

2025 年 08 月 12 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(港元) 23.2

公司基本资讯

产业别	医药生物
H 股价(2025/08/11)	19.34
恒生指数(2025/08/11)	24,906.8
股价 12 个月高/低	19.78/11.48
总发行股数(百万)	2,659.46
H 股数(百万)	540.97
H 市值(亿元)	349.80
主要股东	上海复星高科技(集团)有限公司(35.99%)
每股净值(元)	18.00
股价/账面净值	1.07
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	39.84 52.38
	13.84% % %

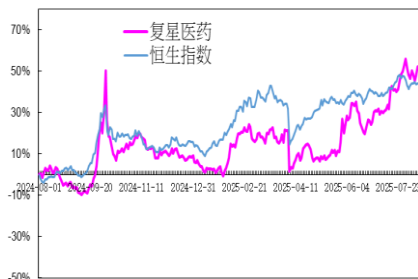
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025/03/27	15.1	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%

股价相对大盘走势



复星医药(02196.HK)

buy 买进

DPP-1 小分子创新药 BD 出海，研发实力获认可

事件：

2025 年 8 月 11 日，公司控股子公司复星医药产业与 Expedition 签订《许可协议》，复星医药产业授予 Expedition 除中国境内及港澳地区以外的全球范围、许可领域内开发、生产及商业化在研产品 XH-S004 的权利。本次合作后，公司仍拥有许可产品于中国境内及港澳地区的开发、生产及商业化权利。公司将获得最高近 6.5 亿美元的潜在收益，其中首付款 1700 万美元，开发及监管里程碑付款至多 1.03 亿美元，销售里程碑付款至多 5.25 亿美元。

点评：

- **DPP-1 靶点药物潜在获益较大：**公司在研的 XH-S004 是拥有自主知识产权的小分子口服 DPP-1 抑制剂（口服二肽基肽酶 1），该产品潜在适应症包括非囊性纤维化支气管扩张症、慢性阻塞性肺疾病等。目前全球共有 5 款 DPP-1 抑制剂进入临床阶段（表 1），目前进度最快的 Insmed 的 Brensocatib 估计在近日获批（PDUFA 日期：8 月 12 日），Evaluate 将其列为“2025 年十大潜在重磅疗法”之一，预测 2030 年销售额可达 28 亿美元，DPP-1 抑制剂药物具有较大的市场空间。
- **BD 出海，研发实力获认可：**目前公司 XH-S004 药物用于治疗非囊性纤维化支气管扩张症于中国境内处于 II 期临床试验阶段、用于治疗慢性阻塞性肺疾病于中国境内处于 Ib 期临床试验阶段，公司累计研发投入 0.72 亿元人民币。此次的购买方 Expedition 是一家专注于自身免疫性疾病领域创新疗法研发的生物技术公司，核心管理团队由来自跨国药企、生物技术公司的药物研发、商业拓展等领域的资深人士组成，其投资人也是中美知名投资机构，包括 Venrock、BVF Partner 等。公司此次创新产品授权出海，获得外国创新药投资研发团队认可，我们认为将有助于对公司创新药在研管线的重估。
- **盈利预测：**考虑到公司 BD 交易获得首付款，我们上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现净利润 34.3 亿元、39.2 亿元、46.1 亿元，YOY 分别+24%、+14%、+17%（原预计公司 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 14X/12X/10X，H 股估值偏低，创新药持续带动业绩增长，BD 交易重塑管线价值，我们维持 A/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	3435	3924	4606
同比增减	%	-36.04	16.08	24.03	14.23	17.36
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.89	1.04	1.29	1.47	1.72
同比增减	%	-37.76	16.85	23.66	14.23	17.36
A 股市盈率 (P/E)	X	30.11	25.77	20.84	18.24	15.54
H 股市盈率 (P/E)	X	20.21	17.29	13.99	12.24	10.43
股利 (DPS)	RMB 元	0.27	0.32	0.39	0.44	0.52
GON 股息率 (Yield)	%	1.01	1.19	1.44	1.64	1.93

【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

表 1: DPP-1 靶点药物全球在研情况

产品	公司	适应症	进度
Brensocaticib	Insmad	非囊性纤维化支气管扩张症 (NCFBE)	NDA (PDUFA 日期: 8 月 12 日)
		化脓性汗腺炎	临床 2b 期
		慢性鼻窦炎不伴鼻息肉	临床 2b 期
HSK31858	海思科	非囊性纤维化支气管扩张症 (NCFBE)	临床 3 期
		支气管哮喘	临床 2 期
		慢性气道炎症性疾病患者气道粘液分泌过多	临床 2 期
BI-1291583	勃林格殷格翰	支气管扩张	临床 2 期
RSS0343	恒瑞医药	非囊性纤维化支气管扩张症 (NCFBE)	临床 2 期
HX-S004	复星医药	非囊性纤维化支气管扩张症 (NCFBE)	临床 2 期
		慢性阻塞性肺疾病	临床 1b 期
MDI-0151	Alivexis/Melodia	中性粒细胞疾病	临床前
GSK2793660	GSK	支气管扩张症	终止

附一：合并损益表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	41400	41067	44867	48816	53072
经营成本	21595	21366	23248	25197	27239
营业税金及附加	271	314	351	293	318
销售费用	9712	8680	9329	10007	10774
管理费用	4375	4283	4552	4930	5307
财务费用	984	1111	1039	976	1061
资产减值损失			0	0	0
投资收益	3502	2105	2576	2500	2850
营业利润	3308	4245	5003	5617	6552
营业外收入	57	59	103	76	76
营业外支出	100	135	115	130	100
利润总额	3265	4169	4992	5563	6528
所得税	370	657	833	834	979
少数股东损益	509	743	724	804	943
归属于母公司所有者的净利润	2386	2770	3435	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	4,466	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	-1280	-1427	-1631
现金及现金等价物净增加额	-1668	-111	290	437	472

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，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券持意见或立场，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券。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。