

翰森制药 (03692)

证券研究报告

2026年04月22日

创新药持续放量叠加 BD 出海加速, 公司进入高质量增长阶段

事件

公司发布 2025 年年度业绩公告, 全年实现收入 150.28 亿元, 同比增长 22.6%; 年内盈利 55.55 亿元, 同比增长 27.1%。

创新药驱动增长, 收入结构持续优化

2025 年公司业绩实现较快增长, 核心驱动力来自创新药持续放量, 收入结构进一步优化。全年创新药及合作产品收入达 123.54 亿元, 同比增长 30.4%, 占比提升至 82.2%, 已成为公司收入增长的核心来源。从治疗领域来看, 抗肿瘤板块仍为公司基本盘, 实现收入 99.74 亿元, 占比 66.4%; 代谢及其他疾病板块实现收入 21.58 亿元, 占比 14.3%, 呈现较快增长趋势; 抗感染及中枢神经系统板块整体保持稳健。

核心产品持续放量, 阿美替尼全球化进程加速

阿美替尼作为国产首个三代 EGFR-TKI, 是公司当前的核心单品。阿美替尼国内适应症持续扩展, 2025 年新增获批 EGFR 敏感突变辅助治疗、维持/巩固治疗适应症, 均已纳入医保目录, 成为了首款实现医保覆盖辅助、一线、二线和局晚四大适应症的国产三代 EGFR-TKI。在 2026 年 1 月, 阿美替尼新增获批联合化疗一线治疗 EGFR 敏感突变 NSCLC 的新适应症, 其目前在国内外共获批 5 项适应症。其联用达麦利替尼 (c-MET 抑制剂) 治疗 EGFR TKI 经治 MET 扩增 NSCLC 患者的适应症的 NDA 已获 NMPA 受理。

阿美替尼海外商业化取得突破, 产品已在英国、欧盟获批上市, 用于 EGFR 敏感突变 NSCLC 患者的一线治疗和 EGFR T790M 突变患者的二线治疗, 并将中东与非洲、澳大利亚等地区开发并商业化的权利授予 Glenmark。

多项 BD 落地, 创新价值持续兑现

2025 年公司在 BD 方面取得显著进展, 先后与 Regeneron、罗氏及 Glenmark 达成多项重磅授权合作, 覆盖 GLP-1/GIP 双靶点、ADC 等重点方向。2025 年 BD 交易总额合计超过 45 亿美元, 有望为公司持续贡献现金流。

内生创新持续推进, 管线进入收获期

2025 年公司内生创新持续推进, 重点管线在代谢及肿瘤领域取得多项关键进展。在代谢领域, 公司重点推进 GLP-1 受体激动剂相关管线, 除已对外授权的 GLP-1/GIP 双受体激动剂 HS-20094 (III 期) 和口服 GLP1RA 药物 HS-10535 (I 期) 外, 公司还储备有 HS-10501 (II 期) 和 HS-10535 (I 期) 这两款口服 GLP-1RA 药物, 以及一款 GLP1R/GIPR/GCGR 三激动剂(临床前)。在肿瘤领域, ADC 药物进展显著, 授权给 GSK 的 B7-H4 ADC (HS-20089) 于 2025 年获 NMPA 批准纳入突破性治疗药物, 用于含铂耐药复发性卵巢癌、输卵管癌及原发性腹膜癌患者; B7-H3 ADC (HS-20093) 获 FDA 突破性疗法认定, 针对骨肉瘤患者的后线治疗, 目前两款药物均已进入 III 期临床阶段。同时, 公司自研的 TYK2 抑制剂 (HS-10374) 目前正在推进关于中重度斑块状银屑病的 III 期临床试验。

盈利预测与投资评级

考虑到公司创新药持续放量, 我们将公司 2026-2027 年营业收入分别从 158.35、177.79 亿元上调至 168.52、182.16 亿元, 预计 2028 年收入为 203.73 亿元; 将 2026-2027 归母净利润从 53.25、61.33 亿元上调至 60.52、65.89 亿元, 预计 2028 年归母净利润为 72.96 亿元。维持“增持”评级。

风险提示: 研发进度不及预期、政策变动风险、市场竞争激烈

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 39.04 港元

目标价格 港元

基本数据

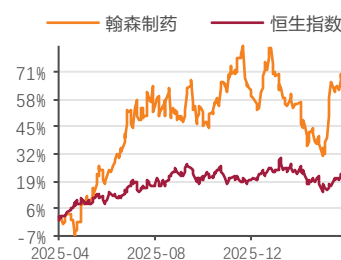
港股总股本(百万股)	6,064.15
港股总市值(百万港元)	236,744.42
每股净资产(港元)	6.47
资产负债率(%)	11.37
一年内最高/最低(港元)	44.22/21.40

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-公司点评:2025 年中报发布, 内生增长超预期》2025-09-15
- 《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

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