

2025 年 12 月 10 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(2025/12/9)	21.48
恒生指数(2025/12/9)	25,434.2
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	1.19
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	52.29% -21.78% -5.79%

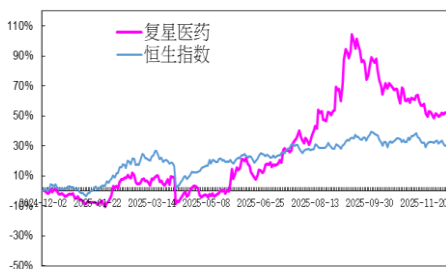
#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025/10/29	23.00	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

### 与辉瑞达成重磅交易，研发管线估值有望提升

#### 事件：

公司发布公告，公司控股子公司药友制药、复星医药产业与辉瑞共同签订《许可协议》将其具有自主知识产权的口服小分子药物 GLP-1R 激动剂（包括 YP05002）及含有该活性成分的产品授权辉瑞在全球范围独家开发、使用、生产及商业化的权利。药友制药将可获得不可退还的首付款 1.5 亿美元及基于许可产品临床、商业化进展获得开发里程碑付款至多 3.5 亿美元。此外，基于许可产品的年度净销售额达成情况，由辉瑞向药友制药支付至多 15.85 亿美元的销售里程碑款项。

#### 点评：

- **授权产品处于海外 I 期临床：**YP05002 为公司自主研发并拥有自主知识产权的口服小分子胰高血糖素样肽-1 受体（GLP-1R）激动剂，主要用于治疗 2 型糖尿病、肥胖症及其相关疾病，目前 YP05002 产品在澳大利亚处于 I 期临床试验阶段。
- **与辉瑞重磅交易，研发实力获认可：**公司此次重磅 BD 交易总包价格 20.85 亿美金，折算人民币则超百亿级别，属 重磅交易，并且交易方为知名跨国药企辉瑞公司，可以认为这是全球头部药企对公司产品研发实力的认可的标志性事件，公司创新引领和深度国际化的重要里程碑。我们认为公司研发管线已走向全球，处于海外大型药企的视野中，预计未来将会产生更多 BD 交易机会，并且公司整体的研发管线价值有望得到重估。
- **大额首付款将增厚净利水平：**公司此次将获得首付款 1.5 亿美金（按最新汇率折算约 10.6 亿元人民币），相当于公司 2024 年净利润的 38%，将极大的增厚公司净利润，我们预计可能在 2026 年计入。
- **盈利预测：**为反映大额首付款增厚利润，我们上调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年分别实现净利润 33.2 亿元、46.8 亿元、47.7 亿元，YOY 分别+19.8%、+40.8%、+19.1%（原预计 33.2 亿元、38.6 亿元、45.9 亿元，YOY 分别+19.8%、+16.2%、+19.1%），EPS 分别为 1.2 元、1.8 元、1.8 元，对应 H 股 PE 分别为 16X/11X/11X，H 股估值偏低，我们看好其长期发展，维持 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	4675	4772
同比增减	%	-36.04	16.08	19.86	40.82	2.06
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.89	1.04	1.24	1.75	1.79
同比增减	%	-37.76	16.85	19.54	40.82	2.06
A 股市盈率 (P/E)	X	30.84	26.39	22.08	15.68	15.36
H 股市盈率 (P/E)	X	21.96	18.80	15.72	11.16	10.94
股利 (DPS)	RMB 元	0.27	0.32	0.37	0.53	0.54
GON 股息率 (Yield)	%	0.98	1.17	1.36	1.91	1.95

【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	49876	53409
经营成本	21595	21366	23248	25197	27203
营业税金及附加	271	314	357	299	320
销售费用	9712	8680	9364	9975	10735
管理费用	4375	4283	4769	4988	5341
财务费用	984	1111	1216	998	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	6681	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	6627	6764
所得税	370	657	886	994	1015
少数股东损益	509	743	732	958	977
归属于母公司所有者的净利润	2386	2770	3320	4675	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	7481	7930
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	4316	5143	5249
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	-1653	-1682
现金及现金等价物净增加额	-1668	-111	174	1037	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;@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。