

复宏汉霖 (02696.HK)

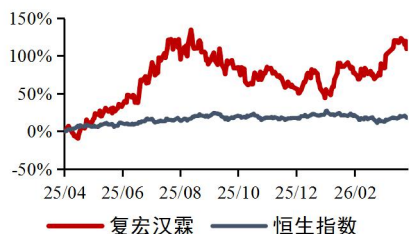
买入-B(首次)

PD-L1 ADC 引领创新, 创新药+生物类似药全球化双轮驱动

2026年4月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2026年4月24日

收盘价 (港元/股):	82.750
年内最高/最低 (港元/股):	92.000/32.750
流通 H 股/总股本 (亿股):	3.46/5.43
流通 H 股市值 (亿港元):	286.38
总市值 (亿港元):	449.74

资料来源: 常闻

分析师:

邓周宇

执业登记编码: S0760524040002

邮箱: dengzhouyu@sxzq.com

魏贇

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com

张智勇

执业登记编码: S0760525080003

邮箱: zhangzhiyong@sxzq.com

公司点评

➢ 公司是立足中国的全球化生物制药企业。2025 年业绩稳健增长, 总收入 66.7 亿元 (+16.5%), 研发投入前利润 23.4 亿元 (+26.2%), 净利润 8.27 亿元。公司的生物类似药贡献稳定现金流, 创新药 PD-1 单抗全球放量, 在研的 PD-L1 ADC HLX43、HER2 单抗 HLX22 (国际胃癌 III 期临床) 等创新管线临床快速推进, 下一代 ADC、双抗、TCE 管线完善。预计 2026 年 HLX43 在 ASCO、ESMO、WCLC 将陆续读出关键数据, 包括 HLX43 单药治疗食管鳞癌、宫颈癌、鼻咽癌、胃癌初步概念临床验证数据; HLX43 联合斯鲁利单抗和/或联合 HLX07 在非小细胞肺癌、小细胞肺癌和转移性结直肠癌中的初步概念验证数据。2026 年 HLX43 有望启动多项全球三期临床。预计公司 2026-2028 年营收为 77.51\84.80\95.62 亿元, 归母净利润为 10.39\11.42\13.99 亿元, PE 为 37.7\34.4\28.0, 首次覆盖, 给予“买入-B”评级。

➢ PD-L1 ADC HLX43 是潜在的肿瘤基石药物。2025 国际肺癌前沿及创新大会 PD-L1 ADC HLX43 的临床 1b/2 期数据进一步披露(此前 ASCO WCLC 读出过), 展现优异的 IO 耐药后 NSCLC 的 ORR 和突破性安全性优势。NSCLC 的 1b/2 期临床中, 2.5mg 组 HLX43 治疗≥3 级 TRAE 为 28.2%。HLX43 在 EGFR 野生型非鳞后线 NSCLC ORR 为 47.4%, CPI 经治 NSCLC 人群有良好应答率, PD-L1 TPS≥1% 的后线 NSCLC 患者 ORR 为 44.0%。既往 PD-1+ADC 药物毒性整体较大, HLX43 安全性极优, 是潜在的肺癌等肿瘤基石药物, 有望与 PD-1 单抗、PD-1/VEGF 双抗等探索临床联用方案。HLX43 全球多中心临床覆盖非小细胞肺癌、宫颈癌、鼻咽癌、胃癌等实体瘤。

➢ 全球化 PD-1 单抗斯鲁利单抗 (汉斯状®) 重磅适应症落地。2025 年斯鲁利单抗全球销售额 15.0 亿元, 已在全球 40+ 国家和地区获批, 进入欧洲 7 国医保, 与卫材、复星医药、雅培等达成 BD 合作, 全球商业化加速。斯鲁利单抗美国小细胞肺癌桥接试验完成入组, ESMO 有望可读出, 2026 年计划申报 BLA; 胃癌围手术期数据有望于 ASCO 期间公布, 于 2026 年年中中国获批上市; 斯鲁利单抗联合 VEGF 疗法的一线结直肠癌适应症中国、日本及东南亚 III 期试验已完成入组, 2027 年公布 MRCT 临床结果。

➢ 生物类似药全球化已成现金牛, 稳健支撑创新投入。2025 年生物类似药全球销售收入 40.2 亿元, 汉曲优®销售额 29.9 亿元。公司为中国获 FDA 批准产品最多的生物制药企业, 4 款产品获 FDA 批准、4 款获欧盟批准, 海外收入同比翻倍, 多款大单品陆续全球上市。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

风险提示

- **创新药对外授权不及预期风险。**公司核心创新药 HLX43、HLX22 等对外授权谈判进度、合作对价、里程碑付款及商业化分成比例存在不确定性；海外 MNC 合作意愿、区域授权范围及后续临床推进投入不及预期，叠加全球创新药 BD 市场竞争加剧、海外监管与临床要求趋严，可能导致创新药海外授权落地延迟、合作条款低于预期，影响创新价值兑现。
- **生物类似药全球商业化不及预期风险。**公司生物类似药在欧美、日本及新兴市场的上市获批节奏、市场准入、医保报销、定价放量存在不确定性；海外市场面临原研厂家、其他生物类似药厂商的激烈竞争，叠加海外销售渠道拓展、本地化推广效率不及预期，以及全球集采/价格管控政策影响，可能导致生物类似药海外销售增速、收入贡献低于预期。
- **临床推进速度不及预期风险。**公司 HLX43、斯鲁利单抗、HLX22 等核心品种的全球多中心临床，存在患者入组进度缓慢、伦理审批延迟、海外临床中心协调不畅、临床试验方案调整、数据读出与核查延期等风险；叠加全球监管审批趋严，可能导致临床里程碑延后、适应症申报与上市时间不及预期，影响产品商业化节奏。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,724	6,667	7,751	8,480	9,562
YoY(%)	6.1	16.5	16.3	9.4	12.8
净利润(百万元)	820	827	1,039	1,142	1,399
YoY(%)	50.3	0.8	25.7	9.9	22.5
毛利率(%)	73.1	74.8	73.5	73.0	73.4
EPS(摊薄/元)	1.51	1.52	1.91	2.10	2.57
ROE(%)	27.2	20.9	21.3	19.3	19.4
P/E(倍)	47.8	47.4	37.7	34.4	28.0
P/B(倍)	13.0	9.9	8.0	6.6	5.4
净利率(%)	14.3	12.4	13.4	13.5	14.6

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2512	3486	5156	6572	8544
现金	571	772	1996	3079	4559
应收票据及应收账款	857	1816	2059	2181	2600
预付账款	0	0	0	0	0
存货	728	612	910	998	1122
其他流动资产	354	286	190	314	262
非流动资产	8086	8875	8724	8537	8378
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2343	2262	2191	2104	2033
无形资产	5355	6162	6062	5958	5850
其他非流动资产	387	451	471	475	494
资产总计	10598	12361	13880	15110	16922
流动负债	5032	4941	6290	6688	7413
短期借款	2560	2247	2536	2447	2410
应付票据及应付账款	729	831	1038	1044	1269
其他流动负债	1743	1863	2716	3197	3734
非流动负债	2552	3460	2699	2497	2294
长期借款	1089	1350	1057	759	465
其他非流动负债	1463	2109	1641	1738	1830
负债合计	7584	8401	8988	9185	9707
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	544	544	544	544	544
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	0	0	520	1091	1790
归属母公司股东权益	3014	3960	4891	5925	7215
负债和股东权益	10598	12361	13880	15110	16922

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1242	1306	1730	1612	1923
净利润	820	827	1039	1142	1399
折旧摊销	303	368	333	340	346
财务费用	123	102	9	-29	-101
投资损失	-1	14	4	6	8
营运资金变动	24	92	344	154	
其他经营现金流	-27	-98	0	0	0
投资活动现金流	-910	-1196	-187	-159	-195
筹资活动现金流	-643	-94	-319	-369	-248
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.52	1.91	2.10	2.57
每股经营现金流(最新摊薄)	2.29	2.40	3.18	2.97	3.54
每股净资产(最新摊薄)	5.54	7.29	9.00	10.90	13.27

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5724	6667	7751	8480	9562
营业成本	1540	1682	2056	2291	2545
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	1917	2198	2325	2544	2869
管理费用	371	443	512	560	631
研发费用	1035	1516	1783	1950	2199
财务费用	123	102	9	-29	-101
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-14	-4	-6	-8
营业利润	856	784	1058	1153	1403
营业外收入	108	131	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	846	812	1058	1153	1403
所得税	25	-15	19	11	4
税后利润	820	827	1039	1142	1399
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	820	827	1039	1142	1399
EBITDA	1377	1400	1534	1598	1802

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	6.1	16.5	16.3	9.4	12.8
营业利润(%)	40.0	-8.4	35.0	9.0	21.7
归属于母公司净利润(%)	50.3	0.8	25.7	9.9	22.5
获利能力					
毛利率(%)	73.1	74.8	73.5	73.0	73.4
净利率(%)	14.3	12.4	13.4	13.5	14.6
ROE(%)	27.2	20.9	21.3	19.3	19.4
ROIC(%)	12.6	10.7	11.4	11.2	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	71.6	68.0	64.8	60.8	57.4
流动比率	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.3	0.6	0.7	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	7.6	5.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	2.4	2.2	2.2	2.2	2.2
估值比率					
P/E	47.8	47.4	37.7	34.4	28.0
P/B	13.0	9.9	8.0	6.6	5.4
EV/EBITDA	31.8	31.5	27.9	25.9	22.0

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

