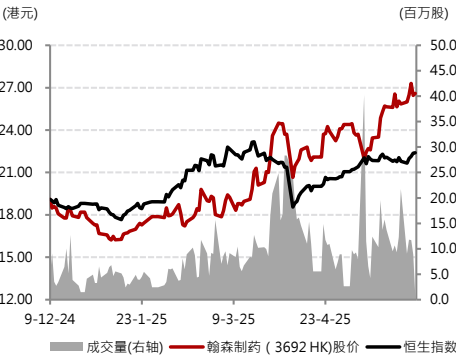
评级：增持

目标价：29.30 港元

股票资料（更新至 2025 年 6 月 5 日）

现价	26.45 港元
总市值	158,194.19 百万港元
流通股比例	18.93%
已发行总股本	5,947.15 百万
52 周价格区间	15.32-27.75 港元
3 个月日均成交额	282.10 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

20250325: 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
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

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	5,494	5,656	6,994	8,163	9,510	11,250	13,222	15,170	18,027	20,899
加：折旧及摊销	395	374	366	418	487	574	673	773	916	1062
减：税费	(713)	(734)	(908)	(1,059)	(1,234)	(1,460)	(1,716)	(1,968)	(2,339)	(2,712)
营运资本变动	(994)	334	(1,437)	(1,678)	(1,955)	(2,306)	(2,704)	(3,103)	(3,678)	(4,264)
资本开支	(286)	(308)	(348)	(397)	(463)	(546)	(640)	(734)	(871)	(1,009)
自由现金流	5,885	4,655	7,542	8,803	10,255	12,125	14,244	16,342	19,411	22,504
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）	174,236									
每股内涵价值（港元）	29.30									

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

港元		永续增长率（%）					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	
	8.8%	31.74	33.11	34.78	36.84	39.44	
	9.2%	29.45	30.54	31.84	33.41	35.36	
WACC	9.7%	27.42	28.28	29.30	30.51	31.97	
	10.2%	25.69	26.38	27.19	28.14	29.26	
	10.7%	24.14	24.70	25.34	26.08	26.95	

来源：中泰国际研究部预测

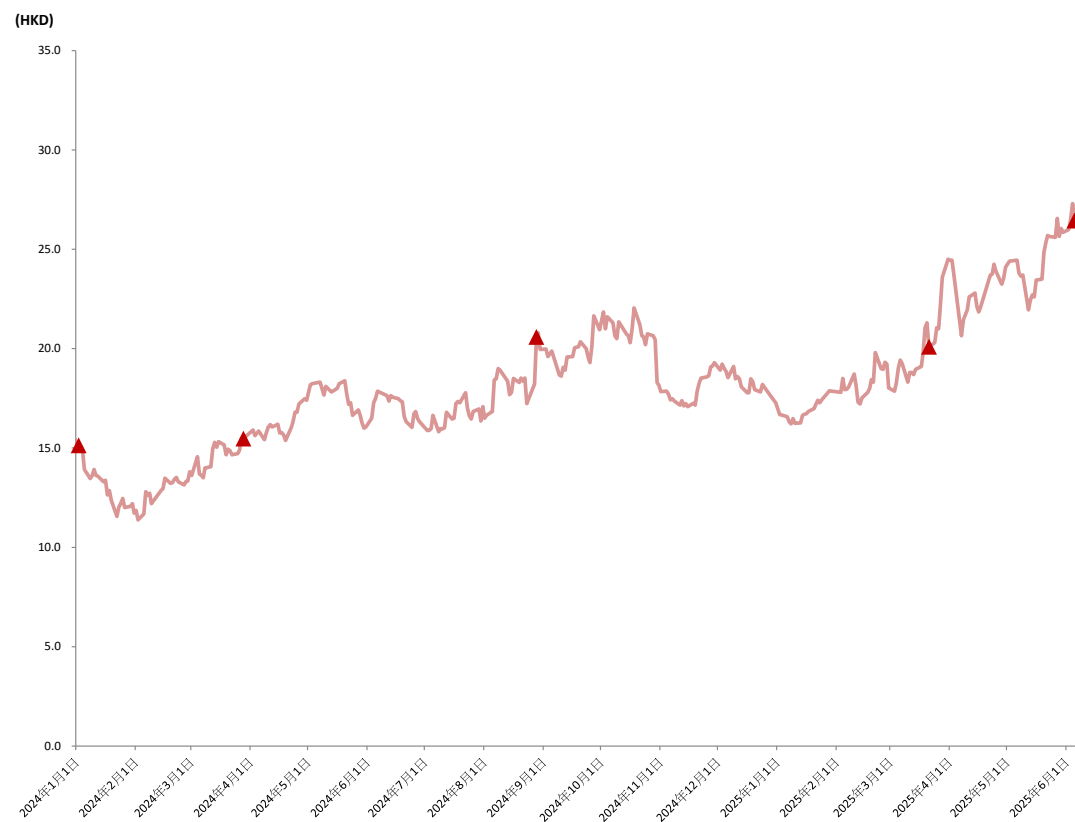
图表 3：财务摘要（年结：12 月 31 日；单位：百万人民币）

损益表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	10,104	12,261	13,979	15,041	17,012	税前溢利	3,766	5,085	5,494	5,656	6,994
里程碑收入	700	1,573	1,745	800	800	折旧及摊销	366	401	395	374	366
货品销售	9,404	10,688	12,234	14,241	16,212	营运资金变动	257	36	-994	334	-1,437
总销售成本	-1,031	-1,105	-1,162	-1,354	-1,459	已付税款	-590	-807	-713	-734	-908
毛利	9,073	11,155	12,817	13,687	15,553	其他	-684	-853	-984	-1,074	-1,166
销售及分销开支	-3,531	-3,796	-4,345	-5,264	-5,674	经营活动现金净额	3,116	3,862	3,198	4,557	3,849
行政开支	-710	-713	-796	-982	-1,058	购买物业,厂房及设备项目	-220	-222	-286	-308	-348
研发开支	-2,097	-2,702	-3,277	-3,008	-3,129	其他	1,294	-1,170	984	1,074	1,166
经营溢利	2,735	3,945	4,398	4,432	5,692	投资活动现金净额	1,074	-1,392	698	766	819
其他收入与收益	1,098	1,147	1,096	1,224	1,303	贷款变动	0	0	0	0	0
财务成本	-67	-7	0	0	0	已付股息	-652	-1,858	-2,033	-2,093	-2,588
除税前盈利	3,766	5,085	5,494	5,656	6,994	其他	-102	-4,208	0	0	0
所得税开支	-489	-713	-713	-734	-908	融资活动现金净额	-754	-6,066	-2,033	-2,093	-2,588
年内溢利	3,278	4,372	4,781	4,922	6,087	年初现金及现金等价物	2,666	5,981	2,323	4,186	7,417
非控制权益	0	0	0	0	0	汇率变动的净影响	-122	-62	0	0	0
股东净利润	3,278	4,372	4,781	4,922	6,087	现金及现金等价物增加净额	3,437	-3,595	1,863	3,230	2,080
EBIT	3,833	5,092	5,494	5,656	6,994	年末现金及现金等价物	5,981	2,323	4,186	7,417	9,496
EBITDA	4,199	5,493	5,889	6,030	7,360						
资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	重要指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	576	651	639	864	756	增长率（%）					
贸易应收款项	3,214	3,170	4,140	3,719	5,158	收入	7.7	21.3	14.0	7.6	13.1
现金	22,435	22,622	24,485	27,716	29,795	毛利	6.5	23.0	14.9	6.8	13.6
其他流动资产	2,659	999	999	999	999	股东净利润	26.9	33.4	9.4	3.0	23.7
流动资产	28,883	27,442	30,263	33,297	36,709						
物业、厂房及设备	3,045	2,805	2,743	2,720	2,743	盈利能力（%）					
使用权资产	235	442	410	380	352	毛利率	89.8	91.0	91.7	91.0	91.4
无形资产	177	245	230	216	203	净利润率	32.4	35.7	34.2	32.7	35.8
其他非流动资产	699	724	724	724	724	EBIT 利润率	37.9	41.5	39.3	37.6	41.1
非流动资产	4,156	4,216	4,107	4,040	4,022	EBITDA 利润率	41.6	44.8	42.1	40.1	43.3
总资产	33,039	31,658	34,370	37,337	40,730						
贸易应付款项	164	218	181	319	213	净负债率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
其他应付款项	2,376	2,355	2,355	2,355	2,355	其他					
合同负债	38	19	19	19	19	有效税率（%）	13.0	14.0	13.0	13.0	13.0
其他流动负债	4,285	104	104	104	104	ROAE (%)	13.5	16.1	15.9	15.0	16.9
流动负债	6,863	2,695	2,659	2,797	2,691	ROAA (%)	10.4	13.5	14.5	13.7	15.6
递延税项负债	255	200	200	200	200	存货周转率（天）	181.2	202.6	202.6	202.6	202.6
其他非流动负债	126	83	83	83	83	应收账款周转率（天）	155.2	120.2	120.2	120.2	120.2
非流动负债	381	283	283	283	283	应付账周转率（天）	45.1	56.0	56.0	56.0	56.0
总负债	7,244	2,978	2,941	3,079	2,974						
股东权益	25,795	28,680	31,428	34,258	37,757						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	25,795	28,680	31,428	34,258	37,757						
净现金/(负债)	22,435	22,622	24,485	27,716	29,795						

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
5	2025 年 6 月 6 日	HK\$26.45	增持（下调）	HK\$29.30

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