

复星医药(600196)

报告日期: 2025年05月14日

创新持续发力, 国际化渐入佳境

——复星医药更新点评

投资要点

□ **研发保持高投入, 我们看好国际化&创新化持续兑现驱动公司持续增长。**

□ **业绩: 利润快速增长, 现金流提升**

公司披露 2024 年业绩: 2024 年实现营业收入 410.67 亿元(YOY-0.80%)。其中, 创新产品收入稳步增长, 核心品种创新型抗 PD-1 单抗斯鲁利单抗注射液(汉斯状)、CAR-T 细胞治疗产品奕凯达(阿基仑赛注射液)、止吐药物奥康泽(奈妥匹坦帕洛诺司琼胶囊)以及长效重组人粒细胞集落刺激因子产品珮金(拓培非格司亭注射液)、心衰和高血压治疗药物一心坦(沙库巴曲缬沙坦钠片)均实现较快增长。

现金流: 有所提升, 经营质量较佳。2024 年实现经营现金流 44.77 亿元, 同比增长 31.13%, 高于当期经营性利润的增速, 同时通过资产结构优化和严格控制资本性支出等多项措施, 实现自由现金流的提升。

利润端快速增长, 费用率下降。2024 年实现归母净利润 27.70 亿元, 同比增加 16.08%。扣非净利润 23.14 亿元, 同比增加 15.10%。得益于毛利率减销售费用率同比提升 2.45 个百分点; 剔除新并购企业的影响, 管理费用下降 3.55 亿元。

□ **业务拆分: 创新药持续放量, 医疗服务快速增长继续减亏**

制药: 创新转型持续兑现, 持续看好。2024 年制药业务实现收入 289.24 亿元; 实现分部利润 32.50 亿元, 同比增长 65.73%。2024 年自主研发及许可引进的 7 个创新药/生物类似药共 16 项适应症、79 个仿制药品种(其中境内 43 个、海外 36 个)于境内外获批, 4 个创新药/生物类似药、81 个仿制药品种(其中境内 55 个、海外 26 个)于境内外申报上市。

医疗器械与医学诊断业务: 2024 年医疗器械与医学诊断业务实现营业收入 43.23 亿元, 同比减少 1.53%, 主要由于新冠相关产品收入下降所致。医疗器械与医学诊断业务实现分部利润-0.52 亿元, 同比增加亏损 0.19 亿元; 主要受诊断试剂带量采购的影响, 医学诊断业务价格承压, 销售未达预期以及联合营投资收益同比下降。其中复锐医疗科技(Sisram)实现营业收入 3.49 亿美元、净利润 0.29 亿美元(根据复锐医疗科技(Sisram)本币财务报表)。

医疗健康服务: 2024 年医疗健康服务业务实现营业收入 76.47 亿元, 同比增加 14.61%; 实现分部利润为-3.15 亿元, 同比减少亏损 1.25 亿元。同比变动的主要原因是(1)持续打造重点专科建设,(2)通过智慧医疗提升服务效率与服务质量,(3)通过一体化运营提升运营效率。

□ **展望: 持续看好国际化&创新化兑现驱动**

持续研发高投入: 2024 年公司在保持研发强度基本稳定的情况下, 持续优化创新研发体系, 提升研发效率, 研发投入共计 55.54 亿元。其中公司制药业务研发投入 49.10 亿元, 占制药业务收入的 16.98%。我们看好公司持续高研发投入强度下, 创新药产品收入占比持续提升。MEK1/2 选择性抑制剂芦沃美替尼片(项目代号: FCN-159)、帕妥珠单抗生物类似药 HLX11(2024 年 12 月 NDA 获 CDE 受理, 2025 年 2 月 BLA 获 FDA 受理)处于 NDA 阶段, 斯鲁利单抗注射液(汉斯状)联合贝伐珠单抗联合化疗用于一线治疗转移性结直肠癌(mCRC)患者先后于中国境内、日本启动 III 期临床研究; 新型靶向 HER2 的单克隆抗体 HLX22 及口服选择性雌激素受体调节剂 HLX78(拉索昔芬片)的国际多中心 III 期临床研究分别于中国境内启动。

国际化持续推进, 已经进入兑现阶段。2024 年曲妥珠单抗注射液先后于美国、加拿大获批上市; 斯鲁利单抗注射液的上市许可申请(MAA)获欧洲药品管理局人用药品委员会(CHMP)积极审评意见并于 2025 年 2 月于欧盟获批; 地舒单抗生物类似药 HLX14 的上市申请相继获得欧洲药品管理局、加拿大卫生部

投资评级: 买入(维持)

分析师: 郭双喜

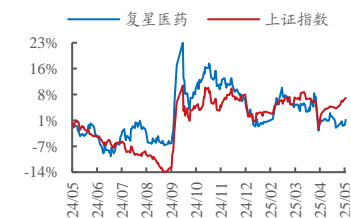
执业证书号: S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 23.94
总市值(百万元)	63,951.56
总股本(百万股)	2,671.33

股票走势图



相关报告

- 《看好国际化&创新化持续推进》2024.04.09
- 《创新再放量, 国际化可期》2023.09.09
- 《创新再发力, 看好国际化突破》2023.03.29

美国 FDA 受理；HLX22（HER2 人源化单克隆抗体注射液）用于一线治疗局部晚期或转移性胃食管交界部癌和胃癌、HLX78（拉索昔芬片）用于治疗 ESR1 突变的 ER+/HER2-乳腺癌等均处于国际多中心 III 期临床试验阶段。我们看好公司成为国内为数不多的具有国际化创新药商业化能力的药企，也看好公司国际化落地。

□ 盈利预测与估值

考虑到 2024 年仿制药和 IVD 集采对收入和业绩影响，以及联营企业国药控股利润下降影响，我们稍微下调对 25-26 年利润端预测。我们预计 2025-2027 年公司 EPS 为 1.22、1.37 和 1.57 元（前次预测 2025-2026 年 EPS 分别为 1.50 和 1.74 元），2025 年 5 月 13 日收盘价对应 2025 年 PE 为 20 倍，考虑到公司正处于创新转型期，创新药产品仍处于放量期，我们维持“买入”评级。

□ 风险提示

审评进度不及预期风险；产品销售不及预期；市场竞争风险；临床结果不及预期风险；政策风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	41067.20	44153.28	46629.94	49476.28
(+/-) (%)	-0.80%	7.51%	5.61%	6.10%
归母净利润	2769.89	3259.47	3663.82	4184.58
(+/-) (%)	16.08%	17.68%	12.41%	14.21%
每股收益(元)	1.04	1.22	1.37	1.57
P/E	23.09	19.62	17.45	15.28

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	34,491	31,697	33,106	34,096
现金	13,524	8,934	9,326	9,895
交易性金融资产	2,596	2,700	2,900	2,500
应收账款	8,024	8,985	9,155	9,404
其它应收款	656	751	839	940
预付账款	865	938	995	1,055
存货	7,259	7,780	8,132	8,493
其他	1,567	1,609	1,759	1,809
非流动资产	82,970	86,005	89,610	91,687
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	24,692	25,000	26,000	27,000
固定资产	17,385	20,231	22,637	23,727
无形资产	14,468	14,268	13,868	13,268
在建工程	3,432	3,621	3,081	2,720
其他	22,993	22,885	24,024	24,971
资产总计	117,461	117,702	122,716	125,783
流动负债	37,453	34,348	35,721	34,489
短期借款	18,711	15,000	16,178	14,536
应付款项	5,997	5,762	5,699	5,642
预收账款	0	0	0	0
其他	12,744	13,586	13,844	14,310
非流动负债	20,074	19,060	18,063	17,066
长期借款	10,204	9,204	8,204	7,204
其他	9,871	9,856	9,860	9,862
负债合计	57,527	53,408	53,784	51,554
少数股东权益	12,673	13,539	14,513	15,625
归属母公司股东权益	47,261	50,755	54,419	58,603
负债和股东权益	117,461	117,702	122,716	125,783

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,477	4,924	7,072	8,519
净利润	3,512	4,126	4,638	5,297
折旧摊销	2,751	2,340	2,715	3,055
财务费用	1,111	1,275	1,286	1,287
投资损失	(2,105)	(1,600)	(1,300)	(1,000)
营运资金变动	(412)	(1,010)	3	130
其它	(381)	(206)	(269)	(250)
投资活动现金流	(3,613)	(4,221)	(5,388)	(3,991)
资本支出	(753)	(4,007)	(3,008)	(2,006)
长期投资	(772)	(308)	(1,000)	(1,000)
其他	(2,088)	94	(1,380)	(985)
筹资活动现金流	(1,003)	(5,293)	(1,292)	(3,959)
短期借款	3,983	(3,711)	1,178	(1,642)
长期借款	(3,301)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
其他	(1,684)	(582)	(1,470)	(1,317)
现金净增加额	(139)	(4,590)	392	569

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	41,067	44,153	46,630	49,476
营业成本	21,366	22,883	24,274	25,736
营业税金及附加	314	380	401	425
营业费用	8,680	8,831	9,093	9,400
管理费用	4,283	4,415	4,430	4,453
研发费用	3,644	3,532	3,357	3,364
财务费用	1,111	1,275	1,286	1,287
资产减值损失	(207)	(177)	(187)	(198)
公允价值变动损益	(116)	(100)	(50)	0
投资净收益	2,105	1,600	1,300	1,000
其他经营收益	794	350	300	250
营业利润	4,245	4,864	5,525	6,258
营业外收支	(76)	(92)	(92)	(92)
利润总额	4,169	4,772	5,434	6,166
所得税	657	646	796	869
净利润	3,512	4,126	4,638	5,297
少数股东损益	743	866	974	1,112
归属母公司净利润	2,770	3,259	3,664	4,185
EBITDA	7,705	7,986	8,984	10,008
EPS (最新摊薄)	1.04	1.22	1.37	1.57

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.80%	7.51%	5.61%	6.10%
营业利润	28.35%	14.58%	13.59%	13.26%
归属母公司净利润	16.08%	17.68%	12.41%	14.21%
获利能力				
毛利率	47.97%	48.17%	47.94%	47.98%
净利率	8.55%	9.34%	9.95%	10.71%
ROE	4.75%	5.25%	5.50%	5.85%
ROIC	4.83%	5.70%	5.99%	6.58%
偿债能力				
资产负债率	48.98%	45.38%	43.83%	40.99%
净负债比率	58.02%	54.53%	54.14%	51.30%
流动比率	0.92	0.92	0.93	0.99
速动比率	0.73	0.70	0.70	0.74
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.38	0.39	0.40
应收账款周转率	5.27	5.26	5.27	5.57
应付账款周转率	3.93	4.37	4.81	5.20
每股指标(元)				
每股收益	1.04	1.22	1.37	1.57
每股经营现金	1.68	1.84	2.65	3.19
每股净资产	17.69	19.00	20.37	21.94
估值比率				
P/E	23.09	19.62	17.45	15.28
P/B	1.35	1.26	1.18	1.09
EV/EBITDA	12.40	12.61	11.25	9.93

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>