

医药生物

2026年04月14日

翰森制药

(03692)

——创新产品持续放量，成功达成多项 BD 合作

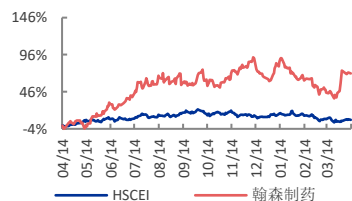
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年04月13日

收盘价 (港币)	38.46
恒生中国企业指数	8602.06
52周最高/最低 (港币)	44.22/21.35
H股市值 (亿港元)	2,328.81
流通H股 (百万股)	6,055.15
汇率 (港币/人民币)	0.8765

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《翰森制药 (03692) 点评：1H25 业绩超预期，BD 出海持续推进》2025/08/21

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 A0230524060004
humt@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

翰森制药 2025 年收入同比增长 22.6%，达到 150.3 亿元，归属于股东的净利润同比增长 27.1% 至 55.6 亿元，符合我们的预期。2025 年，公司综合毛利率下降 1.0 个百分点至 90.0%。销售费用率同比下降 3.9 个百分点至 27.0%。研发费用同比增长 24.3% 至 33.6 亿元，研发费用率从 2024 年的 22.0% 提升至 22.3%。

创新药及合作收入驱动增长。2025 年，公司创新药及合作收入同比增长 30.4% 至 123.5 亿元，收入贡献从 2024 年的 77.3% 提升至 82.2%。按照治疗领域划分，公司肿瘤产品收入同比增长 22.8% 至 99.7 亿元，主要由于阿美乐和豪森昕福销售放量，以及 BD 收入，占公司总收入的 66%。目前，阿美乐 5 项适应症获 NMPA 批准上市，其中 4 项适应症纳入国家医保目录 (NRDL)，有望进一步提升患者可及性。此外，抗感染产品收入同比增长 8.3% 至 15.9 亿元，主要由于恒沐销售放量。同时，代谢及其他疾病产品收入同比增长 66.5% 至 21.6 亿元。

丰富的创新管线驱动未来增长。截至 2025 年底，公司共有超 40 款创新药在研，超 70 项临床试验正在进行中。2025 年，公司共有 8 款新候选创新药进入临床阶段，包括 HS-20108 (ADC)、HS-20122 (EGFR/c-MET ADC)、HS-10542 (阵发性睡眠性血红蛋白尿症以及免疫球蛋白 A 肾病)、HS-10529 (KRAS G12D) 等。此外，2025 年公司新增七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)、HS-20094 (GLP-1/GIP 受体激动剂, 糖尿病)、HS-20137 (IL-23p19, 银屑病) 等。

成功达成多项 BD 合作协议。2025 年，公司与合作伙伴达成多项 BD 对外授权协议，包括再生元 (HS-20094, GLP-1/GIP)、罗氏 (HS-20110, CDH17 ADC) 和 Glenmark (阿美替尼)。就后期核心产品临床进展而言，HS-20093 正在中国开展针对 SCLC 和骨与软组织肉瘤的三期试验。此外，HS-20093 已获得 FDA 和 NMPA 的多项突破性治疗药物认定 (BTD)。此外，HS-20089 (B7-H4 ADC) 正在中国开展针对 PROC 的三期试验。HS-20094 (GLP-1/GIP) 超重和二型糖尿病适应症正在开展三期试验。此外，HS-10365 (RET) 和 HS-10241 (c-MET TKI) 的上市许可申请 (NDA) 已获 NMPA 受理。

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 26 年的每股盈利预测从 0.95 元上调至 0.96 元，将 27 年预测从 1.06 元上调至 1.07 元，新增 28 年预测为 1.20 元。我们将目标价从 43.8 港币上调至 47.6 港币，目标价对应 24% 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

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	12,261	15,028	16,576	18,429	20,604
同比增长率 (%)	21.35	22.57	10.30	11.17	11.81
归属普通股股东净利润	4,372	5,555	5,789	6,478	7,243
同比增长率 (%)	33.39	27.07	4.21	11.90	11.81
每股收益 (元/股)	0.74	0.93	0.96	1.07	1.20
ROE (%)	15.24	15.71	15.05	15.44	15.80
市盈率	45.91	36.33	35.40	31.64	28.29
市净率	7.00	5.71	5.33	4.89	4.47

注：“每股收益”为归母净利润除以加权平均股数

Hansoh Pharmaceutical Group (Hansoh) announced 2025 revenue of Rmb15.03bn (+22.6% YoY) and net profit of Rmb5.56bn (+27.1% YoY), in line with expectation. Its blended gross margin declined 1.0ppts YoY to 90.0% in 2025. Its selling expense-to-revenue ratio declined 3.9ppts YoY to 27.0% in 2025. Its R&D expenses reached Rmb3.36bn (+24.3% YoY), with R&D expense ratio of 22.3% (vs 22.0% in 2024).

Innovative drugs and collaborative revenue to drive the growth. In 2025, revenue of innovative drugs and collaborative products reached Rmb12.35bn (+30.4% YoY), representing 82.2% of its total revenue (vs 77.3% in 2024). In terms of sales by therapeutic fields, sales of oncology products reached Rmb9.97bn (+22.8% YoY), mainly driven by the sales ramp up of Ameile and Hansoh Xinfu and BD revenue, representing 66% of its total revenue. Now, Ameile's five indications have received NMPA's approval, with four indications added into the NRDL, which further increase patient affordability. In addition, sales of anti-infective products increased 8.3% YoY to Rmb1.59bn, mainly driven by the sales ramp-up of Hengmu. Meanwhile, sales of metabolic and other diseases products increased 66.5% YoY to Rmb2.16bn.

Fruitful innovative pipelines to drive future growth. As the end of 2025, the company currently has over 40 innovative drugs under development, with over 70 clinical trials ongoing. In 2025, the company has eight new innovative drugs entering clinical stage, including HS-20108 (ADC), HS-20122 (EGFR/c-MET ADC), HS-10542 (for PNH and IgAN), HS-10529 (KRAS G12D), etc. In addition, the company conducted seven new phase III pivotal registration clinical trials in 2025, including HS-20093 (B7-H3 ADC, bone and soft tissue sarcoma), HS-20089 (B7-H4 ADC, OC), HS-20094 (GLP-1/GIP receptor agonist, diabetes), HS-20137 (IL-23p19, psoriasis), etc.

Multiple BD collaboration agreement achieved. In 2025, the company reached multiple BD licensed out agreements with partners, including collaboration with Regeneron for HS-20094 (GLP-1/GIP), Roche for HS-20110 (CDH17 ADC) and Glenmark for aumolertinib. As for the R&D progress of late-stage key products, HS-20093 is under phase III trial in China for SCLC and bone and soft tissue sarcoma. In addition, HS-20093 has received several BTDs from the FDA and NMPA. In addition, HS-20089 (B7-H4 ADC) is under phase III trial in China for PROC. HS-20094 (GLP-1/GIP) for obesity or overweight and T2D are under phase III trial. Additionally, NDAs of HS-10365 (RET) and HS-10241 (c-MET TKI) have been accepted by the NMPA.

Maintain BUY. Given the sales ramp up of innovative products and BD collaboration revenue, we raise our EPS forecasts from Rmb0.95 to Rmb0.96 in 26E, from Rmb1.06 to Rmb1.07 in 27E and forecast Rmb1.20 in 28E. We raise our target price from HK\$43.8 to HK\$47.6. With 24% upside, we maintain BUY rating.

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

合并利润表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	12,261	15,028	16,576	18,429	20,604
销售成本	(1,105)	(1,498)	(1,652)	(1,834)	(2,040)
毛利	11,155	13,530	14,924	16,595	18,564
其他收入	1,133	1,209	1,220	1,220	1,220
销售、行政及管理费用	(4,508)	(4,736)	(5,489)	(5,971)	(6,593)
税息折旧及摊销前利润	4,334	5,686	5,955	6,777	7,687
息税前利润	3,959	5,345	5,609	6,422	7,325
财务费用	(7)	(3)	(3)	(4)	(4)
税前利润	5,085	6,551	6,826	7,638	8,541
所得税开支	(713)	(995)	(1,037)	(1,160)	(1,297)
非控股权益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	4,372	5,555	5,789	6,478	7,243

资料来源：翰森制药 2024 和 2025 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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

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。