

## 复星医药(600196)/生物制品

## 研发投入进入收获期, 估值提升的新起点

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 25.8

目标价格: 33.55-33.76

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315206

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

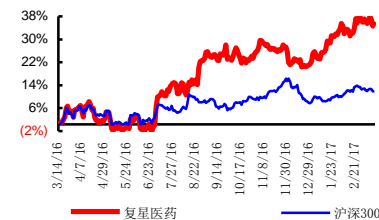
联系人: 张天翼

电话:

Email: zhangty@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 2,414  |
| 流通股本(百万股) | 2,312  |
| 市价(元)     | 25.8   |
| 市值(百万元)   | 62,293 |
| 流通市值(百万元) | 59,656 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

复星医药(600196)——大型综合型医药集团, 不只有医保目录调整和细胞治疗-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼)20170301

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 12,026 | 12,609 | 14,818 | 18,560 | 22,067 |
| 增长率 yoy%  | 20.30% | 4.85%  | 17.52% | 25.26% | 18.89% |
| 净利润(百万元)  | 2,113  | 2,460  | 2,873  | 3,425  | 3,983  |
| 增长率 yoy%  | 33.51% | 16.43% | 16.78% | 19.20% | 16.30% |
| 每股收益(元)   | 0.91   | 1.06   | 1.19   | 1.42   | 1.65   |
| 每股现金流量    | 0.52   | 0.70   | 1.01   | 1.05   | 1.24   |
| 净资产收益率    | 13.56% | 14.22% | 13.24% | 13.63% | 13.68% |
| P/E       | 23.08  | 22.10  | 21.68  | 18.17  | 15.64  |
| PEG       | 0.69   | 1.34   | 1.16   | 0.85   | 0.86   |
| P/B       | 3.13   | 3.14   | 2.57   | 2.22   | 1.92   |
| 备注:       |        |        |        |        |        |

**投资要点**

- 市场认为复星医药是一家投资公司。我们认为, 经过多年发展, 公司已经成为一家大型综合型医药集团, 医药工业、医学诊断与器械、医疗服务均保持快速增长。公司单抗药物研发历经9年时间, 已处于国内第一梯队, 重磅产品即将进入收获期, 我们认为这将是公司估值提升的新起点。作为一家集多种行业最优资源于一身的企业, 公司估值便宜、各分部价值和协同价值均被市场低估。
- 公司利润结构持续改善, 扣非净利润占比超过75%, 不再是当年那个投资收益占比过高的复星医药。2013年至今, 公司扣非净利润始终保持24%以上快速增长, 扣非净利润占比逐渐提升, 已经达到75%以上。在没有大体量并购的情况下, 公司内生增长强劲, 各子板块均有亮点。
- 医药工业保持快速增长, 通过 Gland 弯道超车进入美国市场。医药工业占公司收入的70%左右。公司有8个品种受益于医保目录调整, 是受益品种最多的公司之一。匹伐他汀、前列地尔干乳和非布司他等新进医保品种均有超10亿潜力, 将带动医药工业保持快速增长。公司拟收购 Gland 86.08% 股权, Gland 重磅产品依诺肝素有望获得 FDA 批准, 上市首年有望获得1亿美元以上市场份额, 业绩增速将显著加快。Gland 有丰富的海外申报经验, 将作为公司制剂进军欧美的平台, 和公司单抗等产品协同性强, 有助于公司加速国际化进程。
- 精准医疗尖端布局——生物药&细胞治疗最优质标的。公司拥有国内领先的生物药研发平台, 美罗华生物类似药和赫赛汀生物类似药研发进度领先。美罗华生物类似药2018有望率先上市, 市场潜力超30亿; 赫赛汀生物类似药已经开始III期临床, 市场潜力超50亿。公司携手 KITE, 细胞治疗跻身国际最前沿, 弯道超车, 跃身国内第一。同时未来细胞治疗+单抗联用更加可以发挥公司优势, 9年投入的研发端逐渐步入收获期。
- 达芬奇机器人潜力巨大, 医学诊断与医疗器械板块有望超预期。达芬奇机器人壁垒极高, 保持高速增长。公司拟和 Intuitive Surgical 成立合资公司, 深度参与医疗机器人产业链, 未来有望推出本土生产的机器人, 有望带来超预期。
- 合作共建项目不断落地, 医疗服务板块增长潜力大。公司通过投资禅城医院、“和睦家”医院已形成一定的品牌效应。目前公司控股医院核定床位3018张, 在建6000多张, 预计未来3年有望达到10000张床位。随着医疗服务板块的逐渐壮大, 公司各分部之间协同效应将进一步体现。
- 盈利预测: 我们预计公司2016-2018收入分别为148亿、186亿和221亿, 同比分别增长17.52%、25.26%和18.89%; 归母净利润分别为28.73亿、34.25亿和39.83亿, 同比分别增长16.78%、19.20%和16.30%; 扣非净利润分别为20.73亿、26.25亿和31.83亿, 同比分别增长25.17%、26.63%和21.26%。
- 估值和投资建议: 公司研发投入逐步进入收获期, 我们认为这将是公司估值提升的新起点。作为一家集多种医药行业最优资源于一身的企业, 公司估值便宜、分部价值和协同价值均被市场低估。综合分部估值和整体估值, 我们给予公司2017年市值810-815亿, 对应股价33.55-33.76元, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 外延并购不达预期; 新药研发失败的风险。

## 内容目录

|  |               |
|--|---------------|
| <b>扣非净利润占比持续提升，不再是当年那个复星医药</b> .....             | <b>- 5 -</b>  |
| 公司扣非净利润保持快速增长，占比提升至 75%以上 .....                  | - 5 -         |
| 公司各主营业务板块收入均保持快速增长 .....                         | - 5 -         |
| <b>医药工业品种丰富，预计将保持快速增长</b> .....                  | <b>- 6 -</b>  |
| 收入过亿核心品种不断增加，带动医药制造快速增长 .....                    | - 6 -         |
| 8 个品种受益于医保目录调整 .....                             | - 8 -         |
| 匹伐他汀、前列地尔干乳和非布司他有超 10 亿潜力 .....                  | - 9 -         |
| <b>通过 Gland 弯道超车进入美国市场，加速制剂国际化进程</b> .....       | <b>- 12 -</b> |
| 拟收购印度注射剂领军企业 Gland，收获潜力大品种依诺肝素 .....             | - 12 -        |
| Gland 药品生产制造及注册平台，有助于推进公司制剂国际化 .....             | - 13 -        |
| 医药工业盈利预测 .....                                   | - 14 -        |
| <b>持续投入大分子、小分子研发，即将进入收获期</b> .....               | <b>- 14 -</b> |
| 公司注重研发，研发费用占板块收入 5% 以上 .....                     | - 14 -        |
| 国内领先的生物药研发平台，单抗生物类似药有望脱颖而出 .....                 | - 15 -        |
| 美罗华生物类似药市场潜力超 30 亿，2018 有望率先上市 .....             | - 15 -        |
| 赫赛汀生物类似药开始 III 期临床，市场潜力超 50 亿 .....              | - 16 -        |
| 丰富的小分子创新药、仿制药研发管线 .....                          | - 17 -        |
| <b>携手 KITE，细胞治疗跻身国际最前沿，弯道超车，跃身国内第一</b> .....     | <b>- 18 -</b> |
| <b>医学诊断与医疗器械产品组合丰富，达芬奇有望带来超预期</b> .....          | <b>- 18 -</b> |
| 公司医学诊断与医疗器械产品组合丰富，保持快速增长 .....                   | - 18 -        |
| 拟收购 Breas，完善呼吸检测治疗领域布局 .....                     | - 19 -        |
| 达芬奇手术机器人壁垒高，有望继续保持快速增长 .....                     | - 19 -        |
| 和 Intuitive Surgical 设立境内合资公司，深度参与医疗机器人产业链 ..... | - 20 -        |
| 医学诊断与医疗器械盈利预测 .....                              | - 20 -        |
| <b>医疗服务增长潜力大，未来 3 年有望达到 10000 张床位</b> .....      | <b>- 20 -</b> |
| 合作共建项目不断落地，医疗服务板块增长潜力大 .....                     | - 20 -        |
| 医疗服务盈利预测 .....                                   | - 21 -        |
| <b>联营企业国药控股有望保持较快增长，投资收益稳定&amp;可持续</b> .....     | <b>- 22 -</b> |
| 公司间接持有国药控股约 27.83% 股权 .....                      | - 22 -        |
| 国药控股激励方案落地，利润有望加速释放 .....                        | - 23 -        |
| 预计投资收益稳定且可持续 .....                               | - 23 -        |
| <b>医药健康全产业链协同效应强，尖端布局奠定中长期竞争力</b> .....          | <b>- 24 -</b> |
| <b>限制性激励有望成为常态，三年期定增提供安全边际</b> .....             | <b>- 25 -</b> |
| 限制性激励提高积极性，有望成为常态 .....                          | - 25 -        |
| 三年期定增 22.90 元/股，提供安全边际 .....                     | - 25 -        |
| <b>盈利预测与估值</b> .....                             | <b>- 26 -</b> |
| 盈利预测 .....                                       | - 26 -        |
| 估值及投资建议 .....                                    | - 26 -        |
| 风险提示 .....                                       | - 27 -        |

## 图表目录

|   |        |
|---|--------|
| 图表 1: 公司利润结构持续改善 .....                  | - 5 -  |
| 图表 2: 公司收入组成 .....                      | - 5 -  |
| 图表 3: 各板块收入占比 .....                     | - 5 -  |
| 图表 4: 2013-2015 各板块收入增长一览 .....         | - 6 -  |
| 图表 5: 复星医药主要子公司一览 .....                 | - 6 -  |
| 图表 6: 医药工业收入一览 .....                    | - 7 -  |
| 图表 7: 医药工业核心子公司一览 (百万元) .....           | - 7 -  |
| 图表 8: 公司工业核心产品一览 .....                  | - 8 -  |
| 图表 9: 公司 8 个品种受益于医保目录调整 .....           | - 8 -  |
| 图表 10: 各类他汀类药物使用剂量 .....                | - 9 -  |
| 图表 11: 米内网城市公立医院降血脂药品格局 .....           | - 9 -  |
| 图表 12: 城市公立医院阿托伐他汀 .....                | - 10 - |
| 图表 13: 城市公立医院瑞舒伐他汀 .....                | - 10 - |
| 图表 14: 城市公立医院匹伐他汀规模&格局 (百万元) .....      | - 10 - |
| 图表 15: 城市公立医院匹伐他汀 .....                 | - 10 - |
| 图表 16: 城市公立医院前列地尔规模&格局 (百万元) .....      | - 11 - |
| 图表 17: 城市公立医院抗痛风制剂规模&格局 (百万元) .....     | - 11 - |
| 图表 18: 非布司他最新招标一览 .....                 | - 11 - |
| 图表 19: 非布司他市场规模预测 .....                 | - 11 - |
| 图表 20: 医药工业核心产品预测 (百万元) .....           | - 12 - |
| 图表 21: Gland 盈利预测 (百万元) .....           | - 13 - |
| 图表 22: Gland 核心竞争力 .....                | - 13 - |
| 图表 23: 美国依诺肝素生物类似药 .....                | - 13 - |
| 图表 24: 赛诺菲&Teva 依诺肝素收入一览 .....          | - 13 - |
| 图表 25: Gland 核心产品一览 .....               | - 13 - |
| 图表 26: Gland 丰富的国际市场申报经验 .....          | - 14 - |
| 图表 27: 医药工业分部盈利预测 (百万元) .....           | - 14 - |
| 图表 28: 公司医药工业研发投入 .....                 | - 15 - |
| 图表 29: 公司部分生物药在研项目一览 .....              | - 15 - |
| 图表 30: 公司美罗华生物类似药市场空间测算 .....           | - 16 - |
| 图表 31: 公司赫赛汀生物类似药市场空间测算 .....           | - 17 - |
| 图表 32: 城市公立医院利妥昔单抗销售情况 .....            | - 17 - |
| 图表 33: 城市公立医院曲妥珠单抗销售情况 .....            | - 17 - |
| 图表 34: 公司部分化学药在研项目一览 .....              | - 18 - |
| 图表 35: Kite 公司 KTE-C19 II 期临床试验结果 ..... | - 18 - |
| 图表 36: 医学诊断与医疗器械收入一览 .....              | - 19 - |
| 图表 37: 医学诊断与医疗器械分部盈利预测 (百万元) .....      | - 20 - |
| 图表 38: 医疗服务收入一览 .....                   | - 21 - |
| 图表 39: 禅城医院净利润保持快速增长 .....              | - 21 - |
| 图表 40: 控股医药核定床位数 .....                  | - 21 - |
| 图表 41: 公司合作共建项目不断落地 .....               | - 21 - |
| 图表 42: 医疗服务分部盈利预测 (百万元) .....           | - 22 - |
| 图表 43: 公司间接持有国药控股 27.83% 股权 .....       | - 22 - |

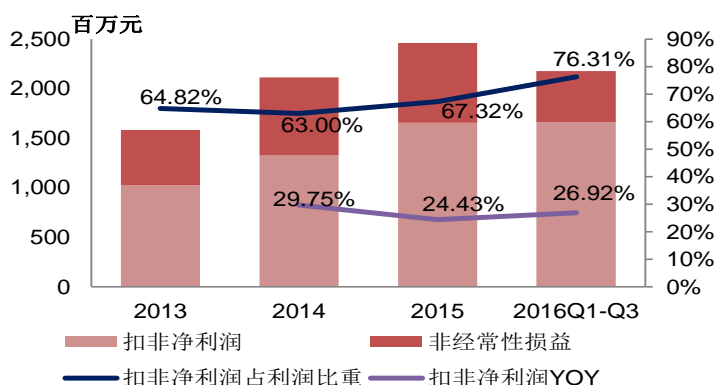
|                                      |        |
|--------------------------------------|--------|
| 图表 44: 国药控股分销收入.....                 | - 22 - |
| 图表 45: 国药控股零售收入.....                 | - 22 - |
| 图表 46: 国药控股收入&净利润 .....              | - 23 - |
| 图表 47: 国药控股终端一览.....                 | - 23 - |
| 图表 48: 国药控股盈利预测 (亿元) .....           | - 23 - |
| 图表 49: 对联营和合营企业投资收益.....             | - 24 - |
| 图表 50: 总投资收益 .....                   | - 24 - |
| 图表 51: 主要参股公司一览.....                 | - 24 - |
| 图表 52: 公司部分细分领域尖端布局.....             | - 25 - |
| 图表 53: 公司限制性激励解锁条件 (2015-2017) ..... | - 26 - |
| 图表 54: 复星医药收入预测 (百万元) .....          | - 26 - |
| 图表 55: 分部估值 .....                    | - 27 - |
| 图表 56: 整体法可比公司估值 (亿元) .....          | - 27 - |
| 图表 57: 复星医药盈利预测 (百万元) .....          | - 28 - |

## 扣非净利润占比持续提升，不再是当年那个复星医药

公司扣非净利润保持快速增长，占比提升至 75% 以上

- 我们认为公司利润结构持续改善，不再是当年那个投资收益占比过高的复星医药。2013 年至今，公司扣非净利润始终保持 24% 以上快速增长，扣非净利润占比逐渐提升，2016 年三季报已经达到 75% 以上。在没有大体量并购的情况下，公司内生增长强劲，医药工业、医学诊断与医疗器械、医疗服务各板块各有亮点。未来公司医药健康全产业链布局的协同效应有望逐渐体现。

图表 1：公司利润结构持续改善

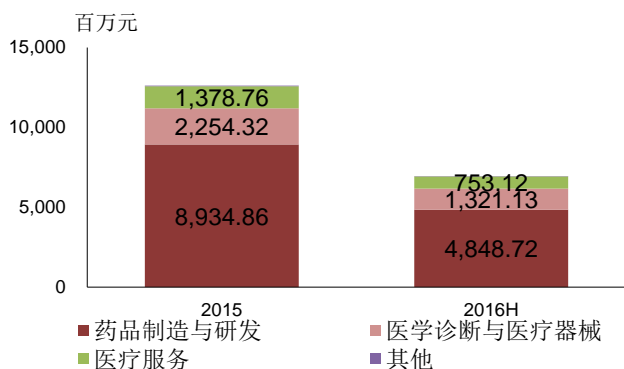


来源：公司公告，中泰证券研究所

## 公司各主营业务板块收入均保持快速增长

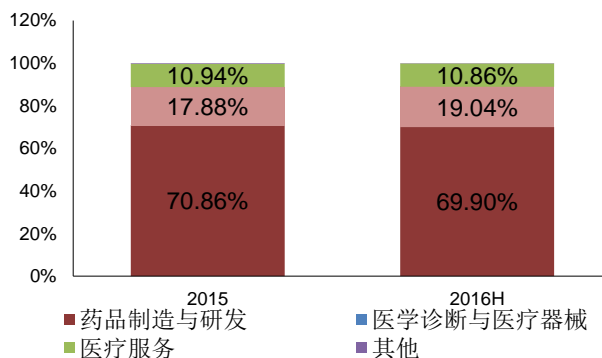
- 公司 70% 左右的收入来自于医药工业，2013-2015 年复合增长率为 16.84%；20% 左右的收入来自于医学诊断与医疗器械，2013-2015 年复合增长率为 26.28%；10% 左右的收入来自于医疗服务，2013-2015 年复合增长率为 70.44%。

图表 2：公司收入组成



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：各版块收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 4: 2013-2015 各板块收入增长一览**

|           | 收入占比 | 2013-2015CAGR |
|-----------|------|---------------|
| 药品制造与研发   | 70%  | 16.84%        |
| 医学诊断与医疗器械 | 20%  | 26.28%        |
| 医疗服务      | 10%  | 70.44%        |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 5: 复星医药主要子公司一览**

| 通过设立或投资等方式取得的子公司              | 持股比例    |         |
|-------------------------------|---------|---------|
|                               | 直接      | 间接      |
| 上海复宏汉霖生物技术(复宏汉霖)              | -       | 71.34%  |
| 重庆复创医药研究有限公司(重庆复创)            | -       | 76.00%  |
| 复星实业(香港)有限公司(复星实业)            | 100.00% | -       |
| 上海复星平耀投资管理有限公司(平耀投资)          | 100.00% | -       |
| 上海复星医院投资(集团)有限公司(复星医院投资)      | 100.00% | -       |
| 能悦有限公司(香港能悦)                  | 67.36%  | 32.64%  |
| 重庆药友制药有限责任公司(重庆药友)            | -       | 51.00%  |
| 江苏万邦生化医药股份有限公司(江苏万邦)          | -       | 100.00% |
| 桂林南药股份有限公司(桂林南药)              | -       | 95.40%  |
| 上海复星长征医学科学有限公司(复星长征)          | 100.00% | -       |
| 上海复星医药产业发展有限公司(产业发展)          | 100.00% | -       |
| 锦州奥鸿药业有限责任公司(奥鸿药业)            | -       | 95.57%  |
| 重庆医药工业研究院有限责任公司(重庆医工院)        | -       | 56.89%  |
| 岳阳广济医院有限责任公司(广济医院)            | -       | 100.00% |
| 亚能生物技术(深圳)有限公司(亚能生物)          | -       | 50.10%  |
| 大连雅立峰生物制药有限公司(大连雅立峰)          | -       | 95.00%  |
| 湖北新生源生物工程股份有限公司(湖北新生源)        | -       | 51.00%  |
| Chindex Medical Limited (CML) | -       | 70.00%  |
| 沈阳红旗制药有限公司(沈阳红旗)              | -       | 100.00% |
| 安徽济民肿瘤医院(济民医院)                | -       | 70.00%  |
| 宿迁市钟吾医院有限责任公司(钟吾医院)           | -       | 55.00%  |
| Alma Lasers Ltd. (Alma)       | -       | 100.00% |
| 湖南洞庭药业股份有限公司(洞庭药业)            | 77.78%  | -       |
| 佛山市禅城区中心医院有限公司(禅城医院)          | -       | 60.00%  |
| 苏州二叶制药有限公司(苏州二叶)              | -       | 65.00%  |
| 江苏黄河药业股份有限公司(黄河药业)            | -       | 51.00%  |

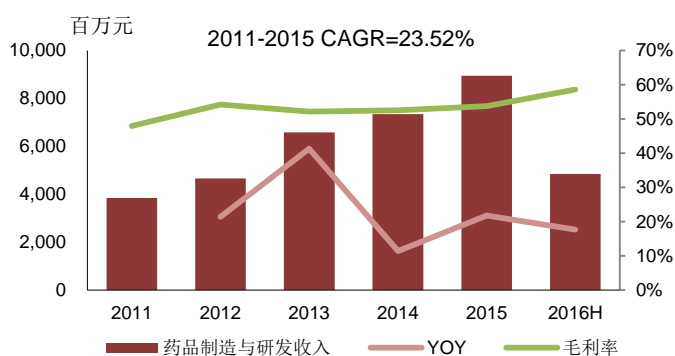
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 医药工业品种丰富, 预计将保持快速增长

收入过亿核心品种不断增加, 带动医药制造快速增长

- 医药工业是公司收入占比最大的板块, 2015 年收入超过 89 亿元, 2011-2015 CAGR=23.52%; 2016H 收入同比增长 17.67%。核心品种是公司医药制造的主要驱动力。2013-2015 年, 公司分别有 15、17、19 个销售过亿元核心品种。2016 年中报, 2015 年 19 个过亿核心品种收入同比增长 26.45%。

图表 6: 医药工业收入一览



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司医药制造与研发核心子公司包括重庆药友、江苏万邦(公司 2016 年 12 月 22 日公告,拟以不超过 1.8 亿元受让江苏万邦剩余 4.80%股权,该交易完成后,江苏万邦将成为公司全资子公司)、湖北新生源)和奥鸿药业等。核心品种涵盖心血管系统、抗感染、中枢神经系统等疾病治疗领域。

图表 7: 医药工业核心子公司一览 (百万元)

| 公司名称  | 持股比例   | 主要产品                   |     | 2013     | 2014     | 2015     | 2016H    |
|-------|--------|------------------------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 重庆药友  | 51%    | 阿托莫兰、优帝尔、炎琥宁等          | 收入  | 1,610.05 | 2,055.55 | 2,604.54 | 1,506.67 |
|       |        |                        | YOY |          | 27.67%   | 26.71%   | 27.84%   |
|       |        |                        | 净利润 | 183.99   | 201.02   | 250.39   | 194.57   |
|       |        |                        | YOY |          | 9.25%    | 24.56%   | 81.84%   |
| 江苏万邦  | 100%   | 万苏林、万苏平、西黄胶囊、EPO、肝素系列等 | 收入  | 1,414.40 | 1,803.88 | 2,290.10 | 1,281.62 |
|       |        |                        | YOY |          | 27.54%   | 26.95%   | 24.87%   |
|       |        |                        | 净利润 | 122.59   | 170.88   | 215.74   | 134.08   |
|       |        |                        | YOY |          | 39.39%   | 26.25%   | 34.72%   |
| 湖北新生源 | 51%    | 氨基酸系列                  | 收入  | 1,281.15 | 1,220.15 | 1,050.02 | 561.95   |
|       |        |                        | YOY |          | -4.76%   | -13.94%  | 4.08%    |
|       |        |                        | 净利润 | 104.46   | 47.78    | 52.37    | 43.57    |
|       |        |                        | YOY |          | -54.26%  | 9.60%    | 20.67%   |
| 奥鸿药业  | 95.57% | 奥德金、邦亭                 | 收入  | 915.98   | 917.72   | 813.74   | 498.59   |
|       |        |                        | YOY |          | 0.19%    | -11.33%  | 23.23%   |
|       |        |                        | 净利润 | 490.74   | 483.58   | 396.13   | 202.17   |
|       |        |                        | YOY |          | -1.46%   | -18.08%  | -9.92%   |

2015 年 11 月至 2016 年 1 月奥德金停产, 检修升级, 2015 年下半年奥鸿净利润同比下降 47.44%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8：公司工业核心产品一览

| 领域                | 商品名    | 通用名                 | 子公司              | 医保情况             |
|-------------------|--------|---------------------|------------------|------------------|
| 心血管系统疾病治疗领域核心产品   | 心先安    | 注射用环磷腺苷葡胺           | 江苏万邦             | 9 省地方增补          |
|                   | 可元     | 羟苯磺酸钙               | 上海朝晖药业           | 全国医保乙类           |
|                   | 邦坦     | 替米沙坦片               | 江苏万邦             | 全国医保乙类           |
|                   | 邦之     | 匹伐他汀                | 江苏万邦             | 全国医保乙类           |
|                   | 优帝尔    | 前列地尔干乳<br>肝素系列制剂    | 重庆药友<br>江苏万邦     | 全国医保乙类<br>全国医保   |
| 中枢神经系统疾病治疗领域核心产品  | 奥德金    | 小牛血清去蛋白注射液          | 锦州奥鸿药业           | 全国医保乙类           |
|                   | 启维     | 富马酸喹硫平片             | 湖南洞庭药业           | 全国医保甲类           |
|                   | 启程     | 草酸艾司西酞普兰片           | 湖南洞庭药业           | 全国医保乙类           |
| 血液系统疾病治疗领域核心产品    | 邦亨     | 注射用白眉蛇毒血凝酶          | 锦州奥鸿药业           | 全国医保乙类           |
| 代谢及消化系统疾病治疗领域核心产品 | 阿拓莫兰系列 | 还原型谷胱甘肽片            | 重庆药友             | 全国医保乙类           |
|                   | 万苏平    | 格列美脲片               | 江苏万邦             | 全国医保甲类           |
|                   | 万苏林等   | 动物胰岛素及其制剂<br>复方芦荟胶囊 | 江苏万邦<br>河北万邦复临药业 | 全国医保甲类<br>全国医保乙类 |
|                   | 优立通    | 非布司他片               | 江苏万邦             | 全国医保乙类           |
|                   | 怡宝     | 重组人促红细胞生长素          | 江苏万邦             | 全国医保乙类           |
| 抗感染疾病治疗领域核心产品     |        | 抗结核组合药              | 沈阳红旗制药           |                  |
|                   |        | 青蒿琥酯等抗疟系列           | 桂林南药             | 上海地方增补           |
|                   | 悉畅     | 头孢美唑制剂              | 重庆药友             | 全国医保乙类           |
|                   | 沙多利卡   | 炎琥宁                 | 重庆药友             | 17 省地方增补         |
|                   | 强舒西林   | 哌拉西林钠舒巴坦钠 1.5g      | 苏州二叶制药           | 全国医保乙类           |
| 抗肿瘤治疗领域核心产品       | 哌舒     | 哌拉西林钠舒巴坦钠 3g        | 苏州二叶制药           | 全国医保乙类           |
|                   | 哌舒西林   | 哌拉西林钠他唑巴坦钠          | 苏州二叶制药           | 全国医保乙类           |
|                   | 二叶必    | 头孢唑肟钠               | 苏州二叶制药           | 全国医保乙类           |
|                   | 西黄胶囊   | 西黄胶囊                | 河北万邦复临药业         | 全国医保乙类           |
|                   | 怡罗泽    | 注射用培美曲塞二钠           | 上海凯茂生物医药         | 全国医保乙类           |
| 原料药和中间体核心产品       | 朝晖先    | 比卡鲁胺                | 上海朝晖药业           | 全国医保乙类           |
|                   |        | 氨基酸系列               |                  |                  |
|                   |        | 氨甲环酸<br>盐酸克林霉素      |                  |                  |

来源：公司公告，米内网，中泰证券研究所

### 8 个品种受益于医保目录调整

- 2017 年 2 月 23 日**，人社部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，公司共有 **8 个品种** 受益于此次调整，是受益品种最多的上市公司之一。其中，匹伐他汀、前列地尔干乳、非布司他、复方芦荟胶囊、培美曲塞调入全国医保乙类目录；格列美脲、富马酸喹硫平由医保乙类调整为甲类；哌拉西林舒巴坦取消限制（过去限重度感染）。

图表 9：公司 8 个品种受益于医保目录调整

| 商品名  | 通用名            | 医保目录调整前       | 2017 医保目录调整 |
|------|----------------|---------------|-------------|
| 邦之   | 匹伐他汀           | 12 省地方增补      | 全国医保乙类      |
| 优帝尔  | 前列地尔干乳         | 广西地方增补        | 全国医保乙类      |
| 优立通  | 非布司他片          | 浙江地方增补        | 全国医保乙类      |
|      | 复方芦荟胶囊         | 6 省地方增补       | 全国医保乙类      |
| 怡罗泽  | 注射用培美曲塞二钠      | 12 省地方增补      | 全国医保乙类      |
| 万苏平  | 格列美脲片          | 全国医保乙类        | 医保乙类调甲类     |
| 启维   | 富马酸喹硫平片        | 全国医保乙类        | 医保乙类调甲类     |
| 强舒西林 | 哌拉西林钠舒巴坦钠 1.5g | 全国医保乙类（限重症感染） | 取消限制        |
| 哌舒   | 哌拉西林钠舒巴坦钠 3g   | 全国医保乙类（限重症感染） | 取消限制        |

来源：公司公告，米内网，中泰证券研究所



匹伐他汀、前列地尔干乳和非布司他有超 10 亿潜力

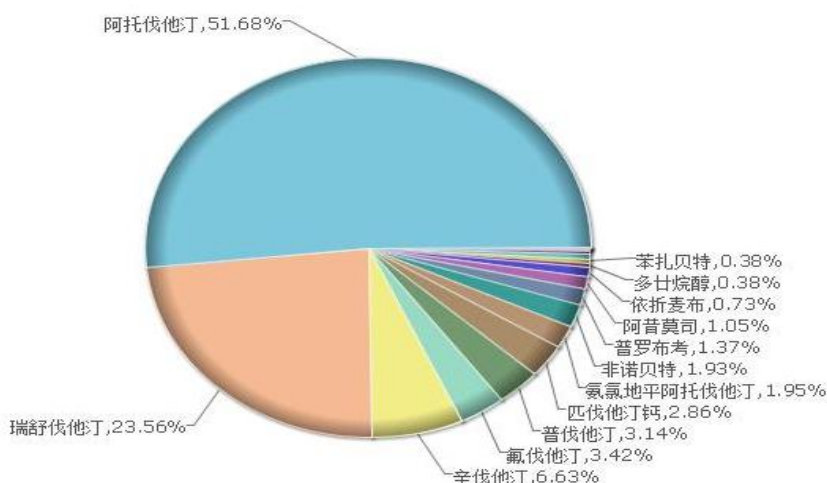
- 匹伐他汀新进入国家医保乙类目录，未来有望成为过 10 亿品种。他汀类药物是最为经典和有效的降脂药物，广泛应用于高血脂的治疗。目前已上市的他汀类药物第一代有洛伐他汀、辛伐他汀；第二代有普伐他汀、氟伐他汀；第三代有阿托伐他汀、瑞舒伐他汀以及匹伐他汀。他汀类药物副作用表现类似，且不良反应随他汀剂量增大而增加。对于中等强度降血脂用药，匹伐他汀只需极少的剂量便可达到理想的降脂效果，在安全性方面有显著优势。根据米内网数据，城市公立医院降血脂药，阿托伐他汀（51.68%）和瑞舒伐他汀（23.56%）占据主要市场份额，匹伐他汀市占率仅为 2.86%。目前，阿托伐他汀城市公立医院规模已经超过 60 亿元，瑞舒伐他汀规模超过 25 亿元。我们预计，随着医保目录调整，匹伐他汀成长的天花板被打开，未来整体市场规模有望超过 30 亿元，公司产品收入有望突破 10 亿元。

图表 10：各类他汀类药物使用剂量

| 高强度<br>每日剂量可降低 LDL-C ≥ 50% | 中等强度<br>每日剂量可降低 LDL-C 25%-50% |
|----------------------------|-------------------------------|
| 阿托伐他汀 40-80mg              | 阿托伐他汀 10-20mg                 |
| 瑞舒伐他汀 20mg                 | 瑞舒伐他汀 5-10mg                  |
|                            | 氟伐他汀 80mg                     |
|                            | 洛伐他汀 40mg                     |
|                            | <b>匹伐他汀 2-4mg</b>             |
|                            | 普伐他汀 40mg                     |
|                            | 辛伐他汀 20-40mg                  |
|                            | 血脂康 1.2g                      |

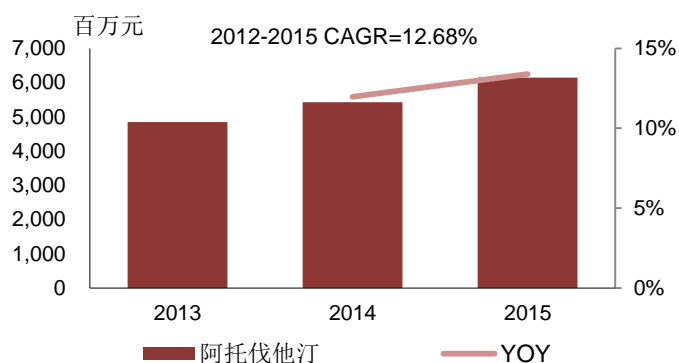
来源：中国成人血脂异常防治指南，中泰证券研究所

图表 11：米内网城市公立医院降血脂药品格局



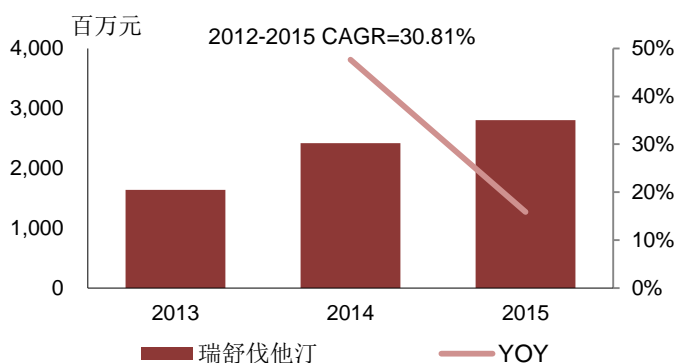
来源：米内网，中泰证券研究所

图表 12: 城市公立医院阿托伐他汀



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 13: 城市公立医院瑞舒伐他汀



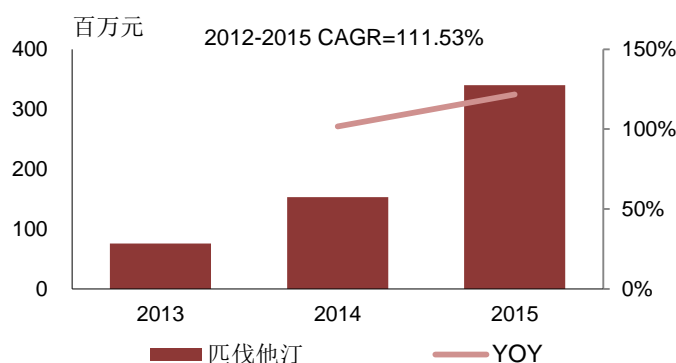
来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 14: 城市公立医院匹伐他汀规模&amp;格局 (百万元)

| 企业名称        | 2013年       | 2014年       | 2015年        | 2014年增长率       | 2015年增长率       | 2013年市场份额    | 2014年市场份额    | 2015年市场份额    |
|-------------|-------------|-------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 华润双鹤药业      | 57.46       | 117.60      | 268.45       | 104.65%        | 128.27%        | 75.66%       | 76.74%       | 78.99%       |
| 兴和          | 17.93       | 29.98       | 54.43        | 67.22%         | 81.58%         | 23.60%       | 19.56%       | 16.02%       |
| <b>江苏万邦</b> | <b>0.56</b> | <b>5.68</b> | <b>13.84</b> | <b>914.03%</b> | <b>143.91%</b> | <b>0.74%</b> | <b>3.70%</b> | <b>4.07%</b> |
| 浙江京新药业      | 0.00        | 0.00        | 3.00         | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%        | 0.00%        | 0.88%        |
| 山东齐都药业      | 0.00        | 0.00        | 0.12         | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%        | 0.00%        | 0.03%        |

来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 15: 城市公立医院匹伐他汀



来源: 米内网, 中泰证券研究所

- 2016 年中报, 公司新产品和次新品中, 心血管系统疾病治疗领域的优帝尔 (前列地尔干乳)、代谢系统治疗领域的优立通 (非布司他片) 继续保持快速增长, 同比增幅均超过 100%。随着前列地尔干乳、非布司他调入国家医保目录, 预计未来将继续引领医药制造增长。
- 优帝尔 (注射用前列地尔干乳剂) 是公司独家剂型, 2017 年收入有望突破 10 亿元。前列地尔过去就是医保乙类品种, 主要用于治疗慢性动脉闭塞症, 改善心脑血管微循环障碍等。此次医保目录调整, 新加入干乳剂型。相对于一般前列地尔注射液 0~5° 储存条件, 公司独家剂型的前列地尔干乳剂可以在常温保存, 运输和使用更加方便, 有独到的优势。2015 年, 优帝尔收入达 3 亿元, 2016 年上半年销量增速超过 100%, 全年销售额有望突破 6 亿元。随着全国医保的支持, 我们预计公司前列地尔干乳将保持快速增长。

- 非布司他处于爆发性增长期，公司产品有望逐渐开始放量，有超 10 亿潜力。非布司他适用于具有痛风症状的高尿酸血症的长期治疗。2016 年 11 月 26 日，《2016 中国痛风诊疗指南》在北京正式发布。最新版指南对有确切循证证据的新上市药物如非布司他给予了推荐。我国目前高尿酸血症患者达 1.2 亿，痛风患者约 1700 万人，并呈逐年上升趋势。根据米内网城市公立医院数据数据，国内痛风药市场主要包括苯溴马隆、别嘌醇、非布司他和秋水仙碱。非布司他市场份额呈快速上升趋势，2013-2015 年复合增长率高达 925%。目前，国内市场主要被恒瑞医药、江苏万邦和朱养心药业占据。随着此次调入国际医保乙类目录，非布司他市场空间将进一步打开，整体市场空间有望超过 50 亿元，公司产品有望突破 10 亿元。
- 我们预计在核心品种的带动下，公司医药工业整体将保持快速增长。

图表 16：城市公立医院前列地尔规模&amp;格局（百万元）

| 企业名称          | 2013 年        | 2014 年        | 2015 年        | 2014 年增长率     | 2015 年增长率     | 2013 年市场份额   | 2014 年市场份额   | 2015 年市场份额   |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 北京泰德制药        | 2,399.31      | 2,363.56      | 2,301.62      | -1.49%        | -2.62%        | 51.50%       | 45.96%       | 40.46%       |
| 本溪恒康制药        | 803.91        | 911.18        | 1042.07       | 13.34%        | 14.36%        | 17.26%       | 17.72%       | 18.32%       |
| 哈药生物          | 737.81        | 876.37        | 1,026.41      | 18.78%        | 17.12%        | 15.84%       | 17.04%       | 18.04%       |
| 西安力邦制药        | 357.77        | 500.66        | 654.59        | 39.94%        | 30.74%        | 7.68%        | 9.74%        | 11.51%       |
| <b>重庆药友制药</b> | <b>235.52</b> | <b>320.67</b> | <b>399.97</b> | <b>36.16%</b> | <b>24.73%</b> | <b>5.06%</b> | <b>6.24%</b> | <b>7.03%</b> |

来源：米内网，中泰证券研究所

图表 17：城市公立医院抗痛风制剂规模&amp;格局（百万元）

| 通用名         | 2013 年      | 2014 年       | 2015 年       | 2014 年增长率       | 2015 年增长率      | 2013 年市场份额   | 2014 年市场份额   | 2015 年市场份额    |
|-------------|-------------|--------------|--------------|-----------------|----------------|--------------|--------------|---------------|
| 苯溴马隆        | 117.78      | 143.49       | 159.24       | 21.83%          | 10.98%         | 68.26%       | 60.82%       | 50.66%        |
| 别嘌醇         | 46.87       | 74.38        | 86.61        | 58.70%          | 16.43%         | 27.16%       | 31.53%       | 27.55%        |
| <b>非布司他</b> | <b>0.57</b> | <b>10.95</b> | <b>59.86</b> | <b>1812.32%</b> | <b>446.54%</b> | <b>0.33%</b> | <b>4.64%</b> | <b>19.04%</b> |
| 秋水仙碱        | 6.58        | 7.08         | 8.64         | 7.70%           | 21.96%         | 3.81%        | 3.00%        | 2.75%         |
| 丙磺舒         | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00%           | 0.00%          | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%         |

来源：米内网，中泰证券研究所

图表 18：非布司他最新招标一览

| 生产企业  | 规格   | 最新中标价 |
|-------|------|-------|
| 恒瑞医药  | 40mg | 19    |
|       | 80mg | 37    |
| 江苏万邦  | 40mg | 19    |
|       | 80mg | 36    |
| 朱养心药业 | 40mg | 17    |

来源：米内网，中泰证券研究所

图表 19：非布司他市场规模预测

| 适用人群（百万人） | 非布司他渗透率 | 每日金额（元） | 市场规模（百万元） |
|-----------|---------|---------|-----------|
| 17        | 5%      | 15      | 4,654     |
| 17        | 10%     | 15      | 9,308     |
| 17        | 15%     | 15      | 13,961    |

来源：中泰证券研究所

图表 20: 医药工业核心产品预测 (百万元)

| 生产企业   | 商品名    | 通用名      | 2014  | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|--------|--------|----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 重庆药友   | 阿托莫兰   | 还原型谷胱甘肽片 | 630   | 710    | 800    | 860    | 920    |
| 重庆药友   | 优帝尔    | 前列地尔干乳   | 180   | 300    | 620    | 1,000  | 1,350  |
| 重庆药友   | 沙多利卡   | 炎琥宁      | 400   | 450    | 500    | 550    | 600    |
| 重庆药友   | 悉畅     | 头孢美唑制剂   | 350   | 450    | 560    | 640    | 700    |
| 江苏万邦   | 肝素系列   | 肝素系列     | 130   | 120    | 130    | 135    | 140    |
| 江苏万邦   | 万苏林    | 动物胰岛素    | 260   | 270    | 280    | 290    | 300    |
| 江苏万邦   | 万苏平    | 格列美脲片    | 170   | 190    | 230    | 250    | 265    |
| 江苏万邦   | 西黄胶囊   | 西黄胶囊     | 100   | 115    | 135    | 145    | 150    |
| 江苏万邦   | 怡宝     | EPO      | 180   | 250    | 400    | 520    | 650    |
| 江苏万邦   | 心先安    | 环磷腺苷葡胺   | 150   | 180    | 210    | 235    | 260    |
| 江苏万邦   | 复方芦荟胶囊 | 复方芦荟胶囊   | 105   | 110    | 115    | 120    | 125    |
| 江苏万邦   | 优立通    | 非布司他     | 25    | 100    | 300    | 600    | 800    |
| 奥鸿药业   | 奥德金    | 小牛血清去蛋白  | 660   | 540    | 660    | 660    | 660    |
| 奥鸿药业   | 邦亭     | 白眉蛇毒血凝酶  | 250   | 250    | 250    | 250    | 250    |
| 桂林南药   | 青蒿琥酯   | 青蒿琥酯     | 200   | 360    | 400    | 400    | 400    |
| 湖南洞庭药业 | 启维     | 富马酸喹硫平   | 220   | 230    | 240    | 250    | 260    |
| 沈阳红旗制药 |        | 抗结核系列    | 160   | 170    | 180    | 190    | 200    |
| 合计     |        |          | 4,170 | 4,795  | 6,010  | 7,095  | 8,030  |
|        | YOY    |          |       | 14.99% | 25.34% | 18.05% | 13.18% |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 通过 Gland 弯道超车进入美国市场, 加速制剂国际化进程

### 拟收购印度注射剂领军企业 Gland, 收获潜力大品种依诺肝素

- 公司 2016 年 7 月 29 日公告, 拟通过控股子公司出资不超过 126,137 万美元收购 Gland Pharma Limited 约 86.08% 的股权。Gland 主要从事注射剂药品的生产制造业务, 是印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业, 并获得全球各大法规市场的 GMP 认证, 其业务收入主要来自于美国和欧洲。Gland 目前主要通过共同开发、引进许可, 为全球各大型制药公司提供注射剂仿制药品的生产制造服务等。Gland 在印度专业从事生产制造注射剂药品同类公司中处于领先地位。
- Gland 依诺肝素正在申请美国上市, 上市首年有望获得 1 亿美元以上的市场份额, 净利润 1500-2000 万美元。美国依诺肝素共有 4 家生产企业 (赛诺菲原研药 Lovenox、赛诺菲 Lovenox 生物类似药、Sandoz、Watson/Amphastar、Teva)。原研药受到生物类似药冲击不断下滑, Teva 生物类似药上市第 1 年, 销售收入超过 13 亿美元。公司子公司江苏万邦有肝素原料药, 未来有望和 Gland 合作有望进一步降低成本。

图表 21: Gland 盈利预测 (百万元)

| 不考虑依诺肝素获 FDA 批准 | 2015     | 2016Q1 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|----------|--------|-------|-------|-------|
| Gland 收入        | 1,221.81 | 357.01 | 1,500 | 1,850 | 2,200 |
| Gland 净利润       | 271.93   | 80.77  | 340   | 420   | 520   |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 22: Gland 核心竞争力

| 国际标准的医药研发基地                  | 四大产品线     | 服务   |
|------------------------------|-----------|------|
| 1998 年建立印度第一家现代化预填充注射器基地     | 肝素系列      | CDMO |
| 印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业 | 抗生素系列     | CMO  |
| 通过 FDA 认证的肿瘤中心               | 心血管以及麻醉药  | 技术转让 |
|                              | 抗感染以及消化系统 |      |

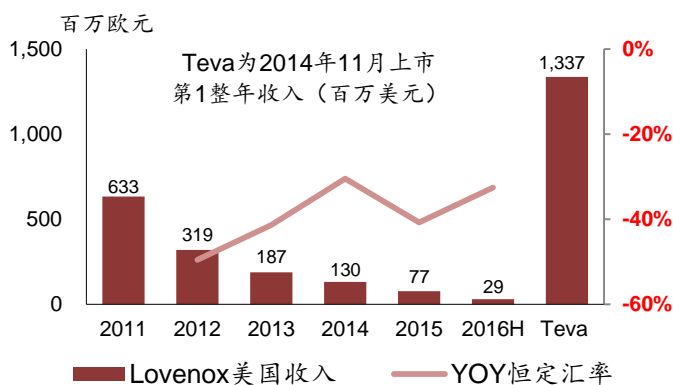
来源: Gland, 中泰证券研究所

图表 23: 美国依诺肝素生物类似药

| 生产商              | 获批/上市时间     |
|------------------|-------------|
| Sandoz           | 2010 年 7 月  |
| Watson/Amphastar | 2011 年 9 月  |
| Teva             | 2014 年 11 月 |

来源: 公司公告, FDA、中泰证券研究所

图表 24: 赛诺菲&amp;Teva 依诺肝素收入一览



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 25: Gland 核心产品一览

| 中文名       | 适应症         | 销量 (百万支) |         | 收入 (百万美元) |         | 收入 (百万元) |         |
|-----------|-------------|----------|---------|-----------|---------|----------|---------|
|           |             | 2015 财年  | 2016 财年 | 2015 财年   | 2016 财年 | 2015 财年  | 2016 财年 |
| 肝素钠       | 抗凝血药        | 48.31    | 51.87   | 44.9      | 50.79   | 305.32   | 345.37  |
| 依诺肝素钠注射液  | 预防静脉血栓栓塞性疾病 | 11.8     | 14.3    | 25.53     | 31.33   | 173.60   | 213.04  |
| 罗库溴铵注射液   | 肌松药         | 3.63     | 6.13    | 9.41      | 15.22   | 63.99    | 103.50  |
| 万古霉素      | 抗感染         | 1.57     | 9.87    | 3.71      | 14.5    | 25.23    | 98.60   |
| 重组人胰岛素    | 糖尿病         | 3.86     | 10.37   | 6.48      | 14.05   | 44.06    | 95.54   |
| 乙酰半胱氨酸鼻剂  | 咯痰困难        | 2.9      | 2.16    | 8.39      | 9.05    | 57.05    | 61.54   |
| 顺式阿曲库铵注射液 | 肌松药         | 0.97     | 0.79    | 7.43      | 7.08    | 50.52    | 48.14   |

按照 1 美元=6.8 元换算

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### Gland 药品生产制造及注册平台, 有助于推进公司制剂国际化

- Gland 具备在以美国为主的法规市场的药品注册申报及销售能力, 将成为公司重要的国际化药品生产制造及注册平台。我们认为, 公司和 Gland 产品协同和互补效应强, 未来公司的产品 (包括单克隆抗体等) 有望借助 Gland 的成熟体系进入全球市场, 同时 Gland 获得 FDA 等机

构认证的产品有望通过公司的渠道开拓国内市场。

图表 26: Gland 丰富的国际市场申报经验

| 申报地区     |      | 获批 | 在审评 | 在筹备 |
|----------|------|----|-----|-----|
| 美国       | DMF  | 6  | 12  | 9   |
|          | ANDA | 53 | 100 | 71  |
| 加拿大      |      | 3  | 12  | 13  |
| 欧洲       |      | 5  | 6   | 14  |
| 澳大利亚&新西兰 |      | 6  | 11  | 13  |
| 南非       |      |    | 9   |     |

来源: Gland, 中泰证券研究所

### 医药工业盈利预测

- 我们预计医药工业业绩保持稳定增长, Gland 有望于 2017Q2 开始并表, 将显著增厚公司利润。我们预计 2016-2018 分部利润(包含少数股东权益)分别为 16.71 亿元、22 亿元和 26.7 亿元, 同比分别增长 35%、31.66% 和 21.34%。

图表 27: 医药工业分部盈利预测(百万元)

|               | 2014     | 2015     | 2016E     | 2017E     | 2018E     |
|---------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 药品制造与研发合计分部收入 | 7,336.65 | 8,934.86 | 10,543.14 | 13,515.27 | 16,084.30 |
| YOY           |          | 21.78%   | 18.00%    | 28.19%    | 19.01%    |
| 药品制造与研发合计分部利润 | 1,094.69 | 1,237.85 | 1,671.09  | 2,200.11  | 2,669.63  |
| YOY           |          | 13.08%   | 35.00%    | 31.66%    | 21.34%    |

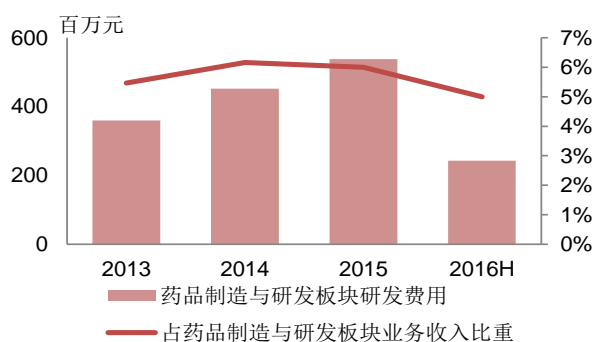
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 持续投入大分子、小分子研发, 即将进入收获期

公司注重研发, 研发费用占板块收入 5% 以上

- 公司注重药品研发, 多年来研发投入始终占医药工业板块收入 5% 以上。公司拥有国家级企业技术中心, 并在上海、重庆、美国旧金山、台湾建立了高效的国际化研发团队。契合自身竞争优势, 公司研发项目持续专注于心血管系统、中枢神经系统、血液系统、代谢及消化系统、抗感染、抗肿瘤等治疗领域, 且主要产品均在各自细分市场占据领先地位。截至 2016 年中, 公司在研新药、仿制药及生物类似药及疫苗等项目 172 项。

图表 28: 公司医药工业研发投入



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 国内领先的生物药研发平台, 单抗生物类似药有望脱颖而出

- 生物类似药要求远高于化学药。**生物药由于受到纯化、灭活工艺、N 端和 C 末端的异质性、糖基化修饰、一级结构和高级结构 (二级/三级/四级) 以及其他理化特性等因素的影响, 仿制药要求远高于化学药。根据《生物类似药研发与评价技术指导原则 (试行)》, 生物类似药研发是以比对试验研究证明其与参照药的相似性为基础, 支持其安全、有效和质量可控。每一阶段的每一个比对试验研究, 均应与参照药同时进行, 并设立相似性的评价方法和标准; 应尽可能使用敏感的、先进的分析技术和方法检测候选药与参照药之间可能存在的差异。
- 公司生物类似药不仅在序列上与原研药完全一致, 在抗体分子理化特性、生物学活性、体内外药效、药代及毒理学数据等数十项药学质量研究结果中, 均与原研药保持高度相似。**

图表 29: 公司部分生物药在研项目一览

| 主要生物药研发项目                    | 研发类型    | 研发进展                 |
|------------------------------|---------|----------------------|
| 重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液        | 生物类似药研发 | 临床 III 期             |
| 重组抗 HER2 人源化单克隆抗体            | 生物类似药研发 | 临床 III 期             |
| 重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体注射液         | 生物创新药研发 | 启动一期临床; 获 FDA 临床试验批准 |
| 重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液         | 生物类似药研发 | 临床 I 期筹备             |
| 重组人鼠嵌合抗 EGFR 单克隆抗体注射液        | 生物类似药研发 | 获批临床                 |
| 重组抗 TNF $\alpha$ 人源化单克隆抗体注射液 | 生物类似药研发 | 获批临床                 |
| KTNO216 (Kolltan 授权复宏汉霖)     | 生物创新药研发 | 临床前研究                |
| AC101 (AbClon 授权复宏汉霖)        | 生物创新药研发 | 临床前研究                |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 美罗华生物类似药市场潜力超 30 亿, 2018 有望率先上市

- 公司美罗华生物类似药 CD20 单抗 (HLX01) 目前处于三期临床阶段, 2018 有望率先上市, 市场潜力超 30 亿元。**CD20 为靶点的美罗华 (利妥昔单抗) 主要适应症为 CD20 阳性的滤泡型和弥漫型大 B 细胞非霍奇金淋巴瘤。据统计, 淋巴瘤发病率约为 6.68/10 万人, 位列所有恶性肿瘤发病率第八位, 其中利妥昔单抗适应症患者约占 51%。**原研药美罗华 2015 国内城市公立医院销售超过 19 亿元, 2013-2015 CAGR=16.01%。**从临床申报的情况来看, 利妥昔单抗生物类似药的申报企业较多, 有 14

家药企进入临床研究阶段。三生国健健妥昔受 722 自查核查影响已经撤回申请。目前比较领先的是复宏汉霖、三生国健和信达生物。公司产品 III 期临床试验 2015 年 4 月通过伦理委员会同意，时间上领先信达生物 1 年多。我们预计公司美罗华生物类似药将率先上市，假设治疗费用为 8 万元/年（为美罗华的 60%-70%），患者渗透率有望达到 20%，市场空间超过 30 亿元。

- 2017 年 1 月 10 日，公司全资子公司复星医药产业与 KITE 签订《中外合作经营合同》，携手国际顶尖细胞治疗公司，共同开拓中国（包括中国大陆、香港及澳门，但不包括台湾）癌症 T 细胞免疫疗法市场。主要治疗领域 KTE-C19，用于治疗不适合自体干细胞移植的复发/难治性侵袭性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤。KTE-C19 获得 FDA 针对弥漫性大 B 细胞淋巴瘤（DLBCL），转化滤泡淋巴瘤（TFL）和原发性纵隔 B 细胞淋巴瘤（PMBCL）的突破性疗法，有望于 2017 年在美国率先获批上市。KTE-C19 和公司在研重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体有很强的协同效应。

图表 30：公司美罗华生物类似药市场空间测算

| 发病率         | 新增患者      | 5 年生存率 | 存量患者   | 静态合计患者 | 利妥昔单抗适应症患者  | 复星医药渗透率 | 人均费用   | 市场空间  |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|-------------|---------|--------|-------|
| >6.68/10 万人 | 9.35 万人/年 | 50%    | >30 万人 | 40 万人  | >20 万人（51%） | 10%     | 8 万元/年 | 16 亿元 |
|             |           |        |        |        |             | 20%     |        | 32 亿元 |
|             |           |        |        |        |             | 30%     |        | 48 亿元 |

来源：中泰证券研究所

#### 赫赛汀生物类似药开始 III 期临床，市场潜力超 50 亿

- 公司赫赛汀生物类似药 HER2 单抗（HLX02）已经开始乳腺癌 III 期临床试验，有望于 2019-2020 年获批上市。胃癌 I 期临床试验也有望于 2017 年开始。HER2 为靶点赫赛汀（曲妥珠单抗）药物主要适应症为 HER2 阳性乳腺癌和胃癌。乳腺癌是我国女性发病率最高的癌症，发病率可达 41.64/10 万女性，其中 HER2 阳性患者占 20%；胃癌是我国第二大常见肿瘤，男性发病率可达 37.1/10 万人，女性可达 17.4/10 万人，其中 HER2 阳性患者占 11%。原研药赫赛汀 2015 国内城市公立医院销售超过 16 亿元，2013-2015 CAGR=15.92%。从临床申报的情况来看，曲妥珠单抗生物类似药的申报企业较多，有 4 家药企进入临床研究阶段。三生国健赛普汀受 722 自查核查影响已经撤回申请。目前比较领先的是复宏汉霖和嘉和生物。公司产品 III 期临床试验 2016 年 4 月通过伦理委员会同意。此外，公司产品是作为生物类似药申报而嘉和生物是作为新药申报。我们预计公司赫赛汀生物类似药将率先上市，假设治疗费用为 10 万元/年（为赫赛汀的 60%-70%），乳腺癌和胃癌患者渗透率有望分别达到 20%和 10%，市场空间超过 50 亿元。

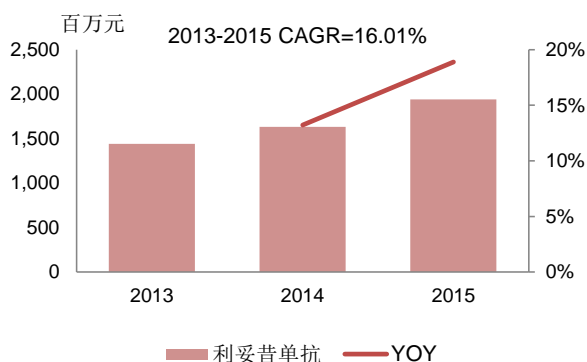


图表 31: 公司赫赛汀生物类似药市场空间测算

| 疾病  | 发病率          | 对应人口   | 新增患者     | 5年生存率 | 存量患者  | 静态合计患者 | 曲妥珠单抗适应症患者 | 复星医药渗透率 | 人均费用   | 市场空间 |
|-----|--------------|--------|----------|-------|-------|--------|------------|---------|--------|------|
| 乳腺癌 | >41.64/10万女性 | 女性6.7亿 | 27.9万人/年 | >73%  | >70万人 | >100万人 | >20万人(20%) | 10%     | 10万元/年 | 20亿元 |
|     |              |        |          |       |       |        |            | 20%     |        | 40亿元 |
|     |              |        |          |       |       |        |            | 30%     |        | 60亿元 |
|     | 男性37.1/10万人  | 男性7亿   | 26万人/年   |       |       |        |            | 5%      |        | 5亿元  |
| 胃癌  |              |        |          | >27%  | >60万人 | >90万人  | >10万人(11%) | 10%     | 10万元/年 | 10亿元 |
|     | 女性17.4/10万人  | 女性6.7亿 | 11.7万人/年 |       |       |        |            | 15%     |        | 15亿元 |

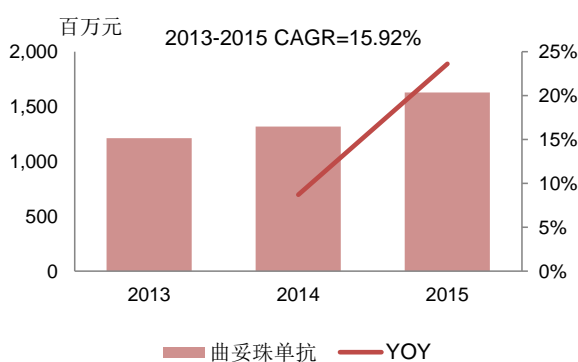
来源: 中泰证券研究所

图表 32: 城市公立医院利妥昔单抗销售情况



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 33: 城市公立医院曲妥珠单抗销售情况



来源: 米内网, 中泰证券研究所

### 丰富的小分子创新药、仿制药研发管线

- 公司有丰富的化学药在研项目。创新药丁二酸复瑞替尼目前处于 I 期临床筹备阶段。复瑞替尼是小分子受体酪氨酸激酶 (RCK) 抑制剂, 临床前研究显示其具有较强的体外抗肿瘤活性、裸鼠移植瘤体内抗肿瘤活性, 并具有良好的药代动力学特征及安全性。同类药物 2014 年全球销售超过 3 亿美元。
- 创新药 FCN-411 为小分子 RTK 抑制剂, 同类药物 2014 年全球销售超过 1 亿美元。
- 创新药 PA-824 通过抑制细菌蛋白质合成和细胞壁霉菌酸合成的双重作用达到抑制结核杆菌的效果, 活性优于异烟肼, 对敏感结核杆菌和耐利福平结核杆菌活性较好; 对隔离的 MDR-TB 有潜在的疗效, 并且有可能缩短治疗周期, 与现临床使用的抗结核药物无交叉耐药性。有可能成为未来抗结核用药的明星品种。

图表 34: 公司部分化学药在研项目一览

| 主要化学药研发项目     | 研发进展     | 研发类型     |
|---------------|----------|----------|
| 丁二酸复瑞替尼原料及胶囊  | 临床 I 期筹备 | 小分子创新药研发 |
| FCN-411 原料及胶囊 | 临床 I 期筹备 | 小分子创新药研发 |
| PA-824 原料及制剂  | 获批临床     | 小分子创新药研发 |
| 盐酸达卡拉韦原料及制剂   | 获批临床     | 小分子仿制药研发 |
| 琥珀酸曲格列汀原料及制剂  | 获批临床     | 小分子仿制药研发 |
| 伊布替尼原料及制剂     | 获批临床     | 小分子仿制药研发 |
| 索氟布韦原料及制剂     | 获批临床     | 小分子仿制药研发 |
| 色瑞替尼原料及制剂     | 获批临床     | 小分子仿制药研发 |
| 阿普斯特原料及制剂     | 获批临床     | 小分子仿制药研发 |
| 卡非佐米原料及制剂     | 获批临床     | 小分子仿制药研发 |
| 恩杂鲁胺原料及制剂     | 获批临床     | 小分子仿制药研发 |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 携手 KITE, 细胞治疗跻身国际最前沿, 弯道超车, 跃身国内第一

- 2017 年 1 月 10 日, 复星医药公布与 KITE 成立合资公司。复星医药占合资公司 50% 股权, 享有 60% 的可分配利润。**2017 年 2 月 28 日, KITE 公布 KTE-C19 最新进展, 受此影响美股大涨 24.49%。KTE-C19 的 ZUMA-1 II 期临床试验的 6 个月随访数据。关键数据 6 个月 ORR/CR 达到了 41%/36%, 跟 3 个月的 ORR/CR 44%/39% 基本持平。**2017 年, KTE-C19 有望成为 FDA 获批的第一个 CAR-T 细胞治疗产品。**2015 年 12 月 KTE-C19 用于 DLBCL\PMBCL\FL 获得 FDA 的突破性药物资格认定。KITE 还计划于 2017 年向 EMA 提交该药物新药申请, 2016 年 6 月 KTE-C19 用于难治性 DLBCL 获得 EMA 的“优先药物资格”。公司定位“要做就做最好”, 牵手 KITE, 跃升国内细胞治疗第一, 同时未来细胞治疗+单抗联用更加可以发挥公司优势, 9 年投入的研发端逐步步入收获期。
- Richard L. Wang 博士出任合资公司 CEO, 引领国内细胞治疗开发。**王博士曾担任肿瘤免疫和细胞治疗公司西比曼 (Cellular Biomedicine Group) 首席运营官 (COO), 并在宝洁、BMS、阿斯利康、GSK 等跨国巨头有多年生物制药研发经验。

图表 35: Kite 公司 KTE-C19 II 期临床试验结果

|         | DLBCL (n=77) |     | TFL/PMBCL (n=24) |     | Combined (n=101) |     |
|---------|--------------|-----|------------------|-----|------------------|-----|
|         | ORR          | CR  | ORR              | CR  | ORR              | CR  |
| ORR     | 82%          | 49% | 83%              | 71% | 82%              | 54% |
| Month 6 | 36%          | 31% | 54%              | 50% | 41%              | 36% |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

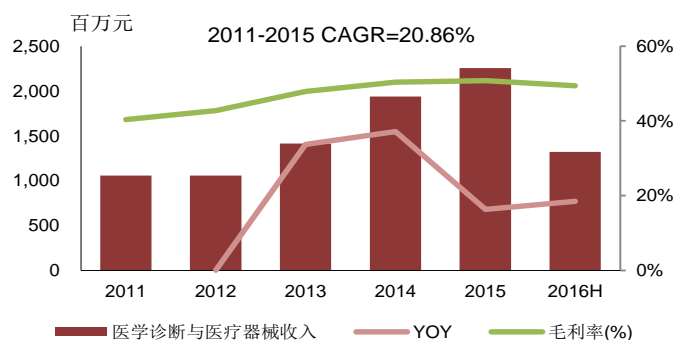
## 医学诊断与医疗器械产品组合丰富, 达芬奇有望带来超预期

公司医学诊断与医疗器械产品组合丰富, 保持快速增长

- 公司医学诊断与医疗器械产品组合丰富, 2015 年板块收入 22.54 亿元, 2011-2015 CAGR=20.86%; 2016H 同比增长 14.15%。**主要包括外科手术产品 (代理为主), 医疗美容器械 (Alma Lasers)、牙科产品 (自主

产品和代理业务)、输血及手术耗材。其中,牙科器械及耗材在口腔治疗领域市场具有较大影响力,在市场策划能力上独树一帜,有着完善的营销网络与临床技工资源,市场地位属行业前列;血袋类三大产品占有率在国内市场名列前茅;Alma Lasers 激光美容设备占据全球激光美容设备 15%的市场份额,占据国内激光美容设备 30-40%的市场份额;代理销售的“达芬奇手术机器人”是唯一一个已经获得美国 FDA、中国食药监总局许可上市的手术机器人产品,尚无同类竞争产品上市。

图表 36: 医学诊断与医疗器械收入一览



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 拟收购 Breas, 完善呼吸检测治疗领域布局

- 公司全资子公司复星实业拟与关联方复星产控共同出资于瑞典设立 SPV (复星实业占比 55%), 通过股份转让及认购增发股份的方式以不超过 9,000 万美元的交易对价投资 Goldcup 80% 股权, 获得 Breas 呼吸器械业务。Breas 是研发、生产和销售治疗睡眠呼吸类疾病和慢阻肺的专业医疗设备公司, 拥有欧洲高质量和高性能的呼吸机品牌, 并已在欧洲及美国建立成熟的销售网络。未来, 呼吸机有望借助美中互利的销售渠道, 和达芬奇机器人捆绑销售, 快速进入市场。
- Breas 和 Spirometrix 协同性强, 公司将通过收购 Breas 进一步完善呼吸检测治疗领域的布局。2016 年中, 公司领投了呼吸疾病检测公司 Spirometrix 的 C 轮融资 (1740 万美元)。Spirometrix 致力于哮喘诊断和疾病管理的创新检测技术的开发和商业化, 首个产品 Fenom PRO 便携式哮喘检测仪是哮喘行业史无前例的产品, 它包含了多项传感技术以及协助临床决策的数字呼吸生态系统, 在哮喘病人管理上会潜在地优化哮喘治疗, 提高药物的依从性, 以及减少哮喘病人对急诊和住院的需求。美国胸腔协会、欧洲呼吸协会已经发布了金标准推荐 FeNO 测试进行哮喘的长期监测和管理、评估。

### 达芬奇手术机器人壁垒高, 有望继续保持快速增长

- 达芬奇机器人有望继续保持快速增长。2011-2015 年, 我国达芬奇机器人手术量 CAGR 约为 94%; 2016 年上半年, 达芬奇机器人手术量约 8000 台, 同比增长 49%。

- 达芬奇拥有高壁垒的专利的运动模式。电脑控制。每秒同步 1300 次同时设计了很多提示，保持手眼一致、医生手上动作被等比例调整，滤除抖动；3D 方达高清成像系统；多信息整合安全精确（和片子整合）。
- 医院端需求强：达芬奇帮助年轻医生完成复杂手术。达芬奇在香港设立亚太培训中心，上海的培训中心也在筹建过程中，未来有望进一步普及。

### 和 Intuitive Surgical 设立境内合资公司，深度参与医疗机器人产业链

- 2016年9月29日，公告与Intuitive Surgical SARL签订《合资经营合同》及相关文件，公司与Intuitive拟共同投资设立境内合资公司直观复星医疗器械技术（上海）有限公司。复星医药将出资4000万美元获得合资公司40%的股权。合资公司将从事用于经腔手术诊断及/或治疗的医疗器械、设备、新产品、未来产品以及相关零部件的研发、制造及销售，其主要研发、生产和销售针对肺癌的早期诊断及/或治疗的产品。我们认为，通过和Intuitive Surgical成立境内合资公司，公司将深度参与医疗机器人产业链，未来有望推出本土生产的达芬奇机器人，进一步拓展市场，有望带来超预期。

### 医学诊断与医疗器械盈利预测

- 我们预计医学诊断与医疗器械制造保持稳定增长，代理业务受益于达芬奇机器人的快速放量保持快速增长，公司有可能继续外延并购获得新产品。我们预计 2016-2018 分部利润（包含少数股东权益）分别为 3.38 亿元、4.12 亿元和 4.95 亿元，同比分别增长 24%、22%和 20%。

图表 37：医学诊断与医疗器械分部盈利预测（百万元）

| 百万元           | 2014     | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 医学诊断与医疗器械合计收入 | 1,939.69 | 2,254.32 | 2,716.97 | 3,222.37 | 3,758.48 |
| YOY           |          | 16.22%   | 20.52%   | 18.60%   | 16.64%   |
| 医学诊断与医疗器械制造   | 1,503.88 | 1,724.85 | 2,018.07 | 2,320.78 | 2,622.48 |
| YOY           |          | 14.69%   | 17%      | 15%      | 13%      |
| 医学诊断和医疗器械代理   | 435.81   | 529.47   | 698.90   | 901.58   | 1,136.00 |
| YOY           |          | 33.23%   | 21.48%   | 32%      | 29%      |
| 医学诊断与医疗器械分部利润 | 126.71   | 272.44   | 337.83   | 412.15   | 494.58   |
| YOY           |          | 115%     | 24%      | 22%      | 20%      |

来源：公司公告，中泰证券研究所

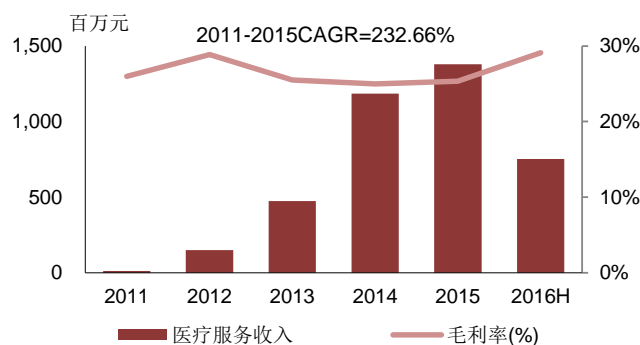
## 医疗服务增长潜力大，未来 3 年有望达到 10000 张床位

### 合作共建项目不断落地，医疗服务板块增长潜力大

- 医疗服务 2015 收入 13.79 亿元，2011-2015 CAGR=232.66%；2016H 同比增长 11.67%。公司已基本形成沿海发达城市高端医疗、二三线城市专科和综合医院相结合的医疗服务业务战略布局。公司医疗服务整合能力强，2013 年 11 月收购禅城医院 60% 股权以来，禅城医院净利润保持快速增长。
- 公司医院合作共建项目不断落地。目前公司控股医院核定床位 3018 张，在建 6000 多张，预计未来 3 年有望达到 10000 张，增长潜力大。公司

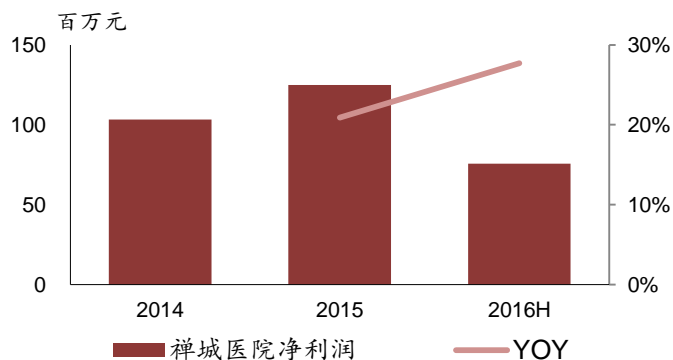
致力于打造区域性医疗中心和大健康产业链,寻求与地方大型国有企业、公立医院及大学附属医院合作模式,加快互联网医疗发展战略,持续提升业务规模和盈利能力。公司具有医药健康全产业链覆盖、资源协同、投资和管理运营经验、品牌和资金以及国际资源嫁接等方面的优势,投资企业禅城医院、“和睦家”医院已形成一定的品牌和社会效应。我们预计,未来公司医疗服务项目仍将不断落地。

图表 38: 医疗服务收入一览



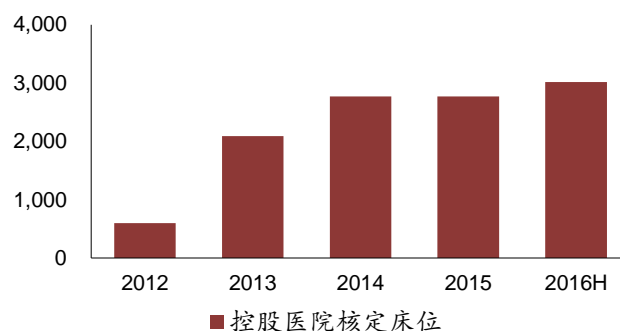
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 39: 禅城医院净利润保持快速增长



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 40: 控股医药核定床位数



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 41: 公司合作共建项目不断落地

|        | 20170112 | 20160907       | 20160806   | 20160223       | 20151217 | 20151204 | 20150603 | 20150128    |
|--------|----------|----------------|------------|----------------|----------|----------|----------|-------------|
| 参与合作医院 | 淮安二院东院   | 南华大学附属第二医院胸心医院 | 玉林心脑血管专科医院 | 徐州复康 1882 医疗投资 | 青岛城星医院   | 温州老年病医院  | 新玉林医疗集团  | 齐齐哈尔市第一医院南院 |
| 等级     |          | 三甲             |            |                | 三级       | 三甲       |          | 三甲          |
| 床位     |          | 550            | 1060       | 1709           | 1600     | 500      | 1500     |             |
| 公司占比   | 60%      | 51%            | 51%        | 35%            | 50%      | 70.47%   | 49%      | 53%         |

来源: 中泰证券研究所

### 医疗服务盈利预测

- 我们预计医疗服务收入随着医院布局的不断落地而不断加快;分部利润受益于医院项目由投入期逐渐进入收获期而快速增长。我们预计

2016-2018 分部利润（包含少数股东权益）分别为 1.29 亿元、1.94 亿元和 2.61 亿元，同比分别增长 70%、50%和 35%。

图表 42：医疗服务分部盈利预测（百万元）

| 百万元      | 2014     | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 医疗服务分部收入 | 1,185.89 | 1,378.76 | 1,558.00 | 1,822.86 | 2,223.88 |
| YOY      | 149.66%  | 16.26%   | 13%      | 17%      | 22%      |
| 医疗服务分部利润 | 111.81   | 75.94    | 129.10   | 193.64   | 261.42   |
| YOY      | 165.90%  | -32.08%  | 70%      | 50%      | 35%      |

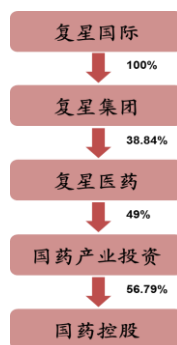
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 联营企业国药控股有望保持较快增长，投资收益稳定&可持续

公司间接持有国药控股约 27.83%股权

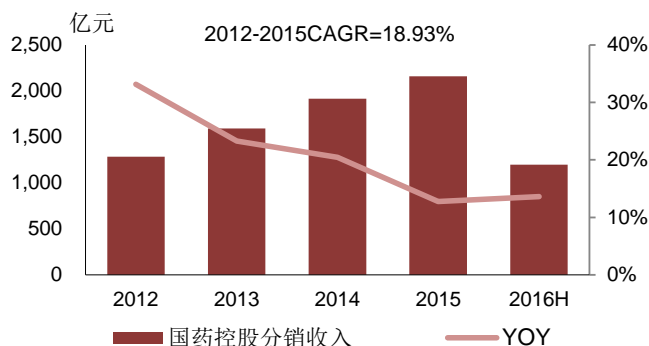
- 公司间接持有国药控股约 27.83%股权。随着“两票制”+“零差率”的逐渐推广，公司联营企业国药控股有望加速行业整合，扩大医药分销网络建设，并保持业务较快增长。

图表 43：公司间接持有国药控股 27.83%股权



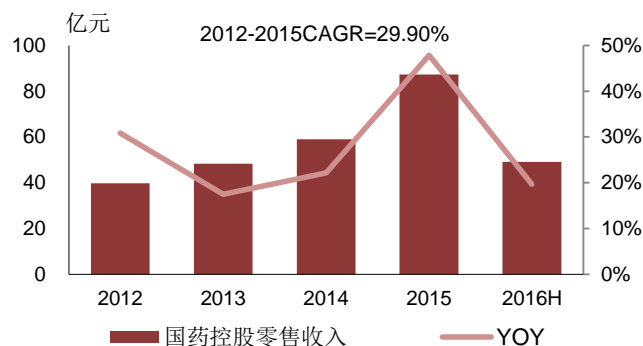
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 44：国药控股分销收入



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 45：国药控股零售收入

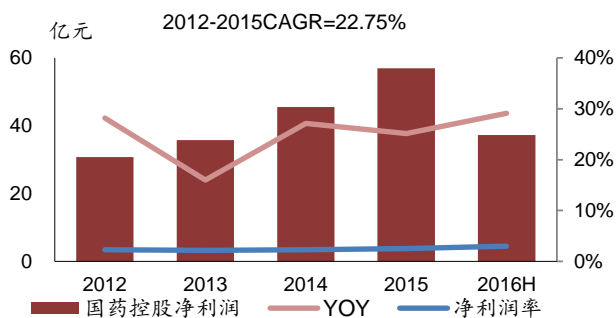


来源：公司公告，中泰证券研究所

## 国药控股激励方案落地，利润有望加速释放

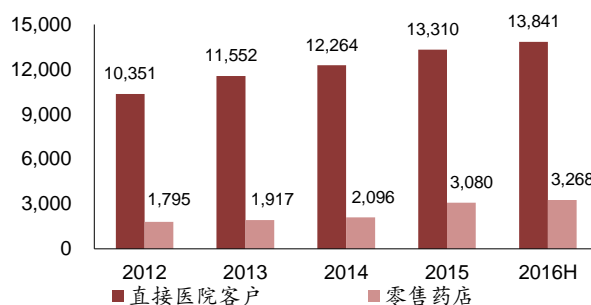
- 国药控股实际控制人中国医药集团总公司是央企混改试点企业之一。2016年8月19日，国药控股披露了其管理层股权激励方案（业绩考核原则上不低于行业平均业绩和董事会下达的目标值；激励计划有效期十年）。激励方案完善，国药控股利润有望加速释放。

图表 46：国药控股收入&amp;净利润



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 47：国药控股终端一览



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 48：国药控股盈利预测 (亿元)

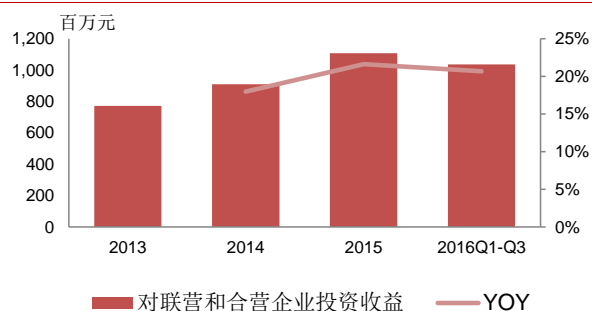
| (亿元)     | 2014     | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 国药控股总收入  | 2,001.31 | 2,270.69 | 2,578.69 | 2,917.13 | 3,265.93 |
| YOY      | 19.94%   | 13.46%   | 13.56%   | 13.12%   | 12.43%   |
| 国药控股分销收入 | 1,914.68 | 2,158.54 | 2,449.94 | 2,768.44 | 3,086.81 |
| YOY      | 20.44%   | 12.74%   | 13.50%   | 13.00%   | 11.50%   |
| 国药控股零售收入 | 59.04    | 87.29    | 104.75   | 125.70   | 157.12   |
| YOY      | 22.16%   | 47.85%   | 20.00%   | 20.00%   | 25.00%   |
| 其他收入     | 27.59    | 24.86    | 24.00    | 23.00    | 22.00    |
| YOY      | -9.87%   | -9.89%   | -3.46%   | -4.17%   | -4.35%   |
| 国药控股净利润  | 45.52    | 56.96    | 72.91    | 86.03    | 100.23   |
| YOY      | 27.15%   | 25.15%   | 28.00%   | 18.00%   | 16.50%   |
| 归属净利润    | 28.75    | 37.61    | 48.85    | 58.50    | 68.15    |
| YOY      | 27.77%   | 30.81%   | 29.88%   | 19.76%   | 16.50%   |
| 复星医药投资收益 | 8.00     | 10.47    | 13.59    | 16.28    | 18.97    |
| YOY      |          | 30.82%   | 29.88%   | 19.76%   | 16.50%   |

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 预计投资收益稳定且可持续

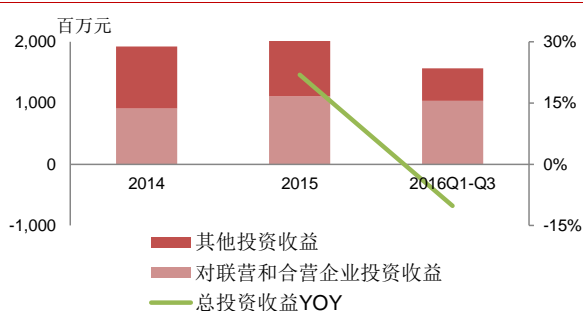
- 公司自 2009 年起已经明确，只投资于主业相关的业务领域。公司的非控股投资不单纯以获取财务收益为目标，而是以专注于医药、诊断与器械等相关行业的产品技术和商业模式前沿，把握行业发展的方向和机会，获取领先的技术和产品为目的。
- 公司合并报表中的投资收益中有约 50% 为按照权益法核算的联营公司产生经营收益，具有可持续性、非一次性的特点。因此，公司目前的生产业务模式并不存在可持续性和稳定性方面的风险。

图表 49: 对联营和合营企业投资收益



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 50: 总投资收益



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 51: 主要参股公司一览

|  | 持股比例   |        |
|--|--------|--------|
|  | 直接     | 间接     |
| <b>合营企业</b>                            |        |        |
| 青岛山大齐鲁医院投资管理有限公司(齐鲁医院)                 | -      | 50.00% |
| <b>联营企业</b>                            |        |        |
| 天津药业集团有限公司(天药集团)                       | 25.00% | -      |
| 湖南汉森制药股份有限公司(湖南汉森)                     | -      | 6.03%  |
| 湖南时代阳光药业股份有限公司(时代阳光)                   | -      | 30.00% |
| 北京金象复星医药股份有限公司(北京金象)                   | 50.00% | -      |
| 国药产业投资有限公司(国药产投)                       | 49.00% | -      |
| 颈复康药业集团有限公司(颈复康药业)                     | -      | 25.00% |
| SD Biosensor, INC. (SDB)               | -      | 18.77% |
| Nature's Sunshine Products, Inc. (NSP) | 15.26% | -      |
| 国药控股医疗投资管理有限公司(国控医疗)                   | 45.00% | -      |
| HEALTHY HARMONY HOLDINGS, L.P. (HHH)   | -      | 42.91% |
| Amerigen Pharmaceuticals Ltd.          | -      | 24.14% |
| Sovereign Medical Services, Inc.       | 30%    | -      |
| Ambrx, Inc.                            | -      | 35.05% |
| 上海复星高科技集团财务有限公司(财务公司)                  | 20%    | -      |
| Saladax Biomedical, Inc. (Saladax)     | 24.74% | -      |
| We Doctor Group Limited (挂号网)          | 9.73%  | -      |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 医药健康全产业链协同效应强, 尖端布局奠定中长期竞争力

- 公司多年来专注医药健康全产业链布局, 在医药工业、医药研发、医学诊断与医疗器械、医疗服务、医药流通各个领域通过自主研发&销售、控股、参股、合作等方式快速发展, 内生&外延双轮驱动模式效率高。我们认为, 随着公司各板块的逐渐壮大, 公司各分部之间协同效应将进一步体现。
- 公司在各细分领域布局均对标最优质的龙头(控股子公司的生物药研发管线属于国内第一梯队、和国际最顶尖的 Intuitive Surgical、KITE 合作; 拟控股 Gland 等)。公司的尖端布局具备极高的技术壁垒, 奠定公司的中长期竞争力, 并为公司未来在其他细分领域的继续拓展打下了良



好的基础。

- 公司和 KITE 合作共同开拓中国（包括中国大陆、香港及澳门，但不包括台湾）癌症 T 细胞免疫疗法市场。KITE 采用的是自体细胞疗法，属于新的治疗技术，需要和医院合作推广，公司控股医院有望率先受益。
- 公司拟和 Intuitive Surgical 成立合资公司，未来推出的产品有望率先在公司布局的医院推广。
- 医疗服务于医药工业、医学诊断与医疗器械板块协同性强。医疗服务（医院）与医药制造、医学诊断有天然的协同效应，有助于公司产品进一步拓展终端市场。
- 禅城医院与南洋肿瘤医院合作设立肿瘤中心并与 Alma Lasers 合作设立激光美容中心、在丰富医药服务项目的同时带动了医疗器械的销售。
- 公司参与医院合作共建项目时，可以和合作方共同出资注册成立一家药械公司，负责对合作医院及新建医院的药品、器械、耗材、设备供应链进行统一管理，通过集中采购方式提高议价能力、降低医药器械采购的成本。

图表 52：公司部分细分领域尖端布局

| 细分领域布局 | 相关公司               | 核心竞争力                                    |
|--------|--------------------|--|
| 生物药    | 复宏汉霖               | 国内顶尖的生物药研发平台，有望第一个推出生物类似药                |
| 医用机器人  | Intuitive Surgical | 达芬奇是唯一一个获得美国 FDA 批准的手术机器人                |
| 细胞治疗   | Kite               | 国际顶尖细胞治疗平台，KTE-C19 有望成为第一个或 FDA 批准的细胞疗法  |
| 激光美容   | Alma Lasers        | 占据全球激光美容设备 15% 市场份额、国内激光美容设备 30-40% 市场份额 |
| 呼吸类疾病  | Breas              | 欧洲知名的呼吸治疗设备的研发和生产商，拥有欧洲及美国成熟销售网络         |
| 哮喘诊断   | Spirometrix        | 哮喘诊断和疾病管理的创新检测，推出首个 便携式哮喘检测仪             |
| 生物药    | AMBRX              | 专注于创新前沿蛋白药物的临床研发公司                       |
| 噬菌体技术  | Phagelux           | 动物健康、农业、食品安全中的细菌问题；疾病新疗法；开发独特的给药系统       |

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 限制性激励有望成为常态，三年期定增提供安全边际

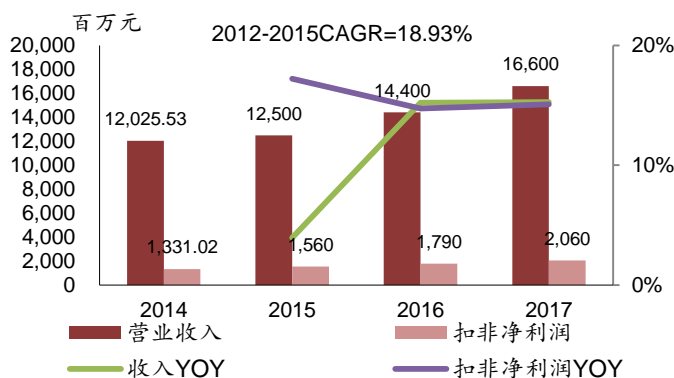
### 限制性激励提高积极性，有望成为常态

- 2015 年，公司推出第二期限限制性股票激励，对象为公司执行董事、高级管理人员和对公司整体业绩和持续发展有直接影响的核心技术人才和管理骨干。考核内容包括 2015-2017 扣非净利润分别不低于 15.6 亿元、17.9 亿元、20.6 亿元；2015-2017 收入分别不低于 125 亿元、144 亿元、166 亿元等。我们预计，未来公司有望持续进行限制性激励。

### 三年期定增 22.90 元/股，提供安全边际

- 2016 年 11 月，公司完成向中国人寿、泰康资管和安徽铁发（原安徽铁建）非公开发行 1 亿股 A 股股票，募集资金总额 23 亿元，用于偿还带息债务和补充流动资金，锁定期 3 年。目前公司股票价格 25.8 元/股，仅高于发行价 12.66%。

图表 53: 公司限制性激励解锁条件 (2015-2017)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 我们预计公司 2016-2018 收入分别为 148.18 亿、185.6 亿和 220.67 亿, 同比分别增长 17.52%、25.26%和 18.89%; 归母净利润分别为 28.73 亿、34.25 亿和 39.83 亿, 同比分别增长 16.78%、19.20%和 16.30%; 扣非净利润分别为 20.73 亿、26.25 亿和 31.83 亿, 同比分别增长 25.17%、26.63%和 21.26%。

图表 54: 复星医药收入预测 (百万元)

|               | 2014      | 2015      | 2016E     | 2017E     | 2018E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 药品制造与研发收入     | 7,336.65  | 8,934.86  | 10,543.14 | 13,515.27 | 16,084.30 |
| YOY           |           | 21.78%    | 18.00%    | 28.19%    | 19.01%    |
| 医学诊断与医疗器械合计收入 | 1,939.69  | 2,254.32  | 2,716.97  | 3,222.37  | 3,758.48  |
| YOY           |           | 16.22%    | 20.52%    | 18.60%    | 16.64%    |
| 医疗服务分部收入      | 1,185.89  | 1,378.76  | 1,558.00  | 1,822.86  | 2,223.88  |
| YOY           |           | 16.26%    | 13.00%    | 17.00%    | 22.00%    |
| 合计收入          | 10,462.23 | 12,567.94 | 14,818.11 | 18,560.50 | 22,066.67 |
| YOY           |           | 20.13%    | 17.52%    | 25.26%    | 18.89%    |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 估值及投资建议

- 分部估值:** 我们按照公司各分部业务收入、主要公司持股比例测算出分部归母净利润, 并进行分部估值。根据融资评估, 我们给予复宏汉霖 12 亿美元估值, 对应母公司市值约 60 亿。公司 2017 年分部市值合计约 810 亿。
- 整体估值:** 我们预计 2017 年公司扣非净利润为 26.25 亿。参考可比公司, 我们给予公司 2017 年扣非净利润 28 倍 PE, 给予投资收益 10 倍 PE, 对应市值约 815 亿。
- 公司研发投入逐步进入收获期, 我们认为这将是公司估值提升的新起点。** 作为一家集多种医药行业最优质资源于一身的企业, 公司估值便宜、分部价值和协同价值均被市场低估。综合分部估值和整体估值, 我们给

予公司 2017 年市值 810-815 亿，对应股价 33.55-33.76 元，维持“买入”评级。

图表 55：分部估值

| 预测分部归母净利润（亿元） | 2017 归母净利润 | 分部 PE | 分部市值 |
|---------------|------------|-------|------|
| 药品制造与研发       | 14.8       | 25    | 370  |
| 医学诊断与医疗器械     | 2.4        | 30    | 72   |
| 医疗服务          | 0.8        | 40    | 32   |
| 国药控股          | 16.3       | 17    | 276  |
| 复宏汉霖          |            |       | 60   |
| 合计            | 34.3       |       | 810  |

来源：中泰证券研究所

图表 56：整体法可比公司估值（亿元）

| 证券代码   | 证券简称 | 2015 收入 | 2013-2015 收入 CAGR | 2015 净利润 | 2013-2015 净利润 CAGR | 2016-2018 净利润 YOY |        |        | 市盈率  |      |      | 市值   |
|--------|------|---------|-------------------|----------|--------------------|-------------------|--------|--------|------|------|------|------|
|        |      |         |                   |          |                    | 2016              | 2017   | 2018   | 2016 | 2017 | 2018 |      |
| 300003 | 乐普医疗 | 27.69   | 45.75%            | 5.96     | 27.50%             | 36.83%            | 29.89% | 28.01% | 43   | 33   | 26   | 310  |
| 600276 | 恒瑞医药 | 93.16   | 22.55%            | 21.72    | 32.44%             | 23.85%            | 22.99% | 21.77% | 42   | 36   | 30   | 1204 |
| 000538 | 云南白药 | 207.38  | 14.51%            | 27.71    | 9.25%              | 11.81%            | 12.48% | 13.46% | 26   | 23   | 20   | 796  |
| 002262 | 恩华药业 | 27.67   | 11.23%            | 2.55     | 20.35%             | 18.18%            | 27.25% | 27.17% | 44   | 36   | 28   | 141  |

来源：Wind（2017 年 3 月 10 日），中泰证券研究所

### 风险提示

- 外延并购不达预期。公司收购 Gland 尚未完成，如果并购失败将影响公司利润增速。
- 新药研发失败的风险。公司大分子、小分子在研项目存在研发失败、研发费用大量损失的风险。

图表 57: 复星医药盈利预测 (百万元)

| 损益表 (人民币百万元) |        |        |        |        |        |         |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
|              | 2013   | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E   |
| 营业总收入        | 9,996  | 12,026 | 12,609 | 14,818 | 18,560 | 22,067  |
| 增长率          | 36.18% | 20.3%  | 4.8%   | 17.5%  | 25.3%  | 18.9%   |
| 营业成本         | -5,543 | -6,719 | -6,308 | -6,893 | -8,700 | -10,332 |
| % 销售收入       | 55.5%  | 55.9%  | 50.0%  | 46.5%  | 46.9%  | 46.8%   |
| 毛利           | 4,453  | 5,307  | 6,301  | 7,925  | 9,861  | 11,735  |
| % 销售收入       | 44.5%  | 44.1%  | 50.0%  | 53.5%  | 53.1%  | 53.2%   |
| 营业税金及附加      | -75    | -87    | -106   | -116   | -151   | -177    |
| % 销售收入       | 0.7%   | 0.7%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.8%   | 0.8%    |
| 营业费用         | -1,844 | -2,300 | -2,815 | -3,697 | -4,622 | -5,495  |
| % 销售收入       | 18.4%  | 19.1%  | 22.3%  | 25.0%  | 24.9%  | 24.9%   |
| 管理费用         | -1,421 | -1,727 | -1,906 | -2,223 | -2,784 | -3,310  |
| % 销售收入       | 14.2%  | 14.4%  | 15.1%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,114  | 1,192  | 1,473  | 1,889  | 2,304  | 2,753   |
| % 销售收入       | 11.1%  | 9.9%   | 11.7%  | 12.7%  | 12.4%  | 12.5%   |
| 财务费用         | -384   | -379   | -450   | -125   | -7     | 37      |
| % 销售收入       | 3.8%   | 3.1%   | 3.6%   | 0.8%   | 0.0%   | -0.2%   |
| 资产减值损失       | -83    | -334   | -70    | 0      | 0      | 0       |
| 公允价值变动收益     | 30     | -11    | -2     | 0      | 0      | 0       |
| 投资收益         | 1,548  | 1,925  | 2,347  | 2,159  | 2,428  | 2,697   |
| % 税前利润       | 66.9%  | 70.8%  | 69.6%  | 54.0%  | 50.6%  | 48.5%   |
| 营业利润         | 2,226  | 2,394  | 3,297  | 3,923  | 4,725  | 5,488   |
| 营业利润率        | 22.3%  | 19.9%  | 26.2%  | 26.5%  | 25.5%  | 24.9%   |
| 营业外收支        | 87     | 324    | 75     | 75     | 75     | 75      |
| 税前利润         | 2,314  | 2,718  | 3,372  | 3,998  | 4,800  | 5,562   |
| 利润率          | 23.1%  | 22.6%  | 26.7%  | 27.0%  | 25.9%  | 25.2%   |
| 所得税          | -358   | -348   | -501   | -553   | -689   | -784    |
| 所得税率         | 15.5%  | 12.8%  | 14.9%  | 13.8%  | 14.4%  | 14.1%   |
| 净利润          | 1,955  | 2,370  | 2,871  | 3,445  | 4,111  | 4,778   |
| 少数股东损益       | 373    | 257    | 411    | 572    | 686    | 796     |
| 归属于母公司的净利润   | 1,583  | 2,113  | 2,460  | 2,873  | 3,425  | 3,983   |
| 净利率          | 15.8%  | 17.6%  | 19.5%  | 19.4%  | 18.5%  | 18.0%   |

| 资产负债表 (人民币百万元) |        |        |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2013   | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
| 货币资金           | 3,067  | 3,696  | 4,029  | 4,776  | 13,909 | 18,971 |
| 应收款项           | 2,038  | 2,175  | 2,348  | 2,644  | 3,013  | 3,605  |
| 存货             | 1,614  | 1,605  | 1,649  | 1,714  | 2,097  | 2,491  |
| 其他流动资产         | 267    | 1,188  | 300    | 298    | 330    | 366    |
| 流动资产           | 6,987  | 8,664  | 8,325  | 9,432  | 19,349 | 25,433 |
| % 总资产          | 23.7%  | 24.5%  | 21.8%  | 24.1%  | 39.6%  | 46.5%  |
| 长期投资           | 11,605 | 14,405 | 17,234 | 17,234 | 17,234 | 17,234 |
| 固定资产           | 4,907  | 5,681  | 5,765  | 5,630  | 5,269  | 4,947  |
| % 总资产          | 16.6%  | 16.1%  | 15.1%  | 14.4%  | 10.8%  | 9.0%   |
| 无形资产           | 5,646  | 6,180  | 6,562  | 6,563  | 6,685  | 6,742  |
| 非流动资产          | 22,489 | 26,672 | 29,876 | 29,743 | 29,504 | 29,239 |
| % 总资产          | 76.3%  | 75.5%  | 78.2%  | 75.9%  | 60.4%  | 53.5%  |
| 资产总计           | 29,475 | 35,336 | 38,202 | 39,175 | 48,853 | 54,673 |
| 短期借款           | 1,424  | 3,951  | 7,334  | 1,862  | 1,862  | 1,862  |
| 应付款项           | 3,106  | 3,107  | 2,467  | 3,183  | 3,715  | 4,586  |
| 其他流动负债         | 748    | 2,479  | 1,138  | 1,895  | 1,431  | 1,601  |
| 流动负债           | 5,278  | 9,537  | 10,939 | 11,498 | 7,008  | 8,049  |
| 长期贷款           | 126    | 771    | 1,676  | 1,676  | 7,176  | 7,176  |
| 其他长期负债         | 6,406  | 5,925  | 4,917  | 4,917  | 4,917  | 4,917  |
| 负债             | 11,811 | 16,233 | 17,532 | 18,091 | 19,101 | 20,142 |
| 普通股股东权益        | 15,332 | 16,675 | 18,182 | 18,024 | 26,006 | 29,989 |
| 少数股东权益         | 2,332  | 2,428  | 2,488  | 3,060  | 3,746  | 4,542  |
| 负债股东权益合计       | 29,475 | 35,336 | 38,202 | 39,175 | 48,853 | 54,673 |

| 比率分析         |        |        |        |        |         |         |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
|              | 2013   | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E   | 2018E   |
| 每股指标         |        |        |        |        |         |         |
| 每股收益 (元)     | 0.706  | 0.914  | 1.063  | 1.190  | 1.418   | 1.650   |
| 每股净资产 (元)    | 6.316  | 6.739  | 7.479  | 8.990  | 10.408  | 12.058  |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.452  | 0.519  | 0.701  | 1.009  | 1.046   | 1.244   |
| 每股股利 (元)     | 0.000  | 0.000  | 0.320  | 0.320  | 0.000   | 0.000   |
| 回报率          |        |        |        |        |         |         |
| 净资产收益率       | 11.18% | 13.56% | 14.22% | 13.24% | 13.63%  | 13.68%  |
| 总资产收益率       | 5.61%  | 6.30%  | 6.62%  | 7.53%  | 7.16%   | 7.43%   |
| 投入资本收益率      | 10.26% | 10.82% | 11.15% | 16.27% | 18.83%  | 23.20%  |
| 增长率          |        |        |        |        |         |         |
| 营业总收入增长率     | 36.18% | 20.30% | 4.85%  | 17.52% | 25.26%  | 18.89%  |
| EBIT 增长率     | 87.68% | 7.05%  | 23.57% | 28.21% | 21.95%  | 19.52%  |
| 净利润增长率       | 1.19%  | 33.51% | 16.43% | 16.78% | 19.20%  | 16.30%  |
| 总资产增长率       | 10.53% | 18.86% | 10.88% | 2.55%  | 24.70%  | 11.91%  |
| 资产管理能力       |        |        |        |        |         |         |
| 应收账款周转天数     | 40.2   | 42.5   | 46.9   | 44.7   | 41.0    | 41.0    |
| 存货周转天数       | 95.1   | 87.4   | 94.1   | 90.8   | 88.0    | 88.0    |
| 应付账款周转天数     | 58.2   | 49.6   | 52.3   | 50.9   | 51.6    | 51.3    |
| 固定资产周转天数     | 112.8  | 124.5  | 135.8  | 117.6  | 91.6    | 73.4    |
| 偿债能力         |        |        |        |        |         |         |
| 净负债/股东权益     | 15.24% | 22.65% | 34.57% | 2.52%  | -10.42% | -23.98% |
| EBIT 利息保障倍数  | 2.9    | 3.1    | 3.3    | 15.1   | 348.1   | -73.8   |
| 资产负债率        | 41.54% | 46.27% | 46.73% | 35.05% | 39.60%  | 37.24%  |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。