

复星医药 (600196)

再次牵手 MNC，创新转型持续推进

事件

12月9日，复星医药公告，其控股子公司药友制药与辉瑞签订《许可协议》，授予辉瑞口服小分子GLP-1R激动剂YP05002及含有该活性成分的产品在全球范围内独家开发、使用、生产及商业化权利。

根据协议，药友制药将获得不可退还的首付款1.5亿美元，至多3.5亿开发里程碑付款，至多15.85亿的销售里程碑。此外，辉瑞应于约定期间根据许可产品的年度净销售额、按约定的至多两位数百分比向药友制药支付特许权使用费。

截至2025年12月9日，YP05002于澳大利亚处于I期临床试验阶段。

2025年已完成3笔license-out交易，创新转型持续推进

(1) 复星医药向Sitala授予FXS6837全球(除大中华区)权益，取得首付款2500万美元，潜在总金额6.70亿美元。同时，复星医药产业可以零对价获得价值500万美元的Sitala的股份。(2)公司向Expedition授予XH-S004全球(除大中华区)权益，取得首付款1700万美金，潜在总金额6.45亿美元。

本次与辉瑞的交易，是复星医药2025年完成的第三笔交易，且交易对手方的体量和交易规模大幅度提升，再次证实公司创新转型的决心及成果。

股权激励目标确定，对创新药收入&归母净利润做出要求

为了建立、健全长期激励机制，公司将归母净利润(考核权重60%)及创新药品收入(考核权重40%)作为考核目标，进行股权激励。其中2025-2027年归母净利润目标分别为33.2/39.6/47.7亿元，创新药品收入目标为93.6/112.3/134.8亿元，CAGR约20%。公司在非战略非核心资产处置的同时，适时推出股权激励目标，清晰未来发展目标，我们认为公司管理效率有望持续提升。

盈利预测与投资评级

考虑到带量采购影响略超预期，我们将公司2025-2027年营业收入下调为401.0/408.5/455.8亿元(2025-2027年前值为412.74/424.96/475.72亿元)，由于创新药销售稳健增长，且创新药授权超预期，将归母净利润上调为33.4/40.2/48.4亿元(2025-2027年前值为33.99/39.95/47.70亿元)。目前公司组织结构优化及创新国际化进展良好，子公司复宏汉霖同样进展出色，我们持续看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：药物研发风险、市场竞争风险、经营风险、测算具有主观性风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	41,399.54	41,067.20	40,096.42	40,849.61	45,584.95
增长率(%)	(5.81)	(0.80)	(2.36)	1.88	11.59
EBITDA(百万元)	11,438.98	11,091.62	8,581.95	9,267.87	10,167.49
归属母公司净利润(百万元)	2,386.27	2,769.89	3,341.57	4,017.28	4,838.44
增长率(%)	(36.04)	16.08	20.64	20.22	20.44
EPS(元/股)	0.89	1.04	1.25	1.50	1.81
市盈率(P/E)	31.94	27.52	22.81	18.97	15.75
市净率(P/B)	1.67	1.61	1.53	1.45	1.36
市销率(P/S)	1.84	1.86	1.90	1.87	1.67
EV/EBITDA	7.68	8.05	11.00	9.89	8.54

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025年12月13日

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	28.28元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,118.49
流通A股股本(百万股)	2,118.49
A股总市值(百万元)	59,910.86
流通A股市值(百万元)	59,910.86
每股净资产(元)	17.99
资产负债率(%)	48.52
一年内最高/最低(元)	33.10/22.75

作者

杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
刘一伯	分析师
SAC执业证书编号：S1110525080001	
liuyibo@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《复星医药-半年报点评:自研创新药出海+股权激励出台，看好后续发展》
2025-09-14
- 2 《复星医药-首次覆盖报告:组织结构优化持续进行，创新国际化成果斐然》
2025-03-21
- 3 《复星医药-公司点评:综合性医药集团公司，内生外延并举引领未来发展》
2016-11-07

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,693.59	13,523.93	15,494.82	17,728.03	22,348.94	营业收入	41,399.54	41,067.20	40,096.42	40,849.61	45,584.95
应收票据及应收账款	7,668.23	8,024.43	6,169.65	6,610.40	7,651.13	营业成本	21,595.31	21,365.57	21,469.30	21,779.10	23,058.91
预付账款	884.58	864.98	1,580.23	678.82	1,623.27	营业税金及附加	271.26	314.04	259.05	281.32	319.01
存货	7,537.77	7,258.65	6,292.14	8,165.21	6,539.46	销售费用	9,712.24	8,679.76	8,420.25	8,251.62	9,025.82
其他	3,862.51	4,691.52	4,792.99	4,935.36	4,902.33	管理费用	4,374.91	4,283.26	4,089.84	4,084.96	4,558.50
流动资产合计	33,646.68	34,363.51	34,329.84	38,117.82	43,065.13	研发费用	4,346.04	3,644.36	3,809.16	3,799.01	4,148.23
长期股权投资	23,919.40	24,691.50	25,191.50	25,591.50	25,891.50	财务费用	984.32	1,110.52	998.98	841.75	696.90
固定资产	15,129.37	17,385.19	17,734.33	17,786.68	17,552.38	资产/信用减值损失	(351.67)	(207.20)	(150.00)	(75.00)	(30.00)
在建工程	4,938.28	3,435.45	3,380.89	3,327.96	3,276.62	公允价值变动收益	(427.38)	(115.94)	204.00	(100.00)	(1.33)
无形资产	17,378.12	19,336.24	18,717.15	17,883.07	16,938.98	投资净收益	3,501.99	2,104.61	3,404.61	3,704.61	2,604.61
其他	18,311.86	18,121.12	18,061.82	17,353.65	16,694.25	其他	(5,914.99)	(4,356.89)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	79,677.04	82,969.51	83,085.69	81,942.86	80,353.74	营业利润	3,307.51	4,245.10	4,508.45	5,341.46	6,350.87
资产总计	113,469.60	117,460.57	117,415.53	120,060.68	123,418.87	营业外收入	57.12	58.89	58.89	58.89	58.89
短期借款	14,728.45	18,711.31	12,000.00	11,000.00	10,000.00	营业外支出	100.06	134.72	100.00	90.00	85.00
应付票据及应付账款	6,159.62	5,997.39	5,703.28	6,567.17	6,084.72	利润总额	3,264.57	4,169.28	4,467.34	5,310.35	6,324.76
其他	11,669.01	11,511.65	13,748.63	13,063.24	14,179.33	所得税	369.50	656.84	670.11	796.55	948.71
流动负债合计	32,557.09	36,220.35	31,451.91	30,630.42	30,264.05	净利润	2,895.06	3,512.44	3,797.23	4,513.80	5,376.04
长期借款	13,504.92	10,203.50	14,000.00	14,000.00	14,000.00	少数股东损益	508.80	742.55	455.67	496.52	537.60
应付债券	0.00	240.00	246.48	162.16	216.21	归属于母公司净利润	2,386.27	2,769.89	3,341.57	4,017.28	4,838.44
其他	9,590.84	9,630.67	8,959.52	9,393.68	9,327.96	每股收益(元)	0.89	1.04	1.25	1.50	1.81
非流动负债合计	23,095.76	20,074.17	23,206.00	23,555.84	23,544.17						
负债合计	56,853.34	57,526.84	54,657.90	54,186.25	53,808.22						
少数股东权益	10,931.50	12,672.62	12,991.59	13,339.15	13,715.48						
股本	2,672.40	2,671.33	2,670.43	2,670.43	2,670.43						
资本公积	16,853.45	16,591.50	16,591.50	16,591.50	16,591.50						
留存收益	27,500.93	29,545.20	31,884.30	34,696.39	38,083.30						
其他	(1,342.02)	(1,546.91)	(1,380.18)	(1,423.04)	(1,450.05)						
股东权益合计	56,616.26	59,933.73	62,757.62	65,874.43	69,610.65						
负债和股东权益总计	113,469.60	117,460.57	117,415.53	120,060.68	123,418.87						
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,895.06	3,512.44	3,341.57	4,017.28	4,838.44	成长能力					
折旧摊销	2,852.29	2,751.26	2,874.51	2,984.66	3,079.73	营业收入	-5.81%	-0.80%	-2.36%	1.88%	11.59%
财务费用	1,169.25	1,254.07	998.98	841.75	696.90	营业利润	-28.97%	28.35%	6.20%	18.48%	18.90%
投资损失	(3,501.99)	(2,104.61)	(3,404.61)	(3,704.61)	(2,604.61)	归属于母公司净利润	-36.04%	16.08%	20.64%	20.22%	20.44%
营运资金变动	1,062.34	(124.74)	1,476.39	(550.07)	629.80	获利能力					
其它	(1,062.74)	(811.45)	659.67	396.52	536.27	毛利率	47.84%	47.97%	46.46%	46.68%	49.42%
经营活动现金流	3,414.22	4,476.98	5,946.52	3,985.53	7,176.53	净利率	5.76%	6.74%	8.33%	9.83%	10.61%
资本支出	8,410.49	6,078.29	3,221.15	1,715.85	1,915.72	ROE	5.22%	5.86%	6.71%	7.65%	8.66%
长期投资	774.63	772.10	500.00	400.00	300.00	ROIC	6.44%	6.77%	6.67%	7.73%	8.81%
其他	(13,004.41)	(10,463.71)	(3,274.55)	(361.24)	(1,458.44)	偿债能力					
投资活动现金流	(3,819.29)	(3,613.32)	446.60	1,754.61	757.28	资产负债率	50.10%	48.98%	46.55%	45.13%	43.60%
债权融资	2,572.91	(554.35)	(3,448.90)	(2,109.93)	(1,673.08)	净负债率	34.21%	33.52%	24.97%	18.47%	9.44%
股权融资	(949.87)	(1,312.58)	(973.34)	(1,396.99)	(1,639.82)	流动比率	1.00	0.92	1.09	1.24	1.42
其他	(2,959.30)	864.35	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.78	0.73	0.89	0.98	1.21
筹资活动现金流	(1,336.25)	(1,002.59)	(4,422.24)	(3,506.93)	(3,312.90)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	5.42	5.23	5.65	6.39	6.39
现金净增加额	(1,741.32)	(138.93)	1,970.89	2,233.21	4,620.91	存货周转率	5.74	5.55	5.92	5.65	6.20
						总资产周转率	0.38	0.36	0.34	0.34	0.37
每股指标(元)						每股指标(元)					
						每股收益	0.89	1.04	1.25	1.50	1.81
						每股经营现金流	1.28	1.68	2.23	1.49	2.69
						每股净资产	17.11	17.70	18.64	19.67	20.93
估值比率						估值比率					
						市盈率	31.94	27.52	22.81	18.97	15.75
						市净率	1.67	1.61	1.53	1.45	1.36
						EV/EBITDA	7.68	8.05	11.00	9.89	8.54
						EV/EBIT	10.05	10.50	16.54	14.59	12.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com