

# 翰森制药 Hansoh Pharma (3692 HK)

## 首次覆盖：中国龙头创新药企，国际化能力持续提升

Leading Innovative Pharma in China Enhances International Competitiveness Continuously : Initiation

观点聚焦 Investment Focus

### 首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级 优于大市 OUTPERFORM  
现价 HK\$29.40  
目标价 HK\$33.90

HTI ESG 4.5-4.5-5.0

E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)

市值 HK\$174.85bn / US\$22.28bn

日交易额 (3 个月均值) US\$38.60mn

发行股票数目 5,947mn

自由流通股 (%) 19%

1 年股价最高最低值 HK\$29.90-HK\$15.82

注：现价 HK\$29.40 为 2025 年 06 月 13 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	33.9%	56.4%	72.4%
绝对值 (美元)	33.0%	54.8%	71.6%
相对 MSCI China	33.1%	57.4%	47.3%

Rmb mn	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E
Revenue	10,104	12,261	13,760	14,860
Revenue (+/-)	8%	21%	12%	8%
Net profit	3,278	4,372	4,623	4,691
Net profit (+/-)	27%	33%	6%	1%
Diluted EPS (Rmb)	0.55	0.74	0.78	0.79
GPM	89.8%	91.0%	90.6%	90.3%
ROE	13.5%	16.1%	14.9%	13.2%
P/E	49	37	35	34

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

### 全球化的综合型制药公司，创新驱动业绩稳健增长

深耕行业 30 年，翰森制药是中国领先的综合型药企，专注于抗肿瘤、抗感染、中枢神经系统疾病、代谢及自免疾病等领域。公司拥有融合蛋白、ADC、双抗、单抗等 9 大技术平台；有超 30 个临床阶段创新药项目和 50 余项正在开展的临床研究；有 8+1 款创新药上市。公司创新药收入由 2021 年的 44 亿元增长至 **2024 年的 95 亿元**，占比由 45% 提升至 77%。我们预计 **2025 年创新药收入有望超 100 亿元**，占收入比重突破 **80%**。

### 自研管线：肿瘤和非肿瘤全面布局

**肿瘤板块优势稳固，形成覆盖广泛疾病类型和治疗阶段的综合产品体系。**2024 年肿瘤板块收入 81 亿元，同比+32%，占总营收比例 66%。阿美替尼已有 4 项适应症获批，市场份额有望持续提升，我们预计峰值有望达到 80 亿元。在研管线方面，阿美替尼联合化疗、c-Met TKI、EGFR/c-Met 双抗/ADC 等有望持续扩大肺癌领域 1 线、2 线治疗的领先地位；B7-H3 ADC 和 B7-H4 ADC 已授权出海，成为重要接棒品种。早期管线中，公司强大的 ADC 平台持续输出包括 CDH17 ADC、CDH6 ADC 在内的多个创新分子。

**非肿瘤领域，重点突破大适应症。**公司重点布局代谢、自免与肾病、中枢神经系统和抗感染领域，覆盖乙肝、二型糖尿病/肥胖、银屑病、IgA 肾病等国内患者人数众多的大适应症。我们认为在研管线中，HS-20094 (GLP-1/GIP)、HS-10374 (TYK2)、HS-10506 (OX2R) 等具备成为重磅药物的潜力。

### 内生外延双重创新引擎，产品授权出海贡献新增量

**公司累计引入 11 个合作项目**，通过自研和 BD 扩大管线，不断充实高潜创新管线组合。**公司对外授权初见成果，累计对外授权交易总金额超 50 亿美元。**2023 年公司与 GSK 就 B7-H3 ADC/B7-H4 ADC 达成合作；2024 年公司与默沙东就一款口服 GLP-1 小分子达成合作。我们认为公司和海外 MNCs 授权合作是对公司新药研发能力的强大背书，建议关注更多产品授权出海贡献增量。

### 盈利预测及估值

我们预计公司 FY25-27 收入分别为 138/149/165 亿元，归母净利润分别为 46/47/52 亿元。我们使用现金流折现 (DCF) 模型及 FY26-FY35 的现金流进行估值。基于 WACC 7.5%，永续增长率 3.0%，对应目标价 33.90 元港币。首次覆盖给予“优于大市”评级。

**风险提示：**药品销售未及预期的风险，新药研发风险，行业竞争加剧风险，汇率风险，政策风险等。

孟科舍 Kehan Meng  
kh.meng@htisec.com

聂照亿 Zhaoyi Nie  
john.zy.nie@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

## 目录

1. 深耕医药领域 30 年，进入创新驱动的高速发展期.....	3
1.1 具备研发、生产和商业化能力的综合型药企.....	3
1.2 经验丰富、远见卓识的全球化管理团队.....	4
1.3 集采风险出清，创新药占比提升，持续加大研发投入支持创新转型.....	5
1.4 拥有自研+BD 双重创新驱动引擎，技术平台丰富、推动 30+临床项目.....	6
2. 肿瘤板块：阿美替尼持续贡献增量，看好未来 ADC 产品接棒.....	8
2.1 阿美替尼持续开拓国内市场，成为国产肺癌治疗基石产品.....	9
2.2 氟马替尼疗效优异，替代一代产品伊马替尼.....	11
2.3 多款 ADC 接棒，成为肿瘤板块未来增长动力.....	12
2.3.1 HS-20093（B7-H3 ADC）：站位领先的高潜力泛肿瘤疗法.....	12
2.3.2 HS-20089（B7-H4 ADC）：首个进入三期临床的同靶点产品.....	13
2.3.3 EGFR/cMET ADC 有望成为潜在重磅产品.....	15
3. 中枢神经板块：CD19 单抗有望持续贡献增量.....	16
3.1 昕越®（伊奈利珠单抗注射液）.....	16
3.2 HS-10506（OX2R 拮抗剂）.....	17
4. 代谢板块：多靶点、口服 GLP-1RA 全面布局、站位领先.....	18
5. 自免疫与肾病板块：未来重点布局的核心赛道.....	19
6. 抗感染板块：自研+引入布局多个创新品种.....	21
7. 盈利预测与估值.....	23
8. 风险提示.....	25

1. 深耕医药领域 30 年，进入创新驱动的高速发展期

1.1 具备研发、生产和商业化能力的综合型药企

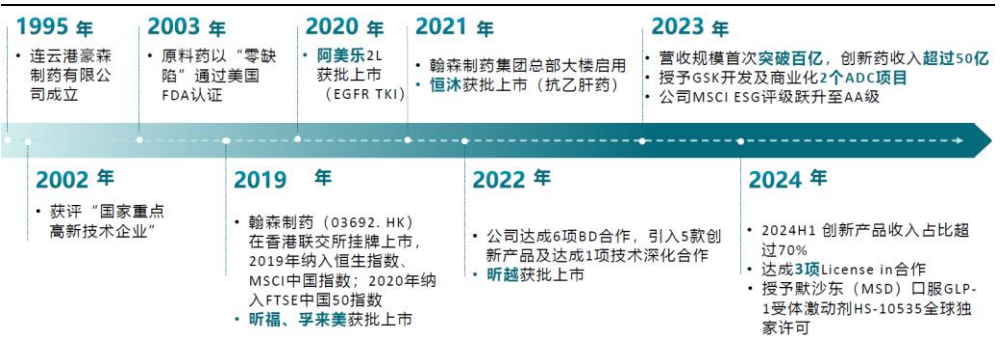
翰森制药的核心运营实体——豪森药业，成立于 1995 年，是一家以研发创新为驱动的中国领先综合型制药企业。公司集药物研发、生产与销售于一体，专注于抗肿瘤、抗感染、中枢神经系统疾病、代谢疾病及自身免疫性疾病等领域，满足尚未被充分解决的临床需求，并具备领先的市场地位。公司连续多年位居全球制药企业百强、中国医药研发产品线最佳工业企业前三强，是国家重点高新技术企业、国家技术创新示范企业。公司目前拥有超 9000 名雇员，3 个 cGMP 生产基地。

**创新研发为导向，高价值创新药产品推动强劲增长，最大化已有产品的市场潜力。**公司分别在上海、连云港、常州及美国马里兰州设立四个研发中心，共有专业研发人员超过 1800 名，建立了从前沿信息搜集、化合物设计筛选、药理毒理研究到临床医学研究全过程的研发体系，并创建了国家企业技术中心、博士后科研工作站、国家重点实验室等多个国家级研发机构。公司拥有高效的创新药物研发能力，覆盖 ADC、合成多肽、siRNA、双抗及小分子等领域，现有 40 个候选创新药项目正在开展超 60 项临床试验，形成了丰富且具有竞争力的研发管线。公司拥有超过 5000 人的商业化团队，产品销往全球 80 个国家及地区。2024 年，公司创新药和合作产品的收入约 95 亿元，占营收 77%，为公司业绩持续增长的核心动力。2019 年 6 月在香港联交所挂牌上市（3692.HK）。

图1. 翰森制药股价复盘



图2. 翰森制药发展历程



1.2 经验丰富、远见卓识的全球化管理团队

创始团队拥有强大的学术背景，核心管理层均拥有逾二十年的医药产业从业经验。钟慧娟女士是集团创始人，任董事会主席、首席执行官兼执行董事等职务。钟女士于1998年9月获委任为江苏豪森董事。2015年12月2日获委任翰森制药集团有限公司主席及执行董事。于2019年5月31日获委任翰森制药集团有限公司首席执行官。钟女士主要负责集团的战略发展及规划、整体运行销售及决策、董事会管治及关键管理问题监督。吕爱锋先生，曾入选国家“万人计划”，于2015年12月获委任为江苏豪森董事兼总裁，在制药行业的研发及产品质量控制体系方面拥有超过二十年的技术及管理经验，累计研发抗肿瘤、精神、糖尿病等各类国家级新药100余项，其中1.1类新药20余项。孙远女士是钟慧娟的女儿，于2011年10月获委任为江苏豪森董事，主要负责研发战略、业务发展、投资战略等方向。

图3. 公司核心管理层情况

核心人员	简介
钟慧娟	集团创始人、董事会主席、首席执行官兼执行董事、提名委员会以及战略发展委员会主席、薪酬委员会成员。主要负责公司的战略发展及规划、整体运营和销售及决策、董事会管治及关键管理问题监督。 <b>钟女士在中国医药行业拥有三十年经验，在制药企业运营及管理领域拥有丰富经验且在发展及扩充集团抗肿瘤及精神疾病药物在其所属治疗领域的市场份额方面具备丰富的行业知识，曾获国务院“政府特殊津贴”“国家科技进步奖二等奖”“中华全国工商业联合会科技进步奖一等奖”等诸多奖项及嘉许，现任香港江苏企业协会联席会长。</b>
吕爱锋	执行董事，环境、社会及管治委员会主席以及战略及发展委员会成员，主要协助首席执行官钟慧娟女士管理公司日常业务运行及若干附属公司的经营管理。分别获任为江苏豪森总裁及翰森健康执行董事。 在制药行业的研发及产品质量控制体系方面拥有超过二十年的技术及管理经验，曾获“国家科技进步二等奖”“国家百千万人才工程”“国家万人计划”“有突出贡献的中青年专家”等诸多奖项
孙远	执行董事。主要负责就公司研发战略、业务发展、投资战略及科学发展提供指引。包括监察并为公司引进最新的行业发展及医药技术以及发掘海外业务机会。孙小姐为钟慧娟的女儿。孙小姐在医疗投资管理及行业研究方面拥有近十五年经验。
李志宏	首席科学官，负责本集团全球创新药物研发管理工作。在创新/首创药物研究和开发领域有三十年以上的丰富领导经验。曾任雅培/艾伯维高级总监，负责过肿瘤、免疫、神经科学、疼痛、肝病、肾病，皮肤病和抗衰老等领域创新药物研发，并在艾伯维任职期间参与了肾病研究中心和美国西岸肿瘤研究中心。
孙伟勇	首席商务官。负责公司全球业务拓展。在医药及BD领域有二十年以上的丰富经验。加入公司前，孙先生在第三共株式会社担任高级总监，分别在美国和日本负责BD及创新药研发。曾在美国 Medical College of Wisconsin 任博士后。
张晓青	首席医学官，负责集团全球创新药物临床研发管理工作。在创新药临床研发领域有二十年丰富领导经验。曾先后在默沙东、礼来及百时美施贵宝的大中华区研发部门及全球总部历任临床研究医师、肿瘤领域全球临床开发负责人、六西格玛黑带等职务，并曾在科伦博泰担任肿瘤临床副总裁。
江山	首席技术官，负责集团生物药开发及生产运营相关工作。江博士在生物制药及ADC开发领域有二十五年以上的丰富经验。加入本集团之前，江博士曾担任辉瑞副总裁，负责 Pharmaceutical Science Biotherapeutics 部门管理，在 Seagen 历任总监至副总裁，全面负责大分子管线的开发。此前江博士曾任职 Bayer 和百时美施贵宝的研发管理岗位。
徐传合	高级副总裁。徐先生主要负责公司销售管理的相关事务。徐先生在医药销售管理领域拥有二十年以上丰富经验。徐先生于1997年加入公司，曾担任销售部副总经理一职。
胡旻	首席财务官。胡先生在医药及健康行业有多年的财务、审计、咨询及资本市场经验。曾任职德勤中国会计师事务所医药及健康行业审计主管合伙人，拥有中国注册会计师和美国注册会计师资格。
陆一峰	副总裁，负责本集团生产运营及原料药制剂进出口业务。陆先生在生产及经营管理方面有二十年以上的丰富经验。曾任长江健康产业股份有限公司总裁，负责集团日常管理，及医药板块业务运行，曾任美国 VMR 集团执行副总裁，并曾在美国丹纳赫集团和艺康集团担任管理职务。
钟胜利	联席公司秘书兼高级副总裁。于2010年加入公司并担任投资总监一职，全面负责投资管理工作。在加入公司之前，彼拥有十余年的金融机构工作经验。

资料来源：翰森制药，HTI

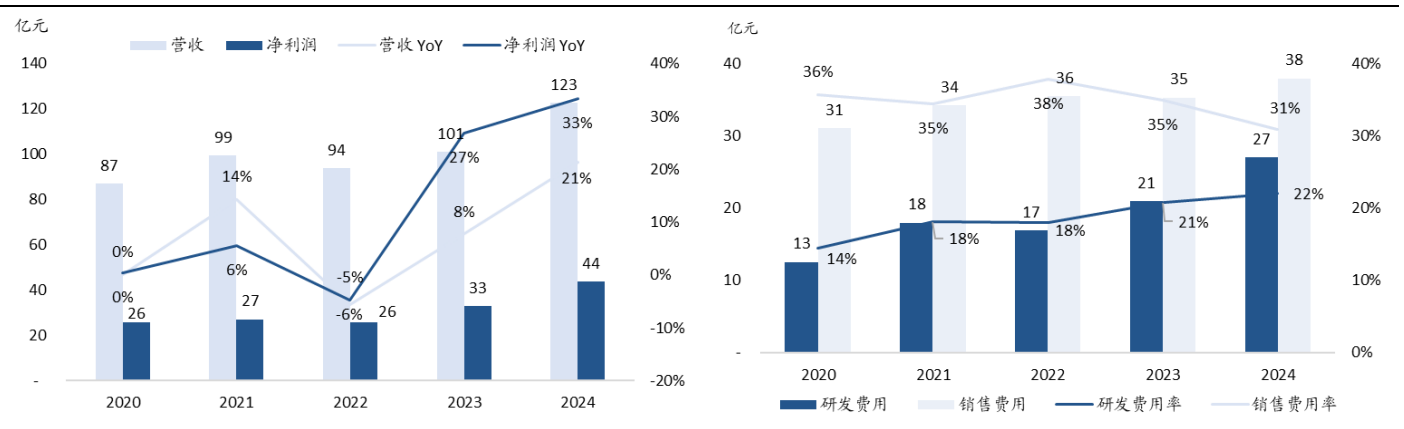


1.3 集采风险出清，创新药占比提升，持续加大研发投入支持创新转型

收入利润稳健增长，仿制药集采风险逐步出清。2020 年到 2024 年，公司营业收入持续稳定增长（2022 年受疫情影响小有下滑，但在 2023 年复苏后回归正增长）。公司 2024 业绩亮眼，得益于肿瘤板块持续发力和对外授权收入的快速增长，实现收入 123 亿元（同比增长 21%），净利润 44 亿元（同比增长 33%）。仿制药收入由 2022 年的 43 亿元降低至 2024 年的 28 亿元，集采风险逐步出清。

持续加大研发投入支持创新转型。公司研发费用率自 2023 年投入超过 20%，而销售费用率基本呈现逐年下降趋势。2020-2024 年，翰森制药研发投入分别为 12.5 亿、18.0 亿、16.9 亿、21.0 亿和 27.0 亿元，研发费用率由 2020 年的 14% 增长至 2024 年的 22%。同期公司的销售费用率分别为 36%、35%、38%、35%和 31%，主要由于公司仿制药向创新药转型，销售策略有所调整，且创新药在市场上具有较强的竞争力，无需过度依赖高费用的营销手段。

图4. 公司营收、净利润以及毛利率、费用率等情况



资料来源: BBG, HTI

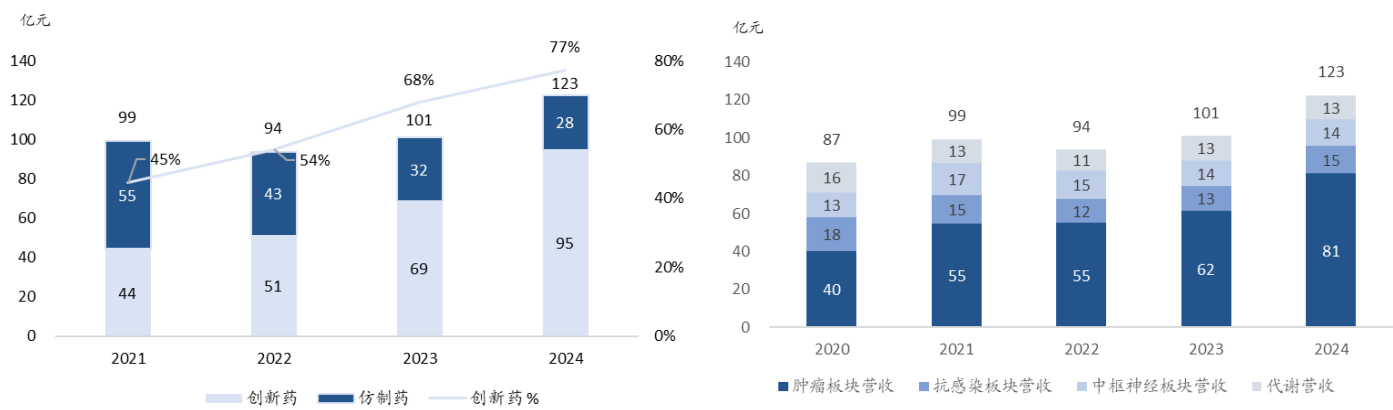
公司创新药快速放量，带动收入增长。自 2014 年首个自主创新的 1.1 类新药迈灵达上市以来，公司已有 9 款创新药获批上市。2020-2024 年公司创新药营收占比快速提升，分别为 11%/27%/49%/68%/77%。公司 2024 年创新药营收 94.8 亿元（同比+38.1%）占营收比例上升至 77%。我们预计 2025 年创新药营收占比超过 80%。

图5. 公司已上市创新药

治疗领域	药物	商品名	合作方	作用机制	主要适应症	境外最高临床阶段	国内最高临床阶段
肿瘤	甲磺酸氟马替尼片	豪森斯福	自研	BCR-ABL抑制剂	CML	-	上市（2019年）
肿瘤	甲磺酸阿美替尼片	阿美乐	自研	EGFR抑制剂	非小细胞肺癌	III期（2022）	上市（2020）
肿瘤	塞利尼索片	XPO1抑制剂	德琪医药	XPO1抑制剂	多发性骨髓瘤	上市（2019）	上市（2021）
中枢神经	伊奈利珠单抗注射液	昕越	Vieia Bio	CD19单抗	NMOSD	上市（2020）	上市（2022）
抗感染	吗啉硝唑氯化钠注射液	迈灵达	自研	硝基咪唑类	盆腔炎 厌氧菌感染	-	上市（2014）
抗感染	富马酸艾米替诺韦韦片	恒沐	自研	HIV-1 RT抑制剂		-	上市（2021）
抗感染	艾瑞芬净	恒美达	Scynexis	葡萄糖合成酶抑制剂	VVC	上市	上市（2024）
代谢及其他	聚乙二醇洛塞那肽	孚来美	自研	GLP-1R激动剂	2型糖尿病	-	上市（2019）
代谢及其他	培莫沙肽注射液	圣罗莱	自研	EPO受体激动剂	慢性肾性贫血	-	上市（2023）

资料来源: BBG, HTI

图6. 公司收入分拆（创新药收入包括对外授权收入）



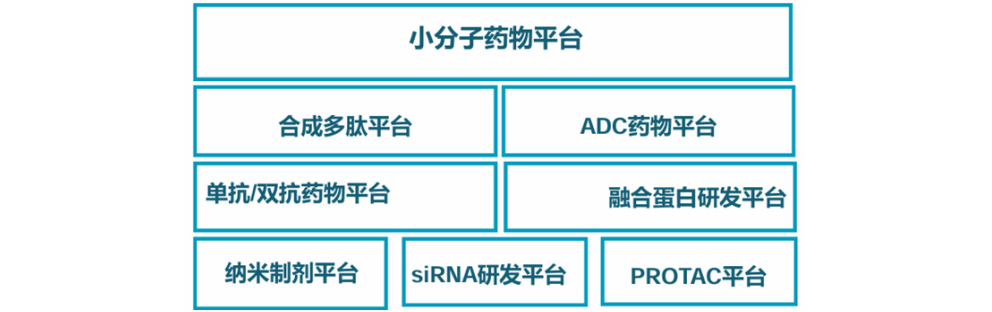
资料来源：BBG，HTI

1.4 拥有自研+BD 双重创新驱动引擎，技术平台丰富、推动 30+临床项目

公司始终坚持科技创新引领，加快创新技术和产品的研发与转化落地。公司共有 1800+海内外专业研发人员，建立了从前沿信息搜集、化合物设计筛选、药理毒理研究到临床医学研究全过程的研发体系，并创建了国家企业技术中心、博士后科研工作站、国家重点实验室等多个国家级研发机构。作为中国领先的创新驱动型制药企业，翰森制药连续多年位列“中国医药研发产品线最佳工业企业”前三强，共获得国内外授权发明专利 600 余项，荣获国家科技进步二等奖 2 项、中国专利金奖 2 项。

公司拥有 9 大创新技术平台。经过多年积累，翰森制药已拥有 PROTAC、siRNA、融合蛋白、ADC、双抗、单抗、纳米制剂和 PEG 修饰长效药物等 9 大研发技术平台。公司现有超过 40 个处于临床不同阶段的创新药项目正在开展 60 余项临床，形成了丰富且具有竞争力的研发管线。

图7. 公司创新技术平台布局



资料来源：翰森制药，HTI

图8. 公司创新药研发管线布局（截至 2025 年 5 月）

治疗领域	产品/候选	机制/靶点	适应症	IND	Ph1	Ph2/概念验证	Ph3/关键	注册	合作方
抗肿瘤	阿美替尼	3 <sup>rd</sup> Gen EGFR	术后辅助 局部维持 靶化联合 非经典突变						(获批) (获批)
	HS-10241+Aumo	c-MET+ 3 <sup>rd</sup> Gen EGFR	2L+cMET扩增+EGFRm NSCLC						
	HS-10365	RET	NSCLC 甲状腺癌						
	HS-20093	B7-H3, ADC	R/R广泛期小细胞肺癌						
			2L+骨与软组织肉瘤						
			2L+结直肠癌						
			2L+去势抵抗前列腺癌						
			2L+头颈鳞癌						
			2L+食管鳞癌						
			实体瘤						
	HS-10352	PIK3α	乳腺癌等						
	HS-10370	KRAS G12C	实体瘤						
	HS-20089	B7-H4, ADC	卵巢癌						
			卵巢癌、子宫内膜癌 TNBC等实体瘤						
	HS-10382	别构 BCR-ABL	CML						TERNS
	HS-10502	PARP1	乳腺癌等						
	HS-20106 <sup>2</sup>	ActRIIA ligand trap	MDS						KEROS
	HS-10516	HIF2α	肾癌						NKT
			VHL						
	HS-20117	EGFR/c-met	NSCLC						
	HS-20122	EGFR/cMET ADC	NSCLC						BIOTHEUS BIOTHEUS
	HS-10504	4th Gen EGFR	NSCLC						
	HS-20124	CDH6	肿瘤						
	HS-20110	CDH17	肿瘤						
	HS-20108	未披露	肿瘤						
	HS-10529	KRAS G12D	肿瘤						

注：1) 大分子 2) HS-20106获批中国II期临床

治疗领域	产品/候选	机制/靶点	适应症		Ph1	Ph2	Ph3	注册	合作方
代谢及其他	Kiomedine <sup>TM</sup> One <sup>4</sup>	植物源几丁糖	膝骨关节炎						Kiomed
	HS-20094	GIP/GLP-1R 激动剂	二型糖尿病 (+/- 超重)						
	HS-10501	Oral GLP-1 R激动剂	减重						
	HS-10383	P2X3	慢性咳嗽						
	HS-10384	NK3	更年期血管舒缩综合征						
	HS-10518	GnRH	辅助生殖等						
	HS-10511	未公开	肥厚型心肌病						
	HS-10510	未公开	高胆固醇血症, 血脂异常						
自免疫与肾病	Inebilizumab	CD19	IgG4相关疾病 gMG						AMGEN
	HS-10374	TYK2	银屑病						
	HS-20137	IL-23p19	银屑病						OYINS
	HS-20118	未公开	银屑病						
	HS-10561	BTk	慢性自发性荨麻疹						
	HS-10390	ETA/AT1	FSGS, IgA肾病						翰森制药
CNS	HS-10542	未公开	IgA肾病						
	HS-10353	GABAA Modulator	抑郁						
	HS-10380	D3、D2/5-HT2A	精神分裂症						
	HS-10506	OX2R	抑郁、失眠						

资料来源：翰森制药，HTI

对外授权逐步常态化，成为收入的重要组成。公司对外授权初见成果，2023 年底公司与 GSK 在两个月之内就 B7-H3 及 B7-H4 ADC 达成两项授权合作，交易总金额超 30 亿美元。2024 年，公司授予默沙东开发、生产和商业化 HS-10535（口服 GLP-1 小分子）的全球独家许可权。翰森制药将获得 1.12 亿美元的首付款，并有资格根据候选药物的开发、注册审批和商业化进展获得最高 19 亿美元的里程碑付款，同时还获得基于产品销售的特许权使用费，在特定条件下，翰森制药可能会在中国共同推广或独家商业化 HS-10535。2025 年 6 月，翰森制药与 Regeneron 订立许可协议，授予 Regeneron 开发、生产及商业化 HS-20094（GLP-1/GIP 双受体激动剂）的全球独占许可（不含中国

内地、香港及澳门），翰森制药将获得 8,000 万美元首付款，并有资格根据该产品开发、注册审批和商业化进展收取最高 19.3 亿美元里程碑付款，以及未来潜在产品销售的双位数百分比特许权使用费。此外，翰森制药累计引入十余个合作项目，不断充实高潜创新管线。

图9. 公司合作授权情况

License-out						
公司	日期	产品	MoA	受让方	首付款	总金额
翰森制药	06/02/2025	HS-20094	GLP-1/GIP 双受体激动剂	再生元	80 百万美元	2010 百万美元
翰森制药	12/18/2024	HS-10535	口服 GLP-1R	MSD	112 百万美元	2012 百万美元
翰森制药	12/20/2023	HS-20093	B7-H3 ADC	GSK	185 百万美元	1710 百万美元
翰森制药	10/20/2023	HS-20089	B7-H4 ADC	GSK	85 百万美元	1570 百万美元
License-in						
公司	日期	产品	MoA	受让方	首付款	总金额
荃信生物	04/25/2024	QX004N	IL23A	翰森制药	12 百万美元	28 百万美元
麓鹏制药	08/08/2024	洛布替尼	BTK, BTK C481S	翰森制药	115.4 百万美元	
普米斯生物	03/14/2024	HS-20117	EGFR/cMet 双抗 ADC	翰森制药	792 百万美元	
德琪医药	08/11/2023	塞利尼索	XPO1	翰森制药	32 百万美元	117 百万美元
百奥赛图	01/03/2023	-	全人抗体分子	翰森制药	-	-
NiKang Therapeutics	05/05/2022	NKT2152	HIF2A	翰森制药	15 百万美元	218 百万美元
普米斯生物	11/14/2022	HS-20117	EGFR, c-Met	翰森制药	8 百万美元	232 百万美元
KiOmed Pharma	09/26/2022	HS-20116	几丁糖	翰森制药	72.03 百万美元	
TiumBio	08/08/2022	Merigolix	GnRH	翰森制药	4.5 百万美元	168 百万美元
Keros Therapeutics	12/13/2021	Elritercept	ActRIIA 型受体配体捕获剂	翰森制药	20 百万美元	191 百万美元
Scynexis	02/11/2021	艾瑞芬净	Glucan synthase	翰森制药	10 百万美元	-
OliX Pharmaceuticals	10/19/2021	GalNAc-asiRNA platform		翰森制药	6.5 百万美元	450 百万美元
Terns Pharmaceuticals	07/28/2020	TERN-701	Bcr-Abl	翰森制药	68 百万美元	
Viela Bio	05/28/2019	伊奈利珠单抗	CD19	翰森制药	220 百万美元	

资料来源：翰森制药，Insight 数据库，HTI

2. 肿瘤板块：阿美替尼持续贡献增量，看好未来 ADC 产品接棒

肿瘤为公司重点布局，2024 年公司肿瘤部分营收 81.2 亿（创新药+对外授权收入），占总营收比例 66.2%。目前公司在抗肿瘤领域已经建立了多个商业化产品+丰富临床管线的产品组合。

肺癌领域形成以阿美替尼为基石、多种联合疗法全面覆盖非小细胞肺癌患者的 1 线、2 线及 2 线+治疗方案组合。公司的三代 EGFR TKI 阿美替尼是当前肿瘤板块的核心产品，自获批以来市场份额不断上升，是公司创新药增长的核心驱动力。

1) 在 1 线患者人群中，翰森制药重点布局：1. 阿美替尼加化疗的联合疗法；2. 阿美替尼联合 IO 疗法（如公司的 EGFR/cMET 双特异性抗体 HS-20117）。

2) 在 2 线患者人群中，翰森制药将重点布局：1. 阿美替尼联合小分子 cMET 抑制剂 HS-10242（HS-10242 处于 III 期注册性临床研究中）；2. 阿美替尼联合 ADC（如公司的 EGFR/cMET 双抗 ADC）。



我们认为，翰森制药在肺癌领域的战略充分发挥了阿美替尼和当前产品管血的协同效应，形成组合拳，可以最大程度地覆盖非小细胞肺癌患者在不同治疗阶段的临床需求，延长并扩大阿美替尼及管线核心产品的销售峰值。

公司重点布局的其他瘤种包括血液瘤、胃肠道肿瘤、妇科肿瘤等。血液瘤方面，公司布局的二代 Bcr-Abl TKI 氟马替尼疗效优于伊马替尼，替代趋势明确。两款授权 GSK 的 ADC 产品，早期数据优秀，研发进度领先，国内外市场潜力广阔。我们看好公司在肿瘤领域持续发力，延续并强化在这一领域的优势地位。

图10. 公司创新药研发管线布局（肿瘤）

治疗领域	产品/候选	机制/靶点	适应症	IND	Ph1	Ph2/概念验证	Ph3/关键	注册	合作方
抗肿瘤	阿美替尼	3 <sup>rd</sup> -Gen EGFR	术后辅助 局部维持 靶化联合 非经典突变						(获批) (获批)
	HS-10241+Aumo	c-MET+ 3 <sup>rd</sup> -Gen EGFR	2L+cMET扩增+EGFRm NSCLC						
	HS-10365	RET	NSCLC 甲状腺癌						
	HS-20093	B7-H3, ADC	R/R广泛期小细胞肺癌						
			2L+骨与软组织肉瘤						
			2L+结直肠癌						
			2L+去势抵抗前列腺癌						
			2L+头颈鳞癌						
	HS-10352	PIK3α	乳腺癌等						
	HS-10370	KRAS G12C	实体瘤						
	HS-20089	B7-H4, ADC	卵巢癌						
			卵巢癌、子宫内膜癌						
	HS-10382	别构 BCR-ABL	TNBC等实体瘤						
			CML						
	HS-10502	PARP1	乳腺癌等						
	HS-20106 <sup>2</sup>	ActRIIA ligand trap	MDS						
			肾癌						
	HS-10516	HIF2α	VHL						
	HS-20117	EGFR/c-met	NSCLC						
	HS-20122	EGFR/cMET ADC	NSCLC						
	HS-10504	4th Gen EGFR	NSCLC						
	HS-20124	CDH6	肿瘤						
	HS-20110	CDH17	肿瘤						
	HS-20108	未披露	肿瘤						
	HS-10529	KRAS G12D	肿瘤						

注：1) 大分子 2) HS-20106获批中国II期临床  
资料来源：翰森制药，HTI

2.1 阿美替尼持续开拓国内市场，成为国产肺癌治疗基石产品

阿美乐®（甲磺酸阿美替尼片）是翰森制药自主研发的中国首个原研三代表皮生长因子受体（EGFR）酪氨酸激酶抑制剂（TKI）。目前已有两项适应症获批并纳入国家医保目录：1. EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21（L858R）置换突变的局部晚期或转移性 NSCLC 成人患者的一线治疗；2. 既往经 EGFR-TKI 治疗时或治疗后出现疾病进展，并且经检测确认存在 EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性 NSCLC 成人患者的治疗。

EGFR 突变在 NSCLC 患者中最为常见。卫健委数据显示，2022 年我国新发肺癌病例 106.1 万例，占全部恶性肿瘤发病的 22.0%；我国肺癌死亡病例 73.33 万例，占全部恶性肿瘤死亡的 28.5%；肺癌发病率和死亡率分别为 75.13/10 万和 51.94/10 万，总体呈上升趋势。2024 年 8 月于《柳叶刀》发表的“New promises and challenges in the treatment of advanced non-small-cell lung cancer”数据显示，大约 50%的非鳞状 NSCLC 患者存在基因突变，称为具有致癌驱动分子改变的基因突变。不同国家和地区人群突变基因存在差异，其中亚裔的 EGFR 突变率较高大约 35%，而在白人中的 EGFR 突变率大约为 20%。第三代 EGFR TKI（奥希替尼、阿美替尼、伏美替尼、贝福替尼）为患者带来显著的 PFS 和 OS 获益，已成为 EGFR 突变晚期 NSCLC 患者一线标准治疗方案。

阿美替尼适应症有持续扩展。包括已经纳入医保的两项适应症，2025 年上半年，阿美替尼获批两项新适应症，目前共有四项适应症获批，与奥西替尼一并成为中国获批适应症最多的三代 EGFR TKI。2024 年 7 月，阿美替尼用于具有 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21(L858R)置换突变后阳性的非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者肿瘤切除术后的辅助治疗适应症的上市申请获得受理，2025 年 5 月获批上市。2024 年 8 月，阿美替尼用于含铂根治性放化疗后未出现疾病进展的不可切除的局部晚期 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21（L858R）置换突变的 NSCLC 患者的治疗的上市申请获得受理，2025 年 3 月获批上市。此外，阿美替尼的第五项适应症阿美替尼联合化疗用于一线 NSCLC 患者的上市申请已获国家药品监督管理局（NMPA）受理。2024 年 11 月，阿美替尼联合培美曲塞和铂类化疗用于 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21(L858R)置换突变的局晚期或转移性 NSCLC 成人患者的一线治疗上市申请获受理。

图 11. 中国三代 EGFR TKI 竞争格局

药品名称	公司	已获批适应症	上市申请适应症
奥西替尼	阿斯利康	1. 二线：既往经 EGFR TKI 治疗时或治疗后出现疾病进展，并且经检测确认存在 EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性 NSCLC 成人患者的治疗（2017.02）； 2. 一线：具有 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21(L858R)置换突变的局部晚期或转移性 NSCLC 成人患者的一线治疗（2019.03）； 3. 辅助：IB-IIIa 期存在 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21(L858R)置换突变的 NSCLC 患者的治疗，患者须既往接受过手术切除治疗，并由医生决定接受或不接受辅助化疗（2021.04）； 4. 一线维持：用于接受含铂放化疗期间或之后未出现疾病进展、具有 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21(L858R)置换突变的局部晚期、不可切除(III 期)NSCLC 成人患者的治疗（2024.06）	
阿美替尼	翰森制药	1. 二线：既往经 EGFR TKI 治疗时或治疗后出现疾病进展,并且经检测确认存在 EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性 NSCLC 成人患者的治疗（2020.03）； 2. 一线：EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21(L858R)置换突变的局部晚期或转移性 NSCLC 成人患者的一线治疗（2021.12）。 3. 一线维持：含铂根治性放化疗后未出现疾病进展的不可切除的局部晚期 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21（L858R）置换突变的 NSCLC 患者治疗（2025.03）； 4. 辅助：用于具有 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21(L858R)置换突变后阳性的 NSCLC 成人患者肿瘤切除术后的辅助治疗（2025.05）。 1. 二线：既往因 EGFR TKI 治疗时或治疗后出现疾病进展，并经检验确认存在 EGFR T790M 突变阳性的局晚期或转移性 NSCLC 成人患者的治疗（2021.03）； 2. 一线：EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21(L858R)置换突变的局晚期或转移性 NSCLC 成人患者的一线治疗（2022.06）。	1. 一线：联合培美曲塞和铂类化疗用于 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21(L858R)置换突变的局晚期或转移性 NSCLC 成人患者的一线治疗（2024.11）。
伏美替尼	艾力斯	1. 二线：既往因 EGFR TKI 治疗时或治疗后出现疾病进展，并经检验确认存在 EGFR T790M 突变阳性的局晚期或转移性 NSCLC 成人患者的治疗（2021.03）； 2. 一线：EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21(L858R)置换突变的局晚期或转移性 NSCLC 成人患者的一线治疗（2022.06）。	
贝福替尼	贝达药业	1. 二线：既往经 EGFR TKI 治疗时或治疗后出现疾病进展，并且经检测确认存在 EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性 NSCLC 成人患者（2023.05）； 2. 一线：具有 EGFR 外显子 19 缺失或外显子 21（L858R）置换突变的局晚期或转移性 NSCLC 成人患者的一线治疗（2023.10）。	

资料来源：Insight 数据库，HTI

阿美替尼是首个海外上市的中国原研 EGFR-TKI，并预计持续扩大海外版图。2025 年 6 月，阿美替尼获英国药品与保健品监管局（MHRA）批准上市，作为单药治疗适用于：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，以及成人局部晚期或转移性 EGFR T790M 突变阳性 NSCLC 患者的治疗。翰森制药计划将继续推进阿美替尼于欧洲药品管理局（EMA）的海外监管认可。

阿美替尼 2025 年收入有望达 60 亿元，峰值超 80 亿元。阿美替尼在一线 NSCLC 中的治疗继续快速放量，2024 年全年阿美替尼的销售实现接近 30%的增长，高于 20%的指引；考虑到 2025 年简易续约降价幅度可能有限、辅助和局晚期适应症有望在 2025 年获批并参加当年医保谈判，我们预计 2025 年单品销售有望达到 60 亿元，峰值销售有望超过 80 亿元。

## 2.2 氟马替尼疗效优异，替代一代产品伊马替尼

甲磺酸氟马替尼片（豪森昕福®）：翰森制药自主研发的中国首个原研新型二代 Bcr-Abi TKI，用于治疗费城染色体阳性的慢性髓性白血病（Ph+ CML）慢性期成人患者。

**慢性髓性白血病（CML）每年全球新发患者人数约 7 万。** CML 是骨髓造血干细胞克隆性增殖形成的恶性肿瘤，当 9 号染色体上的 ABL1 基因与 22 号染色体上的 BCR 基因融合，该融合基因持续激活 BCR-ABL 酪氨酸激酶，从而编码癌蛋白 BCR::ABL1，通过下游信号通路如 RAS、RAF、JUN 激酶等，促进 CML 细胞的生长和存活。该异常的 Bcr-Abi 融合基因也被称为费城染色体，绝大多数 CML 具有相对特异性的费城染色体（Ph）阳性。CML 全球的年发病率为（1-2）/10 万，占白血病总数的 15%-20%，约有~7 万新发患者。我国 CML 发病率（3-4）/10 万，中国每年约~1.7 万新发患者。美国发病率约（1.5-1.7）/10 万，每年约有 0.9~1 万人新发患者。CML 在各个年龄组中均可以发生，发病率随着年龄增长逐渐增加。CML 可划分为三个阶段：慢性期、加速期或急变期。患有 CML 的大多数患者均于慢性期确诊。

目前，国际上推荐慢性期患者一线使用的 Bcr-Abi TKI 包括伊马替尼、尼洛替尼、达沙替尼、博舒替尼和拉多替尼。CML 中国诊断与治疗指南(2020 年版)推荐的药物包括伊马替尼、尼洛替尼、氟马替尼、达沙替尼。目前全球获批的 CML 治疗药物包括分为三代：

- 1) **第一代 BCR-ABL 抑制剂，通常用于新诊断 CML 患者：**伊马替尼是首个针对 CML 发病机制中 BCR-ABL 融合蛋白研发上市的 TKI 药物。伊马替尼将 CML 患者的 10 年生存率由不到 50% 提高到 90%，也成为 CML 一线标准疗法。专利到期后，2023 年全球销售额 5.6 亿美元。
- 2) **第二代 BCR-ABL 抑制剂，通常用于一线治疗中的高风险患者或伊马替尼治疗失败后的患者：**BCR-ABL TKI 只影响突变基因产生的蛋白，非直接改变基因，随着 TKI 药物暴露的增加，大约 60% 的 CML-BP（急变期）患者会因为 T315I、E225K、Y253K 以及 M351T 突变耐药。第二代 BCR-ABL TKI 可以克服伊马替尼大部分耐药突变，同时第二代 TKI 一线治疗 CML 能够获得更快、更深的分子学反应，逐步成为 CML 患者的一线治疗方案之一。2023 年，第二代 TKI 药物（尼洛替尼、达沙替尼、博舒替尼、氟马替尼、拉多替尼等）的全球市场空间约 45 亿美元。
- 3) **第三代 BCR-ABL 抑制剂，解决 T315I 突变耐药问题：**第二代 BCR-ABL TKI 可以克服绝大部分耐药突变，但对 T315I 突变无效。T315I 突变约占一代耐药患者突变比例的 12%，二代药耐药患者中，T315I 突变比例达 27%~34%。第三代 BCR-ABL 抑制剂，对 BCR-ABL 以及包括 T315I 突变在内的多个突变体有效，代表药物有普纳替尼、阿思尼布（STAMP 抑制剂）以及的奥雷巴替尼。

**HS-10096-301 III 期研究证实，与伊马替尼相比，氟马替尼治疗新诊断 CML-CP 患者分子学反应率更高、更快、更深。**在氟马替尼开展的与伊马替尼随机对照 III 期 HS-10096-301 临床研究中，氟马替尼治疗组 6 个月时的 MMR 率显著高于伊马替尼治疗组，同时氟马替尼治疗组 3、9 和 12 个月的 MMR 率亦显著高于伊马替尼组，接受氟马替尼治疗的患者可以更快地达到 MMR。

图12. 全球 BCR-ABL 抑制剂的竞争格局

类型	药物	商品名	公司	主要适应症	境外最高临床阶段	国内最高临床阶段	境外销售额	国内样本医院销售额
第一代	Gleevec 伊马替尼	格列卫	诺华	CML、ALL、GIST等	上市 (2001年)	上市 (2002年)	2023年 5.6亿美元	2023年 5.6亿元
	Sprycel 达沙替尼	达希纳	BMS	CML、ALL、CLL	上市 (2006年)	上市 (2011年)	2023年 19.3亿美元	2023年 1.3亿元
	Tasigna 厄洛替尼	施达赛	诺华	CML	上市 (2007年)	上市 (2009年)	2023年 18.5亿美元	2023年 0.2亿元
第二代	Bosulif 博舒替尼	-	辉瑞	CP-CML	上市 (2012年)	III期 (2007年)	2023年 6.5亿美元	n/a
	氟马替尼	豪森昕福	豪森	CML	-	上市 (2019年)	-	2023年 4.1亿元
	拉多替尼	-	俄罗斯制药 韩国一洋药品	CML	上市 (2012年)	III期 (2018年)	-	-
	Iclusig 普纳替尼	-	Takeda	CML、ALL	上市 (2012年)	上市 (2024年)	2023年 3.9亿美元	-
第三代	Scemblix 阿思尼布	-	诺华	CML	上市 (2021年)	NDA (2024年)	2023年 4.7亿美元	-
	奥雷巴替尼	耐立克	亚盛	CML	-	国内上市 (2021年)	-	2023年 1.6亿元
	Vamotinib	-	Fusion Pharma	CML	I/II期	-	-	-
	ELVN-001	-	Enliven Therapeutics	CML	I期	-	-	-

资料来源: Insight 数据库, HTI

2.3 多款 ADC 接棒，成为肿瘤板块未来增长动力

2.3.1 HS-20093（B7-H3 ADC）：站位领先的高潜力泛肿瘤疗法

HS-20093（GSK'227）是公司自主研发的，一种新型 B7-H3 靶向抗体药物偶联物（ADC），由全人源抗 B7-H3 单抗与拓扑异构酶抑制剂（TOPOi）有效载荷共价连接而成，目前正在中国开展用于治疗肺癌、肉瘤、头颈癌以及其他实体瘤的多项 I 期、II 期及 III 期临床研究。2023 年 12 月 20 日，翰森制药与 GSK 订立独家许可协议，授予 GSK 全球独占许可（不含中国内地、香港、澳门及台湾），以开发、生产及商业化 HS-20093（GSK'227）。翰森制药将收取 1.85 亿美元首付款，并有资格就 HS-20093 收取最多 15.25 亿美元的相关事件达成时的里程碑付款。

**在美国 HS-20093 已经有 2 项适应症获 FAD 纳入突破性治疗药物：**2024 年 8 月，葛兰素史克（GSK）就 HS-20093 获美国食品药品监督管理局（FDA）突破性疗法认定，正在评估用于含铂化疗期间或之后进展的（复发或难治性）广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）患者治疗。2025 年 1 月，HS-20093 再获 FDA 突破性疗法认定，用于后线复发或难治性骨肉瘤治疗。

**在中国 HS-20093 已经有 3 项适应症获 NMPA 纳入突破性治疗药物：**2024 年 11 月，中国药监局（NMPA）批准 HS-20093 纳入“突破性治疗药物”，用于经标准一线治疗（含铂双药化疗联合免疫）后进展的广泛期小细胞肺癌；2025 年 2 月，中国药监局（NMPA）批准 HS-20093 纳入“突破性治疗药物”，用于治疗经至少二线治疗后进展的骨肉瘤患者；2025 年 4 月，中国药监局（NMPA）批准 HS-20093 纳入“突破性治疗药物”，用于既往经过含铂化疗后进展或复发的驱动基因阴性的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌。



图13. B7H3 靶点竞争格局

药品	公司	作用机制	境外最高临床阶段	国内最高临床阶段
HS-20093	翰森/GSK	B7H3 ADC	临床 I 期: 实体瘤	临床 III 期: 小细胞肺癌, 骨和软组织肉瘤 临床 II 期: 去势抵抗性前列腺癌, 头颈部鳞状细胞癌, 食管鳞癌 临床 Ib 期: 结直肠癌
I-DXd	第一三共/MSD	B7H3 ADC	临床 III 期: 小细胞肺癌 临床 II 期: 非小细胞肺癌, 子宫内膜癌, 头颈部鳞状细胞癌, 结直肠癌等 临床 I/II 期: 去势抵抗性前列腺癌, 黑色素瘤, 肉瘤, 乳腺癌, 食管鳞癌, 鳞状非小细胞肺癌等	临床 III 期: 小细胞肺癌 批准临床: 食管鳞癌
YL201	宜联生物	B7H3 ADC	临床 I 期: 实体瘤, 非小细胞肺癌, 小细胞肺癌 批准临床: 肿瘤	临床 III 期: 小细胞肺癌, 鼻咽癌 临床 II 期: 去势抵抗性前列腺癌 临床 I/II 期: 非小细胞肺癌, 食管鳞癌, 实体瘤
vobra duo	MacroGenics	B7H3 ADC	临床 II/III 期: 去势抵抗性前列腺癌等	-
依布妥单抗	MacroGenics/天境生物	B7H3 单抗	临床 II 期: 前列腺癌, 头颈部鳞状细胞癌 临床 I 期: 肿瘤等	临床 II 期: 非小细胞肺癌, 尿路上皮癌/膀胱癌, 黑色素瘤
QH104	清辉联诺生物	B7H3 CAR-yδ T	-	临床 II 期: 实体瘤脑转移 临床 I/II 期: 胶质瘤, 胶质母细胞瘤
DB-1419	映恩生物	PD-L1/B7H3 ADC	临床 I/II 期: 实体瘤	临床 I/II 期: 实体瘤
IBI129	信达生物	B7H3 ADC	临床 I/II 期: 前列腺癌, 小细胞肺癌	临床 I/II 期: 前列腺癌, 小细胞肺癌
7MW3711	迈威生物	B7H3 ADC	批准临床: 实体瘤	临床 I/II 期: 实体瘤
DB-1311	映恩生物	B7H3 ADC	临床 I/II 期: 非小细胞肺癌, 黑色素瘤, 小细胞肺癌等	临床 I/II 期: 非小细胞肺癌, 黑色素瘤, 小细胞肺癌等
IBI334	信达生物	B7H3/EGFR 双抗	临床 I/II 期: 非小细胞肺癌, 结直肠癌等	临床 I/II 期: 非小细胞肺癌, 结直肠癌等
TAK-280	Maverick Therapeutics/武田	B7H3/CD3 双抗	临床 I/II 期: 肿瘤	-

资料来源: Insight 数据库, HTI

2024 WCLC 会议上, 翰森制药更新了 HS-20093 在广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC) 患者中的 1a/b 期 (ARTEMIS-001) 研究数据。数据显示, HS-20093 在 ES-SCLC 中表现出积极的疗效。**8.0 mg/kg 剂量组的 ORR 为 61.3%, 10.0 mg/kg 剂量组的 ORR 为 50.0%。**8.0 mg/kg 和 10.0 mg/kg 剂量组的 DCR、中位 DoR、中位 PFS 分别为 80.6%和 95.5%、6.4 和 8.9 个月、5.9 和 7.3 个月。8.0 mg/kg 剂量组的中位 OS 为 9.8 个月, 10.0 mg/kg 剂量组未达到中位 OS。在 8.0 和 10.0 mg/kg 剂量下, 既往接受过 IO+铂类药物但未接受过 TOPO1i 治疗的 ORR 分别为 75.0%和 66.7%。未观察到 B7-H3 表达水平与肿瘤缓解之间存在相关性。安全性特征与既往报告一致。≥3 级的治疗相关不良事件 (发生率≥10%) 包括: 中性粒细胞计数降低 (39.3%)、白细胞计数降低 (33.9%)、淋巴细胞计数降低 (25.0%)、血小板计数降低 (17.9%) 和贫血 (16.1%)。我们认为翰森制药的 HS-20093 在展现出较好疗效 (ORR 超 60%) 的同时, 安全性数据出色。

图14. B7H3 ADC 数据梳理

公司	翰森/GSK		宜联生物	第一三共/MSD		MacroGenics
药物	HS-20093		YL201	I-DXd		vobra duo
适应症	ES-SCLC		SCLC (篮子)	SCLC	CRPC	CRPC
既往中位治疗线数	-	-	-	二线	-	-
分组	8.0 mg/kg	10.0 mg/kg	0.8 to 3.0 mg/kg	8mg/kg	12mg/kg	
ORR	61.3%	50.0%	70.00%	26.1% 颅内 ORR66.7%	54.8% 颅内 ORR50.0%	25.00%
mPFS	5.9months	7.3months	6.2months	4.2months	5.5months	4.8months
mOS	9.8months	NR		9.4months	11.8months	13.5months
安全性	Gr≥3 TEAEs 中性粒细胞计数降低 (39.3%) 白细胞计数降低 (33.9%) 淋巴细胞计数降低 (25.0%) 血小板计数降低 (17.9%)		Gr≥3 TEAEs 中性粒细胞减少症 (24%) 白细胞减少症 (23%) 贫血 (15%)	Gr≥3 TEAEs 43.5%	Gr≥3 TEAEs 50.0%	-
						Gr≥3 TEAEs 54.4% 8 例死亡事件, 包括 3 次肺炎事件

资料来源: Insight 数据库, HTI

**2.3.2 HS-20089 (B7-H4 ADC): 首个进入三期临床的同靶点产品**  
HS-20089 是翰森制药研发的一种新型 B7-H4 靶向抗体药物偶联物 (ADC), 其有效载荷为拓扑异构酶抑制剂 (TOPOi), DAR 值为 6, 正于中国开展用于治疗卵巢癌以及其他妇科肿瘤的多项临床研究。



2023 年 10 月，GSK 与翰森制药共同宣布就 HS-20089 达成独家许可协议。根据协议，翰森制药将授予 GSK 开发及商业化 HS-20089 全球独占许可权利（不含中国大陆、香港、澳门及台湾地区）。翰森制药将收取 8500 万美元首付款，并有资格就 HS-20089 收取最多 14.85 亿美元的相关事件达成时的里程碑付款。翰森制药的 HS-20089 具备先发优势，在全球竞争格局中站位领先，是首个进入 III 期临床的 B7-H4 ADC，其余均处于临床早期阶段。

图 15. B7H4 靶点竞争格局梳理

药品	公司	作用机制	境外最高临床阶段	国内最高临床阶段
HS-20089	翰森/GSK	B7H4 ADC (Top1i)	临床 I 期: 实体瘤	临床 III 期: 卵巢癌 临床 II 期: 子宫内膜癌, 卵巢上皮癌 临床 I 期: 实体瘤, 三阴性乳腺癌
AZD8205	阿斯利康	B7H4 ADC (Top1i)	临床 I/II 期: 乳腺癌, 胆道癌, 子宫内膜癌, 上皮细胞癌, 三阴性乳腺癌, 卵巢上皮癌	临床 I/II 期: 乳腺癌, 胆道癌, 子宫内膜癌, 上皮细胞癌, 三阴性乳腺癌, 卵巢上皮癌
GEN1047 (已终止)	Genmab	B7-H4/CD3	临床 I/II 期: 乳腺癌, 子宫内膜癌等	-
NC762 (已终止)	NextCure	B7-H4 单抗	-	临床 I/II 期: 非小细胞肺癌, 卵巢上皮癌, 乳腺癌
LNCB74	LegoChem Biosciences/NextCure	B7H4 ADC	临床 I 期: 肿瘤	-
BG-C9074	映恩生物/百济	B7H4 ADC	临床 I 期: 实体瘤	临床 I 期: 实体瘤
ABL103	ABLBio	B7H4/4-1BB 双抗	临床 I 期: 三阴性乳腺癌	-
XKH002	鑫康合生物医药	B7H4 单抗	批准临床: 肿瘤	临床 I 期: 实体瘤
XMT-1660	Mersana Therapeutics	B7H4 ADC (Auristatin)	临床 I 期: 三阴性乳腺癌, 卵巢上皮癌	-

资料来源: Insight 数据库, HTI

HS-20089 已在 1 期临床中展现出良好的抗肿瘤潜力。在 44 例晚期实体瘤（41 例乳腺癌，2 例卵巢癌，1 例子宫内膜癌）患者中，33 例可评估疗效患者 ORR 达到 24.2%，DCR 为 63.6%。三阴性乳腺癌（TNBC）亚组患者的 ORR 为 37.5%，其中 4.8mg/kg 或 5.8mg/kg 剂量组患者的 ORR 达 41.7%。

图 16. B7H4 ADC 数据梳理

公司	翰森/GSK		AZ	Mersana Therapeutics
药物	HS-20089		AZD8205	XMT-1660
适应症	实体瘤	TNBC	实体瘤	实体瘤
样本量	44	16	46	130
既往中位治疗线数	-	-	4	4.5
分组	-	0.7 to 7.2 mg/kg	-	-
ORR/PR	24.2%，其中 TNBC 37.5%		20.9%	22%-23%
DCR	63.60%		-	-
mPFS	-		-	-
mOS	-		-	-
安全性	2 例 DLT 最常见（发生率≥20%）的治疗中出现的不良事件包括白细胞减少、中性粒细胞减少、恶心、贫血、血小板减少等		2 例 DLT Gr≥3 TEAEs 82.6%	5 例 DLT Gr≥3 TEAEs 30%

资料来源: Insight 数据库, HTI

卵巢癌当前仍存在巨大未被满足的临床需求。2022 年，全球约诊断出 32 万例卵巢癌新病例，中国发病数为 6.1 万例。手术联合以铂为基础的化疗是目前卵巢癌的标准治疗方式，但绝大部分晚期患者会在 3 年内复发，并最终会对铂类化疗产生耐药性，铂耐药复发卵巢癌（PROC）的临床治疗手段和疗效均十分有限。根据近年来开展的 III 期随机对照研究中的对照组（非铂单药化疗）数据显示，非铂单药化疗卵巢癌的 ORR 仅 4%~15.9%，mPFS 仅 3.4~3.98 个月。对于接受过 1 至 2 线治疗的患者，非铂化疗结合贝伐珠单抗的 ORR 为 27.3%，mPFS 延长至 6.7 个月，mOS 达到 16.6 个月。尽管 PFS 显著延长，但 OS 与非铂化疗相比无明显获益。目前该疾病仍存在巨大未被满足的临床需求，亟待寻找更为有效的治疗方式。

2025 年 5 月，翰森制药的 HS-20089 获 NMPA 批准纳入“突破性治疗药物”，拟定适应症为用于治疗铂耐药复发上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌患者。

2.3.3 EGFR/cMET ADC有望成为潜在重磅产品

根据医药魔方数据显示，EGFR（表皮生长因子受体）是非小细胞肺癌最为常见的驱动基因。当 EGFR 与表皮生长因子结合时，会发生结构改变形成二聚体，进而激活下游信号通路传导。如果 EGFR 发生突变，其下游的信号通路会被持续激活，最终诱导细胞癌化形成恶性肿瘤。当 EGFR 被阻断后，肿瘤细胞会通过激活 MET（间质-上皮细胞转化因子）维持 EGFR 下游信号通路的传导，继续诱导肿瘤疾病进展。因此，同时靶向阻断 EGFR 和 MET 信号通路是治疗非小细胞肺癌的有效策略。

2022 年 11 月，翰森制药与普米斯就共同开发 PM1080/HS-20117（EGFR /cMet 双特异性抗体）达成战略合作，PM1080/HS-20117 是一款 1+1 异源二聚体结构的 EGFR/cMet 双特异性抗体，通过特异性靶向肿瘤抗原 EGFR 和 cMet 抑制肿瘤生长和存活，目前正处于 I 期临床研究阶段。2024 年 3 月，翰森制药在 2022 年首次合作的基础上，进一步扩大同普米斯战略合作关系。普米斯许可翰森制药在全球范围内将 PM1080/HS-20117 用于 ADC 产品的开发、生产、商业化。普米斯将获得翰森制药支付的首付款和基于 ADC 产品的开发、注册及基于销售的商业化里程碑潜在付款，合计不超过 50 亿元人民币，以及基于全球净销售额的分级特许权使用费。

图17. EGFR/cMET 靶点竞争格局梳理

药品成分	研发机构	靶点	机制	国内最高临床阶段	境外最高临床阶段
ADC					
KY-0301	科弈药业	EGFR   c-Met	双抗 ADC	临床 I/II 期(2025.04.07)	批准临床(2024.12.05)
PRO1286	Genmab/普方生物	EGFR   c-Met	双抗 ADC	临床 I/II 期(2024.11.11)	临床 I/II 期(2024.11.11)
HS-20122	普米斯/翰森制药	EGFR   c-Met	双抗 ADC	临床 I 期(2025.04.02)	-
ALK202	安领科生物	EGFR   c-Met	双抗 ADC	临床 I 期(2024.11.25)	临床 I 期(2024.11.25)
DM005	百奥赛图	EGFR   c-Met	双抗 ADC	临床 I 期(2024.07.17)	临床 I 期(2024.07.17)
AZD9592	阿斯利康	EGFR   c-Met	双抗 ADC	临床 I 期(2022.12.02)	临床 I 期(2022.12.02)
免疫疗法					
埃万妥单抗	强生	EGFR   c-Met	双特异性抗体	批准上市(2025.02.08)	批准上市(2021.05.21)
HS-20117	普米斯/翰森制药	EGFR   c-Met	双特异性抗体	临床 III 期(2024.05.16)	-
MCLA-129	Merus/贝达药业	EGFR   c-Met	双特异性抗体	临床 II 期(2025.03.14)	临床 I/II 期(2021.04.27)
SHR-9839	恒瑞医药	EGFR   c-Met	双特异性抗体	临床 I/II 期(2024.06.05)	-
GB263T	嘉和生物	EGFR   c-Met	三特异性抗体	临床 I/II 期(2022.04.18)	临床 I/II 期(2022.04.18)
BG-T187	百济神州	EGFR   c-Met	三特异性抗体	临床 I 期(2024.09.12)	临床 I 期(2024.09.12)
TQB2922	正大天晴	EGFR   c-Met	双特异性抗体	临床 I 期(2023.12.19)	-

资料来源：Insight 数据库，HTI

3. 中枢神经板块：CD19 单抗有望持续贡献增量

公司中枢神经系统板块产品包括创新药昕越（伊奈利珠单抗注射液）、阿美宁（阿戈美拉汀片）、艾兰宁（帕利哌酮缓释片）以及欧兰宁（奥氮平片/口崩片/口溶膜）等。在研管线主要针对抑郁、失眠、精神分裂症等患者规模较大的适应症。

图18. 中枢神经板块在研管线

治疗领域	产品/候选	机制/靶点	适应症	Ph1	Ph2	Ph3	注册	合作方
CNS	HS-10353	GABAA Modulator	抑郁					
	HS-10380	D3、D2/5-HT2A	精神分裂症					
	HS-10506	OX2R	抑郁、失眠					

资料来源：翰森制药，HTI

3.1 昕越®（伊奈利珠单抗注射液）

伊奈利珠单抗（CD19 单抗）由公司从 Viela Bio 公司引进，2022 年 3 月在国内获批上市，用于抗水通道蛋白 4（AQP4）抗体阳性的视神经脊髓炎谱系疾病（NMOSD）成人患者的治疗，IgG4 相关性疾病（IgG4-RD）已经 sBLA，gMG 适应症准备 BLA。2023 年 1 月新增纳入 2022 国家医保目录。这是国内首款靶向抗 CD19 单抗药物，也成为翰森制药通过 BD 引进并成功商业化的首个重磅创新药。

**视神经脊髓炎谱系疾病（NMOSD）是一组免疫介导的罕见病**，以视神经和脊髓受累为主的中枢神经系统炎性疾病。这种疾病的发病机制紧密关联于水通道蛋白-4 抗体（AQP4-IgG）的作用（临床确诊的重要依据之一），约 70%~80% 的 NMOSD 患者 AQP4-IgG 表达阳性。我国是世界上 NMOSD 患者基数较大的国家，患者人数超过 5 万，年均发病率为 0.278/10 万，据此计算，我国每年新增 NMOSD 患者近 4000 名。

**NMOSD 具有高复发率以及严重的后遗症可能**。NMOSD 好发于青壮年，平均发病年龄 35-40 岁，东亚人群患病率较高。NMOSD 具有高致残、高复发性，其中 40%-60% 的患者在 1 年内复发，约 90% 在 3 年内复发。自然病程患者中，约 50% 在 5-10 年内遗留有严重的视觉功能或运动功能障碍。**患者有较高的治疗意愿，药物使用率较高，疾病缓解期患者接受药物治疗的比例高达 70%。**

**NMOSD 难以治愈，治疗目标为追求长期缓解**。NMOSD 所造成的生命年损失主要来自每次发作带来不可逆缺失的累积，所以减少复发非常重要。在我国 NMOSD 的治疗领域，糖皮质激素、免疫抑制剂为临床主要用药。既往临床上往往应用小剂量糖皮质激素、硫唑嘌呤、环磷酰胺、吗替麦考酚酯、他克莫司等免疫抑制剂预防疾病复发，但这些药物针对预防 NMOSD 复发缺乏高级别证据，预防复发的疗效并不确切，且不良反应发生率较高，长期应用糖皮质激素可导致严重的骨质疏松，增加骨折风险，部分药物治疗过程中还可出现免疫抑制、骨髓抑制和增加肿瘤风险等严重不良反应。

**新型单抗药物不断涌现，逐渐成为一线药物**。单抗药物在预防复发上疗效更佳，已成为 NMOSD 诊疗指南 A 级推荐用药。国内获批 NMOSD 适应症的靶向药物：包括伊奈利珠单抗（CD19）、萨特利珠单抗（IL-6）、依库珠单抗（C5）。据医药魔方，伊奈利珠单抗具有强大的 B 细胞耗竭能力，同时给药剂量（单次给药 300mg）、给药频率较低（全球唯一一款半年一次给药的 NMOSD 药物），相比于其他一周给药一次的产品，依从性更好。

**布局的三项适应症均被纳入我国《第一批罕见病目录》**。除了已获批的 NMOSD 适应症外，目前伊奈利珠单抗针对 IgG4 相关疾病（美国获批，中国 sBLA）和全身性重症肌无力（美国 sBLA，中国 sBLA），未来市场空间有望进一步扩大。

图19. NMOSD 药物的竞争格局

药品	公司	作用机制	国内最高临床阶段
伊奈利珠单抗	Viela Bio/翰森	CD19 单抗	批准上市: 视神经脊髓炎 (2022-03) sBLA: IgG4 相关性疾病, 重症肌无力
萨特利珠单抗	罗氏/中外制药	IL6R	批准上市: 视神经脊髓炎 (2021-04) 临床 III 期: 重症肌无力, 自身免疫性脑炎, 甲状腺眼病
依库珠单抗	AZ/ Alexion	C5	批准上市: 阵发性睡眠性血红蛋白尿症 (2018-09), 非典型溶血尿毒综合征 (2018-09), 重症肌无力 (2023-06), 视神经脊髓炎 (2023-10)
瑞利珠单抗	AZ/ Alexion	长效 C5	批准上市: 重症肌无力 (2025-04-15) 申请上市: 视神经脊髓炎 临床 III 期: 血栓性微血管病, 急性肾损伤, 慢性肾脏病, IgA 肾病, 阵发性睡眠性血红蛋白尿症, 移植肾功能延迟恢复
泰它西普	荣昌生物	APRIL, BAFF	批准上市: 系统性红斑狼疮 (2021-03-09), 类风湿关节炎 (2024-07-16) 申请上市: 重症肌无力 临床 III 期: 视神经脊髓炎, IgA 肾病, 干燥综合征 临床 II 期: 多发性硬化, 狼疮肾炎, 血小板减少症, 弥漫性皮肤系统性硬化症, 原发性膜性肾病 临床 I/II 期: ANCA 相关肾炎
巴托利单抗	和铂/石药集团	FcRn	申请上市: 重症肌无力 临床 II/III 期: 免疫性血小板减少症, 甲状腺眼病 临床 I 期: 视神经脊髓炎 批准临床: 神经系统疾病, 慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经病, 天疱疮, 狼疮肾炎
重组抗 CD20 人源化单克隆抗体-B001	上海医药	CD20	临床 II/III 期: 视神经脊髓炎 临床 I 期: B 细胞非霍奇金淋巴瘤 批准临床: 多发性硬化
BAT4406F	百奥泰生物	CD20	临床 II/III 期: 视神经脊髓炎 批准临床: 多发性硬化

资料来源: Insight 数据库, HTI

3.2 HS-10506（OX2R 拮抗剂）

HS-10506 这是一种新型高亲和力选择性食欲素 2 受体（OX2R）拮抗剂，现正处于 I/II 期临床试验阶段。在第 37 届欧洲神经精神药理学学会（ECNP）大会上，公司公布了 HS-10506 失眠症的最新研究成果。

**HS-10506 单次口服给药后（最高至 60mg）的安全性、耐受性良好，具有良好的 PK 特征，且产生了预期的药效学（嗜睡）作用。**

52 名健康受试者被分成 5 个剂量组（2.5mg、7.5mg、20mg、40mg、60mg），结果显示，未发生因安全性问题导致的死亡、严重不良事件或提前退出研究的不良事件。39 例接受 HS-10506 治疗的受试者中有 33 例 (84.6%) 以及 13 例接受安慰剂治疗的受试者中有 5 例 (38.5%) 至少发生了 1 次 AE。最常见的 AE（> 2 例）为困倦（HS-10506 组发生率为 76.9%，安慰剂组为 38.5%）、嗜睡（HS-10506 组为 71.8%，安慰剂组为 23.1%）和头晕（HS-10506 组为 10.3%，安慰剂组为 0）。生命体征（如心率、血压）、实验室检查和 C-SSRS 自杀量表评估结果均未观察到具有临床意义的异常。HS-10506 2.5mg、7.5mg、20mg、40mg 和 60mg 剂量组中嗜睡发生率分别为 0% (0/6)、50.0% (3/6)、88.9% (8/9)、88.9% (8/9) 和 100.0% (9/9)，安慰剂组为 38.5% (5/13)。除困倦和嗜睡外，所有其他 AE 的严重程度均为轻度。

当前国内临床用于失眠治疗的药物主要涵盖两类：一类是以地西泮、艾司唑仑、氯硝西泮为代表的苯二氮卓类镇静催眠药，另一类是唑吡坦、扎来普隆、右佐匹克隆等非苯二氮卓类镇静催眠药。这些药品在国内上市均已超过 20 年，市场上仿制药品种丰富。其中，苯二氮卓类药物因普遍存在耐药性、依赖性和成瘾性等不良反应，临床应用正逐步被非苯二氮卓类药物替代。

受制于国内将失眠治疗药物纳入国家二类精神药品的严格管制政策，新药研发与上市进程长期滞后。自 2007 年右佐匹克隆获批以来，国内失眠新药市场经历了长达 16 年的空白期。2023 年 12 月，京新药业的创新药地达西尼胶囊获批上市，用于失眠障碍患者的短期治疗。



在药物研发方向上，食欲素受体拮抗剂已展现出成为“下一个重磅品种”的潜力。这类药物通过精准调控觉醒-睡眠平衡通路发挥作用，与传统失眠治疗药物（如苯二氮卓类、非苯二氮卓类）相比，具有显著差异化优势。

4. 代谢板块：多靶点、口服 GLP-1RA 全面布局、站位领先

代谢领域，翰森制药已上市的创新产品有孚来美（聚乙二醇洛塞那肽注射液）及圣罗莱（培莫沙肽注射液），其中孚来美中国首个自主研发的 GLP-1RA 周制剂、全球首款 PEG 化长效降糖药物，2019 年获批上市后迅速纳入国家医保目。圣罗莱是国产首款上市的促红细胞生成素月激动剂。在研新药方面，HS-20094（GLP-1R/GIPR）进展领先并将海外权益授予再生元。口服 GLP-1 小分子 HS-10501 目前已经进入临床 II 期。

图 20. 代谢板块在研管线

治疗领域	产品/候选	机制/靶点	适应症	Ph1	Ph2	Ph3	注册	合作方
代谢及其他	Kiomedine <sup>®</sup> One <sup>4</sup>	植物源几丁糖	膝骨关节炎					Kiomed
	HS-20094	GIP/GLP-1R 激动剂	二型糖尿病 (+/- 超重) 减重					
	HS-10501	Oral GLP-1 R 激动剂	二型糖尿病 (+/- 超重)					
	HS-10383	P2X3	慢性咳嗽					
	HS-10384	NK3	更年期血管舒缩综合征					
	HS-10518	GnRH	辅助生殖等					TiUM
	HS-10511	未公开	肥厚型心肌病					
	HS-10510	未公开	高胆固醇血症, 血脂异常					

资料来源：翰森制药，HTI

HS-20094（GIP/GLP-1 激动剂）

HS-20094 是翰森制药自主研发的葡萄糖依赖性促胰岛素多肽(GIP)和胰高糖素样肽-1(GLP-1)双受体激动剂，通过选择性激活 GIP 受体和 GLP-1 受体，促进胰岛素分泌，延缓胃排空，并抑制食欲减少进食量，进而产生控糖、减重及代谢改善等生物学效应，其给药方式为每周一次，皮下注射。2024 年 9 月，翰森制药公布 HS-20094 的 II 期临床研究数据显示，在 2 型糖尿病（T2DM）患者中，HS-20094 总体安全性良好，并且在降低糖化血红蛋白(HbA1c)、空腹血糖和体重方面表现出显著效果。

翰森制药在降糖减重治疗领域的多靶点布局研发进度领先。2024 年 HS-20094 针对患有肥胖或伴有至少一种体重相关并发症的超重成年患者体重管理适应症已经进入了临床 III 期阶段，2 型糖尿病适应症目前处在 II 期临床阶段。目前国内布局的 GIP-/GLP-1 激动剂中，礼来的替尔泊肽已经获批 2 型糖尿病（2024 年 5 月）和肥胖（2024 年 7 月）适应症，在研公司中，翰森制药的 HS-20094、恒瑞医药的 HRS9531 和博瑞医药 BGM0504、众生药业的 RAY1225 处在临床三期阶段，站位领先。在多靶点布局中，联邦制药的三靶点产品 UBT251（GCGR/GIPR/GLP-1R）目前处在二期临床阶段，此外还有多个多靶点产品处在 I 期临床阶段。

2025 年 6 月，翰森制药与 Regeneron 订立许可协议，授予 Regeneron 开发、生产及商业化 HS-20094 的全球独占许可（不含中国内地、香港及澳门）。根据协议，翰森制药将获得 8000 万美元首付款，并有资格根据该产品开发、注册审批和商业化进展收取最高 19.3 亿美元里程碑付款，以及未来潜在产品销售的双位数百分比特许权使用费。



图21. GIPR/GLP1R 药物的竞争格局

成分词	企业名称	靶点	适应症（按项目）国内状态
HS-20094	翰森制药	GIPR, GLP1R	临床 III 期: 肥胖 临床 II 期: 2 型糖尿病
替尔泊肽	礼来	GIPR, GLP1R	批准上市: 2 型糖尿病(2024-05-15), 肥胖(2024-07-16) 申请上市: 阻塞型睡眠呼吸暂停(推测), 射血分数保持的心力衰竭合并肥胖(推测), 糖尿病患者的心血管事件二级预防(推测) 批准临床: 降低肥胖患者的心血管风险
RAY1225	众生药业	GIPR, GLP1R	临床 III 期: 肥胖 临床 II 期: 2 型糖尿病 申请临床: 代谢功能障碍相关脂肪性肝炎
BGM0504	博瑞生物	GIPR, GLP1R	临床 III 期: 肥胖, 2 型糖尿病
HDM1005	恒瑞医药	GIPR, GLP1R	临床 III 期: 肥胖, 2 型糖尿病, 阻塞型睡眠呼吸暂停 临床 II 期: 多囊卵巢综合征, 射血分数保持的心力衰竭合并肥胖 临床 I 期: 糖尿病
华东医药	华东医药	GIPR, GLP1R	临床 II 期: 肥胖, 2 型糖尿病 批准临床: 代谢功能障碍相关脂肪性肝病, 代谢功能障碍相关脂肪性肝炎, 阻塞型睡眠呼吸暂停, 射血分数保持的心力衰竭合并肥胖
UBT251	联邦制药	GCCR, GIPR, GLP1R	临床 II 期: 2 型糖尿病, 肥胖 临床 I 期: 代谢功能障碍相关脂肪性肝病 批准临床: 慢性肾脏病 申请临床: 代谢功能障碍相关脂肪性肝炎
THDBH120	通化东宝	GIPR, GLP1R	临床 II 期: 肥胖 临床 I 期: 2 型糖尿病

资料来源：Insight 数据库，HTI

5. 自免疫与肾病板块：未来重点布局的核心赛道

自免疫与肾病板块是翰森制药未来重点布局的核心板块之一，主要针对发病人群较大的适应症，包括银屑病、慢性荨麻疹、IgA 肾病等适应症。目前在研管线中，针对银屑病的 TYK2 药物 HS-10374 有望成为国产首个获批的 TYK2 药物。

图22. 自免与肾病板块在研管线

治疗领域	产品/候选	机制/靶点	适应症	Ph1	Ph2	Ph3	注册	合作方
自免疫与肾病	Inebilizumab	CD19	IgG4相关疾病					AMGEN
	HS-10374	TYK2	银屑病					
	HS-20137	IL-23p19	银屑病					QYUNIS 正合生物
	HS-20118	未公开	银屑病					
	HS-10561	BTk	慢性自发性荨麻疹					翰森制药
	HS-10390	ETA/AT1	FSGS、IgA肾病					
	HS-10542	未公开	IgA肾病					

资料来源：翰森制药，HTI

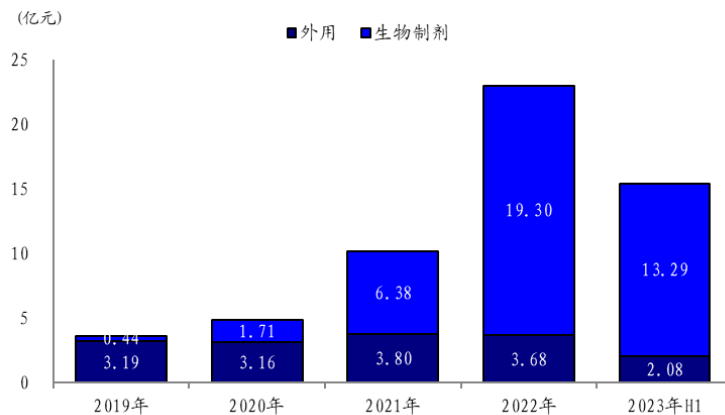
HS-10374（TYK2 抑制剂）

HS-10374 是翰森制药在研的一种口服、TYK2 选择性变构抑制剂。酪氨酸激酶 2(TYK2) 作为 Janus 激酶(JAK)家族的一员，主要调控包括白细胞介素 IL-12、IL-23 和 I 型干扰素在内的炎症相关细胞因子，在多种免疫介导疾病的发病机制中发挥关键作用。

银屑病是一种免疫相关的慢性复发性皮肤病，其发病机制主要和 IL17、IL23、TNF 介导的 Th17、Th1、Th22 细胞异常活化高度相关。银屑病在全球范围内高度流行，高加索人群的发病率远高于亚洲人。根据学术研究统计，银屑病全球患病人数约 1.25 亿，美国发病率~3%，患病人数 800 万人，中国发病率~0.5%，患病人数 700 万人。20-40 岁以及 50-70 岁是银屑病两个高发年龄。银屑病复发率高，根据我国的银屑病调查报告显示，十年以上病程患者占比 65%，平均经历 8 次复发。

**生物制剂是当前中重度银屑病的一线选择。**银屑病分型以斑块状银屑病（~80-90%）和银屑病关节炎（~30% PsO）为主，各类亚型可以按照轻中重度分级，中重度银屑病占比约 57-67%，有迫切的用药需求。轻度斑块状银屑病治疗以传统外用药物为主，近年来创新有限。中重度银屑病治疗中，生物制剂凭借其疗效和安全性均比系统药物更好的优势，逐渐成为一线的首选药物，在中美的指南中均被推荐。此外，生物制剂的迭代不断提升治疗标准，临床实验对治疗终点的选择从 2000 年的 PASI50（皮损改善 50%）占比到近年来 PASI100（皮损清除/几乎清除）的占比。

图23. 中国银屑病药物样本医院销售额



资料来源：米内网，HTI

**生物制剂开发接近成熟，口服小分子是未来的重要发展方向。**当前全球银屑病药物除瑞莎珠单抗外增速趋于 5-15%，其中主要的增长来自其他适应症的拓宽，背后反应了银屑病生物制剂渗透率达到峰值。我们认为口服小分子药物是未来的重要发展方向，逻辑在于给药便利或进一步提升中度患者渗透率。根据 Global Quant Patient Opportunity Research 调查，目前美国仍有接近 500 万的中重度银屑病患者可以使用生物制剂却没有使用，其中 75% 的患者不使用的原因在于考虑到生物制剂的安全性风险，30% 的患者厌恶注射的给药方式。未来更安全更便捷的给药方式是带动渗透率进一步提高的关键。

**HS-10374 开发进度靠前，II 期临床研究数据展现出较好的应答率和总体安全性。**HS-10374 用于中重度斑块状银屑病患者治疗的二期临床数据显示，HS-10374 6mg 组和 12mg 组的 PASI 75 应答率均显著高于 PBO 组(PBO:7.5%; HS-10374 6mg 组: 28.6%; HS-10374 12mg 组: 72.1%)，达到主要终点。6mg 组和 12mg 组的 sPGA 0/1 应答率也显著高于 PBO 组（PBO:10.0%; 6mg:33.3%; 12mg:65.1%）。HS-10374 6mg 组和 12mg 组的不良事件（AE）发生率分别为 76.2%、88.4%，稍高于 PBO 组（70.0%），但与治疗相关的不良事件（TRAE）、严重不良事件（SAE）以及导致退出试验的 AE 的发生率在三个给药组间相当。目前全球范围内仅有 BMS 的氘可来昔替尼一款 TYK2 药物获批上市（2022 年 9 月）。2024 年，氘可来昔替尼的第二个完整销售年实现全球销售 2.46 亿美元，同比增长 45%，略微低于市场预期。

翰森制药 HS-10374 的斑块状银屑病适应症目前处在临床三期，整体开发进度靠前。此外，武田、石药集团、诺诚建华的 TYK2 抑制剂的斑块状银屑病适应症也处在三期临床阶段。2024 年 12 月，益方生物的口服 TYK2 抑制剂 D-2570 二期临床数据展现出可与抗体生物药（如抗 IL-17A, 抗 IL-23 抗体）相媲美的疗效数据。

图24. TYK2 抑制剂药物的竞争格局

成分词	企业名称	靶点	适应症（按项目）国内状态
HS-10374	翰森制药	TYK2	临床 III 期: 斑块状银屑病 临床 II 期: 银屑病关节炎 临床 I 期: 银屑病 批准临床: 斑秃
氘可来昔替尼	BMS	TYK2	批准上市: 斑块状银屑病(2023-10-18) 申请上市: 银屑病关节炎 临床 III 期: 系统性红斑狼疮, 干燥综合征, 幼年型银屑病关节炎 临床 II 期: 克罗恩病, 狼疮肾炎
SYHX1901	石药集团	JAK, TYK2	临床 III 期: 斑块状银屑病 临床 II 期: 非节段型白癜风, 斑秃 临床 I 期: 类风湿关节炎, 系统性红斑狼疮
ICP-488	诺诚健华	TYK2	临床 III 期: 斑块状银屑病
TAK-279	武田	TYK2	临床 III 期: 银屑病关节炎, 斑块状银屑病
WD-890	文达医药	TYK2	临床 II 期: 斑块状银屑病 临床 I 期: 银屑病 批准临床: 系统性红斑狼疮
TQH3906	正大天晴	TYK2	临床 II 期: 斑块状银屑病 临床 I 期: 银屑病, 溃疡性结肠炎, 克罗恩病 批准临床: 炎症性肠病, 系统性红斑狼疮
AC-201	爱科诺生物	JAK1, TYK2	临床 II 期: 斑块状银屑病 临床 I 期: 银屑病 批准临床: 非感染性葡萄膜炎
D-2570	益方生物	TYK2	临床 II 期: 斑块状银屑病, 溃疡性结肠炎 临床 I 期: 自身免疫性疾病, 银屑病

资料来源: Insight 数据库, HTI

## 6. 抗感染板块: 自研+引入布局多个创新品种

抗感染领域公司已经拥有恒沐（艾米替诺福韦片）和迈灵达（吗啉硝唑氯化钠注射液）两款创新药，此外，公司引进的第四代抗真菌类药物 Ibrexafungerp 的国内已经获批上市。在研管线中，艾瑞芬净（Ibrexafungerp，HS-10366）是一种全新的第四代抗真菌药物，于 2021 年 6 月获得 FDA 的批准，用于治疗外阴阴道念珠菌病。2021 年 2 月，翰森制药与 Scynexis 公司签订授权协议，翰森制药将负责艾瑞芬净在中国的开发、监管批准和商业化。目前外阴阴道念珠菌病适应症在国内已经获批上市。针对侵袭性念珠菌病，处于 III 期研究中。

### 恒沐®（艾米替诺福韦片）

**乙肝存量患者池巨大，市场空间广阔：**乙肝是由乙型肝炎病毒（HBV）感染引起的疾病，2019 年全球乙肝的感染人数约为 2.96 亿，2022 年我国 HBV 感染者达 7974 万人，平均年新患 100 万人，其中慢性乙肝（CHB）患者 2000 万人~3000 万人。

**乙肝难治愈易复发，需长期或终身用药：**根据乙肝相关指标可将乙肝患者分为 5 个分型。乙肝病毒进入体内会感染肝细胞，并将自身 cccDNA 整合入肝细胞核中，随着病毒的复制产生乙肝病毒 DNA（HBV DNA）、RNA、乙肝表面抗原（HBsAg）、乙肝 e 抗原（HBeAg）等物质。根据 HBV DNA、HBsAg、HBeAg、丙氨酸转氨酶（ALT）和肝脏病理学特征指标可将乙肝携带者分为免疫耐受期、免疫清除期、非活动期、再活动期和不确定期五个分型。

当前指南仅针对慢性患者进行治疗推荐。免疫清除期和再活动期患者均为慢性乙肝（CHB）患者，该类患者肝细胞长期受损，更容易发生肝硬化（2-10%）从而导致肝癌（3-6%），有巨大的死亡风险，需要进行抗病毒治疗，其他分期患者无需进行治疗，仅需随访监测。

针对 CHB 患者，长期的一线用药为核苷类药物（NAs）和干扰素（IFN）。由于 cccDNA 难以彻底清除或永久沉默，完全治愈难度大，理想治疗目标为实现临床治愈。乙肝临床治愈也称功能性治愈，是指患者在停止治疗后仍保持表面抗原（HBsAg）阴性（伴或不伴表面抗体出现）、HBV DNA 检测不到、肝脏生物化学指标正常。《慢性乙型肝炎防治指南（2022 年版）》推荐了四种核苷类口服药：恩替卡韦、替诺福韦酯、丙酚替诺福韦和艾米替诺福韦以及干扰素。由于 NA 在 HBV DNA 清除上表现更好，且价格低、广谱性远强于长效干扰素，因此即使 NA 需要终生服药，其依旧是一线 CHB 治疗的首选。

替诺福韦类药物占据国内 NAs 药物市场中占据主导地位。第一代替诺福韦类药物以富马酸替诺福韦酯（TDF）为主，第二代以丙酚替诺福韦（TAF）和艾米替诺福韦（TMF）为主。替诺福韦类药物为前药，进入体内分解为 TFV，进一步活化为 TFV-DP。替诺福韦有剂量依赖性肾、骨毒性，改进方向为以更低剂量实现肝细胞内更高有效成分浓度（1.提高在血液里面的稳定性；2.增强在靶细胞的活化能力）。TAF 在 TDF 结构基础上进行磷酸酯化修饰，使得在血浆中稳定性更高，在更低剂量下递送至靶细胞，发挥强效抗病毒作用，且具有骨肾安全性上的优势。

疗效和安全性优于一代，不输二代。恒沐®（艾米替诺福韦片，TMF）是翰森制药自主研发的新型第二代替诺福韦，也是首个中国原研口服抗乙型肝炎病毒（HBV）药物。艾米替诺福韦片于 2021 年 6 月获 NMPA 批准上市，属于 1 类新药，适应症为慢性乙型肝炎成人患者。TMF 具备以下优势：1）在 TAF 的酰胺化基团上增加一个甲基，进一步提高药物的脂溶性，可以有效地递送到靶细胞，减少 TFV 的全身暴露；2）同时可更迅速的在肝细胞中活化，进而发挥抗病毒作用。

根据国内一项回顾性真实世界研究，显示出与第二代的 TAF 相比，TMF 在抑制病毒复制方面更有效，具有显著的抗病毒效果，且对肾功能和血脂无不良影响。

TMF 对比第二代药物 TAF（TMF 组患者 HBV DNA 基线水平：5.42±1.72 log10 IU/mL；TAF 组患者 HBV DNA 基线水平：4.57±1.93 log10 IU/mL）：

- 1) 具备更高的病毒学应答率（VR）：在第 24 周，TMF/TAF 治疗组分别为 92%/74%（初治组）。TMF/TAF 在经治组患者中 VR 率没有显著差异。
- 2) 对肝癌预防和肝纤维化改善的效果更佳：ALT 异常患者的肝癌发生率更高，在第 24 周，TMF/TAF 治疗组 ALT 复常率分别为 90%/75%（初治组）。
- 3) 平均 qHBsAg 水平下降幅度更大：在第 24 周，TMF 治疗组从 3.70±0.70 log10 IU/mL 下降至 3.45±0.66 log10 IU/mL；TAF 治疗组从 3.46±0.68 log10 IU/mL 下降至 3.29±0.82 log10 IU/mL。
- 4) 安全性更优：在第 24 周，TMF/TAF 治疗组血清肌酐下降分别-5.18±13.08μmol/L，以及 2.79±6.23μmol/L。肾小球滤过率（eGFR）在 TMF 组改善但是在 TAF 组恶化：6.40±13.37ml/min/1.73m2 和-4.22±8.34ml/min/1.73m2。

## 7. 盈利预测与估值

我们使用经风险调整的贴现现金流（DCF）模型及 2026-2035 财年的现金流预测对该公司进行估值。基于 WACC 7.5%，永续增长率 3.0%，对应目标价 33.90 元港币。当前股价分别对应 2025/26 年 34.5x/34.0x PE。首次覆盖给予“优大于市”评级。

图25. DCF 估值模型

[illegible]

资料来源：HTI

图26. DCF 估值敏感性分析

WACC	Terminal growth rate								
	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%	3.8%
6.7%	35.62	36.72	37.93	39.27	40.76	42.41	44.27	46.37	48.77
6.9%	34.18	35.17	36.26	37.45	38.77	40.23	41.86	43.69	45.76
7.1%	32.87	33.76	34.74	35.81	36.98	38.28	39.72	41.32	43.12
7.3%	31.66	32.47	33.35	34.32	35.37	36.52	37.80	39.21	40.79
7.5%	30.54	31.28	32.08	32.95	33.90	34.93	36.07	37.32	38.72
7.7%	29.51	30.18	30.91	31.70	32.55	33.48	34.50	35.62	36.86
7.9%	28.55	29.17	29.83	30.55	31.32	32.16	33.08	34.08	35.18
8.1%	27.66	28.22	28.83	29.48	30.19	30.95	31.78	32.68	33.67
8.3%	26.83	27.35	27.90	28.50	29.14	29.84	30.59	31.40	32.29

资料来源：wind，HTI



图27. 财务报表

Key financials	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F	Profit & Loss (CNY mn)	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Revenue (CNY mn)	10,104	12,261	13,760	14,860	16,449	Total turnover	10,104	12,261	13,760	14,860	16,449
Operating Profit / Loss (CNY mn)	2,735	3,945	4,344	4,370	4,902	Cost of sales	(1,031)	(1,105)	(1,288)	(1,443)	(1,589)
Pre-tax profit / Loss (CNY mn)	3,278	4,372	4,623	4,691	5,164	<b>Gross profit</b>	9,073	11,155	12,472	13,417	14,860
Net income to ord equity (CNY mn)	3,278	4,372	4,623	4,691	5,164	Total operating costs	(6,338)	(7,210)	(8,128)	(9,047)	(9,958)
Revenue growth	7.7%	21.3%	12.2%	8.0%	10.7%	<b>Operating profit</b>	2,735	3,945	4,344	4,370	4,902
Net profit growth	26.9%	33.4%	5.8%	1.5%	10.1%	Operating EBITDA	3,064	4,247	4,504	4,540	5,077
ROE	13.5%	16.1%	14.9%	13.2%	12.7%	<b>Depreciation and amortisation</b>	329	301	160	169	174
						<b>Operating EBIT</b>	2,735	3,945	4,344	4,370	4,902
<b>Balance Sheet (CNY mm)</b>	<b>FY2023</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025F</b>	<b>FY2026F</b>	<b>FY2027F</b>	Interest income (expense)	(67)	(7)	(14)	(15)	(16)
Total cash and equivalents	22,435	22,622	26,388	30,712	35,383	<b>Pre-tax profit</b>	3,766	5,085	5,376	5,455	6,005
Inventories	576	651	708	785	856	Taxation	(489)	(713)	(753)	(764)	(841)
Account and other receivables	3,214	3,170	3,770	4,031	4,416	<b>Net Income</b>	3,278	4,372	4,623	4,691	5,164
Trade receivables	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	Minorities	-	-	-	-	-
Other current assets	2,659	999	1,049	1,102	1,157	<b>Net Income to ord equity</b>	3,278	4,372	4,623	4,691	5,164
<b>Total current assets</b>	<b>28,883</b>	<b>27,442</b>	<b>31,916</b>	<b>36,629</b>	<b>41,812</b>	One-off expense	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Property, plant and equipment	3,045	2,805	2,968	3,034	3,105	<b>Normalized net income</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>	<b>N.A.</b>
Other non-current assets	1,111	1,411	1,487	1,566	1,650						
<b>Total non-current assets</b>	<b>4,156</b>	<b>4,216</b>	<b>4,455</b>	<b>4,600</b>	<b>4,755</b>	<b>Per Share Data</b>	<b>FY2023</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025F</b>	<b>FY2026F</b>	<b>FY2027F</b>
<b>Total assets</b>	<b>33,039</b>	<b>31,658</b>	<b>36,370</b>	<b>41,230</b>	<b>46,567</b>	EPS (CNY)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
Contract liabilities	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	Revenue per share (CNY)	1.7	2.1	2.3	2.5	2.8
Trade and other payable	2,539	2,572	2,684	2,833	2,987	Operating EBITDA per share (CNY)	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9
Bank borrowing	4,183	41	-	-	-	BVPS (CNY)	4.4	4.8	5.6	6.4	7.3
Other current liabilities	140	82	86	90	95	DPS (CNY)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
<b>Total current liabilities</b>	<b>6,863</b>	<b>2,695</b>	<b>2,770</b>	<b>2,923</b>	<b>3,082</b>	Recurrent cash flow per share (CNY)	0.6	(0.6)	0.6	0.7	0.8
Bank borrowing	40	-	-	-	-	Shares in issue (million)	5,925	5,930	5,930	5,930	5,930
Contract liabilities	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	Year end adjusted shares in issue (million)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Other liabilities	342	283	297	312	327						
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>381</b>	<b>283</b>	<b>297</b>	<b>312</b>	<b>327</b>	<b>Key Ratios</b>	<b>FY2023</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025F</b>	<b>FY2026F</b>	<b>FY2027F</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>7,244</b>	<b>2,978</b>	<b>3,067</b>	<b>3,235</b>	<b>3,409</b>	<b>Growth</b>					
<b>Shareholder's equity</b>	<b>25,795</b>	<b>28,680</b>	<b>33,303</b>	<b>37,995</b>	<b>43,158</b>	Revenue growth	7.7%	21.3%	12.2%	8.0%	10.7%
Minority interests	-	-	-	-	-	Operating profit growth	2.3%	44.3%	10.1%	0.6%	12.2%
<b>Total equity</b>	<b>25,795</b>	<b>28,680</b>	<b>33,303</b>	<b>37,995</b>	<b>43,158</b>	Net profit growth	26.9%	33.4%	5.8%	1.5%	10.1%
<b>Total liabilities &amp; shareholders' equity</b>	<b>33,039</b>	<b>31,658</b>	<b>36,370</b>	<b>41,230</b>	<b>46,567</b>	<b>Margins</b>					
						Gross margin	89.8%	91.0%	90.6%	90.3%	90.3%
<b>Cash flow (CNY mn)</b>	<b>FY2023</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025F</b>	<b>FY2026F</b>	<b>FY2027F</b>	Operating EBITDA margin	30.3%	34.6%	32.7%	30.5%	30.9%
<b>Operating profit</b>	<b>2,735</b>	<b>3,945</b>	<b>4,344</b>	<b>4,370</b>	<b>4,902</b>	Operating margin	27.1%	32.2%	31.6%	29.4%	29.8%
Depreciation and amortisation	329	301	160	169	174	Pretax profit margin	37.3%	41.5%	39.1%	36.7%	36.5%
Changes in working capital	2	(545)	(189)	(303)	(381)	Tax rate	-13.0%	-14.0%	-14.0%	-14.0%	-14.0%
Other operating cash flow	51	161	(109)	402	305	Net profit margin	32.4%	35.7%	33.6%	31.6%	31.4%
<b>Cash generated from operations</b>	<b>3,116</b>	<b>3,862</b>	<b>4,206</b>	<b>4,639</b>	<b>5,001</b>	<b>Key Ratios</b>					
Capex	(322)	(129)	(340)	(254)	(265)	ROE	13.5%	16.1%	14.9%	13.2%	12.7%
Other investing cash flow	1,396	(1,263)	(44)	(46)	(49)	ROA	10.4%	13.5%	13.6%	12.1%	11.8%
<b>Net cash flow from investing activities</b>	<b>1,074</b>	<b>(1,392)</b>	<b>(384)</b>	<b>(300)</b>	<b>(314)</b>	Capex/revenue	-3.2%	-1.1%	-2.5%	-1.7%	-1.6%
Change in borrowings	(60)	(4,182)	(41)	-	-	Current ratio (x)	4.2	10.2	11.5	12.5	13.6
Proceeds from changes in capital	(81)	95	-	-	-	Creditor days	68.3	63.0	60.0	60.0	60.0
Other financing cash flow	(613)	(1,979)	(14)	(15)	(16)	Debtor days	100.0	99.0	98.0	97.0	96.0
<b>Net cash flow from financing activities</b>	<b>(754)</b>	<b>(6,066)</b>	<b>(55)</b>	<b>(15)</b>	<b>(16)</b>	Inventory days	200.6	198.6	196.6	194.6	192.6
Cash at beginning of period	2,666	5,981	2,323	6,090	10,413	Sales/avg assets	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>Net change in cash</b>	<b>3,437</b>	<b>(3,595)</b>	<b>3,767</b>	<b>4,324</b>	<b>4,671</b>	<b>Credit analysis</b>					
Forex effects	(122)	(62)	-	-	-	Debt/EBITDA (x)	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Implied cash at end of period</b>	<b>5,981</b>	<b>2,323</b>	<b>6,090</b>	<b>10,413</b>	<b>15,084</b>	Debt/equity	16%	0%	0%	0%	0%
<b>Free cash flow</b>	<b>2,794</b>	<b>3,734</b>	<b>3,866</b>	<b>4,385</b>	<b>4,736</b>	Net debt to equity	-71%	-79%	-79%	-81%	-82%

资料来源: Wind, HTI

## 8. 风险提示

**药品销售未及预期的风险：**核心产品阿美替尼面临奥西替尼、伏美替尼、贝福替尼的竞争，受此影响阿美替尼的销售增速和销售峰值可能不及预期。

**新药研发风险：**公司有多款创新药产品仍处在临床阶段，创新药产品临床研发若不及预期，将对公司中长期增长带来负面影响。

**行业竞争加剧风险：**公司布局的肿瘤、代谢、自免等治疗领域是当前研发的热门赛道，行业竞争加剧，公司核心产品和管线产品的销售放量及潜在销售峰值可能不及预期，潜在对外授权产品可能难度加大，授权回报不及预期。

**政策风险：**医药行业发展受国家相关政策规范及影响较大。近年来新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，对于企业经营提出更高的要求。集采、医保谈判相关政策对于药品价格的影响存在不确定性，集采药品存在价格不及预期风险、国谈药品存在谈判价格/续约价格低于预期风险和入院进度不及预期风险。

**汇率风险：**对外授权和相关里程碑收入是翰森制药未来收入组成的重要部分，授权收入和里程碑收入多数以美元结算。汇率波动可能让公司面临一定汇率风险。

## APPENDIX 1

## Summary

**A Pharmaceutical Company Driven by Innovation for Steady Performance Growth**

With 30 years of industry expertise, Hansoh Pharma (Hansoh) is a leading comprehensive pharmaceutical company in China, focusing on anti-tumor, anti-infection, central nervous system diseases, metabolic and autoimmune diseases, among other areas. The company has established nine technology platforms, including fusion proteins, ADCs, bispecific antibodies, monoclonal antibodies, etc. Hansoh currently has over 30 clinical-stage innovative drug projects and more than 50 ongoing clinical studies, with 8+1 innovative drugs already launched. The revenue from innovative drugs grew from CNY4.4bn in FY21 to CNY9.5bn in FY24, increasing their contribution from 45% to 77% of total revenue. We anticipate that innovative drug revenue will exceed CNY10bn in FY25, accounting for 80%+ of total revenue.

**In-House Pipeline: Comprehensive Layout in Oncology and Non-Oncology**

The oncology segment maintains a solid advantage, forming an integrated product system that covers a wide range of disease types and treatment stages. In 2024, the oncology segment generated revenue of CNY8.1bn, +32% y-y, accounting for 66% of total revenue. Aumolertinib has secured approvals for four indications, and its market share is expected to continue rising, with peak sales projected to reach CNY8bn. In the R&D pipeline, combination therapies of aumolertinib with chemo, c-Met TKI, EGFR/c-Met BsAb/ADCs, and others are expected to further strengthen the company's leading position in first- and second-line lung cancer treatments. The B7-H3 ADC and B7-H4 ADC have already been out-licensed for overseas development, becoming key follow-up products. In the early-stage pipeline, the company's robust ADC platform continues to deliver multiple innovative molecules, including CDH17 ADC, CDH6 ADC, etc.

In the non-oncology sector, Hansoh is focusing on breakthroughs in major indications. It has strategically prioritized metabolic diseases, autoimmune and kidney diseases, central nervous system disorders, and anti-infectives, targeting large indications with substantial patient populations in China, such as hepatitis B, type 2 diabetes/obesity, psoriasis, and IgA nephropathy. We believe that several candidates have the potential to become blockbuster drugs, including HS-20094 (GLP-1/GIP), HS-10374 (TYK2), HS-10506 (OX2R), etc.

**Dual Innovation Engines of In-House R&D and External Expansion, with Out-Licensing Contributions Driving New Growth**

Hansoh has cumulatively introduced 11 collaborative projects, expanding its pipeline through in-house R&D and business development (BD) to continuously enrich its high-potential innovative portfolio. Its out-licensing efforts have begun to yield results, with cumulative out-licensing deals exceeding USD5bn in total value. In 2023, the company partnered with GSK on B7-H3 ADC/B7-H4 ADC, and in 2024, it entered a collaboration with Merck for an oral GLP-1 small molecule. We believe these licensing agreements serve as a strong validation of the company's innovative R&D capabilities. We recommend keeping our eyes on further out-licensing opportunities to drive incremental growth.

**Earnings Forecast and Valuation**

We project the company's revenue for FY25-27 to be CNY13.8/14.9/16.5bn, with net profit attributable of CNY4.6/4.7/5.2bn, respectively. We use a DCF model, valuing the company based on cash flows from FY26 to FY35. Assuming a WACC of 7.5% and a perpetual growth rate of 3.0%, our TP is HKD33.90. We initiate coverage with an "Outperform" rating.

**Risks:** Risks include underperformance in drug sales, uncertainties in new drug R&D, intensifying industry competition, foreign exchange fluctuations, and policy-related risks.

## APPENDIX 2

### ESG Comments

#### Environmental:

翰森制药肩负着保护生态环境的社会责任和使命。公司积极响应国家号召，秉承绿色发展的理念，坚持走可持续发展之路，始终致力于构建安全高效、低碳环保、节能降耗的绿色制造体系。公司纳入了权威的环境与能源管理体系，重视保护生物多样性，积极开展温室气体核查，并联合供应链上下游共同努力，推广节能、环保、高效的生产经营理念。

#### Social:

翰森制药秉承创新驱动发展战略，不断积累前沿技术实力和领先创研能力，构筑临床优势明显、技术优势突出的创新产品管线，以覆盖产品全生命周期的质量管理体系、负责任的营销方式向患者提供高质量的产品。公司秉承“共进、共创、共担、共享”的发展理念，始终坚持以人为本，保护员工合法权益，重视人才的多元化发展，并为员工创造平等和包容的工作环境。与此同时，公司不断强化社会责任，积极投身公益事业，在健康护航、普惠医疗等方面为社会贡献力量。

#### Governance:

翰森制药将企业管治、企业行为、产品安全与质量、普惠医疗、人力资源发展、环境保护与社区进步作为关注重点和 ESG 管理的基础，持续致力于提高药物可及性以及临床需求紧缺领域，以优质可及的产品造福广大患者，为社会可持续发展不断创造价值。

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孟科含，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kehan Meng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，聂照亿，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Zhaoyi Nie, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**



## 截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

## 截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	0.0%

Haitong International Equity Research Ratings Distribution,  
as of March 31, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%

Haitong International Equity Research Ratings Distribution,  
as of December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：**海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：**在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

#### 重要免责声明：

**非印度证券的研究报告：**本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：**本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

#### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)



Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。



版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

