

## 复宏汉霖 (02696.HK)

## 全球化创新极具特色，国际化 Biopharma 扬帆起航

复宏汉霖作为国际化 Biopharma，其差异化管线具备全球竞争力，具有挑战当前标准治疗的潜力。同时公司全球化已经进入实质性发展阶段，PD-1 及生物类似药持续出海可期。首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

□ 差异化创新管线具备全球竞争力，具备挑战当前治疗标准的潜力。复宏汉霖创新研发管线极具特色：

1) HLX10 (PD-1 单抗) 显著改善 1 线 mCRC (复发或无法根治切除的结直肠癌) 患者生存期，有望成为 1 线治疗新选择。结直肠癌基本负担沉重，中国每年新发超过 51 万人，目前 1 线 mCRC 标准治疗方法为贝伐珠单抗+化疗，存在极大的免疫疗法未满足临床需求。复宏汉霖 HLX10 与贝伐珠单抗+化疗联用治疗 mCRC 与目前标准治疗方案相比极大提高了 mPFS (16.8m vs 10.7m, HR=0.58)，临床结果亮眼，可能挑战当前标准治疗方案。

2) HLX22 (HER2 单抗) 具有改变目前 1 线胃癌治疗方案的潜力。胃癌我国每年新发超过 36 万人，其中 HER2 阳性占比 15%。HLX22 与同为靶向 HER2 domain IV 的曲妥珠单抗的联合，可同时促进 HER2/HER2 同源二聚体和 HER2/EGFR 异源二聚体的内吞作用，将 HER2 的内吞提高 40-80%，临床研究结果显示，在 HLX02+化疗的基础上加入 HLX22 可提高 HER2 阳性胃癌患者 1 线治疗的生存期和抗肿瘤反应，且安全性可控，具备挑战当前标准治疗方案的潜力。同时关注到其乳腺癌适应症上的潜力。

3) HLX43 (PD-L1 ADC) 展现优异的临床前数据，同靶点竞争格局良好。HLX43 为公司合作开发的 PD-L1 ADC，拟开发适应症包括但不限于肺癌、食管癌、肝癌等，体内药效研究中显示出良好的有效性与安全性。同时在同靶点的竞争中，复宏汉霖处于全球第二顺位，具有全球竞争潜力。

□ 全球化进入实质性发展阶段，生物类似药持续出海可期。复宏汉霖 PD-1、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐珠单抗已经完成出海。未来储备上，生物类似药产品帕妥珠单抗、地舒单抗均与 Organon 合作，帕妥珠单抗有望成为首个欧美获批的生物类似药，地舒单抗同样进度领先，期待后续海外获批与放量。

□ 给予“强烈推荐”投资评级。我们预测公司 2024-2026 年期内利润分别为 6.8、7.9、8.6 亿元。对应 PE 分别为 23x、20x、18x。考虑公司后续创新管线的潜在价值与生物类似药出海的潜力，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：研发不及预期风险、商业化不及预期风险、生物类似药价格变动风险、对外合作风险、非港股通公司风险。

## 财务数据与估值

| 会计年度       | 2022   | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 3215   | 5397  | 5641  | 6078  | 6469  |
| 同比增长       | 91%    | 68%   | 5%    | 8%    | 6%    |
| 营业利润(百万元)  | (694)  | 614   | 792   | 874   | 948   |
| 同比增长       | -24%   | -188% | 29%   | 10%   | 8%    |
| 归母净利润(百万元) | (695)  | 546   | 684   | 792   | 863   |
| 同比增长       | -29%   | -179% | 25%   | 16%   | 9%    |
| 每股收益(元)    | (1.28) | 1.00  | 1.26  | 1.46  | 1.59  |
| PE         | -22.6  | 28.7  | 22.9  | 19.8  | 18.2  |
| PB         | 9.6    | 7.2   | 5.5   | 4.5   | 3.8   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (首次)

消费品/生物医药

目标估值：NA

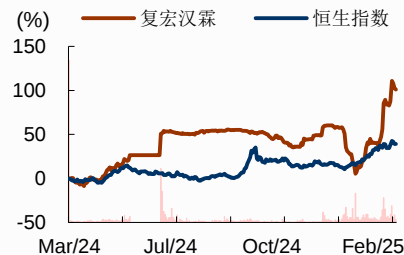
当前股价：30.0 港元

## 基础数据

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| 总股本 (百万股)    | 543             |
| 香港股 (百万股)    | 163             |
| 总市值 (十亿港元)   | 16.3            |
| 香港股市值 (十亿港元) | 4.9             |
| 每股净资产 (港元)   | 17.0            |
| ROE (TTM)    | 26.9            |
| 资产负债率        | 74.2%           |
| 主要股东         | 上海复星高科技(集团)有限公司 |
| 主要股东持股比例     | 53.61%          |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 43 | 30 | 115 |
| 相对表现 | 31 | -9 | 72  |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

梁广楷 S1090524010001  
lianguanguangkai@cmschina.com.cn  
许菲菲 S1090520040003  
xufeifei@cmschina.com.cn  
焦玉鹏 S1090523070004  
jiaoyupeng@cmschina.com.cn

## 正文目录

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 一、 复宏汉霖：研发创新极具特色，国际化 Biopharma 扬帆起航.....             | 3  |
| 1、 生物类似药加速放量，创新产品 PD-1 高速增长 .....                    | 3  |
| 2、 研发创新极具特色，国际化进入实质发展阶段 .....                        | 4  |
| 3、 复星医药为公司大股东，公司管理层经验丰富 .....                        | 5  |
| 二、 差异化创新管线具备全球竞争力，具备挑战当前治疗标准潜力 .....                 | 7  |
| 1、 HLX10（PD-1）显著改善 1L mCRC 患者生存期，有望成为 1 线治疗新选择 ..... | 7  |
| 2、 HLX22（HER2 单抗）具有改变目前 1L 胃癌治疗方案的潜力 .....           | 8  |
| 3、 HLX43（PD-L1 ADC）展现优异的临床前数据，同靶点竞争格局良好 ....         | 10 |
| 三、 全球化进入实质性发展阶段，生物类似药持续出海可期 .....                    | 11 |
| 四、 投资建议与估值 .....                                     | 12 |
| 五、 风险提示 .....                                        | 13 |

## 图表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 1：复宏汉霖已上市生物类似药销售情况 .....    | 3  |
| 图 2：复宏汉霖研发管线 .....            | 4  |
| 图 3：复宏汉霖全球化布局 .....           | 5  |
| 图 4：复宏汉霖股权结构 .....            | 5  |
| 图 5：复宏汉霖管理层信息 .....           | 6  |
| 图 6：mCRC 1 线治疗方案 .....        | 7  |
| 图 7：HLX-10 mCRC 临床试验结果 .....  | 8  |
| 图 8：HER2 阳性患者 1 线胃癌治疗方案 ..... | 8  |
| 图 9：HLX22 作用机制 .....          | 9  |
| 图 10：HLX22 胃癌适应症临床试验结果 .....  | 9  |
| 图 11：HLX43 临床前试验结果 .....      | 10 |
| 图 12：复宏汉霖生物类似药对外授权情况 .....    | 11 |
| 图 13：复宏汉霖营业收入拆分（百万元） .....    | 12 |
| 附：财务预测表 .....                 | 14 |

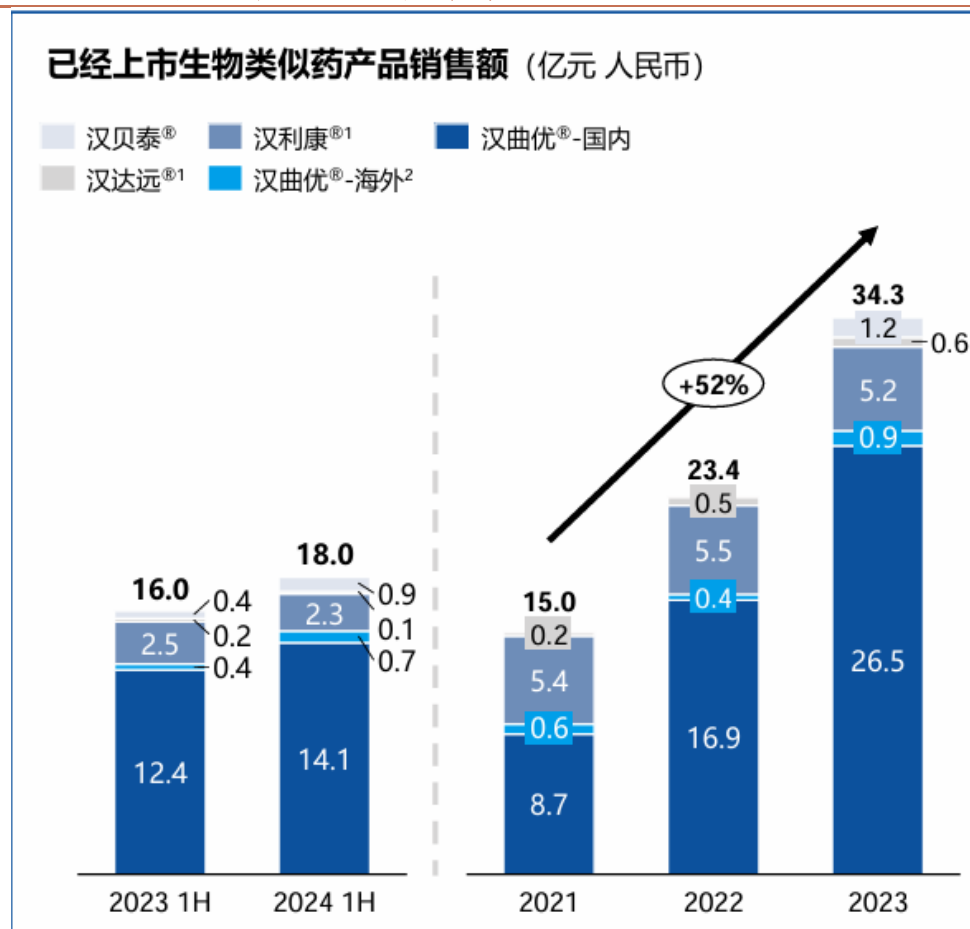
## 一、复宏汉霖：研发创新极具特色，国际化 Biopharma 扬帆起航

### 1、生物类似药加速放量，创新产品 PD-1 高速增长

复宏汉霖为复星医药子公司，公司定位国际化的创新生物制药公司，致力于为全球患者提供可负担的高品质生物药。复宏汉霖已获批上市产品包括国内首个生物类似药汉利康®（利妥昔单抗）、自主研发的中美欧三地获批单抗生物类似药汉曲优®（曲妥珠单抗，美国商品名：HERCESSI™，欧洲商品名：Zercepac®）、汉达远®（阿达木单抗）、汉贝泰®（贝伐珠单抗）、全球首个获批一线治疗小细胞肺癌的抗 PD-1 单抗汉斯状®（斯鲁利单抗，欧盟商品名：Hetronifly®）以及汉奈佳®（奈拉替尼）。

2024 年上半年，公司生物类似药总销售额达到 18.0 亿人民币，同比增长 12.8%，其中汉曲优销售额达到 14.8 亿元，国内销售 14.1 亿元，海外销售 0.7 亿元，公司生物类似药正在加速放量阶段。公司创新产品 PD-1 汉斯状 2024 年上半年实现营业收入 6.8 亿元，已完成中国境内全部 31 省市的招标挂网，正在高速增长，为公司提供持续现金流。

图 1：复宏汉霖已上市生物类似药销售情况



2、研发创新极具特色，国际化进入实质发展阶段

复宏汉霖研发管线极具特色，具备挑战现有标准疗法潜力。公司研发管线涉及生物类似药与创新药，分子形式涵盖单抗、融合蛋白、ADC、小分子等，其中 HLX10 汉利康（PD-1）转移性结直肠癌 1L 适应症、HLX22（HER2）胃癌 1L 适应症、HLX43（PD-L1 ADC）在实体瘤适应症上的探索潜力与未来空间巨大，均具有挑战现有标准疗法的潜力。

图 2：复宏汉霖研发管线

| 产品           | 靶点                | 适应症                                 | 最新进展   | 组合用药         |
|--------------|-------------------|-------------------------------------|--------|--------------|
| 汉斯状（HLX10）   | PD-1              | 鳞状非小细胞肺癌，广泛期小细胞肺癌，食管鳞状细胞癌，非鳞状非小细    | 上市     |              |
| 汉利康（利妥昔）     | CD20              | 非霍奇金淋巴瘤，慢性淋巴细胞白血病，类风湿关节炎            | 上市     |              |
| 汉曲优（曲妥珠）     | HER2              | 乳腺癌，转移性胃癌                           | 上市     |              |
| 汉达远（阿达木）     | TNF-α             | 类风湿关节炎，强直性脊柱炎，银屑病，葡萄膜炎，多关节型幼年特发性    | 上市     |              |
| 汉贝泰（贝伐珠）     | VEGF              | 转移性结直肠癌，晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌，胶质母细胞瘤等    | 上市     |              |
| 汉奈佳（奈拉替尼）    | HER1/HER2/HER4    | 乳腺癌强化辅助治疗                           | 上市     |              |
| HLX14（地舒单抗）  | RANKL             | 骨质疏松症等                              | 上市许可申请 |              |
| HLX11（帕妥珠）   | HER2              | 乳腺癌                                 | 上市许可申请 |              |
| HLX10        | PD-1              | 广泛期小细胞肺癌 1L                         | III期临床 | +化疗          |
|              | PD-1              | 胃癌新辅助/辅助                            | III期临床 | +化疗          |
|              | PD-1              | 局限期小细胞肺癌 1L                         | III期临床 | +化疗+放疗       |
|              | PD-1+VEGF         | 转移性结直肠癌 1L                          | III期临床 | +贝伐珠单抗+化疗    |
| HLX04-O      | VEGF              | 湿性年龄相关性黄斑病变                         | III期临床 |              |
| HLX22        | HER2              | 胃癌 1L                               | III期临床 | +曲妥珠单抗       |
| HLX78（拉索昔芬片） | 选择性雌激素受体调节剂       | 乳腺癌                                 | III期临床 |              |
| HLX10        | PD-1+EGFR         | 头颈部鳞状细胞癌，鼻咽癌，胃癌，食管鳞癌，鳞状非小细胞肺癌       | II期临床  | +HLX07       |
|              | PD-1+LAG-3        | 非小细胞肺癌 1L                           | II期临床  | +HLX26+化疗    |
| HLX07        | EGFR              | 实体瘤（皮肤鳞癌）                           | II期临床  |              |
| HLX208       | BRAF V600E        | LCH/ECD，黑色素瘤，甲状腺癌，转移性结直肠癌，非小细胞肺癌等实体 | II期临床  |              |
|              | BRAF V600E+ PD-1  | 非小细胞肺癌                              | II期临床  | +HLX10       |
| HLX53        | TIGIT+ PD-1+ VEGF | 肝细胞癌                                | II期临床  | +HLX10+贝伐珠单抗 |
| HLX43        | PD-L1 ADC         | 实体瘤                                 | II期临床  |              |
| HLX6018      | GARP/TGF-β1       | 特发性肺纤维化                             | I期临床   |              |
| HLX42        | EGFR ADC          | 实体瘤                                 | I期临床   |              |
| HLX05（西妥昔）   | EGFR              | 转移性结直肠癌，头颈部鳞状细胞癌                    | I期临床   |              |
| HLX15（达雷妥尤）  | CD38              | 多发性骨髓瘤                              | I期临床   |              |
| HLX13（伊匹木）   | CTLA-4            | 黑色素瘤，肾细胞癌，结直肠癌，肝细胞癌，非小细胞肺癌，恶性胸膜间    | I期临床   |              |
| HLX17（K药）    | PD-1              | 黑色素瘤，非小细胞肺癌，食管癌，头颈部鳞状细胞癌，结直肠癌，肝细    | IND    |              |

资料来源：公司官网、招商证券 备注：HLX10 广泛期小细胞肺癌适应症为美国 III 期、国内欧洲已经上市、橙色部分为重点管线

公司产品全球化已经进入实质性阶段。公司 HLX10（PD-1）已经在印度尼西亚、泰国、柬埔寨批准用于治疗广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC），成为首个于东南亚获批上市的国产抗 PD-1 单抗。HLX10 在欧盟同样已经获批，成为首个在欧盟获批用于小细胞肺癌的 PD-1 单抗。汉曲优®（曲妥珠单抗类似药）已于 40 余个国家和地区成功上市，包括美国、欧盟、澳大利亚、阿根廷、沙特阿拉伯、新加坡等。汉利康®（利妥昔单抗类似药）已于秘鲁成功获批上市，加速惠及新兴市场国家。同时在研管线上，公司 HLX11（帕妥珠单抗生物类似药），已完成全球范围内 908 例患者的入组工作，BLA 于 25 年 2 月获得受理，有望成为欧美首个被批准的帕妥珠单抗生物类似药。HLX14（地舒单抗生物类似药）全球化临床试验布局，国际多中心 III 期临床研究达到主要研究终点，2024 年 5 月欧盟受理上市申请，10 月获得 FDA 的 BLA 申请受理。以上两款产品均与国际制药公司欧加隆在海外市场授权合作，未来销售可期。

图 3：复宏汉霖全球化布局

2023年全球销售额（亿美元）

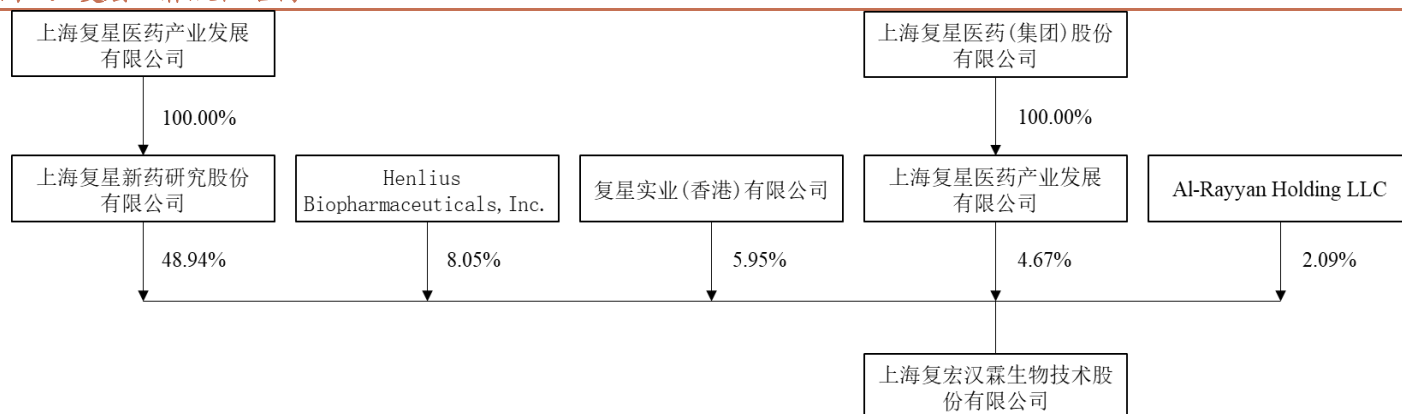


资料来源：公司官网、招商证券

### 3、复星医药为公司大股东，公司管理层经验丰富

股权结构上，复星医药为公司大股东，持股占比 59.56%。公司管理层经验丰富，复宏汉霖执行董事、首席执行官朱俊博士拥有超过 20 年行业经验，领导了超过 100 个临床试验的设计和执行。其余各位高管同样具备丰富的行业经验。

图 4：复宏汉霖股权结构



资料来源：iFind、招商证券

图 5：复宏汉霖管理层信息

| 姓名  | 职务            | 负责方向                                                                                                | 学历                                      | 简历                                                                                                                  |
|-----|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 朱俊  | 执行董事、首席执行官    | 负责全面打造公司全球产品开发团队，搭建由临床运营、医学、数据、临床合规及质量保证、药物警戒和药政事务等组成的新临床运营和药政注册体系。                                 | 复旦大学临床医学学士，长江商学院EMBA，蒙彼利埃大学健康管理学博士      | 拥有超过20年的行业经验，曾与超过70家中国本土药企和生物公司合作，领导了超过100个临床试验的设计和执行，全面覆盖临床1期到4期试验。                                                |
| 黄玮  | 总裁            | 分管全球生产工程技术部、及子公司安腾瑞霖（上海）生物科技有限公司，主要负责本公司临床及商业化产品生产供货、工程项目设计及推进、产能持续提升及优化、及子公司安腾瑞霖（上海）生物科技有限公司的经营决策。 | 华东理工大学生物化学工程学士，马里兰大学化学与生化工程硕士           | 在制药和生物技术行业拥有超过25年的高级管理和领导经验，包括工艺开发、技术转让、制造、工艺和设施设计、资本项目执行和质量体系实施。                                                   |
| 余诚  | 首席商务官、高级副总裁   | 分管市场及商业运营部、医学事务部，主要负责本公司商业化运营工作。                                                                    | 上海医科大学药物化学学士，复旦大学EMBA                   | 曾先后在葛兰素、罗氏及安进任职，至今已有超过20年销售和中央市场的管理经验，在产品组合管理、产品战略的制订及新产品上市等方面拥有丰富的经验。                                              |
| 曹平  | 首席商务发展官、高级副总裁 | 分管商务拓展部，主要负责本公司对外商务合作项目，包括引进、许可、授权、联盟、合并及收购。                                                        | 天津大学材料科学与工程学士、化学工程硕士，密歇根州立大学有机化学硕士      | 曾先后就职于Tyger Scientific、Ferro、Bristol-MyerSquibb（BMS）和 Abzena 公司，担任市场营销总监、商务发展高级经理、全球制造和供应链副总监、商务发展资深总监等职务，均获得出色的业绩。 |
| 许圣昌 | 首席技术官、高级副总裁   | 分管技术运营部。                                                                                            | 台湾国立清华大学化学工程学士，俄亥俄州立大学生化工程硕士，普渡大学生化工程博士 | 在医药行业拥有逾28年的管理及研发经验，指导并成功管理了超过25项以上的单抗和重组蛋白的技术转移、扩大规模和工艺验证活动。                                                       |
| 郭新军 | 高级副总裁         | 带领团队实现药物研发、生产等。                                                                                     | 复旦大学遗传学和遗传工程学士，浙江大学管理学院MBA              | 具有多年的生物药研发、生产经验，熟悉了解国内各类法规制度。现担任中国医药创新促进会医药创新投资专委会委员，上海市生物医药行业协会副会长，上海医药行业协会第九届理事会理事。                               |
| 叶峰  | 首席质量官、副总裁     | 负责全球质量运营部的整体战略规划和运营实施，包含质量保证、质量控制、质量体系管理。                                                           | 俄勒冈大学学士、硕士，北卡罗莱纳大学教堂山分校生物统计学博士          | 曾在美国先灵葆雅、英国葛兰素史克、美国安进、奕安济世、创胜医药等多家国内外知名公司从事药品生产和质量管理工作，至今已有20多年生物制药生产和质量管理及工厂设计和运营的丰富经验。                            |
| 袁纪军 | 首席科学官         | 全面负责复宏汉霖创新中心的整体战略规划、团队管理和日常运营工作。                                                                    | 复旦大学生物化学学士，俄亥俄州立大学生物化学博士                | 在领导创新药物研发和组建创新研究团队方面拥有丰富的经验和卓越的成就，并在抗体药物的临床前研发、临床试验申请、专利知识和知识产权转让等方面取得显著成果，研发药物广泛覆盖抗体、CAR-T、mRNA、小分子等。              |

资料来源：公司官网、招商证券

二、差异化创新管线具备全球竞争力，具备挑战当前治疗标准潜力

1、HLX10（PD-1）显著改善 1L mCRC 患者生存期，有望成为 1 线治疗新选择

结直肠癌疾病负担沉重，1L 治疗存在极大未满足临床需求。结直肠癌是全球高发癌种，美国每年新发结直肠癌超过 16 万人，中国每年结直肠癌新发人数超过 51 万人。而其中将近一半的比例初诊为复发或无法根治切除的结直肠癌（mCRC）。针对 mCRC 目前进行姑息治疗的 1L 标准疗法为贝伐珠单抗+化疗，仅有微卫星不稳定（MSI-H）或错配修复基因缺陷型（dMMR）患者可用 K 药作 1L 疗法，而 MSI-H/dMMR 患者占比 mCRC 仅为 10%，因此临床上存在极大的免疫疗法未满足需求。

图 6：mCRC 1 线治疗方案

| 姑息治疗组一线方案 “                                |            |                                                   |                                                                                                                                     |                                           |
|--------------------------------------------|------------|---------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 分层                                         | 分层         | 级推荐                                               | II 级推荐                                                                                                                              | III 级推荐                                   |
| MSLH/dMMR                                  | 无          | 帕博利珠单抗<br>(1A类)                                   |                                                                                                                                     | 纳武利尤单抗+<br>伊匹木单抗<br>(3类) 1                |
| 适合强烈治疗(MSS<br>或MS-L/DMMR<br>RAS和BRAF均野生型)  | 原发灶位于左侧结肠d | FOLFOX/FOLFIRI±<br>西妥昔单抗d<br>(1A类)<br>CAPEOX(1A类) | FOLFOX/CAPEOX/<br>FOLFIRI+<br>贝伐珠单抗(1A类)<br>FOLFOXIRI±<br>贝伐珠单抗(1B类)                                                                | 其他局部治疗<br>(3类)                            |
|                                            | 原发灶位于右侧结肠d | FOLFOX/CAPEOX/<br>FOLFIRI±<br>贝伐珠单抗(1A类)          | FOLFOXIRI±<br>贝伐珠单抗(1B类)<br>FOLFOX/FOLFIRI+<br>西妥昔单抗d<br>(贝伐珠单抗有禁忌者)<br>(2A类)                                                       |                                           |
| 分层                                         | 分层         | 级推荐                                               | II 级推荐                                                                                                                              | III 级推荐                                   |
| 不适合强烈治疗(MSS或MSI-L/<br>PMMR, RAS和BRAF均野生型)  | 无          | 氟尿嘧啶类单药±<br>贝伐珠单抗(1A类)                            | 西妥昔单抗单药d<br>(左半结肠) (2B类);<br>减量的两药化疗<br>(FOLFOX/FOLFIRI) ±<br>西妥昔单抗d(2B类)<br>减量的两药化疗<br>(FOLFOX/CAPEOX/<br>FOLFIRI) ±<br>贝伐珠单抗(2B类) | 曲氟尿苷替匹嘧啶+贝伐珠单抗(2B类)<br>其他局部治疗<br>(3类)     |
| 适合强烈治疗(MSS<br>或MSI-L/pMMR,<br>RAS和BRAF突变型) | 无          | FOLFOX/CAPEOX/<br>FOLFIRI±<br>贝伐珠单抗(1A类)          | FOLFOXIRI±<br>贝伐珠单抗(1B类)                                                                                                            | 其他局部治疗<br>(3类)                            |
| 不适合强烈治疗(MSS或MSI-J/<br>DMMR, RAS和BRAF突变型)   | 无          | 氟尿嘧啶类单药±<br>贝伐珠单抗(1A类)                            | 减量的两药化疗<br>(FOLFOX/CAPEOX/<br>FOLFIRI) ±<br>贝伐珠单抗(2B类)                                                                              | 曲氟尿苷替匹嘧啶+贝伐珠单抗<br>(2B类)<br>其他局部治疗<br>(3类) |

资料来源：结直肠癌 CSCO 诊疗指南 2024、招商证券

HLX-10+贝伐珠单抗+化疗用于 1L 治疗 mCRC 临床结果亮眼，可能成为包括 MSS 转移性结直肠癌患者在内的转移性结直肠癌患者新的 1L 治疗选择。根据 2024ASCO 公布的临床试验结果，复宏汉霖 HLX-10+贝伐珠单抗+化疗 PK 贝伐珠单抗+化疗显示出 16.8m vs 10.7m 的 mPFS，中位 OS 为未达到 vs 21.2 个月，在 MSS（微卫星稳定）亚组中，显示出 16.8m vs 10.1m 的 mPFS，与同为 PD-1 的阿替利珠单抗、K 药等相比，具有更好的成药潜力。目前 II/III 期全球临床研究正在进行中，期待进一步数据更新。

图 7：HLX-10 mCRC 临床试验结果

| 产品                       | 临床试验                                                              | 治疗方案                                                                     | 入组人数                 | 中位PFS (月)                                            | 中位OS (月)                                                 | 中位DOR (月)                                            |
|--------------------------|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|----------------------|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| 斯鲁利单抗+标准治疗               | HLX10-015-CRC301 (Ph II)<br>数据截止日期：2023 年 12 月 15 日，随访中位数：24.4 个月 | A: 斯鲁利单抗+贝伐珠单抗+化疗 (XELOX)                                                | ITT 人群<br>55 vs 57   | 16.8 vs 10.7, p=0.082<br>HR=0.58 (95% CI, 0.32-1.08) | NR vs 21.2, p=0.265<br>HR=0.74 (95% CI, 0.43-1.26)       | 19.4 vs 11.3, p=0.009<br>HR=0.31 (95% CI, 0.12-0.78) |
|                          |                                                                   | B: 贝伐珠单抗+化疗 (XELOX)                                                      | MSS 亚组<br>40 vs 50   | 16.8 vs 10.1, p=0.108<br>HR=0.60 (95% CI, 0.32-1.12) | NR vs 20.2, p=0.286<br>HR=0.73 (95% CI, 0.41-1.30)       | 19.4 vs 8.3, p=0.018<br>HR=0.40 (95% CI, 0.18-0.88)  |
| 阿替利珠单抗+标准治疗              | AtezoTRIBE <sup>1</sup> (Ph II)                                   | A: 阿替利珠单抗+贝伐珠单抗+化疗 (FOLFOXIRI)                                           | ITT 人群<br>145 vs 73  | 13.1 vs 11.5<br>HR=0.71, p=0.015                     | 33 vs 27.2<br>HR=0.81, p=0.136                           | NA                                                   |
|                          |                                                                   | B: 贝伐珠单抗+化疗 (FOLFOXIRI)                                                  | pMMR 亚组<br>134 vs 67 | 13.0 vs 11.5<br>HR=0.79, p=0.073                     | 30.8 vs 26.9<br>HR=0.83, p=0.172                         | NA                                                   |
| 纳武单抗+标准治疗                | CheckMate 9X8 <sup>2</sup> (Ph II)                                | A: 纳武单抗+贝伐珠单抗+化疗 (mFOLFOX6)<br>B: 贝伐珠单抗+化疗 (mFOLFOX6)                    | ITT 人群<br>127 vs 68  | 11.9 vs 11.9<br>HR=0.81, p=0.3 (阴性)                  | 29.2 vs NR<br>HR=1.03, p NA                              | 12.9 vs 9.3<br>HR NA, p NA                           |
| 贝伐珠单抗 (标准治疗)             | 贝伐珠单抗+化疗 (FOLFOXIRI)<br>用于 mCRC <sup>3</sup> (Ph III)             | A: 贝伐珠单抗+化疗 (FOLFOXIRI)<br>B: 化疗 (FOLFOXIRI)                             | ITT 人群<br>402 vs 411 | 10.6 vs 6.2<br>HR=0.54, p<0.001                      | 20.3 vs 15.6<br>HR=0.66, p<0.001                         | 10.4 vs 7.1<br>HR=0.62, p=0.001                      |
| HLX04 (贝伐珠单抗生物类似药, 标准治疗) | 相似性实验 (Ph III) <sup>4</sup>                                       | A: HLX04+化疗 (mFOLFOX6) 或化疗 (XELOX)<br>B: 贝伐珠单抗+化疗 (mFOLFOX6) 或化疗 (XELOX) | ITT 人群<br>338 vs 337 | 11.4 vs 12.4<br>HR=1.07 (95% CI, 0.83-1.37)          | 20.7 vs 22.4<br>HR=1.03 (95% CI, 0.84-1.25) <sup>5</sup> | 11.1 vs 12.3<br>HR=1.14 (95% CI, 0.80-1.61)          |

资料来源：公司官网、招商证券

## 2、HLX22 (HER2 单抗) 具有改变目前 1L 胃癌治疗方案的潜力

胃癌/胃食管交界部国内高发，曲妥珠单抗为 HER2 阳性患者的标准治疗方案基础。胃癌为我国常见恶性肿瘤，每年新发人数超过 36 万人，美国每年新发超过 2.5 万人。我国初诊时晚期胃癌的比例超过 75%，晚期胃癌治疗分为 HER2 阳性（IHC3+/2+，且 FISH+）与 HER2 阴性，其中 HER2 阳性患者比例约为 15%，在 HER2 阳性的基础上区分 PD-L1 的表达水平，若 CPS≥1，则 1L 标准治疗为 K 药+曲妥珠单抗+化疗，若 CPS<1，则 1L 标准治疗为曲妥珠单抗+化疗。

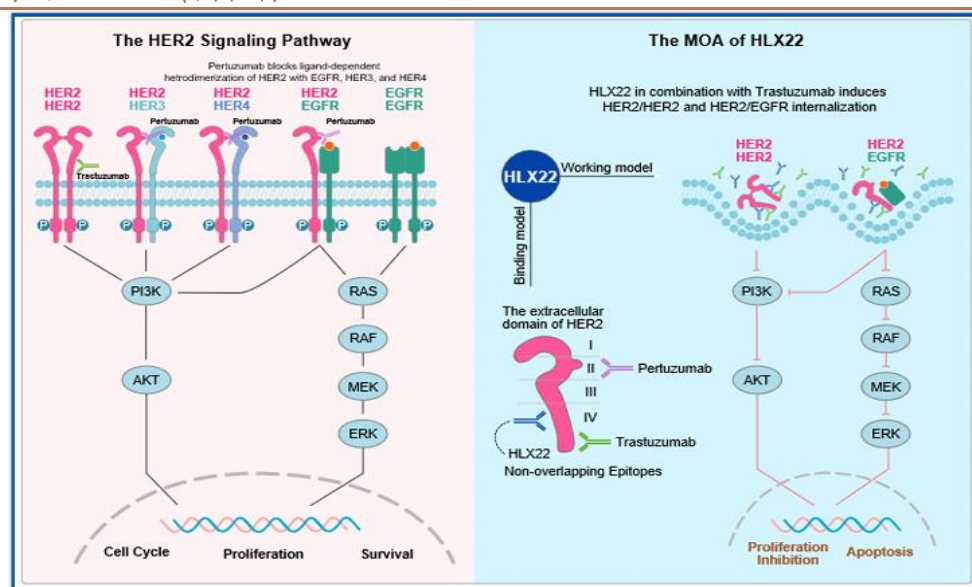
图 8：HER2 阳性患者 1 线胃癌治疗方案

| 一线治疗                                  |                                                               |                                 |                                                 |
|---------------------------------------|---------------------------------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------------------|
|                                       | I 级推荐                                                         | II 级推荐                          | III 级推荐                                         |
| HER2 阳性<br>(IHC3+<br>或 2+ 且<br>FISH+) | PD-L1 CPS≥1 分：<br>帕博利珠单抗+曲妥珠单抗+<br>XELOX/PFg • i (1B 类)       | 曲妥珠单抗联合奥沙利铂/<br>顺铂+替吉奥 h (2B 类) | 曲妥珠单抗联合<br>其他一线化疗方案<br>(含蒽环类药物方<br>案除外) h (3 类) |
|                                       | PD-L1 CPS<1 分：<br>曲妥珠单抗联合奥沙利铂/顺铂+<br>5-FU/卡培他滨 g, h, i (1A 类) |                                 |                                                 |

资料来源：胃癌 CSCO 诊疗指南 2024、招商证券

HLX22+曲妥珠单抗+化疗用于 1L 治疗 HER2 阳性局部晚期或转移性胃/胃食管交界部(G/GEJ)癌的 II 期临床研究结果显示 HLX22 可能成为 HER2 阳性 G/GEJ 癌症的新一线治疗选择。HLX22 靶向 HER2 的 domain IV 的不同表位。与同为靶向 HER2 domain IV 的曲妥珠单抗的联合，可同时促进 HER2/HER2 同源二聚体和 HER2/EGFR 异源二聚体的内吞作用，将 HER2 的内吞提高 40-80%，PDX 数据显示，曲妥珠单抗与 HLX22 的联用疗法在胃癌适应症上比曲妥珠单抗联合帕妥珠单抗更具优势。

图 9: HLX22 作用机制



资料来源：公司官网、招商证券

临床研究结果显示，在 HLX02+XELOX 的基础上加入 HLX22 可提高 HER2 阳性 G/GEJ 癌患者一线治疗的生存期和抗肿瘤反应，且安全性可控。HLX22+HLX02+XELOX 作为一线治疗在 HER2 阳性 G/GEJ 癌症中耐受性良好，最常见的治疗相关不良事件为中性粒细胞计数降低、白细胞计数降低和贫血。与对照组相比，mFPS 有极大的提升，且优于 K 药数据（非头对头对比）。HLX22 目前已经进入针对胃癌的 III 期临床。

图 10: HLX22 胃癌适应症临床试验结果

| 产品     | 临床试验                                                                           | 治疗方案                                                                                              | 入组人数                                                                  | 中位PFS (月)                                                                                                      | 中位OS (月)                                                                                                                  | 中位DOR (月)                                                                                            |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| HLX22  | HLX22-GC-201 (Ph II)                                                           | A: HLX22 (25 mg/kg) + 曲妥珠+化疗 (XELOX)<br>B: HLX22 (15 mg/kg) + 曲妥珠+化疗 (XELOX)<br>C: 曲妥珠+化疗 (XELOX) | ITT人群<br>18 vs 17 vs 18                                               | 13.7 vs NR vs 8.2<br>A vs C: HR=0.4, p=0.0505<br>B vs C: HR=0.1, p=0.0002                                      | 24.4 vs NR vs NR<br>A vs C: HR=0.7, p=0.4971<br>B vs C: HR=0.5, p=0.2141                                                  | 11.8 vs NR vs 6.8<br>A vs C: HR=0.5, p=0.1655<br>B vs C: HR=0.1, p=0.0001                            |
| 帕博利珠单抗 | KEYNOTE-811 <sup>1</sup> (Ph III)<br>EMA: 批准用于PD-L1+亚组;<br>FDA: 加速批准用于PD-L1+亚组 | A: 帕博利珠单抗 + 曲妥珠 + 化疗 (CF/XELOX)<br>B: 曲妥珠 + 化疗 (CF/XELOX)                                         | ITT人群<br>350 vs 348<br>PD-L1+亚组<br>298 vs 296<br>PD-L1-亚组<br>52 vs 52 | IA2: 10.0 vs 8.1<br>HR=0.72, p=0.0002<br>IA2: 10.8 vs 7.2<br>HR=0.70, p NA<br>IA2: 9.5 vs 9.6<br>HR=1.17, p NA | IA3: 20.0 vs 16.8<br>HR=0.84, p NA<br>IA3: 20.0 vs 15.7<br>HR=0.81, p NA<br>IA2: 16.1 vs 22.3<br>HR=1.61, p NA<br>IA3: NA | IA2: 11.2 vs 9.0<br>HR NA, p NA<br>IA2: 11.3 vs 9.5<br>HR NA, p NA<br>IA2: 8.9 vs 9.0<br>HR NA, p NA |
| 曲妥珠单抗  | ToGA <sup>2, 3</sup> (Ph II)                                                   | A: 曲妥珠 + 化疗 (CF/CX)<br>B: 化疗 (CF/CX)                                                              | 调整 ITT人群<br>294 vs 290<br>中国亚组<br>36 vs 48                            | 6.7 vs 5.5<br>HR=0.71, p = 0.0002<br>6.8 vs 5.5<br>HR=0.69, p NA                                               | 13.8 vs 11.1<br>HR=0.74, p=0.0046<br>12.6 vs 9.7<br>HR=0.72, p <0.05                                                      | 6.9 vs 4.8<br>HR=0.54, p <0.0001<br>5.8 vs 4.5<br>HR=0.56, p NA                                      |
| 帕妥珠单抗  | JACOB <sup>4</sup> (Ph III失败)                                                  | A: 帕妥珠 + 曲妥珠 + 化疗 (CF/CX)<br>B: 曲妥珠 + 化疗 (CF/CX)                                                  | ITT人群<br>388 vs 392                                                   | 8.5 vs 7.0<br>HR=0.73, p = 0.0001                                                                              | 17.5 vs 14.2<br>HR=0.84, p=0.057 (失败)                                                                                     | 10.2 vs 8.4<br>HR NA, p NA                                                                           |

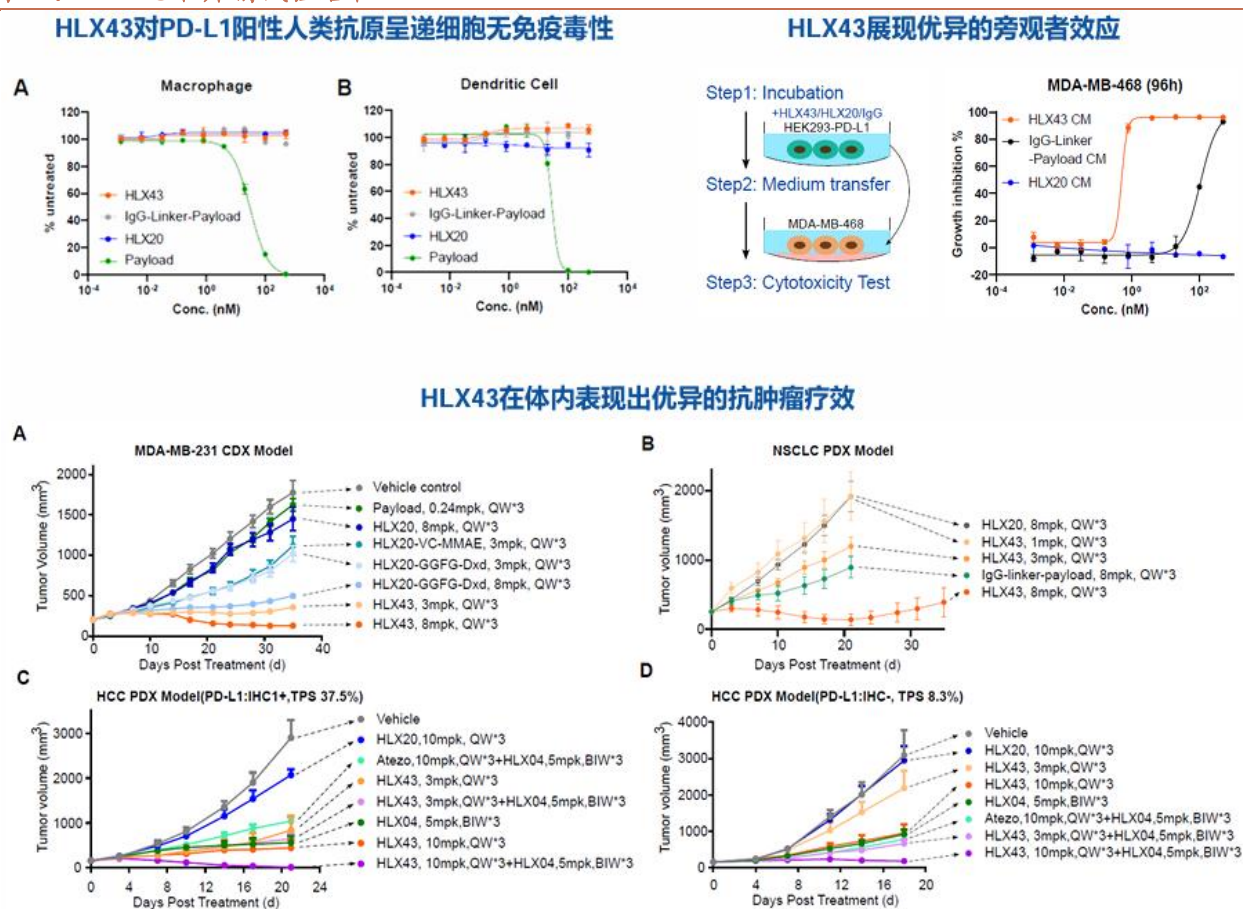
资料来源：公司官网、招商证券

同时关注到 HLX22 与德曲妥珠单抗 (T-DXd) 联用正在探索在 HER2-低表达乳腺癌适应症上的潜力，后续有望进一步打开空间。

### 3、HLX43（PD-L1 ADC）展现优异的临床前数据，同靶点竞争格局良好

HLX43 为公司与宜联生物合作开发的 PD-L1 ADC，拟开发适应症包括但不限于肺癌、食管癌、肝癌等。HLX43 由高度特异性的 PD-L1 人源化 IgG1 抗体分子与新型 DNA 拓扑异构酶-I 抑制剂偶联而成，其 DAR 值约为 8，在体内药效研究中，HLX43 在多种 PD-L1+CDX 和 PDX 模型中诱导肿瘤消退，并且药物安全性良好，与对照组相比各剂量组给药小鼠体重均无明显变化。目前已经推进至 II 期临床试验阶段。

图 11：HLX43 临床前试验结果



资料来源：公司官网、招商证券

在同靶点竞争中，辉瑞 PF-08046054 进度领先，已经推进至 III 期临床阶段，毒素为 MMAE，复宏汉霖 HLX43 全球进展第二，映恩生物后续布局 B7H3/PD-L1 双靶点 ADC。

### 三、全球化进入实质性发展阶段，生物类似药持续出海可期

复宏汉霖 PD-1，曲妥珠单抗、利妥昔单抗已经完成出海。公司 PD-1 斯鲁利单抗已在印度尼西亚、泰国、柬埔寨批准用于治疗广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC)，成为首个于东南亚获批上市的国产抗 PD-1 单抗，欧洲同样已经获批，美国桥接试验正在进行，同时持续探索日本等潜力市场未被满足的需求。曲妥珠单抗生物类似药已于 40 余个国家和地区成功上市，包括美国、欧盟、澳大利亚、阿根廷、沙特阿拉伯、新加坡等。利妥昔单抗类似药已于秘鲁成功获批上市，加速惠及新兴市场国家。

未来生物类似药持续出海可期，打开增长空间。在未来生物类似药产品出海上，2022 年公司授权 Organon 帕妥珠生物类似药、地舒单抗生物类似药两款产品在除中国以外全球范围内进行独家商业化的权益，全面覆盖美国、欧盟、日本等主流生物药市场和众多新兴市场。根据协议条款，复宏汉霖将从交易中获得 5.41 亿美元的潜在收入，其中 7300 万美元为交易首付款。Organon 为一家跨国药企，专注于女性全生命周期的健康，在女性健康、生物类似药和成熟品牌领域拥有超过 60 款上市产品，业务覆盖逾 140 个国家。目前帕妥珠生物类似药已完成患者入组，有望成为欧美首个被批准的帕妥珠生物类似药，地舒单抗 2024 年 5 月欧盟受理上市申请，进度领先。

图 12：复宏汉霖生物类似药对外授权情况

| 药品                            | 合作方                         | 交易时间       | 权益范围                                                   | 首付款     | 交易总额      |
|-------------------------------|-----------------------------|------------|--------------------------------------------------------|---------|-----------|
| HLX15 (CD38)                  | Dr. Reddy's Laboratories SA | 2025年2月6日  | 美国及约定的欧洲区域（包括英国、瑞士等42个欧洲国家）                            | 33百万美元  | 131.6百万美元 |
| HLX11(HER2)、HLX14(RANKL)      | Organon                     | 2022年6月13日 | 中国以外全球范围                                               | 70百万美元  | 538百万美元   |
| 汉利康(CD20)、汉曲优(HER2)           | Abbott Operations Uruguay   | 2022年5月24日 | 巴西                                                     | 3百万美元   | 4.4百万美元   |
| 汉利康(CD20)、汉曲优(HER2)、汉贝泰(VEGF) | Eurofarma                   | 2022年5月11日 | 16个拉美地区国家                                              | 4.5百万美元 | 50.5百万美元  |
| 汉达远(TNF- $\alpha$ )           | Getz Pharma                 | 2022年2月23日 | 巴基斯坦、菲律宾、越南、缅甸、柬埔寨、尼日利亚、肯尼亚、斯里兰卡、乌克兰、哈萨克斯坦和乌兹别克斯坦11个国家 | 0.5百万美元 | 8百万美元     |
| 汉曲优 (HER2)                    | Accord Healthcare Inc.      | 2020年9月30日 | 美国、加拿大                                                 | 27百万美元  | 65百万美元    |

资料来源：公司官网、招商证券

## 四、投资建议与估值

对复宏汉霖进行盈利预测，将其业务拆分为创新产品与生物类似药，考虑到生物类似药集采影响公司 2026 年收入，我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 56 亿元、61 亿元、65 亿元，同比+5%、+8%、+6%。期内利润分别为 6.8、7.9、8.6 亿元，同比+25%、+16%、+9%，对应 PE 分别为 23x、20x、18x。考虑到公司后续创新管线的潜在价值与生物类似药出海的潜力，首次覆盖复宏汉霖，给予“强烈推荐”投资评级。

图 13：复宏汉霖营业收入拆分（百万元）

|           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 3,215 | 5,395 | 5,641 | 6,078 | 6,469 |
| yoy       | 91%   | 68%   | 5%    | 8%    | 6%    |
| 创新产品收入    | 339   | 1,120 | 1,380 | 1,727 | 2,344 |
| yoy       |       | 230%  | 23%   | 25%   | 36%   |
| 生物类似药产品收入 | 2,336 | 3,434 | 3,674 | 3,851 | 3,625 |
| yoy       |       | 47%   | 7%    | 5%    | -6%   |
| 其他服务收入    | 539   | 842   | 587   | 500   | 500   |

资料来源：iFind、招商证券

## 五、风险提示

**研发不及预期风险。**创新药研发存在不确定性，如果研发不及预期，可能对公司估值造成一定影响。

**商业化不及预期风险。**创新药商业化存在不确定性，如果商业化不及预期，可能对公司业绩造成一定影响。

**生物类似药价格变动风险。**生物类似药可能面临集采，进而导致价格变动，对公司业绩造成一定影响。

**对外合作风险。**公司产品对外合作存在一定不确定性。

**非港股通公司风险。**公司目前为港股上市的非港股通公司，可能存在一定的流动性风险。

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2022        | 2023        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 2192        | 2676        | 2904         | 3258         | 3898         |
| 现金及现金等价物       | 673         | 868         | 1000         | 1200         | 1500         |
| 交易性金融资产        | 160         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他短期投资         | 0           | 120         | 120          | 120          | 120          |
| 应收账款及票据        | 456         | 648         | 677          | 730          | 777          |
| 其它应收款          | 138         | 201         | 210          | 226          | 241          |
| 存货             | 757         | 757         | 811          | 889          | 1162         |
| 其他流动资产         | 7           | 82          | 86           | 93           | 99           |
| <b>非流动资产</b>   | 6733        | 7228        | 8038         | 8707         | 9059         |
| 长期投资           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 1817        | 2238        | 3048         | 3717         | 4069         |
| 无形资产           | 4745        | 4926        | 4926         | 4926         | 4926         |
| 其他             | 171         | 64          | 64           | 64           | 64           |
| <b>资产总计</b>    | <b>8924</b> | <b>9904</b> | <b>10942</b> | <b>11964</b> | <b>12957</b> |
| <b>流动负债</b>    | 5002        | 5067        | 5433         | 5868         | 6236         |
| 应付账款           | 714         | 545         | 583          | 639          | 836          |
| 应交税金           | 21          | 83          | 83           | 83           | 83           |
| 短期借款           | 2522        | 2800        | 3011         | 3222         | 2803         |
| 其他             | 1745        | 1639        | 1755         | 1923         | 2514         |
| <b>长期负债</b>    | 2286        | 2644        | 2644         | 2644         | 2644         |
| 长期借款           | 1155        | 1293        | 1293         | 1293         | 1293         |
| 其他             | 1131        | 1351        | 1351         | 1351         | 1351         |
| <b>负债合计</b>    | <b>7288</b> | <b>7711</b> | <b>8076</b>  | <b>8512</b>  | <b>8880</b>  |
| 股本             | 544         | 544         | 544          | 544          | 544          |
| 储备             | 1093        | 1649        | 2322         | 2909         | 3534         |
| 少数股东权益         | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 归属于母公司所有者权益    | 1636        | 2192        | 2865         | 3452         | 4077         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>8924</b> | <b>9904</b> | <b>10942</b> | <b>11964</b> | <b>12957</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2022       | 2023       | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 982        | 1048       | 1264       | 1495       | 2056       |
| 净利润            | (695)      | 546        | 684        | 792        | 863        |
| 折旧与摊销          | 265        | 353        | 390        | 531        | 648        |
| 营运资本变动         | 1101       | (21)       | 58         | 71         | 447        |
| 其他非现金调整        | 311        | 170        | 131        | 100        | 99         |
| <b>投资活动现金流</b> | (1359)     | (1004)     | (1201)     | (1201)     | (1001)     |
| 资本性支出          | (1365)     | (1011)     | (1200)     | (1200)     | (1000)     |
| 出售资产获得的现金      | 7          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 投资增减           | 551        | 255        | 0          | 0          | 0          |
| 其它             | 551        | (8)        | (1)        | (1)        | (1)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | 858        | 144        | 70         | (93)       | (755)      |
| 债务增减           | 973        | 274        | 211        | 211        | (419)      |
| 股本增减           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 股利支付           | 0          | 0          | 11         | 205        | 238        |
| 其它筹资           | (115)      | (130)      | (130)      | (99)       | (98)       |
| 其它调整           | 0          | 0          | (22)       | (410)      | (475)      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>518</b> | <b>194</b> | <b>132</b> | <b>200</b> | <b>300</b> |

## 利润表

| 单位：百万元        | 2022          | 2023        | 2024E       | 2025E       | 2026E       |
|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 总营业收入         | 3215          | 5397        | 5641        | 6078        | 6469        |
| 主营收入          | 3215          | 5395        | 5641        | 6078        | 6469        |
| 营业成本          | 845           | 1476        | 1580        | 1732        | 2264        |
| 毛利            | 2370          | 3919        | 4060        | 4346        | 4205        |
| 营业支出          | 3064          | 3308        | 3269        | 3471        | 3257        |
| 营业利润          | (694)         | 614         | 792         | 874         | 948         |
| 利息支出          | 106           | 111         | 130         | 99          | 98          |
| 利息收入          | 4             | 8           | 0           | 0           | 0           |
| 权益性投资损益       | 0             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他非经营性损益      | 33            | (1)         | (1)         | (1)         | (1)         |
| 非经常项目损益       | 69            | 60          | 60          | 60          | 60          |
| 除税前利润         | (694)         | 570         | 720         | 834         | 908         |
| 所得税           | 1             | 24          | 36          | 42          | 45          |
| 少数股东损益        | 0             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 归属普通股股东净利润    | (695)         | 546         | 684         | 792         | 863         |
| <b>EPS(元)</b> | <b>(1.28)</b> | <b>1.00</b> | <b>1.26</b> | <b>1.46</b> | <b>1.59</b> |

## 主要财务比率

|                | 2022   | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |        |       |       |       |       |
| 营业收入           | 91%    | 68%   | 5%    | 8%    | 6%    |
| 营业利润           | -24%   | -188% | 29%   | 10%   | 8%    |
| 净利润            | -29%   | -179% | 25%   | 16%   | 9%    |
| <b>获利能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 毛利率            | 73.7%  | 72.6% | 72.0% | 71.5% | 65.0% |
| 净利率            | -21.6% | 10.1% | 12.1% | 13.0% | 13.3% |
| ROE            | -42.5% | 24.9% | 23.9% | 22.9% | 21.2% |
| ROIC           | -12.4% | 9.5%  | 10.5% | 10.4% | 11.0% |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 81.7%  | 77.9% | 73.8% | 71.1% | 68.5% |
| 净负债比率          | 41.2%  | 41.3% | 39.3% | 37.7% | 31.6% |
| 流动比率           | 0.4    | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| 速动比率           | 0.3    | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.4    | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率          | 1.4    | 1.9   | 2.0   | 2.0   | 2.2   |
| 应收帐款周转率        | 5.8    | 7.5   | 6.5   | 6.6   | 6.6   |
| 应付帐款周转率        | 1.5    | 2.3   | 2.8   | 2.8   | 3.1   |
| <b>每股资料(元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益           | -1.28  | 1.00  | 1.26  | 1.46  | 1.59  |
| 每股经营现金         | 1.81   | 1.93  | 2.33  | 2.75  | 3.78  |
| 每股净资产          | 3.01   | 4.03  | 5.27  | 6.35  | 7.50  |
| 每股股利           | 0.02   | 0.02  | 0.38  | 0.44  | 0.48  |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |       |
| PE             | -22.6  | 28.7  | 22.9  | 19.8  | 18.2  |
| PB             | 9.6    | 7.2   | 5.5   | 4.5   | 3.8   |
| EV/EBITDA      | -57.5  | 23.1  | 19.1  | 16.0  | 14.1  |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。