

复宏汉霖 (02696.HK)

HLX43 I 期数据更新亮眼，高效低毒填补巨大临床需求

近日，复宏汉霖 HLX43 更新数据亮相 WCLC，此次更新的数据进一步验证了 HLX43 在晚期非小细胞肺癌（NSCLC）等实体瘤中的卓越疗效，有望为标准治疗（免疫/化疗/靶向等）失败的后线耐药 NSCLC 患者带来更优的治疗方案，并作为一款广谱抗肿瘤基石药物，进一步拓展至肿瘤前线治疗及联合治疗方案。

□ **HLX43 高效低毒，广谱覆盖 NSCLC 鳞癌和非鳞癌患者。**公司此次更新的 HLX43 患者数据来自于 Ia 期与 Ib 期 2.0 mg/kg 剂量组及 2.5 mg/kg 剂量组。共计 56 例 NSCLC 患者入组 Ia 期及 Ib 期 2.0 和 2.5 mg/kg 剂量组，其中 29 例（51.8%）为鳞状，27 例（48.2%）为非鳞状。其中，非鳞状 NSCLC 患者中位既往治疗线数为 2，鳞状 NSCLC 患者中位既往治疗线数为 3。在四线及以后的鳞状 NSCLC 患者（n=28）中，HLX43 的 ORR 为 28.6%，DCR 为 82.1%，较标准治疗药物多西他赛（ORR=12.8%）展现出显著的临床获益。值得关注的是，既往接受过多西他赛治疗的三线及后线 NSCLC 患者（n=10）ORR 达 30.0%，DCR 为 80%；接受 2 mg/kg 剂量 HLX43 治疗患者（n=15）ORR 达 40.0%，DCR 为 73.3%，提示 HLX43 在肺鳞癌后线治疗中的重要潜力。在三线及以后的非鳞状 NSCLC 人群中（n=26），ORR 达 46.2%，DCR 为 96.2%。值得关注的是，EGFR 野生型非鳞状 NSCLC 患者（n=15）的经确认客观缓解率（cORR）为 46.7%，DCR 达 93.3%。接受 2.5 mg/kg 剂量 HLX43 治疗的患者（n=5）cORR 高达 60.0%，DCR 为 80%，彰显 HLX43 在非鳞状 NSCLC 患者人群中更为显著的疗效优势。安全性方面，最常见的 ≥3 级治疗相关不良事件（TRAEs）为贫血（19.6%）、白细胞计数减少（19.6%）、中性粒细胞计数减少（16.1%）及淋巴细胞计数减少（12.5%），血小板计数减少仅 3.6%。与此前在 2025 ASCO 上披露的安全性一致，HLX43 血液学毒性较低，延续了良好的安全性，支持未来扩展至一线疗法及联合治疗方案。

□ **HLX43 全球临床推进顺利，积极探索多种实体瘤治疗潜力。**目前复宏汉霖正全力推进 HLX43 的临床开发进程，已在全球入组超过 300 例患者，并在中国、美国、日本等多国顺利推进患者入组。同时公司正在积极探索 HLX43 在多种实体瘤中的治疗潜力，包括宫颈癌、肝细胞癌、食管鳞癌、头颈鳞癌、鼻咽癌、结直肠癌、胃癌/胃食管交界部癌等，持续挖掘治疗潜力。单药之外，HLX43 联用其他产品的临床试验也正在进行中，进一步探索“ADC+IO”的协同抗肿瘤疗效。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**复宏汉霖此次更新 HLX43 数据，进一步验证了其可能克服 PD-1/L1 免疫疗法不响应或耐药问题，并对化疗、靶向治疗失败的患者都具有潜在疗效，有望为更多晚期/转移性实体瘤患者带来新的治疗选择。我们看好复宏汉霖 HLX43 的成药潜力，预计公司 2025-2027 年净利润分别为 9.0、9.6、12.0 亿元，对应 PE 分别为 46x、43x、35x，维持“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、产品竞争加剧风险，海外环境变化风险等。

强烈推荐（维持）

消费品/生物医药

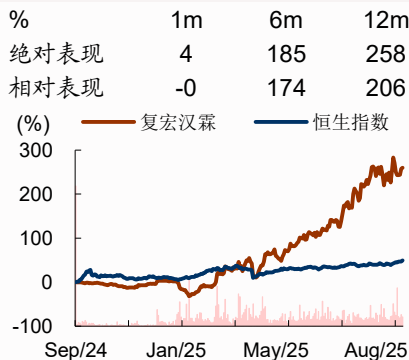
目标估值：NA

当前股价：83.3 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）	45.3
香港股市值（十亿港元）	13.6
每股净资产（港元）	6.3
ROE（TTM）	24.1
资产负债率	70.5%
主要股东	复星控股有限公司
主要股东持股比例	53.6096%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《复宏汉霖（02696）—营业收入稳健增长，深化创新管线布局》2025-03-25
- 2、《复宏汉霖（02696）—全球化创新极具特色，国际化 Biopharma 扬帆起航》2025-03-12

梁广楷 S1090524010001

✉ lianguanguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

焦玉鹏 S1090523070004

✉ jiaoyupeng@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5397	5724	6190	6494	7715
同比增长	68%	6%	8%	5%	19%
营业利润(百万元)	614	856	944	1005	1250
同比增长	-188%	39%	10%	6%	24%
归母净利润(百万元)	546	820	901	960	1198
同比增长	-179%	50%	10%	7%	25%
每股收益(元)	1.00	1.51	1.66	1.77	2.20
PE	75.8	50.4	45.9	43.1	34.5
PB	18.9	13.7	10.6	9.0	7.5

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2676	2512	2927	3721	4741
现金及现金等价物	868	773	1000	1500	1993
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	120	0	0	0	0
应收账款及票据	648	857	927	973	1156
其它应收款	201	109	118	124	147
存货	757	728	834	1075	1387
其他流动资产	82	44	48	50	59
非流动资产	7228	8086	8063	8041	8022
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2238	2343	2320	2299	2279
无形资产	4926	5712	5712	5712	5712
其他	64	30	30	30	30
资产总计	9904	10598	10990	11762	12763
流动负债	5067	5032	4534	4617	4707
应付账款	545	729	835	1076	1388
应交税金	83	0	0	0	0
短期借款	2800	2560	1701	967	0
其他	1639	1743	1997	2573	3319
长期负债	2644	2552	2552	2552	2552
长期借款	1293	1089	1089	1089	1089
其他	1351	1463	1463	1463	1463
负债合计	7711	7584	7086	7169	7259
股本	544	544	544	544	544
储备	1649	2470	3360	4050	4960
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2192	3014	3904	4594	5503
负债及权益合计	9904	10598	10990	11762	12763

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1048	251	1266	1674	1918
净利润	546	386	901	960	1198
折旧与摊销	353	169	173	171	170
营运资本变动	(21)	(377)	172	523	531
其他非现金调整	170	73	20	20	20
投资活动现金流	(1004)	(664)	(100)	(100)	(100)
资本性支出	(1011)	(448)	(150)	(150)	(150)
出售资产及现金	0	0	0	0	0
投资增减	255	215	0	0	0
其它	(8)	0	50	50	50
筹资活动现金流	144	(146)	(939)	(1074)	(1325)
债务增减	274	(76)	(858)	(734)	(967)
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	11	270	288
其它筹资	(130)	(70)	(70)	(70)	(70)
其它调整	0	0	(22)	(541)	(576)
现金净增加额	194	(554)	227	500	493

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	5397	5724	6190	6494	7715
主营收入	5395	5724	6190	6494	7715
营业成本	1476	1540	1764	2273	2932
毛利	3919	4185	4426	4221	4783
营业支出	3308	3329	3482	3216	3533
营业利润	614	856	944	1005	1250
利息支出	111	123	70	70	70
利息收入	8	0	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(1)	108	50	50	50
非经常项目损益	60	5	5	5	5
除税前利润	570	846	929	990	1235
所得税	24	25	28	30	37
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	546	820	901	960	1198
EPS(元)	1.00	1.51	1.66	1.77	2.20

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	68%	6%	8%	5%	19%
营业利润	-188%	39%	10%	6%	24%
净利润	-179%	50%	10%	7%	25%
获利能力					
毛利率	72.6%	73.1%	71.5%	65.0%	62.0%
净利率	10.1%	14.3%	14.6%	14.8%	15.5%
ROE	24.9%	27.2%	23.1%	20.9%	21.8%
ROIC	9.5%	14.0%	14.4%	15.4%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	77.9%	71.6%	64.5%	60.9%	56.9%
净负债比率	41.3%	34.4%	25.4%	17.5%	8.5%
流动比率	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.9	2.1	2.3	2.4	2.4
应收帐款周转率	7.5	6.3	6.2	6.1	6.4
应付帐款周转率	2.3	2.4	2.3	2.4	2.4
每股资料(元)					
每股收益	1.00	1.51	1.66	1.77	2.20
每股经营现金	1.93	0.46	2.33	3.08	3.53
每股净资产	4.03	5.54	7.18	8.45	10.12
每股股利	0.02	0.02	0.50	0.53	0.66
估值比率					
PE	75.8	50.4	45.9	43.1	34.5
PB	18.9	13.7	10.6	9.0	7.5
EV/EBITDA	49.5	42.6	41.3	39.3	32.8

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。