

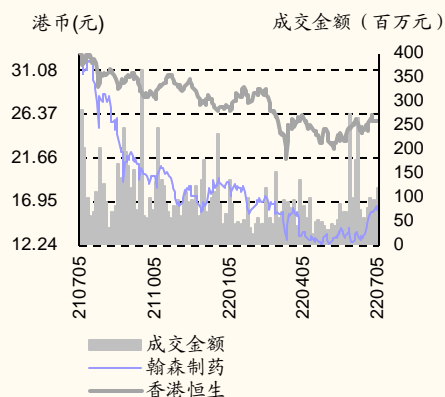
## 翰森制药(03692.HK) 买入 (维持评级)

## 港股公司点评

市价 (港币): 16.020 元

## 市场数据(港币)

收盘价(元)	16.020
流通港股(百万股)	5,922.35
总市值(百万元)	94,876.05
年内股价最高最低(元)	32.950/12.240
香港恒生指数	21853.07



股价表现(%)	3 个月	6 个月	12 个月
绝对	16.93	-11.20	-51.38
相对香港恒生		-6.60	-29.03

## 相关报告

- 1.《翰森制药点评-原研品种阿美替尼, 优异数据首次 ASCO 发布》, 2022.5.20
- 2.《国金医药-翰森制药年报点评-转型加速, 创新药收入占比大幅提升...》, 2022.3.30
- 3.《翰森制药-阿美乐获批 1 线 NSCLC 点评-重磅药阿美乐一线 NS...》, 2021.12.17
- 4.《翰森制药-医保点评-艾米替诺福韦成功纳入新医保, 放量可期》, 2021.12.6

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001  
(8621)61038261  
zhaohc@gjzq.com.cn

## 重磅仿制药哌柏西利上市, 乳腺癌领域添新品

## 主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,694	9,936	10,842	12,442	14,497
营业收入增长率	-0.02%	14.29%	9.12%	14.75%	16.52%
归母净利润(百万元)	2,569	2,713	2,853	3,225	3,714
归母净利润增长率	0.48%	5.61%	5.18%	13.01%	15.18%
摊薄每股收益(元)	0.434	0.458	0.482	0.544	0.627
每股经营性现金流净额	0.40	0.36	0.46	0.51	0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.37%	13.54%	12.47%	12.35%	12.45%
P/E	70.22	33.60	33.25	29.42	25.55
P/B	10.09	4.55	4.15	3.63	3.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2022 年 7 月 4 日, 公司发布公告, 公司附属公司江苏豪森药业开发的哌柏西利胶囊获国家药监局批准上市。该药品适用于激素受体 (HR) 阳性、人表皮生长因子受体 2 (HER2) 阴性的局部晚期或转移性乳腺癌, 应与芳香化酶抑制剂联合使用作为绝经后女性患者的初始内分泌治疗。

## 评论

- 国产第二家哌柏西利胶囊仿制药获批上市, 乳腺癌领域添新品。(1) 目前, 中国有三款原研 CDK4/6 抑制剂获批上市, 分别是辉瑞的哌柏西利 (2018 年 7 月)、礼来的阿贝西利 (2020 年 12 月) 和恒瑞的羟乙磺酸达尔西利 (2021 年 12 月)。(2) 全球首个上市的 CDK4/6 抑制剂哌柏西利 (palbociclib, 商品名: Ibrance) 由辉瑞于 2015 年 2 月在美国 FDA 获批, 并且已在中国、日本、欧盟等多个国家获批; 自上市以来, 每年的全球销售额逐年增长。根据辉瑞 2021 年报, 该产品已成为其第三大销售额产品, 2021 年全球销售额达到 54 亿美元, 其中美国占 30 亿美元, 其他地区占 24 亿美元。(3) 2020 年 12 月, 齐鲁制药的哌柏西利胶囊获批上市, 成为国内该品种的首仿药。(4) 乳腺癌领域的同靶点新药在国内现有 20 余家在研, 翰森制药的哌柏西利胶囊做为国内第二款仿制药获批, 领先于国内其他药企。哌柏西利需要长期服药, 而辉瑞的同类原研药在国内一个疗程 (28 天) 约 1.36 万元, 费用较高。我们预计, 作为国内第二仿制药, 其年费用将大幅度低于原研药, 可能提高患者可及性并获得更大的市场份额。
- 创新药转型加速, 已上市重磅产品确定性高。(1) 公司实行“自研+BD”双轮驱动战略, 2021 年, 自主研发费用和 BD 项目费用约 14.23 /3.74 亿元。自主研发投入不断增加的同时, BD 也成为加速创新转型的驱动因素。(2) 公司已上市 5 个 1 类创新药, 临床阶段包含 20 多个创新药。我们预计公司重磅产品阿美替尼和艾米替诺福韦的销售峰值分别可达 50 亿和 25 亿元。

## 盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测, 预计公司 2022/23/24 年营收 108/124/145 亿元, 同比增长 9.12%/14.76%/16.52%; 归母净利润 28.53/32.25/37.14 亿元, 同比增长 5.18%/13.01%/15.18%。当前股价对应 2022/23/24 年的 PE 分别为 33/29/26 倍。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 研发及新品销售不及预期的风险; 带量采购等令公司营收承压等风险。

## 附录：三张报表预测摘要

## 损益表 (百万元)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	8,696	8,694	9,936	10,842	12,442	14,497
增长率	12.3%	0.0%	14.3%	9.1%	14.8%	16.5%
主营业务成本	730	802	870	982	1,178	1,413
%销售收入	8.4%	9.2%	8.8%	9.1%	9.5%	9.7%
毛利	7,953	7,889	9,065	9,861	11,264	13,084
%销售收入	91.5%	90.7%	91.2%	90.9%	90.5%	90.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	3,266	3,103	3,428	3,795	4,355	5,074
%销售收入	37.6%	35.7%	34.5%	35.0%	35.0%	35.0%
管理费用	778	759	943	1,030	1,182	1,377
%销售收入	8.9%	8.7%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
研发费用	1,121	1,252	1,797	1,735	1,991	2,320
%销售收入	12.9%	14.4%	18.1%	16.0%	16.0%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	2,795	2,777	2,886	3,291	3,727	4,303
%销售收入	32.1%	31.9%	29.0%	30.4%	30.0%	29.7%
财务费用	-153	-90	-111	112	94	74
%销售收入	-1.8%	-1.0%	-1.1%	1.0%	0.8%	0.5%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,795	2,777	2,886	3,291	3,727	4,303
营业利润率	32.1%	31.9%	29.0%	30.4%	30.0%	29.7%
营业外收支	52	231	303	300	300	300
税前利润	3,001	3,098	3,300	3,480	3,932	4,529
利润率	34.5%	35.6%	33.2%	32.1%	31.6%	31.2%
所得税	444	529	587	626	708	815
所得税率	14.8%	17.1%	17.8%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	2,557	2,569	2,713	2,853	3,225	3,714
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,557	2,569	2,713	2,853	3,225	3,714
净利率	29.4%	29.5%	27.3%	26.3%	25.9%	25.6%

## 现金流量表 (百万元)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,557	2,569	2,713	2,853	3,225	3,714
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-261	-196	-250	-113	-113	-113
非经营收益						
营运资金变动	832	-216	-344	-152	-214	-271
经营活动现金净流	3,330	2,390	2,119	2,724	3,036	3,471
资本开支	-597	-1,439	-20	-209	-209	-209
投资	-6,658	-1,664	-3,080	-1,100	-1,100	-1,100
其他	180	229	1,511	300	300	300
投资活动现金净流	-7,076	-2,874	-1,589	-1,009	-1,009	-1,009
股权募资	9,534	3,172	0	0	0	0
债权募资	-42	-8	-44	0	0	0
其他	-1,500	-4,200	0	-187	-187	-187
筹资活动现金净流	7,993	-1,036	-44	-187	-187	-187
现金净流量	4,380	-2,282	487	1,527	1,839	2,274

## 资产负债表 (百万元)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,345	3,063	6,719	8,246	10,085	12,360
应收款项	2,440	3,270	3,836	4,189	4,807	5,601
存货	414	299	410	491	589	707
其他流动资产	9,249	10,654	12,214	13,314	14,414	15,514
流动资产	17,448	17,286	23,179	26,240	29,896	34,182
%总资产	89.1%	83.1%	85.3%	86.6%	87.9%	89.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,741	2,039	3,225	3,292	3,356	3,418
%总资产	8.9%	9.8%	11.9%	10.9%	9.9%	8.9%
无形资产	192	274	98	105	112	119
非流动资产	2,127	3,506	3,981	4,055	4,126	4,195
%总资产	10.9%	16.9%	14.7%	13.4%	12.1%	10.9%
资产总计	19,575	20,792	27,160	30,295	34,022	38,377
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	193	124	248	280	337	404
其他流动负债	6,047	2,565	2,775	3,025	3,471	4,045
流动负债	6,240	2,690	3,024	3,305	3,808	4,449
长期贷款	0	0	3,743	3,743	3,743	3,743
其他长期负债	291	227	365	365	365	365
负债	6,531	2,916	7,131	7,413	7,915	8,556
普通股股东权益	13,044	17,876	20,029	22,882	26,107	29,821
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	12,789	18,598	21,011	23,864	27,089	30,803
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	19,575	20,792	27,160	30,295	34,022	38,377

## 比率分析

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.432	0.434	0.458	0.482	0.544	0.627
每股净资产	2.203	3.018	3.382	3.864	4.408	5.035
每股经营现金净流	0.562	0.404	0.358	0.460	0.513	0.586
每股股利	0.000	0.065	0.073	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.60%	14.37%	13.54%	12.47%	12.35%	12.45%
总资产收益率	13.06%	12.36%	9.99%	9.42%	9.48%	9.68%
投入资本收益率	17.86%	12.72%	9.83%	10.00%	10.11%	10.40%
增长率						
主营业务收入增长率	12.25%	-0.02%	14.29%	9.12%	14.75%	16.52%
EBIT增长率	23.60%	-0.63%	3.92%	14.03%	13.24%	15.46%
净利润增长率	34.35%	0.48%	5.61%	5.18%	13.01%	15.18%
总资产增长率	133%	6.22%	30.63%	11.54%	12.30%	12.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	94.4	131.4	135.0	135.2	135.2	135.2
存货周转天数	207.3	136.0	172.1	182.5	182.5	182.5
应付账款周转天数	96.5	56.6	104.2	104.3	104.3	104.3
固定资产周转天数	73.1	85.6	118.4	110.8	98.4	86.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-60.00%	-16.99%	-24.81%	-33.19%	-40.35%	-46.64%
EBIT利息保障倍数	-18.2	-30.7	-25.9	29.5	39.5	58.4
资产负债率	33.36%	14.03%	26.26%	24.47%	23.27%	22.29%

**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;  
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密, 只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告, 则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议, 国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有, 保留一切权利。

**上海**

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
嘉里建设广场 T3-2402