

香港股市 | 医药

## 翰森制药 (3692 HK)

## 创新药销售与海外授权交易进展顺利

## 2025 年上半年业绩超预期

公司上半年收入同比增加 14.3%至 74.3 亿元（人民币，下同），股东净利润同比增加 15.0%至 31.4 亿元。创新药收入快速增加，引领产品销售收入上半年同比增加 13.2%至 57.8 亿元，另外还获 16.6 亿元的授权费收入。公司的货品销售收入略胜预期，授权费收入则明显超越预期。公司在费用控制方面非常成功，销售费用与管理费用占产品销售收入的比例分别减少 2.2 与 1.0 个百分点，导致股东净利润也超预期。

## 创新药将引领货品销售收入快速增加

公司的核心创新药产品中，肿瘤药阿美乐 2025 年上半年在非小细胞肺癌（NSCLC）方面新增三项适应症，并在美国临床肿瘤学会(ASCO)年会和欧洲欧洲肺癌大会(ELCC)汇报多项优异研究成果。糖尿病药物孚来美于 2025 年上半年被纳入《心血管-肾脏-代谢综合征患者的综合管理中国专家共识》和《胰高糖素样肽 1 受体激动剂联合胰岛素治疗 2 型糖尿病专家共识（2025 版）》。白血病药昕福也在 2025 年上半年的欧洲血液协会（EHA）介绍了多项优异的临床研究成果，这些创新药将引领公司的货品销售收入快速增长。

## 研发管线中拥有多款值得期待的创新药

公司拥有强大的研发能力，截止 2025 年 6 月底共有 40 款在研创新药，其中有三款产品在 2025 年上半年新增进入三期临床阶段，包括两款分别用于软组织肉瘤与卵巢癌的抗体偶联物（ADC）及一款中重度银屑病药物，这些产品市场需求广阔，未来值得期待。

## 海外授权交易进展顺利，未来将持续带来里程碑收入

公司从 2023 年至今已达成三项海外授权交易，其中与 GSK（GSK US）合作的抗体偶联物（ADC）HS20093 于 2025 年上半年获得美国 FDA 突破性疗法认定，与默沙东（MRK US）合作的 GLP-1 受体激动剂 HS-10535 的研发进展也顺利。此外，公司表示 7 月已从再生元（RGEN US）获 8,000 万美元的授权交易首付款，这些交易将持续带来里程碑收入。

## 目标价上调至 42.75 港元，给予“增持”评级

按照 2025 年上半年情况，我们将 2025-27E 收入预测分别上调 6.3%、3.5%、3.4%，股东净利润预测上调 18.9%、6.7%、3.9%，同时也上调 2028-34E 收入预测。根据调整后 DCF 模型，目标价从 29.30 港元调升至 42.75 港元。公司虽然今早宣布按 36.30 港元配股集资 38.9 亿港元用于研发及生产设施扩建，但配股数量仅占已发行股份总数的 1.82%，我们认为影响有限，重申“增持”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 8 月 19 日）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	10,104	12,261	14,855	15,560	17,584
增长率 (%)	7.7	21.3	21.2	4.7	13.0
股东净利润	3,278	4,372	5,685	5,251	6,325
增长率 (%)	26.9	33.4	30.0	-7.6	20.5
每股盈利 (人民币)	0.55	0.74	0.96	0.88	1.06
市盈率 (倍)	64.4	48.4	37.3	40.6	33.7
每股股息 (人民币)	0.11	0.31	0.41	0.38	0.45
股息率 (%)	0.26	0.74	0.96	0.89	1.07
每股净资产 (人民币)	4.4	4.8	5.9	6.4	7.0
市净率 (倍)	8.2	7.4	6.1	5.6	5.1

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

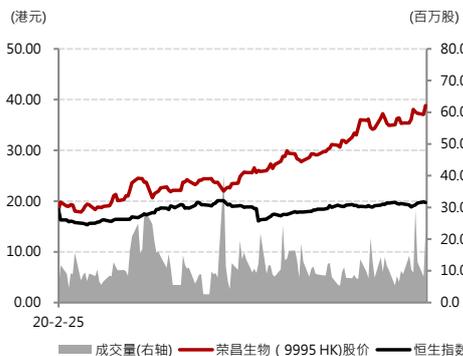
评级：增持

目标价：42.75 港元

股票资料（更新至 2025 年 8 月 19 日）

现价	38.82 港元
总市值	230,868.37 百万港元
流通股比例	18.92%
已发行总股本	5,947.15 百万
52 周价格区间	15.96-39.76 港元
3 个月日均成交额	355.43 百万港元
主要股东	钟慧娟主席 (占 65.58%)
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

20250606: 翰森制药 (3692 HK): 产品出海再下一城

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	6,691	6,181	7,445	8,983	11,498	13,920	16,954	19,724	23,785	28,054
加: 折旧及摊销	395	373	362	691	1007	1190	1544	1886	2504	2849
减: 税费	(1,003)	(927)	(1,116)	(1,347)	(1,724)	(2,087)	(2,542)	(2,957)	(3,566)	(4,206)
营运资本变动	(1,836)	720	(2,979)	(3,517)	(4,537)	(5,541)	(6,675)	(7,767)	(9,167)	(10,588)
资本开支	(267)	(280)	(317)	(519)	(756)	(894)	(1,159)	(1,416)	(1,880)	(2,139)
自由现金流	7,652	4,627	9,354	11,325	14,562	17,671	21,472	25,004	30,010	35,145
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	9.8%									
永续增长	4.0%									
股权价值 (港币)	258,846									
每股内涵价值 (港元)	42.75									

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

港币	永续增长率 (%)					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	8.8%	46.78	49.04	51.76	55.12	59.35
	9.3%	43.01	44.80	46.92	49.48	52.64
WACC	9.8%	39.68	41.09	42.75	44.72	47.09
	10.3%	36.87	38.00	39.31	40.84	42.67
	10.8%	34.36	35.26	36.29	37.49	38.90

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	14,855	15,560	17,584	税前溢利	3,766	5,085	6,688	6,178	7,441
授权费收入	700	1,573	2,484	900	1,000	折旧及摊销	366	401	395	373	362
货品销售	9,404	10,688	12,372	14,660	16,584	营运资金变动	257	36	-1,836	720	-2,979
总销售成本	-1,031	-1,105	-1,386	-1,603	-1,741	已付税款	-590	-807	-1,003	-927	-1,116
毛利	9,073	11,155	13,469	13,957	15,843	其他	-684	-853	-1,085	-1,308	-1,309
销售及分销开支	-3,531	-3,796	-3,893	-4,897	-5,219	经营活动现金净额	3,116	3,862	3,159	5,037	2,399
行政开支	-710	-713	-734	-923	-984	购买物业厂房及设备	-220	-222	-267	-280	-317
研发开支	-2,097	-2,702	-3,292	-3,423	-3,648	其他	1,294	-1,170	1,089	1,312	1,313
其他收入与收益	1,098	1,147	1,142	1,467	1,454	投资活动现金净额	1,074	-1,392	821	1,032	997
财务成本	-67	-7	-3	-4	-4	贷款变动	0	0	0	0	0
除税前溢利	3,766	5,085	6,688	6,178	7,441	已付股息	-652	-1,858	-2,417	-2,233	-2,689
所得税开支	-489	-713	-1,003	-927	-1,116	其他	-102	-4,208	3,604	-4	-4
年内溢利	3,278	4,372	5,685	5,251	6,325	融资活动现金净额	-754	-6,066	1,187	-2,236	-2,693
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	7,489	11,321
股东净利润	3,278	4,372	5,685	5,251	6,325	汇率变动影响	-122	-62	0	0	0
EBIT	3,833	5,092	6,691	6,181	7,445	现金增加净额	3,437	-3,595	5,166	3,832	703
EBITDA	4,199	5,493	7,087	6,554	7,807	年末现金及现金等价物	5,981	2,323	7,489	11,321	12,024

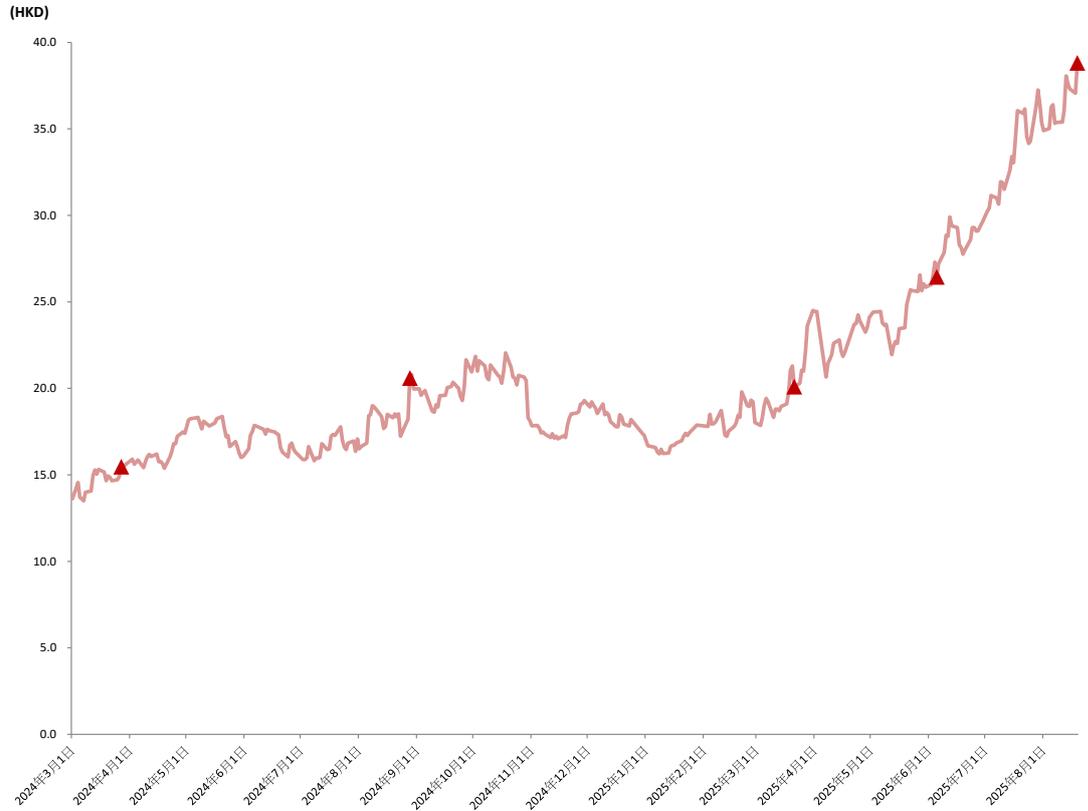
资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	重要指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	576	651	888	891	1,041	增长率 (%)					
应收款项	3,214	3,170	4,614	3,587	5,740	收入	7.7	21.3	21.2	4.7	13.0
现金	22,435	22,622	27,788	31,620	32,322	毛利	6.5	23.0	20.7	3.6	13.5
其他流动资产	2,659	999	1,187	1,567	2,209	股东净利润	26.9	33.4	30.0	-7.6	20.5
流动资产	28,883	27,442	34,476	37,665	41,312						
物业厂房设备	3,045	2,805	2,724	2,675	2,671	盈利能力 (%)					
使用权资产	235	442	410	380	352	毛利率	89.8	91.0	90.7	89.7	90.1
无形资产	177	245	230	216	203	净利润率	32.4	35.7	38.3	33.7	36.0
其他非流动资产	699	724	724	724	724	EBIT 利润率	37.9	41.5	45.0	39.7	42.3
非流动资产	4,156	4,216	4,088	3,995	3,949	EBITDA 利润率	41.6	44.8	47.7	42.1	44.4
总资产	33,039	31,658	38,565	41,660	45,261	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
应付款项	2,539	2,572	2,604	2,682	2,647						
其他流动负债	4,323	123	123	123	123	其他					
流动负债	6,863	2,695	2,727	2,804	2,770	ROAE (%)	13.5	16.1	17.7	14.2	15.7
递延税项负债	255	200	200	200	200	ROAA (%)	10.4	13.5	16.2	13.1	14.6
其他非流动负债	126	83	83	83	83	存货周转率 (天)	181.2	202.6	202.6	202.6	202.6
非流动负债	381	283	283	283	283	应收账款周转率 (天)	155.2	120.2	120.2	120.2	120.2
总负债	7,244	2,978	3,010	3,087	3,052	应付账周转率 (天)	45.1	56.0	56.0	56.0	56.0
股东权益	25,795	28,680	35,555	38,573	42,209						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	25,795	28,680	35,555	38,573	42,209						
净现金/(负债)	22,435	22,622	27,788	31,620	32,322						

注: 公司因海外授权交易 2024 与 25 年分别获 1.85 亿美元与 1.92 亿美元首付款

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 3 月 28 日	HK\$15.48	增持 (维持)	HK\$17.90
2	2024 年 8 月 29 日	HK\$20.60	买入 (上调)	HK\$23.40
3	2025 年 3 月 24 日	HK\$20.10	买入 (维持)	HK\$25.00
4	2025 年 6 月 6 日	HK\$26.45	增持 (下调)	HK\$29.30
5	2025 年 8 月 20 日	HK\$38.82	增持 (维持)	HK\$42.75

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