

2025年03月28日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(港元)

19.00

公司基本资讯

产业别	医药生物		
H 股价(2025/03/27)	15.10		
恒生指数(2025/03/27)	23578.80		
股价 12 个月高/低	19.44/11.12		
总发行股数(百万)	2671.33		
H 股数(百万)	551.94		
H 市值(亿港元)	83.34		
主要股东	上海复星高科技(集团)有限公司(33.31%)		
每股净值(港元)	19.01		
股价/账面净值	0.79		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-5.15	+7.40	+21.48

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024/10/30	26.04	买进

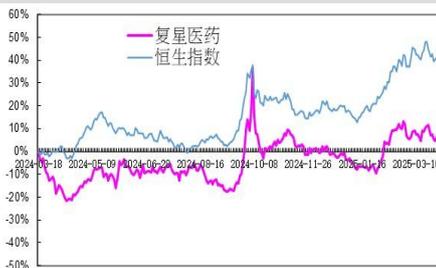
产品组合

药品制造与研发	70.7%
医疗服务	18.7%
医疗诊断与医疗器械	10.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.5%
一般法人	51.4%

股价相对大盘走势



复星医药(02196.HK)

Buy 买进

公司 2024 年净利 YOY+16%,符合预期

结论与建议：

- 公司业绩：**公司 2024 年实现营收 410.7 亿元，YOY-0.8%，录得归母净利润 27.7 亿元，YOY+16.1%，扣非后归母净利润 23.1 亿元，YOY+15.1%，公司业绩基本符合预期。公司非经常性损益主要是处置子公司股权所致，公司通过出售非核心资产股权（印度 GLAND 等），加速现金回流，2024 年以来共回流资金总额近 30 亿元，报告期内实现经营性现金流 33.8 亿元，YOY+31%。其中 Q4 单季度实现营收 101.6 亿元，YOY-5.1%，录得归母净利润 7.6 亿元，YOY+636%，扣非后归母净利润 4.8 亿元，YOY-10.9%。
- 分红方案：**公司拟每 10 股派发现金红利 3.20 元（税前），H 股股息率约为 2.3%。
- 创新药销售带动制药业务增长：**(1) 公司制药业务实现收入 289.2 亿元，YOY-4.3%，主要是新冠相关药品及抗感染药品下滑明显拖累，而创新产药为主的抗肿瘤及免疫调节核心产品收入增势增长 6%，曲妥珠单抗（汉曲优）、利妥昔单抗（汉利康）、斯鲁利单抗（汉斯状）均已是年销超 10 亿的大品种，进而推动整个制药板块毛利率同比提升 0.9 个百分点至 54.3%，制药业务分部利润 32.5 亿元，同比增长 65.7%。(2) 医疗器械与医学诊断业务实现营收 43.2 亿元，YOY-1.5%，分部利润为-0.5 亿元，同比增亏 0.2 亿元，主要是新冠相关产品收入下降以及集采政策下价格承压。(3) 医疗健康服务业务实现营收 76.5 亿元，YOY+14.6%，分部利润-3.2 亿元，同比少亏 1.3 亿元，主要是公司持续打造重点专科建设，通过一体化运营及智慧医疗提升效率。(4) 公司联营公司国药控股实现营收 5845 亿元，YOY-2.0%，归母净利润 70.5 亿元，YOY-22.1%，主要是由于药政监管趋严下分销业务下降，影响公司对联合营的投资收益同比减少 5.4 亿元。
- 毛利率微升，费用率下降，资产负债率下降：**全年来看，公司综合毛利率为 48.0%，同比微升 0.2 个百分点，期间费用率为 43.1%，同比下降 3.8 个百分点，主要是销售费用率的下降。公司通过出售非核心资产来进行资产结构优化，加速现金回流，2024 年以来回笼资金总额近 30 亿元，资产负债率同比下降 1.1 个百分点至 49%。
- 创新药研发持续推进：**公司已形成的自主研发、合作开发、许可引进、产业投资等模式相结合的开放式、全球化的药品创新研发体系，截止报告期末，公司主要在研创新药，生物类似药等项目超过 80 项。自研品种中斯鲁利单抗在欧上市已申请，在美上市桥接试验推进中；HLX11 乳腺癌适应症已在国内上市申请；HLX07 国内处于临床二期，在美获临床试验批准；引进品种中，FS-1502 已在国内处于临床三期，HLX208 处于临床二期阶段，还有多个抗肿瘤及代谢与消化系统管线在持续推进中。公司研发储备充足，未来将成为业绩的重要推动力。
- 盈利预测：**展望未来，公司创新产品陆续进入收获期，收入结构将不断优化，国际化布局也为未来增长打开空间，公司也在积极优化研发管线、资产及财务结构，我们看好公司未来的发展。预计公司 2025-2027 年实现净利润 33 亿元、39 亿元、46 亿元，YOY 分别+20.5%、+17.6%、+17.3%，EPS 分别为 1.3 元、1.5 元、1.7 元，对应 H 股 PE 分别为 11X/10X/8X，H 股估值偏低，创新药持续带动业绩增长，我们维持 H 股“买进”的投资评级。
- 风险提示：**新产品研发进度不及预期，药品集采及国谈降价超预期，商誉减值风险

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2386	2770	3338	3924	4606
同比增减	%	-36.04	16.08	20.52	17.56	17.36
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.89	1.04	1.25	1.47	1.72
同比增减	%	-37.76	16.85	20.16	17.56	17.36
A 股市盈率(P/E)	X	28.08	24.03	20.00	17.01	14.49
H 股市盈率(P/E)	X	15.78	13.50	11.24	9.56	8.15
股利 (DPS)	RMB 元	0.27	0.32	0.37	0.44	0.52
GON 股息率 (Yield)	%	1.08	1.28	1.50	1.76	2.07

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	41400	41067	44748	48816	53072
经营成本	21595	21366	23247	25197	27239
营业税金及附加	271	314	313	293	318
销售费用	9712	8680	9397	10007	10774
管理费用	4375	4283	4609	4930	5307
财务费用	984	1111	962	976	1061
资产减值损失			0	0	0
投资收益	3502	2105	2450	2500	2850
营业利润	3308	4245	4732	5617	6552
营业外收入	57	59	100	76	76
营业外支出	100	135	100	130	100
利润总额	3265	4169	4732	5563	6528
所得税	370	657	710	834	979
少数股东损益	509	743	684	804	943
归属于母公司所有者的净利润	2386	2770	3338	3924	4606

附二：合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	13694	13524	13659	13932	14211
应收账款	7644	7952	8588	7322	7762
存货	7538	7259	7622	7559	7937
流动资产合计	33793	34491	36216	38026	39928
长期股权投资	23919	24692	25185	25689	26203
固定资产	15129	17385	19124	20654	22306
在建工程	4938	3435	2920	2687	2525
非流动资产合计	79677	82970	87948	92345	96962
资产总计	113470	117461	124163	130371	136890
流动负债合计	33758	37453	37827	32531	23097
非流动负债合计	23096	20074	20476	18019	13334
负债合计	56853	57527	58303	50550	36431
少数股东权益	10931	12673	12926	13185	13448
股东权益合计	45685	47261	52934	66637	87011
负债及股东权益合计	113470	117461	124163	130371	136890

附三：合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	3414	4477	4,340	4,317	5,066
投资活动产生的现金流量净额	-3819	-3613	-2896	-2453	-2963
筹资活动产生的现金流量净额	-1336	-1003	-1252	-1427	-1632
现金及现金等价物净增加额	-1668	-111	192	437	471

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。