

香港股市 | 医药

翰森制药 (3692 HK)

产品销售收入将快速增加，推广力度可能略加强

预计公司产品销售收入将维持快速增加

我们近期审视了公司的产品销售情况，预计主要创新药产品 2025 年下半年销售情况顺利。公司的肿瘤领域主要创新药产品阿美替尼在 2025 年底顺利新增两项适应症纳入国家医保目录，2026 年初在全球顶级肿瘤学期刊《Lancet Oncology》上发布的研究结果显示该产品对 EGFR 敏感突变的非小细胞肺癌 (NSCLC) 安全有效。肝病领域创新药恒沐也于 2026 年初被纳入《中国高危人群乙型肝炎病毒再激活防治指南》的推荐用药，因此我们认为创新药将引领公司的产品销售收入维持较快增长。

产品推广力度可能加强，但发行可转债将夯实资金实力

随着阿美替尼 2025 年中在英国上市等，我们预计下半年公司可能加强销售推广，因此销售费用可能有所增加。尽管如此，公司日前宣布按 57.39 港元的换股价发行 46.8 亿港元的零息转股债，我们认为将夯实资金实力。

长远看公司有望收获更多授权费收入

公司 2025 年底曾公告与印度制药公司 Glenmark Specialty 达成授权协议，允许其在授权区域（中东与非洲、东南亚与南亚、澳大利亚、新西兰、俄罗斯与其他独联体国家，以及协议覆盖的部分特定加勒比国家）开发并商业化阿美替尼。公司将获得首付款与后续累计超过 10 亿美元的监管和商业里程碑付款，以及授权区域内净销售额的分级特许权使用费。由于公司未披露首付款金额等具体安排，我们暂未纳入盈利预测，但是长远看公司有望获得更多授权费收入。

目标价调整至 42.10 港元，给予“增持”评级

我们维持公司的收入预测，但将 2025-27E 股东净利润预测分别下调 8.7%-10.2%，主要反映销售费用预测的上调。根据调整后的 DCF 模型，我们将目标价调整至 42.10 港元，给予“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 2026 年 2 月 5 日)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	10,104	12,261	15,426	15,600	17,644
增长率 (%)	7.7	21.3	25.8	1.1	13.1
股东净利润	3,278	4,372	5,434	4,739	5,828
增长率 (%)	26.9	33.4	24.3	-12.8	23.0
每股盈利 (人民币)	0.55	0.74	0.92	0.79	0.98
市盈率 (倍)	58.7	44.1	35.5	41.0	33.3
每股股息 (人民币)	0.11	0.31	0.39	0.34	0.42
股息率 (%)	0.27	0.76	0.94	0.82	1.01
每股净资产 (人民币)	4.4	4.8	5.8	6.3	6.9
市净率 (倍)	7.5	6.7	5.6	5.2	4.7

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：增持

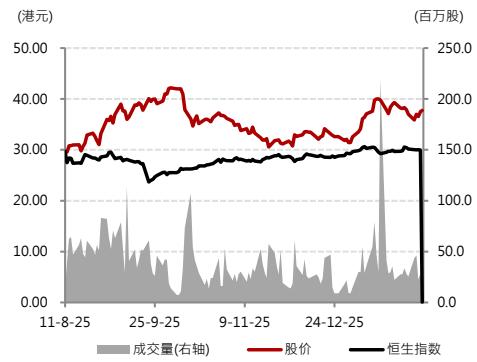
目标价：42.10 港元

股票资料 (更新至 2025 年 2 月 5 日)

现价	36.62 港元
总市值	219,438.64 百万港元
流通股比例	20.37%
已发行总股本	6,055.15 百万
52 周价格区间	17.1-44.22 港元
3 个月日均成交额	323.69 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

20251022: 翰森制药 (3692 HK) :肿瘤药海外授权再下一城

20250821: 翰森制药 (3692 HK) : 创新药销售与海外授权交易进展顺利

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)

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	5,580	6,860	7,872	9,688	11,397	13,594	15,405	18,594	22,304	23,438
加: 折旧及摊销	378	371	650	868	1,097	1,262	1,506	1,993	2,282	2,400
减: 税费	(836)	(1,028)	(1,180)	(1,452)	(1,709)	(2,038)	(2,310)	(2,788)	(3,344)	(3,514)
营运资本变动	1,698	(2,862)	(3,283)	(3,873)	(4,450)	(4,733)	(5,327)	(6,168)	(7,062)	(7,426)
资本开支	(312)	(353)	(536)	(716)	(905)	(1,041)	(1,243)	(1,645)	(1,883)	(1,980)
自由现金流	3,111	8,712	10,088	12,261	14,329	16,509	18,687	22,323	26,421	27,769
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		9.1%								
永续增长		4.0%								
股权价值 (港币)		254,927								
每股内涵价值 (港元)		42.10								

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)

	WACC	永续增长率 (%)				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	8.3%	45.58	47.90	50.77	54.40	59.15
	8.7%	42.06	43.88	46.09	48.83	52.31
	9.1%	38.96	40.39	42.10	44.18	46.76
	9.6%	36.34	37.48	38.82	40.43	42.39
	10.1%	34.01	34.91	35.97	37.22	38.71

来源: 中泰国际研究部预测

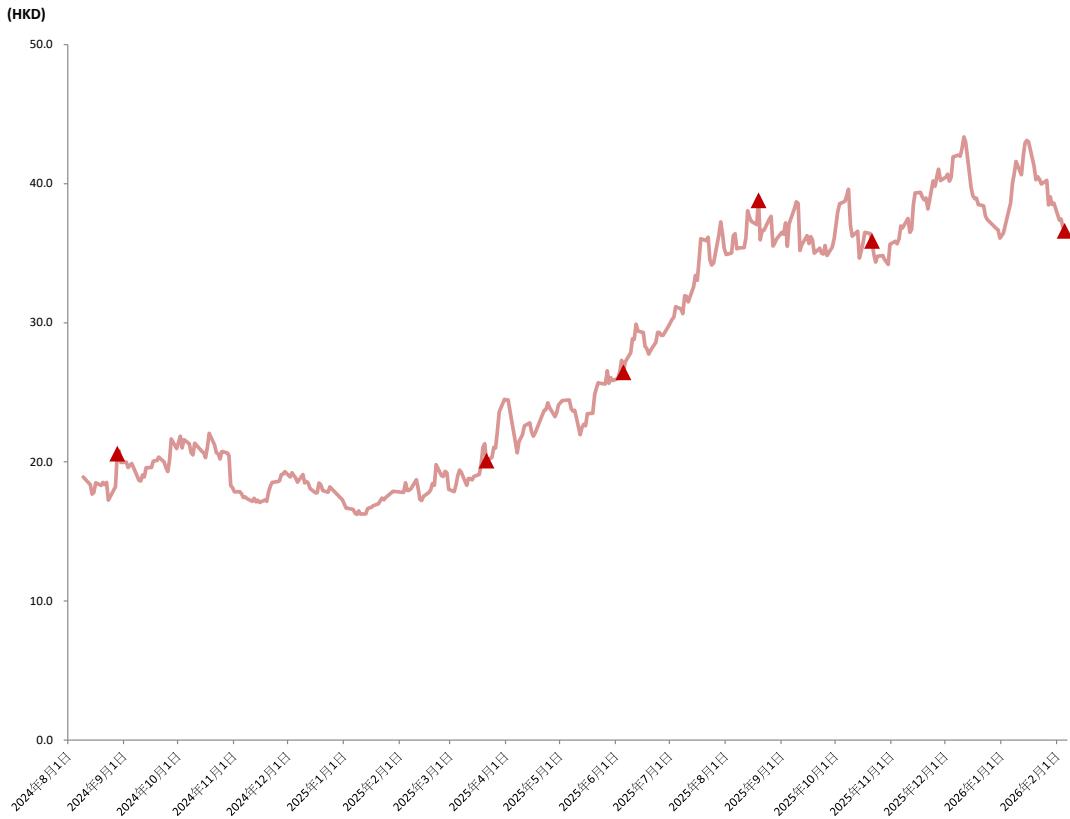
图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 单位: 百万人民币)

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	15,426	15,600	17,644	税前溢利	3,766	5,085	6,393	5,576
里程碑收入	700	1,573	3,054	940	1,060	折旧及摊销	366	401	398	378	371
货品销售	9,404	10,688	12,372	14,660	16,584	营运资金变动	257	36	-1,922	1,698	-2,862
总销售成本	-1,031	-1,105	-1,386	-1,607	-1,741	已付税款	-590	-807	-959	-836	-1,028
毛利	9,073	11,155	14,040	13,993	15,903	其他	-684	-853	-1,082	-1,400	-1,415
销售及分销开支	-3,531	-3,796	-4,456	-5,616	-5,970	经营活动现金净额	3,116	3,862	2,827	5,415	1,922
行政开支	-710	-713	-734	-926	-984	购买物业厂房设备项目	-220	-222	-309	-312	-353
研发开支	-2,097	-2,702	-3,599	-3,432	-3,648	其他	1,294	-1,170	1,086	1,404	1,419
经营溢利	2,735	3,945	5,251	4,020	5,300	投资活动现金净额	1,074	-1,392	777	1,092	1,066
其他收入与收益	1,098	1,147	1,145	1,560	1,560	贷款变动	0	0	0	0	0
财务成本	-67	-7	-3	-3,756	-4,131	已付股息	-652	-1,858	-2,310	-2,015	-2,478
除税前盈利	3,766	5,085	6,393	5,576	6,856	其他	-102	-4,208	3,604	4,173	-4
所得税开支	-489	-713	-959	-836	-1,028	融资活动现金净额	-754	-6,066	1,293	2,157	-2,482
年内溢利	3,278	4,372	5,434	4,739	5,828	年初现金及现金等价物	2,666	5,981	2,323	7,221	15,885
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	5,434	4,739	5,828	现金及现金等价物增加净额	3,437	-3,595	4,898	8,665	506
EBIT	3,833	5,092	6,396	5,580	6,860	年末现金及现金等价物	5,981	2,323	7,221	15,885	16,391
EBITDA	4,199	5,493	6,794	5,958	7,231						
资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	重要指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	576	651	888	896	1,037	增长率 (%)					
应收款项	3,214	3,170	4,888	3,260	5,944	收入	7.7	21.3	25.8	1.1	13.1
现金	22,435	22,622	27,519	36,184	36,690	毛利	6.5	23.0	25.9	-0.3	13.6
其他流动资产	2,659	999	999	999	999	股东净利润	26.9	33.4	24.3	-12.8	23.0
流动资产	28,883	27,442	34,294	41,339	44,670						
物业厂房设备	3,045	2,805	2,762	2,740	2,763	盈利能力 (%)					
使用权资产	235	442	410	380	352	毛利率	89.8	91.0	91.0	89.7	90.1
无形资产	177	245	230	216	203	净利润率	32.4	35.7	35.2	30.4	33.0
其他非流动资产	699	724	724	724	724	EBIT 利润率	37.9	41.5	41.5	35.8	38.9
非流动资产	4,156	4,216	4,126	4,060	4,042	EBITDA 利润率	41.6	44.8	44.0	38.2	41.0
总资产	33,039	31,658	38,420	45,399	48,712	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	2,683	2,646						
其他流动负债	4,323	123	123	123	123	其他					
流动负债	6,863	2,695	2,727	2,806	2,768	ROAE (%)	13.5	16.1	17.0	12.9	14.6
递延税项负债	255	200	200	200	200	ROAA (%)	10.4	13.5	15.5	11.3	12.4
其他非流动负债	126	83	83	4,259	4,259	存货周转率 (天)	181.2	202.6	202.6	202.6	202.6
非流动负债	381	283	283	4,459	4,459	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	7,265	7,227	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	35,410	38,135	41,484						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	25,795	28,680	35,410	38,135	41,484						
净现金/(负债)	22,435	22,622	27,519	36,184	36,690						

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 8 月 29 日	HK\$20.60	买入 (上调)	HK\$23.40
2	2025 年 3 月 24 日	HK\$20.10	买入 (维持)	HK\$25.00
3	2025 年 6 月 6 日	HK\$26.45	增持 (下调)	HK\$29.10
4	2025 年 8 月 20 号	HK\$38.82	增持 (维持)	HK\$42.75
5	2025 年 10 月 22 日	HK\$35.90	买入 (上调)	HK\$44.40
6	2026 年 2 月 6 日	HK\$36.62	增持 (下调)	HK\$42.10

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:

以报告发布日后的 12 个月内行业的基本面展望为基准；

推荐：行业基本面好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面淡

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 19 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805