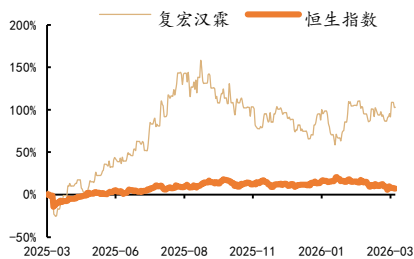


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价 (港元)	69.75
总股本/流通股本 (亿股)	5.43/ 3.46
总市值/流通市值 (亿港元)	396/252
52周内最高/最低价	92.00 / 23.00
资产负债率 (%)	67.96
市盈率	42.2
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
分析师: 徐智敏
SAC 登记编号: S1340525100003
Email: xuzhimin@cnpsec.com

复宏汉霖 (2696.HK)

营收稳健增长，创新驱动商业、生产和临床管线全球化发展

● 事件

公司发布 2025 年年度业绩：公司实现营收 66.7 亿元，同比+16.5%；其中产品销售收入 57.7 亿元，同比+17.0%。公司全年研发开支达 24.9 亿元，同比+35.4%。在创新研发大幅增加背景下，公司净利润 8.3 亿元，研发投入前利润 23.4 亿元，经营性现金流净流入 13.1 亿元。

● 投资要点

核心上市产品增长稳健，海外商业化快速放量。

汉斯状 (PD-1) 2025 年全球销售额 15.0 亿元，持续强化小细胞肺癌市场领导地位，已在全球 40 多个国家和地区获批上市；汉曲优 (曲妥珠单抗类似药) 2025 年全球销售额 29.9 亿元，已在全球 50 多个国家和地区获批上市。两者国内收入分别为 14.4 亿元和 28.1 亿元，同比分别+10.0%和+4.3%，增长稳健。海外商业化共计收入超 2 亿元，同比增长 100%+。

生物类似药+H 药出海齐发，驱动公司全球化发展

公司依托其在中国的研发与生产优势，同时与全球制药企业合作，拓展全球商业化布局，2025 年生物类似药全球销售收入 40.2 亿元。公司产品在全球各地的上市申报和再注册中，现场核查通过率达到 100%。公司深度布局欧洲市场，多款产品实现上市销售。

创新药斯鲁利单抗广泛期小细胞肺癌在英国、欧盟获批上市，已在 12 个欧洲国家实现上市销售，进入 7 国医保目录。日本、新兴市场等地区方面亦深度绑定国际一流药企，海外收入进入高速增长期。

创新管线推进顺利，早研管线夯实长期发展基础。

HLX43 (PD-L1ADC) 目前处于 NSCLC 后线国际多中心临床试验二期阶段。以客观缓解率为终点，截至 26 年 2 月，全球累计入组 140 例，58 例患者来自海外 (美国 39 例，澳洲 11 例，日本 8 例)。HLX22 正在开展 1L HER2 阳性胃癌 III 期临床试验，截至 26 年 2 月，全球累计入组 282 例，其中 80 例患者来自海外 (美国 6 例，日本 27 例，韩国 8 例，澳洲 4 例，欧洲 22 例，拉美 13 例) 27 年上半年有望读出关键数据。早研层面，公司汇聚下一代 IO 平台/Hanjugator™ADC 平台/三特性 T 细胞衔接器/HAI Club 平台，多款临床前产品管线布局丰富，具备 BIC/FIC 的创新潜力。

● 投资建议

公司生物类似药业务国内+海外双轮驱动，PD-1 牵手多个海外巨头出海全球，为创新研发提供稳健现金流。公司创新性管线 HLX43，HLX22 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 2026-2028 年归母净利润为 11.1/8.7/12.3 亿元 (前

值：7.9/10.6/-亿元)，同比增速为 35%/-22%/42%，对应 PE 为 31/40/28，维持“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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6667	7996	7993	9596
增长率(%)	16%	20%	0%	20%
EBITDA(百万元)	914	1,527	1,252	1,612
归属母公司净利润(百万元)	827	1113	865	1231
增长率(%)	1%	35%	-22%	42%
EPS(元/股)	1.52	2.05	1.59	2.27
市盈率(P/E)	34.53	31.29	40.25	28.28
市净率(P/B)	7.20	6.86	5.86	4.86
EV/EBITDA	34.29	23.54	27.88	20.79

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					利润表				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,486	5,629	6,907	8,927	营业收入	6,667	7,996	7,993	9,596
现金	772	2,519	3,615	5,009	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	1,816	1,888	1,776	2,132	营业成本	1,682	2,098	2,592	3,057
存货	612	992	1,226	1,444	销售费用	2,198	2,639	2,398	2,783
其他	286	230	290	342	管理费用	443	480	480	576
非流动资产	8,875	8,595	8,465	8,372	研发费用	1,515	1,759	1,758	2,063
固定资产	2,262	2,010	1,907	1,788	财务费用	102	0	0	0
无形资产	6,482	6,454	6,427	6,453	除税前溢利	812	1,148	892	1,270
其他	131	131	131	131	所得税	-15	34	27	38
资产总计	12,361	14,224	15,373	17,299	净利润	827	1,113	865	1,231
流动负债	4,941	5,641	5,874	6,569	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	2,247	2,247	2,247	2,247	归属母公司净利润	827	1,113	865	1,231
应付账款及票据	831	993	1,227	1,444	EBIT	914	1,148	892	1,270
其他	1,863	2,401	2,400	2,879	EBITDA	914	1,527	1,252	1,612
非流动负债	3,460	3,510	3,560	3,560	EPS (元)	1.52	2.05	1.59	2.27
长期债务	1,350	1,400	1,450	1,450					
其他	2,109	2,109	2,109	2,109					
负债合计	8,401	9,150	9,434	10,129					
普通股股本	543	543	543	543	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
储备	3,417	4,530	5,395	6,627	成长能力				
归属母公司股东权益	3,960	5,074	5,939	7,170	营业收入	16.46%	19.94%	-0.03%	20.05%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	0.80%	34.60%	-22.27%	42.32%
股东权益合计	3,960	5,074	5,939	7,170	获利能力				
负债和股东权益	12,361	14,224	15,373	17,299	毛利率	74.77%	73.77%	67.57%	68.14%
					销售净利率	12.41%	13.92%	10.83%	12.83%
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	ROE	20.88%	21.94%	14.57%	17.17%
经营活动现金流	0	1,716	1,186	1,482	ROIC	12.33%	12.76%	8.98%	11.33%
净利润	827	1,113	865	1,231	偿债能力				
少数股东权益	0	0	0	0	资产负债率	67.96%	64.33%	61.37%	58.55%
折旧摊销	0	380	360	343	净负债比率	71.33%	22.24%	1.37%	-18.30%
营运资金变动及其	-827	223	-40	-92	流动比率	0.71	1.00	1.18	1.36
投资活动现金流	0	-19	-139	-89	速动比率	0.58	0.82	0.97	1.14
资本支出	0	-100	-230	-250	营运能力				
其他投资	0	81	91	161	总资产周转率	0.58	0.60	0.54	0.59
筹资活动现金流	0	50	50	0	应收账款周转率	4.99	4.32	4.36	4.91
借款增加	0	50	50	0	应付账款周转率	2.16	2.30	2.33	2.29
普通股增加	0	0	0	0	每股指标 (元)				
已付股利	0	0	0	0	每股收益	1.52	2.05	1.59	2.27
其他	0	0	0	0	每股经营现金流	0.00	3.16	2.18	2.73
现金净增加额	0	1,747	1,097	1,394	每股净资产	7.29	9.34	10.93	13.19
					估值比率				
					P/E	34.53	31.29	40.25	28.28
					P/B	7.20	6.86	5.86	4.86

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

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