

# 翰森制药 (03692)

## 2025 年中报发布，内生增长超预期

事件：近日，公司发布 2025 年中报。2025H1，公司总收入 74.34 亿元，同比增长 14.3%；归母净利润为 31.35 亿元，同比增长 15.02%。创新药产品收入为 61.45 亿元，同比增长 22.1%，在总收入中的占比提升至 82.7%。

### 代谢及其他领域板块产品收入大幅增长，MSD 首付款到账

2025H1，阿美替尼、氟马替尼等抗肿瘤领域产品组合，实现收入 45.31 亿元，同比基本持平；艾米替诺福韦片、吗啉硝唑等抗感染领域产品组合，实现收入 7.35 亿元，同比增长 4.9%；伊奈利珠单抗等中枢神经系统疾病领域产品组合，实现收入 7.68 亿元，同比增长 4.8%；洛塞那肽、培莫沙肽等代谢及其他疾病领域产品组合，实现收入约人民币 14.00 亿元，同比增长 134.5%。此外，2025H1，翰森制药根据就 HS-10535（口服小分子 GLP-1RA）达成的协议向 MSD 收取 BD 许可费首付款 1.12 亿美元。

### 业绩稳健，创新品种持续放量，仿制药业务风险基本出清

阿美替尼作为国产首款三代 EGFR TKI，销售增长迅速，适应症持续拓展。样本医院销售数据显示，从 2020 年的 1841 万增长到 2024 年的 17.84 亿元，年度复合增长率为 214%，2024 年占三代 EGFR TKI 总销售额的 28% 左右，国产药物排名第一。阿美替尼积极拓展与 NSCLC 相关的适应症，目前共获批四项 NSCLC 相关适应症，2025 年新增获批术后辅助治疗适应症和治疗含铂放疗根治后进展患者的适应症，联合化疗一线治疗 NSCLC 的 NDA 还在审评中。阿美替尼于 2025 年 6 月获得英国 MHRA 批准上市，成为翰森制药首个获准进入海外市场的创新药，公司还将继续努力获取 EMA 的海外监管认可。

### 内生创新持续兑现，多款药物进入 III 期临床开发阶段

截止 2025H1，公司共有超 40 项候选创新药开展了 70 余项创新药临床试验；2025H1，新增 8 款创新药进入临床试验，包括 HS-20122(EGFR/c-Met ADC)、HS-10510 (PCSK9) 等。新增 3 项 III 期临床，分别是从小信生物引进的 HS-20137 (IL-23p19) 的银屑病试验，以及 HS-20093 (B7-H3 ADC) 的骨与软组织肉瘤和 HS-20089 (B7-H4 ADC) 的卵巢癌的 III 期临床试验，这两款 ADC 的海外权益已授予 GSK。此外，翰森的 TYK2 抑制剂 HS-10374 的银屑病 III 期临床也正在持续推进中，数据显示皮肤毒性风险较低。

### 盈利预测与投资评级

考虑到公司 2025 年有多笔大额 BD 交易款项到账，我们将 2025 年的营业收入从 137.41 亿元上调至 146.68 亿元，预计 2026 年和 2027 年的营业收入分别为 158.35 亿元和 177.79 亿元；将 2025 年的归母净利润从 47.46 亿元上调至 51.67 亿元，预计 2026-2027 年归母净利润分别为 53.25 亿元和 61.33 亿元。维持“增持”评级。

**风险提示：**行业政策风险、市场竞争风险、药物研发失败风险、专利和知识产权风险、销售不及预期风险

证券研究报告  
2025 年 09 月 15 日

#### 投资评级

行业 医疗保健业/药品及生物科技

6 个月评级 增持（维持评级）

当前价格 35.6 港元

目标价格 港元

#### 基本数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 港股总股本(百万股)   | 6,055.15    |
| 港股总市值(百万港元)  | 215,563.34  |
| 每股净资产(港元)    | 5.73        |
| 资产负债率(%)     | 11.33       |
| 一年内最高/最低(港元) | 39.76/15.96 |

#### 作者

杨松 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

曹文清 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523120003  
caowenqing@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：聚源数据

#### 相关报告

- 《翰森制药-首次覆盖报告:创新能力持续兑现的制药企业，兼具业绩稳健与创新弹性》 2025-06-06
- 《翰森制药-公司点评:上半年受疫情影响业绩略降，创新步入收获期研发稳步推进》 2020-08-29
- 《翰森制药-首次覆盖报告:“首仿+创新”双轮驱动，创新药集中收获迎风渐起》 2020-06-03

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                        | 评级   | 体系                |
|--------|---------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                           | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                           | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                           | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                           | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                           | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                    | 海口                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | A 栋 23 层 2301 房          | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 邮编：570102                | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 电话：(0898)-65365390       | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |