

复星医药 (600196)

证券研究报告
2026年01月27日

代谢&CNS&肿瘤领域齐头并进，创新转型持续推进

代谢领域：再次牵手 MNC，看好后续口服市场爆发

2025年12月9日，复星医药公告与辉瑞签订《许可协议》，授予辉瑞口服小分子 GLP-1R 激动剂 YP05002 全球权益。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，以及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的特许权使用费。诺和诺德口服减重药品 Wegovy 上市后第二周，取得 20,371 张处方，较第一周增长近 500%，远超此前注射减重产品的同期数据。我们认为口服减肥药品的商业化前景或超此前市场预期，因此看好 YP05002 后续商业化潜力。

CNS 领域：建立了从创新药到器械的全产品矩阵

2025年12月，公司发布公告对绿谷医药进行控股投资，总投资额 14.12 亿元，预计取得 51%控股权。其核心资产甘露特钠胶囊为阿尔茨海默病的治疗药物，中国境内 III 期临床试验结果显示，该药品对轻中度阿尔茨海默病患者的认知功能有明确的改善作用。根据公司对上交所的回函，目前 3300 例的真实世界研究已完成，上市后确证性临床研究尚在进行中。2025年10月，与 CDE 沟通后公司根据《阿尔茨海默病药物临床试验技术指导原则（试行）》修改临床方案，目前该试验方案设计已获 CDE 认可。

2026年1月，衡泰生物（复星医药参与孵化并持股 42.88%）与英矽智能达成协议，共同推进 ISM8969 的全球开发。双方将各持有该项目 50%全球权益 ISM8969 是口服 NLRP3 抑制剂，在临床前研究中显示出卓越的疗效、良好安全性以及优异的穿透血脑屏障的特性。目前公司已形成了包括 Opicapone、AR1001、磁波刀等产品和在研药物在内的药械协同创新模式，我们看好公司在 CNS 领域的良好商业化潜力。

肿瘤：子公司进展顺利，“高效低毒”差异化优势明显

2026年1月9日，复星医药子公司复宏汉霖在 2026 ASCO GI 上公布其 PD-L1 ADC 治疗复发/转移性食管鳞癌的 II 期 POC 数据：3mg/kg 剂量组 ORR 和 DCR 分别达 61.5%和 100%，cORR 达 38.5%；3mg/kg 剂量组 3 级 TRAEs 为 38.5%，导致剂量减少的 TRAE 率为 7.7%，导致停药/死亡的 TRAE 率为 0%，疗效及安全性数据出色，再次证明潜在其“高效低毒”的差异化优势。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 401.0/408.5/455.8 亿元，归母净利润为 33.4/40.2/48.4 亿元，维持前次预期不变。目前公司组织结构优化及创新国际化进展良好，子公司同样进展出色，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) | 30.98 | 26.69 | 22.12 | 18.40 | 15.28 |
| 市净率(P/B) | 1.62 | 1.56 | 1.49 | 1.41 | 1.32 |
| 市销率(P/S) | 1.79 | 1.80 | 1.84 | 1.81 | 1.62 |
| EV/EBITDA | 7.68 | 8.05 | 10.73 | 9.64 | 8.31 |

资料来源：wind，天风证券研究所

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 | 27.68 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) | 58,639.77 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 58,639.77 |
| 每股净资产(元) | 17.99 |
| 资产负债率(%) | 48.52 |
| 一年内最高/最低(元) | 33.10/22.88 |

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

- 《复星医药-公司点评:再次牵手 MNC，创新转型持续推进》 2025-12-13
- 《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
- 《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

财务预测摘要

| 资产负债表(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 |
| 应收票据及应收账款 | 7,668.23 | 8,024.43 | 6,169.65 | 6,610.40 | 7,651.13 |
| 预付账款 | 884.58 | 864.98 | 1,580.23 | 678.82 | 1,623.27 |
| 存货 | 7,537.77 | 7,258.65 | 6,292.14 | 8,165.21 | 6,539.46 |
| 其他 | 3,862.51 | 4,691.52 | 4,792.99 | 4,935.36 | 4,902.33 |
| 流动资产合计 | 33,646.68 | 34,363.51 | 34,329.84 | 38,117.82 | 43,065.13 |
| 长期股权投资 | 23,919.40 | 24,691.50 | 25,191.50 | 25,591.50 | 25,891.50 |
| 固定资产 | 15,129.37 | 17,385.19 | 17,734.33 | 17,786.68 | 17,552.38 |
| 在建工程 | 4,938.28 | 3,435.45 | 3,380.89 | 3,327.96 | 3,276.62 |
| 无形资产 | 17,378.12 | 19,336.24 | 18,717.15 | 17,883.07 | 16,938.98 |
| 其他 | 18,311.86 | 18,121.12 | 18,061.82 | 17,353.65 | 16,694.25 |
| 非流动资产合计 | 79,677.04 | 82,969.51 | 83,085.69 | 81,942.86 | 80,353.74 |
| 资产总计 | 113,469.60 | 117,460.57 | 117,415.53 | 120,060.68 | 123,418.87 |
| 短期借款 | 14,728.45 | 18,711.31 | 12,000.00 | 11,000.00 | 10,000.00 |
| 应付票据及应付账款 | 6,159.62 | 5,997.39 | 5,703.28 | 6,567.17 | 6,084.72 |
| 其他 | 11,669.01 | 11,511.65 | 13,748.63 | 13,063.24 | 14,179.33 |
| 流动负债合计 | 32,557.09 | 36,220.35 | 31,451.91 | 30,630.42 | 30,264.05 |
| 长期借款 | 13,504.92 | 10,203.50 | 14,000.00 | 14,000.00 | 14,000.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 240.00 | 246.48 | 162.16 | 216.21 |
| 其他 | 9,590.84 | 9,630.67 | 8,959.52 | 9,393.68 | 9,327.96 |
| 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 |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 2,895.06 | 3,512.44 | 3,341.57 | 4,017.28 | 4,838.44 |
| 折旧摊销 | 2,852.29 | 2,751.26 | 2,874.51 | 2,984.66 | 3,079.73 |
| 财务费用 | 1,169.25 | 1,254.07 | 998.98 | 841.75 | 696.90 |
| 投资损失 | (3,501.99) | (2,104.61) | (3,404.61) | (3,704.61) | (2,604.61) |
| 营运资金变动 | 1,062.34 | (124.74) | 1,476.39 | (550.07) | 629.80 |
| 其它 | (1,062.74) | (811.45) | 659.67 | 396.52 | 536.27 |
| 经营活动现金流 | 3,414.22 | 4,476.98 | 5,946.52 | 3,985.53 | 7,176.53 |
| 资本支出 | 8,410.49 | 6,078.29 | 3,221.15 | 1,715.85 | 1,915.72 |
| 长期投资 | 774.63 | 772.10 | 500.00 | 400.00 | 300.00 |
| 其他 | (13,004.41) | (10,463.71) | (3,274.55) | (361.24) | (1,458.44) |
| 投资活动现金流 | (3,819.29) | (3,613.32) | 446.60 | 1,754.61 | 757.28 |
| 债权融资 | 2,572.91 | (554.35) | (3,448.90) | (2,109.93) | (1,673.08) |
| 股权融资 | (949.87) | (1,312.58) | (973.34) | (1,396.99) | (1,639.82) |
| 其他 | (2,959.30) | 864.35 | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | (1,336.25) | (1,002.59) | (4,422.24) | (3,506.93) | (3,312.90) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (1,741.32) | (138.93) | 1,970.89 | 2,233.21 | 4,620.91 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 41,399.54 | 41,067.20 | 40,096.42 | 40,849.61 | 45,584.95 |
| 营业成本 | 21,595.31 | 21,365.57 | 21,469.30 | 21,779.10 | 23,058.91 |
| 营业税金及附加 | 271.26 | 314.04 | 259.05 | 281.32 | 319.01 |
| 销售费用 | 9,712.24 | 8,679.76 | 8,420.25 | 8,251.62 | 9,025.82 |
| 管理费用 | 4,374.91 | 4,283.26 | 4,089.84 | 4,084.96 | 4,558.50 |
| 研发费用 | 4,346.04 | 3,644.36 | 3,809.16 | 3,799.01 | 4,148.23 |
| 财务费用 | 984.32 | 1,110.52 | 998.98 | 841.75 | 696.90 |
| 资产/信用减值损失 | (351.67) | (207.20) | (150.00) | (75.00) | (30.00) |
| 公允价值变动收益 | (427.38) | (115.94) | 204.00 | (100.00) | (1.33) |
| 投资净收益 | 3,501.99 | 2,104.61 | 3,404.61 | 3,704.61 | 2,604.61 |
| 其他 | (5,914.99) | (4,356.89) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 营业利润 | 3,307.51 | 4,245.10 | 4,508.45 | 5,341.46 | 6,350.87 |
| 营业外收入 | 57.12 | 58.89 | 58.89 | 58.89 | 58.89 |
| 营业外支出 | 100.06 | 134.72 | 100.00 | 90.00 | 85.00 |
| 利润总额 | 3,264.57 | 4,169.28 | 4,467.34 | 5,310.35 | 6,324.76 |
| 所得税 | 369.50 | 656.84 | 670.11 | 796.55 | 948.71 |
| 净利润 | 2,895.06 | 3,512.44 | 3,797.23 | 4,513.80 | 5,376.04 |
| 少数股东损益 | 508.80 | 742.55 | 455.67 | 496.52 | 537.60 |
| 归属于母公司净利润 | 2,386.27 | 2,769.89 | 3,341.57 | 4,017.28 | 4,838.44 |
| 每股收益(元) | 0.89 | 1.04 | 1.25 | 1.50 | 1.81 |

| 主要财务比率 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -5.81% | -0.80% | -2.36% | 1.88% | 11.59% |
| 营业利润 | -28.97% | 28.35% | 6.20% | 18.48% | 18.90% |
| 归属于母公司净利润 | -36.04% | 16.08% | 20.64% | 20.22% | 20.44% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 47.84% | 47.97% | 46.46% | 46.68% | 49.42% |
| 净利率 | 5.76% | 6.74% | 8.33% | 9.83% | 10.61% |
| ROE | 5.22% | 5.86% | 6.71% | 7.65% | 8.66% |
| ROIC | 6.44% | 6.77% | 6.67% | 7.73% | 8.81% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 50.10% | 48.98% | 46.55% | 45.13% | 43.60% |
| 净负债率 | 34.21% | 33.52% | 24.97% | 18.47% | 9.44% |
| 流动比率 | 1.00 | 0.92 | 1.09 | 1.24 | 1.42 |
| 速动比率 | 0.78 | 0.73 | 0.89 | 0.98 | 1.21 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 5.42 | 5.23 | 5.65 | 6.39 | 6.39 |
| 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 | | | | | |
| 市盈率 | 30.98 | 26.69 | 22.12 | 18.40 | 15.28 |
| 市净率 | 1.62 | 1.56 | 1.49 | 1.41 | 1.32 |
| EV/EBITDA | 7.68 | 8.05 | 10.73 | 9.64 | 8.31 |
| EV/EBIT | 10.05 | 10.50 | 16.14 | 14.22 | 11.92 |

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 A 栋 23 层 2301 房 | 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 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |