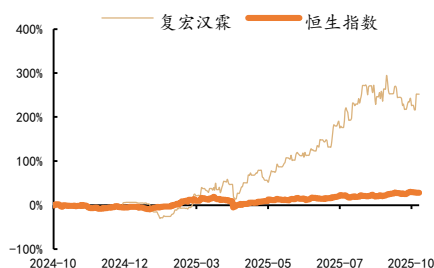


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	73.70
总股本/流通股本(亿股)	5.43/1.63
总市值/流通市值(亿港元)	404/122
52周内最高/最低价	92.00/15.20
资产负债率(%)	71.56
市盈率	45.3
第一大股东	上海复星新药研究股份有限公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
研究助理: 徐智敏
SAC 登记编号: S1340125080012
Email: xuzhimin@cnpsec.com

复宏汉霖(2696.HK)

样本扩大夯实广谱抗癌疗效，看好 HLX43 大品种潜力

● 事件

2025 年 9 月 6 日至 9 日，世界肺癌大会（World Conference on Lung Cancer, WCLC）在西班牙巴塞罗那举行。公司 PD-L1 ADC HLX43 的临床 I 期更新数据作为肺癌前沿研究的代表以口头报告的形式汇报，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。

● 投资要点

样本数量扩大，延续优异疗效。

本次更新的 NSCLC 患者数据来自 Ia 期+Ib 期 2.0 mg/kg 剂量组及 2.5 mg/kg 剂量组。中位随访时间为 9.0 个月。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。在三线及以后的非鳞状 NSCLC 人群中 (n=26)，ORR 达 46.2%，DCR 为 96.2%。

多个亚组分型均获益显著，彰显广谱潜力。

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%。

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%。

在晚期的脑转移 NSCLC 患者 (n=11) 中，HLX43 仍带来了显著的治疗获益，cORR 为 36.4%，DCR 达 100.0%。

在 PD-L1 阴性 (TPS<1%，n=21) 患者群体中，ORR 和 DCR 分别达到 38.1% 和 85.7%。提示 HLX43 疗效不受 PD-L1 表达限制，HLX43 同步布局多个其他瘤种，有望覆盖更广泛的患者。

安全性延续良好表现，支持一线疗法/联合治疗扩展。

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

● 投资建议

公司生物类似药业务国内+海外双轮驱动，为创新研发提供稳健现金流。公司创新性管线 HLX43 等展现潜在最佳的竞争力，迎来出海机遇，有望开拓全球市场。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.4/7.9/10.6 亿元，同比增速为 2%/-6%/34%，对应 PE 为 44/47/35。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示:

研发进度不及预期风险;市场竞争加剧风险;上市公司业绩不及预期风险;谈判合作不及预期风险;地缘政治形势加剧风险;早研管线研发失败风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5724	5941	6056	7015
增长率(%)	6%	4%	2%	16%
EBITDA(百万元)	1,335	1,269	1,196	1,454
归属母公司净利润(百万元)	820	839	792	1061
增长率(%)	50%	2%	-6%	34%
EPS(元/股)	1.51	1.54	1.46	1.95
市盈率(P/E)	14.44	43.92	46.56	34.75
市净率(P/B)	3.93	9.57	7.93	6.46
EV/EBITDA	11.18	30.13	31.57	25.09

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,512	4,222	5,520	7,161	营业收入	5,724	5,941	6,056	7,015
现金	571	2,213	2,761	4,086	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	857	890	1,430	1,559	营业成本	1,540	1,600	1,892	2,120
存货	728	757	895	1,003	销售费用	1,917	2,020	1,877	2,104
其他	354	362	434	513	管理费用	371	380	363	421
非流动资产	8,086	8,108	7,824	7,690	研发费用	1,035	1,188	1,211	1,403
固定资产	2,343	2,044	1,792	1,689	财务费用	123	0	0	0
无形资产	5,524	5,853	5,825	5,798	除税前溢利	846	865	816	1,093
其他	219	212	207	203	所得税	25	26	25	33
资产总计	10,598	12,330	13,344	14,851	净利润	820	839	792	1,061
流动负债	5,032	5,060	5,233	5,629	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	2,560	2,519	2,519	2,519	归属母公司净利润	820	839	792	1,061
应付账款及票据	729	758	896	1,004					
其他	1,743	1,784	1,818	2,106	EBIT	969	865	816	1,093
非流动负债	2,552	3,417	3,467	3,517	EBITDA	1,335	1,269	1,196	1,454
长期债务	1,089	1,089	1,139	1,189	EPS（元）	1.51	1.54	1.46	1.95
其他	1,463	2,328	2,328	2,328					
负债合计	7,584	8,477	8,700	9,146					
普通股股本	543	543	543	543	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	2,476	3,315	4,107	5,167	成长能力				
归属母公司股东权益	3,014	3,853	4,644	5,705	营业收入	6.11%	3.79%	1.93%	15.83%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	50.26%	2.27%	-5.67%	33.99%
股东权益合计	3,014	3,853	4,644	5,705	获利能力				
负债和股东权益	10,598	12,330	13,344	14,851	毛利率	73.10%	73.07%	68.75%	69.77%
					销售净利率	14.33%	14.12%	13.07%	15.12%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE	27.23%	21.78%	17.04%	18.59%
经营活动现金流	1,242	1,182	549	1,428	ROIC	14.11%	11.25%	9.53%	11.27%
净利润	820	839	792	1,061	偿债能力				
少数股东权益	0	0	0	0	资产负债率	71.56%	68.75%	65.20%	61.59%
折旧摊销	367	404	380	360	净负债比率	102.10%	36.18%	19.30%	-6.64%
营运资金变动及其	55	-61	-622	8	流动比率	0.50	0.83	1.05	1.27
					速动比率	0.34	0.68	0.88	1.09
投资活动现金流	-910	501	-52	-153	营运能力				
资本支出	-837	-433	-100	-230	总资产周转率	0.56	0.52	0.47	0.50
其他投资	-73	934	48	77	应收账款周转率	7.61	6.80	5.22	4.69
					应付账款周转率	2.42	2.15	2.29	2.23
筹资活动现金流	-643	-41	50	50	每股指标（元）				
借款增加	-510	-41	50	50	每股收益	1.51	1.54	1.46	1.95
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	2.29	2.17	1.01	2.63
已付股利	0	0	0	0	每股净资产	5.54	7.09	8.55	10.50
其他	-133	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	-296	1,642	548	1,325	P/E	14.44	43.92	46.56	34.75
					P/B	3.93	9.57	7.93	6.46

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括: 证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048