

2025 年 10 月 29 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(港元)

26.5

公司基本资讯

产业别	医药生物
H 股价(2025/10/28)	23.00
恒生指数(2025/10/28)	26,346.1
股价 12 个月高/低	28.8/12.61
总发行股数(百万)	2,659.46
H 股数(百万)	540.97
H 市值(亿元)	342.43
主要股东	上海复星高科技(集团)有限公司(36.15%)
每股净值(元)	18.06
股价/账面净值	1.27
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	63.52% 19.05% -11.94

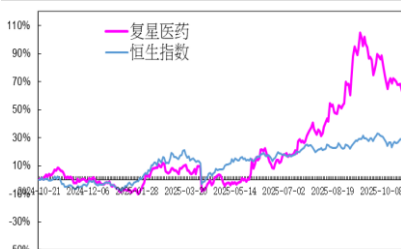
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025/08/27	19.34	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

25Q3 净利 YOY+4.5%, 研发费用同比增加较多

结论及建议:

- **公司业绩:** 公司 25Q1-Q3 实现营收 293.9 亿元, YOY-4.9%, 录得归母净利润 25.2 亿元, YOY+25.5%, 扣非后归母净利润 15.7 亿元, YOY-14.3%。公司业绩略低于预期, 主要是研发费用增加较多, 非经常性损益主要是出售和睦家及其他非核心资产收益。分季度来看, 公司 Q3 单季度实现营收 98.8 亿元, YOY-5.5%, 录得归母净利润 8.2 亿元, YOY+4.5%, 扣非后归母净利润 6.1 亿元, YOY+5.2%。。
- **集采影响总体营收, 创新产品延续较快增长:** 公司 2025 年前三季度及 Q3 单季营收均有小幅负增长, 主要是仿制药受到药品集中带量采购续标以及部分地方药品集中带量采购的影响, 但前三季度创新药保持较快增长, 前三季度创新药收入超 67 亿, 同比增长 18.1%。Q3 公司持续推进创新品上市, 9 月创新型小分子 CDK4/6 抑制剂复妥宁在国内新获批一适应症, HLX14 地舒单抗注射液于 9 月先后获获批在美国、欧盟上市, FK889 布瑞基奥仑赛注射液也已在国内申报上市, 9 月获得国家药监局受理, 我们认为随着公司创新药产品的陆续上市, 将会推动营收端回升。
- **Q3 毛利率微升, 研发费用同比增加较多:** 公司 Q3 单季度综合毛利率为 48.4%, 同比提升 0.3 个百分点, 主要受益于高毛利率创新药产品占比提升推动, Q3 期间费用率为 44.1%, 同比增 1.4 个百分点, 其中销售费用率下降 1.4 个百分点, 管理费用率增 0.2 个百分点, 财务费用率同比下降 0.8 个百分点, 研发费用率大幅增加 2.7 个百分点, 同比增加 2.2 亿元, 主要是公司增加投资于包括核药、细胞治疗在内的创新平台, 以及 HLX22、HLX43 等高价值管线的全球多中心临床。
- **盈利预测:** 为反应研发费用的增加, 我们相应下调盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年实现净利润 33.2 亿元、39.6 亿元、47.7 亿元, YOY 分别 +19.9%、+19.4%、+20.4% (原预计 34.4 亿元、40.0 亿元、48.1 亿元, YOY 分别+24%、+16%、+20%), EPS 分别为 1.2 元、1.5 元、1.8 元, 对应 H 股 PE 分别为 17X/14X//12X, 短期研发费用增加虽影响净利端表现, 但长期来看, 创新药持续带动业绩增长, BD 交易重塑管线价值, 股权激励业绩考核保底业绩增速, 我们维持 A/H 股“买进”的投资评级。
- **风险提示:** 新产品研发进度及销售不及预期, 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	3320	3963	4772
同比增减	%	-36.04	16.08	19.86	19.37	20.40
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.89	1.04	1.24	1.48	1.79
同比增减	%	-37.76	16.85	19.54	19.37	20.40
A 股市盈率 (P/E)	X	32.13	27.50	23.00	19.27	16.01
H 股市盈率 (P/E)	X	24.03	20.57	17.21	14.41	11.97
股利 (DPS)	RMB 元	0.27	0.32	0.37	0.45	0.54
GON 股息率 (Yield)	%	0.94	1.12	1.30	1.56	1.87

【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)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
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	44867	48816	53409
经营成本	21595	21366	23248	25197	27203
营业税金及附加	271	314	357	293	320
销售费用	9712	8680	9364	10007	10735
管理费用	4375	4283	4769	4930	5341
财务费用	984	1111	1216	976	1015
资产减值损失			0	0	0
投资收益	3502	2105	3596	2750	2800
营业利润	3308	4245	5035	5671	6788
营业外收入	57	59	25	76	76
营业外支出	100	135	122	130	100
利润总额	3265	4169	4938	5617	6764
所得税	370	657	886	843	1015
少数股东损益	509	743	732	812	977
归属于母公司所有者的净利润	2386	2770	3320	3963	4772

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	4,316	4,359	5,249
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	-1246	-1439	-1682
现金及现金等价物净增加额	-1668	-111	174	467	604

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。