

医药生物

2025 年 08 月 21 日

翰森制药

(03692)

——1H25 业绩超预期，BD 出海持续推进

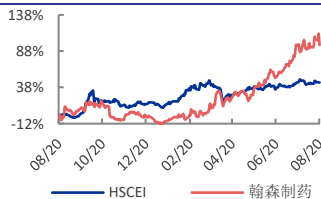
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 08 月 20 日

收盘价（港币）	35.96
恒生中国企业指数	9013.27
52 周最高/最低（港币）	39.76/15.96
H 股市值（亿港元）	2,138.60
流通 H 股（百万股）	5,947.15
汇率（人民币/港币）	1.0932

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《Hansoh Pharmaceutical Group Company Limited(03692):Innovative products to drive the growth》
2025/03/24

证券分析师

周文远 A0230518110003
zhouwy@swsresearch.com

研究支持

胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com

联系人

胡梦婷
(8621)23297818x
humt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

翰森制药 2025 年上半年收入同比增长 14.3%，达到 74.3 亿元，归属于股东的净利润同比增长 15.0% 至 31.4 亿元，高于我们的预期，主要由于创新药销售放量，以及 BD 合作收入。2025 年上半年，公司综合毛利率稳定维持在 91.1%。销售费用率同比下降 2.0 个百分点至 24.5%。研发费用同比增长 20.4%至 14.4 亿元，研发费用率从 2024 年上半年的 18.4%提升至 19.4%。

创新药及合作收入贡献持续增长。2025 年上半年，公司创新药及合作收入同比增长 22.1%至 61.5 亿元，收入贡献从 2024 年上半年的 77.3%提升至 82.7%。按照治疗领域划分，随着阿美乐和豪森昕福销售放量，公司肿瘤产品销售额达到 45.3 亿元，占公司总收入的 61%。上半年，阿美乐两项新适应症获 NMPA 批准上市，包括 III 期不可切非小细胞肺癌（NSCLC）患者在根治性放疗之后的维持治疗，以及辅助治疗 NSCLC。我们认为新适应症有望进一步带动阿美乐销售增长。此外，上半年中枢神经板块和抗感染产品的销售额分别达到 7.68 亿元（同比增长 4.8%）和 7.35 亿元（同比增长 4.9%），合计占公司总收入的 20%。

丰富的创新管线驱动未来增长。2025 年上半年，目前公司共有超 40 款创新药在研，超 70 项临床试验正在进行，覆盖肿瘤和非肿瘤领域。上半年，公司共有 8 款创新药首次进入临床阶段，包括 HS-10561（BTK 抑制剂）、HS-20108（ADC）、HS-20122（EGFR/c-Met ADC）、HS-10529（KRAS G12D）等。此外，上半年公司新增三项三期关键注册临床试验，包括 HS-20093（B7-H3 ADC，骨与软组织肉瘤）、HS-20089（B7-H4 ADC，卵巢癌），以及 HS-20137（IL-23p19，银屑病）。

HS-20094（GLP-1/GIP）成功授权再生元。2025 年 6 月，公司将 HS-20094（GLP-1/GIP）的全球权益（除大中华区）授予再生元，其中包含首付款 8,000 万美元、总里程碑付款 19.3 亿美元，以及双位数百分比特许权使用费。此前，公司已将两款 ADC 药物（HS-20089（B7-H4 ADC）和 HS-20093（B7-H3 ADC））的全球权益（除大中华区）授权给 GSK，以及将 HS-10535（口服小分子 GLP-1）的全球权益授权给 MSD。HS-20093（B7-H3 ADC）正在国内开展针对小细胞肺癌（SCLC）和骨与软组织肉瘤的三期临床试验。此外，HS-20093 正在开展用于治疗头颈癌、前列腺癌、食管鳞癌等实体瘤的多项 PoC 概念验证临床研究。此外，HS-20089（B7-H4 ADC）正在中国开展用于治疗卵巢癌的三期临床试验，以及针对子宫内膜癌及其他实体瘤的 PoC 概念验证临床研究。此外，公司正在积极推进 HS-20094（GLP-1/GIP）用于治疗肥胖或超重和 HS-10374（TYK2）用于治疗中重度斑块状银屑病的三期临床研究。

维持买入评级。考虑到创新药销售放量，以及 BD 合作收入，我们将 25 年的每股盈利预测从 0.73 元上调至 0.88 元，将 26 年预测从 0.80 元上调至 0.95 元，将 27 年预测从 0.89 元上调至 1.06 元。我们将目标价从 25.1 港币上调至 43.8 港币，目标价对应 22%的上升空间，维持买入评级。

风险提示：产品销售低于预期；研发管线进度不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,104	12,261	14,116	15,364	17,142
同比增长率（%）	7.69	21.35	15.13	8.85	11.57
归母净利润（百万元）	3,278	4,372	5,252	5,674	6,335
同比增长率（%）	26.85	33.39	20.13	8.05	11.65
每股收益（元/股）	0.54	0.73	0.88	0.95	1.06
净资产收益率（%）	12.71	15.24	16.55	16.20	16.37
市盈率	59.81	44.88	37.46	34.67	31.06
市净率	7.60	6.84	6.20	5.62	5.08

注：“每股收益”为归母净利润除以加权平均稀释股数

Hansoh Pharmaceutical Group (Hansoh) announced 1H25 revenue of Rmb7.43bn (+14.3% YoY) and net profit of Rmb3.14bn (+15.0% YoY), beating our expectation. The strong result is mainly driven by the sales ramp up of innovative drugs and revenue from BD collaborations. Hansoh's blended gross margin remained stable at 91.1% in 1H25. Its selling expense-to-revenue ratio declined 2.0ppts YoY to 24.5% in 1H25. Its R&D expenses reached Rmb1.44bn (+20.4% YoY), with R&D expense ratio of 19.4% (vs 18.4% in 1H24).

Rising contribution from innovative drugs and collaborative products. In 1H25, revenue of innovative drugs and collaborative products reached Rmb6.15bn (+22.1% YoY), representing 82.7% of its total revenue (vs 77.3% in 1H24). In terms of sales by therapeutic fields, with the sales ramp up of Ameile and Hansoh Xinfu, sales of oncology products reached Rmb4.53bn, representing 61% of its total revenue. In 1H25, Ameile's two new indications received NMPA's approval, including maintenance therapy for patients with stage III unresectable NSCLC after definitive chemoradiotherapy, and adjuvant therapy for NSCLC. Thus, we expect the new indications to further drive sales growth of Ameile. In addition, sales of CNS sectors and anti-infective products reached Rmb768m (+4.8% YoY) and Rmb735m (+4.9% YoY) in 1H25, together accounting for 20% of its total revenue.

Fruitful innovative pipelines to drive future growth. In 1H25, the company currently has over 40 innovative drugs under development, with over 70 clinical trials ongoing, covering oncology and non-oncology fields. In 1H25, the company has eight innovative drugs entering clinical stage for the first time, including HS-10561(BTK inhibitor), HS-20108 (ADC), HS-20122 (EGFR/c-Met ADC), HS-10529(KRAS G12D), etc. In addition, the company conducted three new phase III pivotal registration clinical trials in 1H25, including HS-20093 (B7-H3 ADC, bone and soft tissue sarcoma), HS-20089 (B7-H4 ADC, OC), and HS-20137 (IL-23p19, psoriasis).

Successful license-out of HS-20094 (GLP-1/GIP) to Regeneron. In June 2025, the company licensed out the global rights (ex-Greater China) of HS-20094 (GLP-1/GIP) to Regeneron, with upfront payment of US\$80m, total milestone payment of US\$1.93bn and double-digit royalties. Previously, Hansoh has licensed out the global rights (ex-Greater China) of two ADCs (HS-20089 (B7-H4 ADC) and HS-20093 (B7-H3 ADC)) to GSK and the global rights of HS-10535 (oral small molecule GLP-1) to MSD. HS-20093 is under phase III trial in China for SCLC and bone and soft tissue sarcoma. In addition, HS-20093 (B7-H3 ADC) is under multiple PoC studies for the treatment of head and neck cancer, prostate cancer, esophageal squamous cell carcinoma, etc. In addition, HS-20089 (B7-H4 ADC) is under phase III trial in China for OC and PoC clinical studies for endometrial cancer and other solid tumors. In addition, the company is actively promoting phase III studies of HS-20094 (GLP-1/GIP) for obesity or overweight and HS-10374 (TYK2) for moderate-to-severe plaque psoriasis.

Maintain BUY. Given the sales ramp up of innovative products and BD collaboration revenue, we raise our EPS forecasts from Rmb0.73 to Rmb0.88 in 25E, from Rmb0.80 to Rmb0.95 in 26E and from Rmb0.89 to Rmb1.06 in 27E. We raise our target price from HK\$25.1 to HK\$43.8. With 22% upside, we maintain BUY rating.

Risks: Lower-than-expected product sales; delay of R&D process.

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	10,104	12,261	14,116	15,364	17,142
销售成本	(1,031)	(1,105)	(1,255)	(1,366)	(1,524)
毛利	9,073	11,155	12,861	13,999	15,619
其他收入	1,125	1,133	1,079	1,020	920
销售、行政及管理费用	(4,241)	(4,508)	(4,466)	(5,116)	(5,657)
税息折旧及摊销前利润	3,053	4,334	5,453	6,017	6,901
息税前利润	2,707	3,959	5,100	5,656	6,533
财务费用	(67)	(7)	0	0	0
税前利润	3,766	5,085	6,179	6,676	7,453
所得税开支	(489)	(713)	(927)	(1,001)	(1,118)
非控股权益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	3,278	4,372	5,252	5,674	6,335

资料来源：翰森制药 2023 和 2024 年报，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。