

复星医药 (600196) \ 医药生物

——创新研发+医药专业投资，布局优势显现

投资建议: **推荐**
 首次覆盖

当前价格: 33.85元
 目标价格: 55.40元

投资要点:

➤ 创新研发+疫情驱动。

复星医药制药业务精彩纷呈，单抗和CAR-T进展领先。单抗子公司复宏汉霖分拆上市，已经有首个单抗产品落地；CAR-T和国际领先的Kite合作，产品国内落地速度领先其他企业，已进入上市申请优先审评阶段。制药板块以外，达芬奇机器人、医疗美容设备，A股稀缺，长期成长性好。

➤ 医药背景的专业投资能力提升公司价值。

复星医药业务涵盖医药产业链各个环节，对于部分投资标的，复星医药是对方的上下游企业，减少了信息不对称的风险。尽管部分收益不纳入当期损益，专业投资能力仍能提升公司价值。1) 收购后控股的Gland Pharma，后者是注射剂出口企业，相比A股同类注射剂出口企业，ANDA批文多；2) 此前列为可供出售金融资产的早期医药项目中，迪安诊断等项目取得了非常高的收益率。3) 长期股权投资中，譬如挂号网，初始投资约1亿美元，该部分股权估值已超过4亿美元；未来若出售，会兑现大额投资收益。专业的医药投资能力提升了公司的价值。

➤ 给予“推荐”评级。

复星医药的单抗、CAR-T研发均处于领先地位；非药的达芬奇机器人、医疗美容设备为A股稀缺的业务，叠加专业投资能力，长期看好公司发展。预计2020-2022年EPS分别为1.41元、1.60元、1.87元，对应6月30日收盘价，PE分别为24、21、18倍。按照分部估值法，对应市值1420亿，12个月目标价55.40元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ 风险提示

研发、销售不及预期；中美贸易摩擦超预期；疫情影响超预期

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,563/2,011
流通A股市值 (百万元)	68,131
每股净资产 (元)	12.77
资产负债率 (%)	48.97
一年内最高/最低 (元)	38.88/23.60

一年内股价相对走势



夏禹 分析师

执业证书编号: S0590518070004

电话: 0510-82832787

邮箱: yuxia@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	24,918.27	28,585.15	32,278.10	37,062.72	43,136.40
增长率 (%)	34.14%	14.72%	12.92%	14.82%	16.39%
EBITDA (百万元)	5,444.63	6,483.29	7,649.87	8,194.58	9,184.36
净利润 (百万元)	2,707.92	3,321.62	3,616.41	4,089.25	4,784.19
增长率 (%)	18.45%	22.82%	8.87%	13.07%	16.99%
EPS (元/股)	1.06	1.30	1.41	1.60	1.87
市盈率 (P/E)	34.46	27.96	24.01	21.23	18.15
市净率 (P/B)	3.10	2.72	2.52	2.33	2.14
EV/EBITDA	20.22	17.37	14.72	13.68	12.16

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1.	覆盖医药全产业链的综合型企业	5
1.1.	复星医药业务涵盖医药全产业	5
1.2.	业务基本介绍	5
1.3.	利润分拆	6
2.	制药板块：精彩纷呈，单抗、CAR-T、新冠疫苗	12
2.1.	制药板块分拆	12
2.2.	单抗业务：十年布局，目前处于收获期	13
2.3.	小分子创新平台：仍在孵化中	13
2.4.	细胞治疗：项目引进，进展遥遥领先	19
2.5.	新冠疫苗：预防需求高	20
2.6.	Gland pharma：领先的制剂出口企业	21
2.7.	江苏万邦：痛风药物高速增长	23
2.8.	药友制药：注射剂为主，精神用药、口服护肝药前景好	25
3.	医疗器械和诊断	27
3.1.	历史业绩	27
3.2.	医疗美容——稀缺投资标的	28
3.3.	Breas：受新冠带动，呼吸机销售增长	30
3.4.	达芬奇手术机器人——存量+新增手术系统带动耗材、服务费用提升	31
4.	医药商业和医疗服务	33
4.1.	医药商业	33
4.2.	医疗服务	34
5.	盈利预测和估值	35
5.1.	盈利预测	35
5.2.	估值	36
6.	风险提示	37

图表目录

图表 1:	复星医药发展历程	5
图表 2:	业务结构	6
图表 3:	各项业务毛利率	6
图表 4:	从分部业绩开始调整为归母净利（单位：亿）	7
图表 5:	复星医药的主要投资情况	8
图表 6:	权益法确认的国药产投相关的投资收益	8
图表 7:	长期股权投资项目中权益法下确认的投资收益	9
图表 8:	长期股权投资的减少以及新增情况	9
图表 9:	挂号网投资估值参考	10
图表 11:	复星医药可供出售金融资产的历年处置情况	11
图表 12:	复星医药的迪安诊断项目 11-17 年化内部收益率估算	11
图表 13:	复星医药的制药主要子公司经营情况	12
图表 14:	复星医药研发情况	13
图表 15:	复宏汉霖核心产品中临床 II 期及以后的管线	13
图表 16:	利妥昔单抗国内样本医院销售情况	14
图表 17:	利妥昔单抗全球销售情况	14
图表 18:	her2 靶点单抗申报进展领先的企业	15

图表 19: 阿达木单抗申报进展较快的企业.....	15
图表 20: 贝伐珠单抗申报领先的企业.....	16
图表 21: 国内 PD-1 单抗 2019 年销售情况.....	16
图表 22: 主要单抗产品的价值估计.....	17
图表 23: 复星医药已进入临床阶段的主要的小分子创新药 (不含临床前以及项目引进)	18
图表 24: DPP-4 抑制剂国内主要品种和份额.....	18
图表 25: DPP-4 抑制剂样本医院销售情况.....	18
图表 26: CAR-T 主要获批产品.....	19
图表 27: 复星医药项目引进情况.....	19
图表 28: 两款产品对比.....	20
图表 29: 国内已进入临床的新冠疫苗项目.....	20
图表 30: FDA 批准进入临床的核酸疫苗.....	21
图表 32: Gland pharma 大事记.....	22
图表 33: gland pharma 申报 ANDA 情况.....	22
图表 34: Gland Pharma 获批 ANDA 情况.....	23
图表 35: Gland Pharma DMF 申报情况.....	23
图表 36: gland pharma 和华海药业对比.....	23
图表 37: 江苏万邦医院产品销售结构.....	24
图表 38: 主要产品销售情况.....	24
图表 39: 非布司他市场竞争格局 (单位: 百万元).....	24
图表 40: 几种他汀类产品用药金额对比.....	24
图表 41: 药友制药主要品种样本医院销售情况.....	25
图表 42: 主要化药保肝药样本医院销售情况.....	26
图表 43: 谷胱甘肽样本医院销售情况.....	26
图表 44: 喹硫平国内样本医院销售 (单位: 百万元).....	26
图表 45: 洞庭药业主要产品 (2019).....	26
图表 46: 药友制药获得 FDA 认证的产品.....	27
图表 47: 器械和诊断板块业绩表现.....	27
图表 48: 复星医药公司的医疗器械和诊断业务中的主要医药工业产品.....	28
图表 49: 复锐医疗科技主要产品和定位.....	28
图表 50: 产品主要销售区域.....	28
图表 51: 复锐医疗科技产品定价.....	28
图表 52: 复锐在能量源医疗美容市场份额 (2016).....	29
图表 53: 能量源医疗美容市器械销售预计规模.....	29
图表 54: Breas 股东结构.....	30
图表 55: Breas 相关信息参考.....	31
图表 56: 达芬奇机器人图.....	31
图表 57: 达芬奇手术系统全球总量 (台).....	32
图表 58: 利用达芬奇手术系统的年手术量.....	32
图表 59: 直观外科的达芬奇手术系统收入结构和相关价格信息.....	32
图表 60: 达芬奇机器人国内手术量 (例).....	33
图表 61: 复星医药参股的企业医药商业相关情况.....	33
图表 62: 复星医药医疗服务板块业绩表现.....	34
图表 63: 复星医药医院相关资产投资.....	34
图表 64: 复星医药各板块预计 (单位: 百万元).....	35
图表 65: 复星医药分部估值.....	37

图表 66: 财务预测摘要 39

1. 覆盖医药全产业链的综合型企业

1.1. 复星医药业务涵盖医药全产业链

复星医药业务涉足广，涵盖医药制造与研发、医疗器械与诊断、医疗服务、医药商业多个领域，业务包含医药产业全产业链。公司 1998 年于上交所上市，2012 年于港交所上市。公司通过并购，不断扩大其业务版图。

图表 1：复星医药发展历程

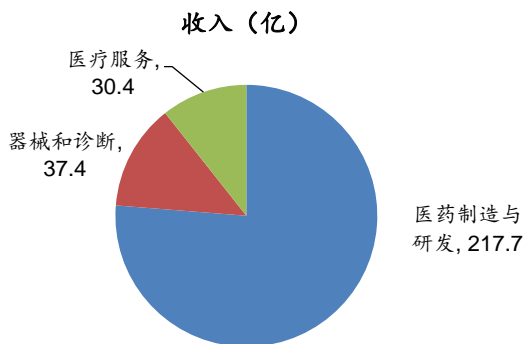
时间	内容	板块
2009/12/25	成立复创和复宏汉霖，复星医药研发创新进入新的里程碑	制药
2014/12/1	8.45 亿收购控股二叶制药	制药
2015/5/21	收购美国创新生物药公司 Ambrx	制药
2016/9/9	盐酸文拉法辛片首入美国市场	制药
2016/7/29	并购印度领先注射剂药企 Gland Pharma	制药
2017/7/17	成立科技创新孵化平台复星领智	制药
2017/12/5	复星凯特细胞治疗基地启动	制药
2018/8/6	国内启动 CAR-T 产品临床试验	制药
2019/2/8	中国首个生物类似药利妥昔上市	制药
2013/12/4	收购佛山市及至珠三角地区具有相当影响力的三级甲等医院禅城医院	医疗服务
2013/12/4	收购中西医结合肿瘤医院广州南洋肿瘤医院	医疗服务
2014/8/5	携手台州地方公立医院探索医养结合新模式	医疗服务
2015/5/28	与挂号网战略结盟并拟购挂号网优先股 加快“互联网+”战略布局	医疗服务
2015/12/3	复星医药牵手温州中医院共同打造温州老年病医院	医疗服务
2015/12/16	复星医药医疗服务落子青岛拟出资 4 亿元共建新医院	医疗服务
2016/8/8	复星医药携手玉林市第一人民医院共建广西一流心脑血管专科医院	医疗服务
2016/12/12	开创国企医院体制改革先河淮海医院管理集团有限公司成立	医疗服务
2017/12/17	收购法国药品分销公司 Tridem Pharma82%的股权	分销
2010/12/25	与美中互利在香港共同成立合资公司美中互利医疗有限公司	医疗器械和诊断
2013/12/10	控股世界领先的医疗美容器械生产企业 Alma 公司	医疗器械和诊断
2016/9/29	与直观外科拟在华成立合资企业创新研发和销售肺癌诊断和治疗产品	医疗器械和诊断
2017/3/17	收购瑞典呼吸器械公司 Breas	医疗器械和诊断

来源：复星医药官网整理，国联证券研究所

1.2. 业务基本介绍

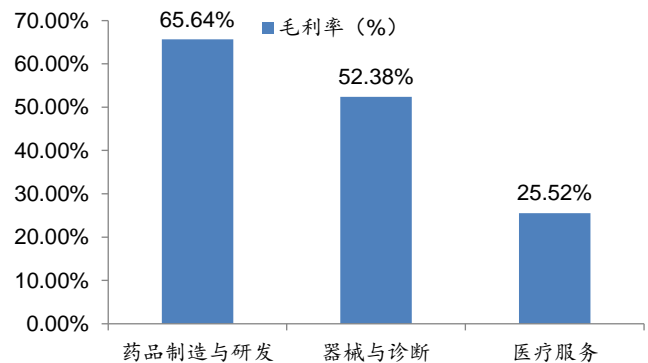
公司主要业务板块为制药、器械和诊断、医疗服务板块，3 个板块 2019 年分别实现收入 217.7 亿、37.4 亿、30.4 亿元。制药板块为公司最大的业务板块。制药、器械和诊断的毛利率比较高，分别为 65.64%、52.38%。医疗服务板块的毛利率相对较低。

图表 2: 业务结构



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: 各项业务毛利率



来源: Wind, 国联证券研究所

1.3. 利润分拆

复星医药业务复杂, 我们将合并利润表中同口径的数值替换成分部业绩+调整项目, 以更好的反应实际经营情况, 以及业绩驱动因素。

由分部业绩向利润调整的内容包括:

1、分部业绩。复星医药分部业绩口径是业务板块的收入, 扣除本(营业成本)、费(销售费用、管理费用、研发费用, 不包含财务费用)、税(营业税金及附加)。未扣除所得税、财务费用。

2、调整项目。调整 1 为合并利润表中, 按照分部业绩的统计口径(收入-费-税-本), 计算出的分部业绩, 与披露出的各分部业绩统计的差额, 即未归集到 3 大业务板块的收入费用(不含财务费用)。调整项目 1 对应的, 预计主要是总部的各项开支, 现阶段在 5 亿元左右, 整体平稳, 略有增长。调整项目 2 为合并利润表中财务费用, 与分部业绩统计的财务费用的差额, 即未归集到 3 大业务板块的财务费用。多个负债项目纳入到集团管理, 未纳入到分部负债中(短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债等), 现阶段在 9 亿左右。两个调整项目金额均为倒计得出。

3、财务费用。

4、投资收益。主要包括对联营合营企业的投资收益、处置 X 资产收益、其他持有期间的收益(股利/利息)。

5、公允价值变动收益。

6、其他收益。主要是政府补助, 已经把往年的政府补助从“营业外收入”调整至“其他收益”项目中, 使得口径可比。

7、减值。

8、营业外项目。

图表 4：从分部业绩开始调整为归母净利（单位：亿）

	2015	2016	2017	2018	2019
分部业绩	18.3	22.2	25.9	26.0	28.2
药	12.8	15.8	18.6	17.8	19.2
器械	3.84	4.35	4.8	5.6	5.7
服务	2.02	2.31	2.9	3.0	3.3
其他	0.32	0.25	0.4	0.6	0.4
抵消	-0.6	-0.52	-0.8	-1.1	-0.4
调整 1(未归集到 3 大业务板块的费用(不含财务费用))	-3.5	-4.8	-4.3	-5.1	-5.2
分部业务财务费用（分部原始，负号表示有利息收入）	0.45	0.36	-0.3	-1.4	-0.4
财务费用（合并报表）	4.5	4.0	5.5	7.2	8.7
调整 2（财务费用调整项目，未归集到 3 大业务板块的财务费用）	-4.1	-3.7	-5.8	-8.7	-9.0
投资收益	3.5	21.3	22.9	18.2	35.7
对联营合营企业的投资收益	11.1	13.4	13.5	13.5	14.3
权益法核算的国药产投的投资收益	10.5	12.9	14.7	15.1	16.2
其他的对联营合营企业投资受益	0.6	0.5	-1.2	-1.6	-1.9
处置 X 资产的收益	11.6	7.0	9.1	4.6	21.1
处置长期股权投资产生的投资收益	1.0	0.8	3.4	3.5	17.4
处置可供出售金融资产取得的投资收益	10.1	6.2	5.6		
处置交易性金融资产取得的投资收益			0.1	0.4	0.1
处置其他非流动金融资产取得的投资收益				0.3	3.6
处置子公司投资收益	0.5	0.0	0.1	0.4	-0.1
持有期间收益（股利/利息，大部分时间小，可忽略）	0.8	0.9	0.3	0.1	0.3
公允价值变动收益	-0.2	0.1	0.4	2.0	-3.4
交易性金融资产			0.4	-1.4	-0.2
其他非流动金融资产				3.4	-3.2
其他收益（主要是政府补助）	0.9	1.8	1.4	2.8	3.1
减值	0.7	0.8	0.6	1.3	4.9
资产减值	0.7	0.8	0.6	1.0	3.9
信用减值			0.0	0.3	1.0
营业外项目（小，忽略）					
税前利润计算	33.8	35.7	40.2	35.3	44.8
所得税	5.0	3.5	4.8	5.6	7.8
实际所得税率	14.81%	9.79%	11.83%	15.84%	17.44%

净利润	28.8	32.2	35.5	29.7	37.0
少数股东损益实际值	4.1	4.2	4.6	3.1	4.2
归母净利估算值	24.7	28.1	30.9	26.6	32.8
公告的归母净利数值	24.6	28.1	31.2	27.1	33.2

来源：国联证券研究所（注：为简化框架、简明反应业绩驱动因素，删减了一些数值较小的项目，导致估算数和实际数值有差异）

➤ 经营相关

实际经营的各项资产，经营稳健，以分部业绩为统计口径，服务、器械和诊断、药三个板块5年复合增长率为12.8%、10.6%、10.7%。医疗服务业务中新设医院的亏损，以及制药板块中快速增长的研发费用，这些都拉低了公司现有经营业务的内生实际增长。

➤ 复星医药的股权投资分析

复星的各类股权投资提升了公司的价值。

图表5：复星医药的主要投资情况

	处置收益	持有期间股利/利息	按权益法享有的利润	公允价值变动损益
股 长投-国控	-	少	很多	-
权 长投-其他	少多均有	少	负	-
投 交易性金融资产	少	少	-	少
资 可供出售金融资产/其他权益工具投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	少多均有	少	-	少

来源：国联证券研究所

- 1) 长投（国药控股）——投资收益中很大一部分是国药控股贡献的。复星医药通过持有国药产业投资有限公司，间接持有国药控股。间接持股的国药控股按照比例估算，贡献了复星医药10-16个亿的投资收益。

图表6：权益法确认的国药产投相关的投资收益



来源：复星医药公告整理，国联证券研究所

2) 长投(其他)——联营合营企业除国药控股外,整体亏损,其中投入阶段的包括之前的和睦家医院、复星凯特。整体亏损不大,2019年贡献的投资收益-1.9亿。该项目中有盈利资产也有亏损资产。和睦家已出售;达芬奇机器人业务转入合资公司直观复星中;复星凯特的CAR-T有望开始贡献收入,该科目亏损预计收窄。

图表 7: 长期股权投资项目中权益法下确认的投资收益

权益法下确认的亏损(百万)	2016	2017	2018	2019
复星凯特			-14	-44
和睦家/New Frontier Health	-5	-5	-65	-45
除国控外其他的联营合营企业损益	50	-119	-162	-190

来源:复星医药公告整理,国联证券研究所

3) 各类资产的处置

#1 长期股权投资的处置贡献较大的体量。2019年出售和睦家的股权,确认的投资收益约14.2亿。2017年、2018年金额在3亿左右。长期股权投资股权出售时的获利是进入当期损益的;资产负债表日,长期股权投资本身的股权升值并不反应到当期损益中,这部分升值将会在资产出售时反映到利润上。优质的长投选择反应公司的投资能力。

图表 8: 长期股权投资的减少以及新增情况

单位: 亿	2015	2016	2017	2018	2019
处置长期股权投资收益	1.00	0.76	3.36	3.50	17.40
减少投资额合计	3.0	2.1	1.6	8.0	14.5
减少投资明细	广州南洋肿瘤医院有限公司	汉森制药	汉森制药	Ambrx	和睦家
其他	2.1	湖南新时代阳光药业	1.2	其他	0.8
		其他	0.4	青岛山大齐鲁医院投资管理有限公司	2.0
				其他	1.2
新增长期股权投资	16.6	18.0	17.5	23.6	4.1
增加投资明细	青岛山大齐鲁医院投资管理有限公司	2.0	挂号网	9.4	复星凯特
	上海复星高科技集团财务有限公司	3.5	国药控股医疗投资管理有限公司	2.3	淮海医院管理(徐州)有限公司
	saladaxBiomedical	1.4	Ambrx	0.3	重药控股
	Sovereign Medical Service	2.4	其他	5.8	复星康健融资租赁(上海)有限公司
	Amerigen Pharmaceuticals	2.1		3.0	其他
	Ambrx	2.8			
	国药控股医疗投资管理有限公司	0.5			
	其他	0.8			

来源:复星医药公告整理,国联证券研究所

尚未兑现的大额投资包括挂号网。复星参与挂号网 E 轮的融资。复星医药持有挂号网普通股 0.15 亿股、D 轮优先股 0.35 亿股、E 轮优先股 0.40 亿股。按照 E 轮融资的估值，挂号网价值 15 亿美元。根据 China Daily 的报道，2018 年在接受 AIA 保险 5 亿美元的融资后，挂号网 100% 股权已达到 55 亿美元。复星医药间接持有其 7.964% 的股份，持有的挂号网股权价值为 4.38 亿美元。按初始投资成本约 1 亿美元估算，若出售，出售时将确认大额投资收益（2016 年“挂号网”投资由“可供出售金融资产”转入“长期股权投资”科目，已视同“出售可供出售金融资产”，确认了一部分投资收益）。

图表 9：挂号网投资估值参考

	复星购买 参考时间	投资金额 (万美元)	复星持股数	挂号网 100% 股权 估值(万美元)	扩大后总股本 (百万股)
普通股	-	-	14,647,109	-	-
D 轮优先股	2014.11	2412	34,786,884	48,240	696
E 轮优先股	2015.12	6500	39,669,253	150,000	915
	...				
AIA 投资，复星持股比例现在为 7.964%				550,000	-

来源：复星医药、Chinadaily，国联证券研究所

除挂号网外，单笔金额较大的投资有 butterfly network，复星医药投资额约 1 亿美元。该公司研发便携式超声设备，设备可以和手机连接进行超声诊断、成像。单个设备金额在 2 千美元左右，使得超声设备可及性、便捷性大幅提升。目前尚没有进一步的公允价值可以参考，后续价值提升值得期待。

#2 可供出售金融资产的处置。2015-2017 年金额较高（5-10 亿），2018-2019 年大幅降低。这主要是执行新金融工具准则造成的。2018 年可供出售金融资产科目分拆，划转至交易性金融资产、其他非流动金融资产、其他权益工具投资科目中。

2018 年 1 月 1 日以前，权益类的可供出售金融资产，在出售时，“其他综合收益”的相关项目转到“投资收益”项目中（出售时确认较多）。新金融工具执行后，以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（其他权益工具投资），这部分资产的公允价值变动不进入当期损益，出售时也只调整留存收益。以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产，根据持有期不同，划转至交易性金融资产、其他非流动金融资产的资产中。

对于复星医药而言，“可供出售金融资产”的出售获益主要是股权类资产。取得较多投资收益的投资很多，不局限在医药板块，医药板块挣钱的有迪安诊断、金城药业、迈瑞医疗等，非医药板块挣钱的有山东滨化、佰利联等。

图表 10: 复星医药可供出售金融资产的历年处置情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
处置	1) 迪安诊断0.5亿 2) 隆基股份股票0.5亿、 3) 山东滨化0.5亿 4) 佰利联0.2亿 5) 山东金城0.2亿	1) 迪安诊断0.9亿; 2) 山东滨化1.7亿、 3) 佰利联0.9亿 4) 隆基股份0.7亿; 5) 山东金城0.7亿	处置迪安诊断、西安隆基、佰利联、山东滨化、东富龙、爱康国宾、海翔药业、山东金城以及长春迪瑞等股票, 实现处置可供出售金融资产收益人民币10亿 1) 迪安诊断3.1亿 2) 隆基股份2.4亿 3) 佰利联0.8亿 4) 山东滨化0.5亿 5) 东富龙0.02亿 6) 爱康国宾0.1亿 7) 海翔药业0.08亿 8) 山东金城1.88亿	处置山东金城、佰利联、隆基、迪安、石四药、深圳迈瑞、威高股份、长春迪瑞、康维他等股票, 实现处置可供出售金融资产收益人民币3.14亿。 1) 山东金城0.5亿 2) 佰利联0.9亿 3) 隆基股份0.2亿 4) 迪安诊断0.2亿 5) 石四药0.3亿 6) 深圳迈瑞0.06亿 7) 威高股份0.01亿 8) 长春迪瑞0.9亿 9) 康维他0.1亿	处置亚洲制药、重庆医股股权和出售迪安诊断、迪瑞医疗、AKRX、羚锐制药、山东金城以及康维他等股票, 实现处置可供出售金融资产收益5.67亿 1) 迪安诊断1.0亿 2) 迪瑞医疗0.8亿 3) AKRX0.5亿 4) 羚锐制药0.2亿 5) 山东金城0.2亿 6) 康维他0.2亿	未处置“其他权益工具投资”项目下资产; 处置交易性金融资产、其他非流动金融资产收益0.67亿 1) Dova 0.24亿 2) 迪安 0.03亿 3) Contrafact0.06亿 4) Amneal pharm0.3亿 5) Jounce 0.02亿	未处置“其他权益工具投资”项目下资产; 其他无明细
处置收益	1.92	6.82	10	6.2	5.67		
	公允价值变动不计入当期损益, 处置转入投资收益					口径不可比: 部分公允价值变动计入当期损益, 部分不计入; 处置部分计入	

来源: 复星医药年报整理, 国联证券研究所

以迪安诊断为例, 复星医药 2009 年 8 月投资迪安诊断, 投资金额 3214 万, 占比 15%。2011 年迪安诊断 IPO, 2012-2017 年, 公司处置迪安诊断股票分别为公司带来了 1.0 亿、0.5 亿、0.9 亿、3.1 亿、0.2 亿、1.0 亿的处置收益。在以可供出售金融资产项目核算期间, 按照内部收益率计算, 迪安诊断项目 6 年的内部收益率超过 75%。

图表 11: 复星医药的迪安诊断项目 11-17 年化内部收益率估算

排名	2009.8	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
处置收益 (万)		0	9572	5259	8788	30764	1598	9671
持股数量 (百万)		5.40	5.43	5.34	6.69	5.40	9.22	5.12
占总股本比例 (%)	15.00	10.57	5.90	4.47	3.25	2.00	1.67	0.93
持股比例变动 (%)			(4.67)	0.00	0.00	(0.29)	0.00	(0.74)
期末参考市值 (亿元)		2.40	1.51	3.13	2.94	3.75	2.95	1.21
IRR=75%时收益原值 (万)		0	1,415	444	424	848	25	87
投资金额 (万)	3214.29							

来源: 迪安诊断十大股东数据、复星医药年报整理, 国联证券研究所 (注: 股利相对于股票处置而言金额小, 简便计算忽略前期的股利收入。2015-2017 的数据含股利, 2009 年按照 5 个月计算。统计截止至 2017 年年末, 未出售的股权尚未计算投资收益, 但已计入成本)

4) 各类资产的持有期间收益 (股利、利息)。整体较小, 近 5 年在 1 千万-9 千万之间, 最近 1 年为 4 千万。

作为有医疗产业链各阶段布局的企业 (原料药+制剂+创新药/技术+器械+诊断+医院), 复星医药至少在医药板块信息获取上远胜于一般的投资机构; 部分投资标的上, 复星直接参与上下游业务, 信息不对称少。预计其医药板块的投资能力强。

对于复星的当期利润贡献上, 取得控制的资产以及经营好的长期股权投资, 复星医药以持股比例享受其利润的增长, 如 gland pharma、国药产投, 或在出售部分股权时有望获大额处置收益, 如和睦家; 计入其他权益工具投资的项目, 尽管出售获益只调整留存收益, 不计入当期损益, 仍能提升公司的价值; 对于公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产, 当期公允价值变动影响损益。

2. 制药板块：精彩纷呈，单抗、CAR-T、新冠疫苗

2.1. 制药板块分拆

复星医药下属医药制造企业多，主要生产企业包括重庆药友、江苏万邦、奥鸿药业、Gland Pharma。制药板块按照归母净利润贡献，江苏万邦（6.5 亿）、药友制药（4 亿）、gland pharma（3.8 亿）、奥鸿药业（2.3 亿）贡献较多。费用化研发开支增加较快，导致分部利润增速较低。制药分部收入和 4 家主要子公司收入口径有 55 亿的差额；其中较大收入贡献的企业包括：

1、湖北新生源。主营氨基酸，2016 年收入 11 亿，净利润 8 千万。

2、苏州二叶制药。主营青霉素、头孢类抗生素。复星医药持股 65%，2015 年给复星贡献的净利润约 8 千万。

3、Tridem Pharma。Tridem Pharma 为西非法语区第三大药品分销公司，主要面向非洲法语区国家，以及法国海外属地开展医药产品出口分销业务。销售网络覆盖法语区 21 个国家和地区。

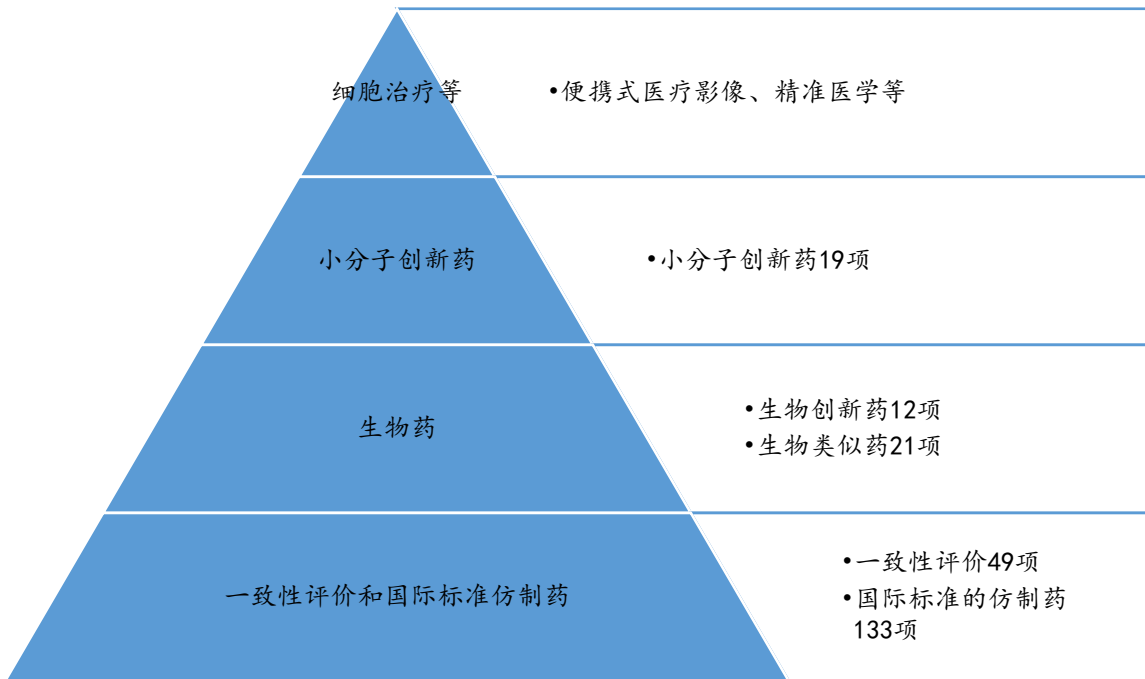
图表 12：复星医药的制药主要子公司经营情况

单位：百万		2016	2017	2018	2019
收入		10,260	13,195	18,681	21,766
毛利率		60.01%	66.42%	65.09%	65.64%
分部利润		1,640	1,838	1,755	2,073
分部业绩		1,580	1,860	1,785	1,925
制药研发投入		963	1,275	2,250	3,131
费用化研发开支		572	799	1,255	1,741
主要子公司					
重庆药友	收入	3,126	3,919	5,734	6,144
	(51%) 净利润	312	464	705	806
江苏万邦	收入	2,802	3,191	4,007	5,401
	(100%) 净利润	315	341	452	654
奥鸿药业	收入	1,061	1,669	1,796	2,208
	(100%) 净利润	427	376	230	230
Gland Pharma	收入		455	1,913	2,507
	(74%) 净利润		63	283	513

来源：Wind，国联证券研究所

除成熟的经营药企以外，复创、复星弘创为公司主要小分子的研发平台，其中复创起步早，2009年设立。复宏汉霖为复星医药的生物药研发制造平台。考虑到临床进展，我们预计主要的研发费用投入到生物药中，10%左右的研发费用投向化药小分子。

图表 13：复星医药研发情况



来源：复星医药 2019 年报，国联证券研究所

2.2. 单抗业务：十年布局，目前处于收获期

复宏汉霖为国内领先的单抗企业。2009 年设立单抗研发企业复宏汉霖。目前已有 1 个生物类似药上市；2020 年，公司的曲妥珠、阿达木单抗生物类似药有望上市。

图表 14：复宏汉霖核心产品中临床 II 期及以后的管线

产品	靶点	适应症	II期	III期	NDA	已上市	其他已上市	其他NDA	其他III期
HLX01 (利妥昔单抗生物类似药)	CD20	非霍奇金淋巴瘤				√		信达 (19.6)	神州细胞 (19.12)
HLX01 (新药, 原研国内该适应症尚未批准)	CD20	类风湿性关节炎		√					
HLX02 (曲妥珠单抗生物类似药)	Her2	乳腺癌、转移性胃癌			√		三生制药		安科、百奥泰、海正、华兰、上海生物制品研究所、正大天晴、嘉和7家
HLX03(阿达木单抗生物类似药)	TNF-α	银屑病、强直性脊柱炎、类风湿性关节炎			√		百奥泰、海正	信达、君实	通化东宝、神州细胞、正大天晴
HLX04(贝伐珠单抗生物类似药)	VEGF	转移性结直肠癌、非鳞状非小细胞肺癌		√			齐鲁	信达、恒瑞、绿叶	安科、华兰、正大天晴等9家
HLX10	单药	PD-1	实体瘤	√			君实、信达、恒瑞、百济神州	康方生物、誉衡药业	
			慢性乙型肝炎	√					
			联合化疗						
			转移性食管鳞状上皮癌		√				
			鳞状非小细胞肺癌		√				
			广泛期小细胞肺癌		√				
			胃癌		√				
			宫颈癌		√				
			联合HLX04						
			PD-1+VEGF						
			非鳞状非小细胞肺癌		√				
			肝细胞癌		√				

来源：复宏汉霖年报，PDB，互联网信息整理，国联证券研究所

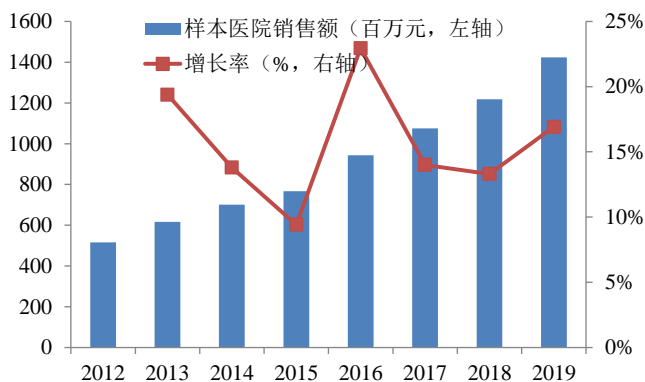
➤ 利妥昔单抗

公司的利妥昔单抗（美罗华生物类似药）2019 年上市，为国内首个获批的生物类似药，目前同类产品仅原研和复星国内销售，当年销售额约 1.5 亿。申报进展紧随其后的包括信达生物、神州细胞，已申报 NDA，此外还有华兰、嘉和、海正、正大天晴处于 III 期临床。复星产品初始价格为 1648 元/100mg（约原研 7 折）；2019 年 8 月开始，多地的中标价调整为 1398 元/100mg，以抢占市场份额。

按照滤泡性非霍奇金淋巴瘤的联合化疗初次治疗方案，以及弥漫大 B 细胞性非霍奇金淋巴瘤联合 CHOP 化疗的治疗方案估算，一年的用药金额降至 6.7 万；对于滤泡性非霍奇金淋巴瘤复发的患者，用药费用约为 3.4 万。根据中国癌症统计 2015，我国淋巴瘤新发数为 8.8 万人。按照相关的亚细胞类型占总体的 50% 估算，相关人群新发数约 4.4 万人。

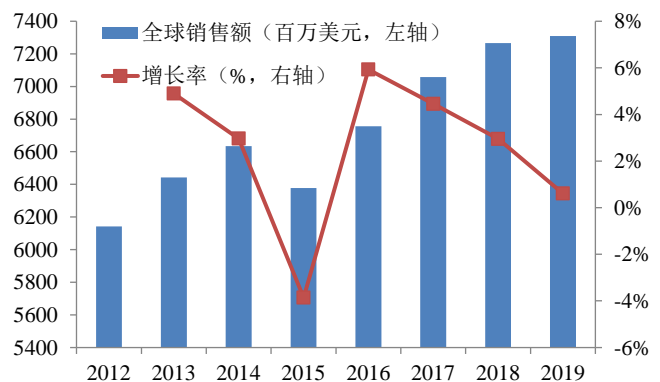
4 月公司的利妥昔单抗新增 2000L 发酵罐（原有为 500L），解决产能不足的问题，后续产能和毛利率提升。除已获批的非霍奇金淋巴瘤适应症外，该产品以新药申报类风湿性关节炎适应症，目前处在临床 III 期，预计能够小幅拓展产品的销售额。

图表 15：利妥昔单抗国内样本医院销售情况



来源：PDB，国联证券研究所

图表 16：利妥昔单抗全球销售情况



来源：PDB，国联证券研究所

➤ 曲妥珠单抗

曲妥珠单抗为全球畅销单抗药物，罗氏曲妥珠单抗全球销售额超过 70 亿美元，中国的销售额为 27.3 亿元。产品空间上，Her2 阳性的乳腺癌和胃癌的新发数合计约为 14.45 万人。按照每 3 周 1 次的治疗方案，年费用约 9.35 万元。潜在空间超过百亿。国内尚没有曲妥珠单抗的生物类似药上市。复宏汉霖的曲妥珠单抗生物类似药（HLX02）2019 年 4 月申请 NDA；三生国健同靶点产品申报撤回，又于 2018 年 9 月重新申报；以上两家均纳入优先审评，6 月 19 日三生国健产品率先获批。三生国健伊尼妥单抗按照新药申报，复星医药的产品按照类似药申报；除临床对照组治疗方

案不同外，按照生物类似药申报可以获得原研在国内获批的其他适应症；此外赫赛汀认可度高，其生物类似药临床推广上有优势。其他进入 III 期临床的包括海正、百奥泰等 7 家。复星在该品种上申报进度领先，有望今年获批上市。

图表 17: her2 靶点单抗申报进展领先的企业

产品	公司	适应症	进展	登记号
HLX02	上海复宏汉霖生物技术股份有限公司	乳腺癌	新药上市申请审评	-
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体	三生国健药业(上海)股份有限公司	乳腺癌	已获批	-
注射用重组抗her2人源化单克隆抗体	上海生物制品研究所有限责任公司	乳腺癌、胃癌	III期	CTR20190965
曲妥珠单抗	华兰生物基因工程有限公司	乳腺癌	III期	CTR20190665
注射用曲妥珠单抗	正大天晴药业集团股份有限公司	乳腺癌	III期	CTR20181909
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体	海正药业股份有限公司	乳腺癌	III期	CTR20180362
GB221	嘉和生物药业有限公司	乳腺癌	III期	CTR20171510
注射用重组人HER2单克隆抗体	安徽安科生物工程(集团)股份有限公司	乳腺癌	III期	CTR20170516
BAT8001 (ADC)	百奥泰生物制药股份有限公司	乳腺癌	III期	CTR20180157

来源：PDB, CDE, 国联证券研究所

➤ 阿达木单抗

阿达木单抗生物类似药进展上，2019 年 11 月、12 月百奥泰、海正的阿达木单抗类似药先后获批。此外，复宏汉霖、信达生物、君实生物（苏州众合）的阿达木单抗也处在 NDA 阶段，复星整体申报进度处于前 5 的位置，产品有望今年获批上市。

原研产品价格为 1290 元/支/40mg，百奥泰中标价格为 1160 元，海正的中标价格为 1150 元。原研药品年费用 3.35 万。3 大适应症合计新发数预计超过 1500 万人。自身免疫病产品种类多，药物靶点选择有原有 TNF- α （戈力木单抗、赛妥珠单抗、融合蛋白等），近期还开发出以白细胞介素为靶点的产品，如 Tremfya、Ilumya，两者更是将治疗的频次下降到 8 周/次、12 周/次。该领域产品多，单一品类很难达到很高的渗透率；但患者基数大，整体市场空间大。

图表 18: 阿达木单抗申报进展较快的企业

药品通用名	受理号	企业名称	NMPA办理状态	承办日期	状态开始时间	审评结论
阿达木单抗	CXSS1900041	苏州众合生物医药科技有限公司	在审评	2019/11/13	2019/11/12	-
阿达木单抗	CXSS1900001	上海复宏汉霖生物制药有限公司	在审评	2019/1/28	2019/1/25	-
阿达木单抗	CXSS1800027	信达生物制药(苏州)有限公司	在审评	2018/11/15	2018/11/13	-
阿达木单抗	CXSS1800025	浙江海正药业股份有限公司	已发件	2018/9/25	2019/12/11	批准
阿达木单抗	CXSS1800018	百奥泰生物科技(广州)有限公司	已发件	2018/8/27	2019/11/13	批准

来源：CDE, 国联证券研究所

➤ 贝伐珠单抗

复星医药的贝伐珠单抗类似药目前处在 III 期临床。贝伐珠单抗原研全球销售额 70.7 亿瑞士法郎，国内销售额 28.8 亿元（2019）。该品种 2017 年进入医保目录，

价格由 5200 元降低至 2000 元/支，在 2019 年底通过价格谈判进入医保，价格降至 1500 元/支，齐鲁制药的产品报价为原研的 8 折。

国内企业申报方面，2019 年 12 月齐鲁制药的贝伐珠单抗类似药率先获批上市；信达生物、恒瑞医药、绿叶制药的贝伐珠单抗申报 NDA；其他在 III 期临床的含复星医药有近 10 家，复星 III 期临床已完成患者入组。贝伐珠单抗的申报相比其他三个品种，进展相对落后。

图表 19：贝伐珠单抗申报领先的企业

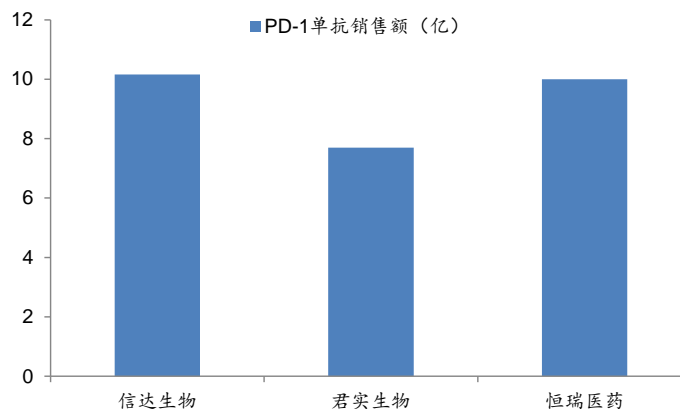
产品	公司	适应症	进展	登记号/受理号
重组抗VEGF人源化单克隆抗体注射液	齐鲁制药有限公司	晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌，转移性结直肠癌	已上市（2019.12）	CXSS1800017
贝伐珠单抗注射液	山东绿叶制药有限公司	非小细胞肺癌、结直肠癌	新药上市申请（2020.4）	CXSS2000013
贝伐珠单抗注射液	苏州盛迪亚生物医药有限公司	非小细胞肺癌、结直肠癌	新药上市申请（2020.4）	CXSS2000012
贝伐珠单抗注射液	信达生物制药(苏州)有限公司	非小细胞肺癌、结直肠癌	新药上市申请（2019.1）	CXSS1900004
重组抗VEGF人源化单克隆抗体注射液	安徽安科生物工程（集团）股份有限公司	晚期、转移性或复发性非鳞状细胞非小细胞肺癌	III期	CTR20190071
重组人源化抗 VEGF 单克隆抗体注射液（SCT510）	神州细胞工程有限公司	不可切除的局部晚期、转移性或复发性非鳞状细胞非小细胞肺癌	III期	CTR20181634
重组抗血管内皮生长因子（VEGF）单抗注射液（贝伐单抗）	华兰基因工程有限公司	非鳞状非小细胞肺癌	III期	CTR20181297
贝伐珠单抗注射液	正大天晴药业集团股份有限公司	非鳞状非小细胞肺癌	III期	CTR20180857
HLX04	上海复宏汉霖生物技术股份有限公司	转移性结直肠癌	III期	CTR20171503
GB222（嘉和生物药业有限公司生产）	嘉和生物药业有限公司	非小细胞肺癌	III期	CTR20171085
BA1706	百奥泰生物制药股份有限公司	非鳞状非小细胞肺癌	III期	CTR20170799
MIL60	北京天广实生物技术股份有限公司;中国人民解放军军事医学科学院基础医学研究所	晚期或复发性非鳞状细胞非小细胞肺癌	III期	CTR20170658
TAB008单抗注射液	东曜药业有限公司	晚期或复发性非鳞状细胞、非小细胞肺癌	III期	CTR20170244

来源：医药魔方数据，国联证券研究所

➤ 抗 PD-1 单抗

PD-1 单抗目前进展较快，2018 年底至今国内君实、信达、恒瑞、百济神州 PD-1 单抗先后获批上市。此外，康方生物/中国生物制药、誉衡药业的 PD-1 单抗提交上市申请。已申报复星医药在 PD-1 产品的策略包括联合用药、联合化疗，其中 5 种适应症方案均处于 III 期临床。一般最先上市的 5-10 家具备先发优势，但相比其他品类，PD-1 单抗能够开发的适应症类型多，预计容量也相对较大。

图表 20：国内 PD-1 单抗 2019 年销售情况



来源：公司公告整理，国联证券研究所

产品空间上，参考 2019 年几家获批企业的销售情况，恒瑞销售约 10 亿，信达生物超过 10 亿，君实生物 PD-1 销售 7.7 亿，上市首年销售额均在 5-10 亿元的体量，印证了产品的天花板较高。大的适应症包括肺癌、胃癌、食道癌，按照 20% 渗透率以及 10 万元的年费估算，国内年销售额空间超过 300 亿。

按照以下的渗透率假设，复宏汉霖的临床 III 期及以后的产品价值为 232 亿，临床 II 期及以前项目按照 30 亿估算，单抗资产价值在 262 亿以上。近期复宏汉霖拟在科创板上市，预计复宏汉霖的估值水平进一步提升。

图表 21：主要单抗产品的价值估计

	增长期										稳定期										衰退期			
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039				
利妥昔单抗																								
非霍奇金淋巴瘤国内新发数(千人)	44																							
覆盖人数	6600	8800	11000	11000	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800	8800				
国内新患者覆盖率	15.00%	20.00%	25.00%	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%				
单人治疗年费用(万)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	3.35	3.35	3.35	3.35				
国内销售额(亿)	4.4	5.9	7.4	7.4	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	2.9	2.9	2.9	2.9				
除原研外，2家NDA，4家III期临床。RA适应症阿达木及其他类别的单抗太多，不纳入估值																								
阿达木单抗																								
各类适应症新发数(千人)	15000																							
国内新患者覆盖人数(千人)	5	10	20	40	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50				
国内渗透率	0.03%	0.07%	0.13%	0.27%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%				
单人治疗年费用(万)	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	1.7	1.7	1.7	1.7				
国内销售额(亿)	1.7	3.4	6.7	13.4	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	8.4	8.4	8.4	8.4				
和阿达木单抗类似适应症的药物种类增加。百奥泰、海正(2019.12)产品已上市，信达、复星、君实阿达木单抗申报上市。治疗为每2周1次，费用26*1290=3.35万。																								
西妥昔单抗																								
HER2阳性胃癌和乳腺癌新发数(千人)	144.5																							
国内新患者覆盖人数	2280	3420	4560	6840	8550	8550	8550	8550	8550	8550	8550	8550	8550	8550	8550	8550	8550	8550	8550	8550				
国内新患者覆盖率	4.00%	6.00%	8.00%	12.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%				
单人治疗年费用(万)	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	9.35	4.675	4.675	4.675	4.675				
国内销售额(亿)	2.1	3.2	4.3	6.4	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	4.0	4.0	4.0	4.0				
乳腺癌发病数28万，her2阳性率的22.5%。胃癌新发数67.9万，her2阳性率12%。测算6.3*8.148万=14.45万。转移性结肠癌、转移性乳腺癌、乳腺癌辅助治疗均为3周1次，年费用17*5500=9.35万																								
贝伐珠单抗																								
非小细胞肺癌国内新发数(千人)	623.1																							
覆盖人数	500	1000	1500	2000	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500				
国内渗透率	0.08%	0.16%	0.24%	0.32%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%				
单人治疗年费用(万)	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	9.0	9.0	9.0	9.0				
国内销售额(亿)	0.9	1.8	2.7	3.6	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	2.3	2.3	2.3	2.3				
结直肠癌国内新发数(千人)	376.3																							
覆盖人数	1881.5	3763	7526	11289	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052				
国内渗透率	0.50%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%			
单人治疗年费用(万)	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	3.6	3.6	3.6	3.6				
国内销售额(亿)	1.4	2.7	5.4	8.1	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	5.4	5.4	5.4	5.4				
复星医药的贝伐珠单抗类似药目前处在III期临床。非小细胞肺癌适应症，竞争产品包括化疗、靶向药、单抗，较为激烈。进展比复星明显领先的4家。体重按照60kg估算。非小细胞肺癌治疗为每3周1次，每次15支，PPS按照6个月估算，费用18万。结直肠癌治疗为每2周1次，每次3支。PPS按照6个月估算，费用7.2万																								
PD-1																								
各类癌症新发数(千人)	1650																							
国内新患者覆盖人数	8250	16500	24750	33000	41250	41250	41250	41250	41250	41250	41250	41250	41250	41250	41250	41250	41250	41250	41250	41250				
国内新患者覆盖率	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%				
单人治疗年费用(万)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	5	5	5	5				
国内销售额(亿)	8.25	16.5	24.75	33	41.25	41.25	41.25	41.25	41.25	41.25	41.25	41.25	41.25	41.25	41.25	41.25	20.625	20.625	20.625	20.625				
晚期肺癌+胃癌+转移性食管鳞状上皮癌。晚期肺癌=0.7*70万=49万。胃癌=67.9万，食道癌=47.79万。合计165万。进展上4家国内企业产品已上市，另2家中报上市。单人年费按照10万估算。																								
销售合计(亿)	8.2	14.7	31.1	51.8	67.1	79.0	87.2	87.2	87.2	87.2	87.2	87.2	87.2	87.2	87.2	87.2	71.9	64.2	43.6	43.6	28.3			
净利润率	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%			
净利润	3.29	5.88	12.44	20.72	26.86	31.60	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	28.77	25.70	17.45	17.45	11.32			
自由现金流(假设和净利润相当)	3.29	5.88	12.44	20.72	26.86	31.60	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	34.90	28.77	25.70	17.45	17.45	11.32			
折现率	8.39%																							
现值系数	0.92	0.85	0.79	0.72	0.67	0.62	0.57	0.52	0.48	0.45	0.41	0.38	0.35	0.32	0.30	0.28	0.25	0.23	0.22	0.20				
现值	3.04	5.01	9.77	15.01	17.95	19.49	19.86	18.32	16.90	15.59	14.39	13.27	12.24	11.30	10.42	7.93	6.53	4.09	3.78	3.48				
现值合计	232																							

来源：国联证券研究所（注：产品新患者覆盖率存在不确定性）

2.3. 小分子创新平台：仍在孵化中

复星下属化疗药下分子研发平台，主要包括重庆复创医药研究有限公司，和复星弘创医药科技有限公司 2 家，两个平台分别于 2009、2017 年设立，研发方向主要定在肿瘤、代谢疾病方向上。复创成立较早，在复创平台上的临床前项目多。此外，在复星的其他平台上也有部分研发项目。

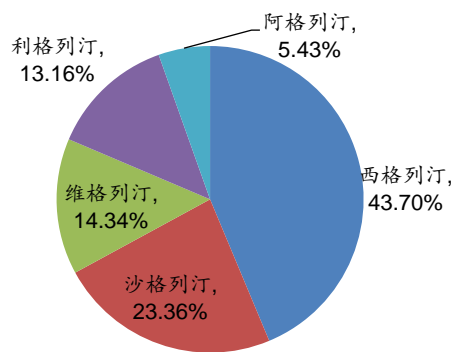
图表 22：复星医药已进入临床阶段的主要的小分子创新药（不含临床前以及项目引进）

适应症分类	登记号	药物名称	适应症说明	试验分期	申办单位	试验状态	试验机构	登记日期
糖尿病	CTR20192469	苯甲酸复格列汀	2型糖尿病	3期	重庆复创, 信立泰	进行中(招募中)	中山大学孙逸仙纪念医院	2020/1/2
糖尿病	CTR20190124	万格列净	糖尿病	1期	江苏万邦	进行中(招募中)	北京医院	2019/7/19
乳腺癌	CTR20200281	ORIN1001	晚期实体瘤	1期	复星弘创	进行中(尚未招募)	北京肿瘤医院(北京肿瘤防治研究)	2020/4/1
乳腺癌	CTR20180581	FCN-437c	激素受体(HR)阳性、人表皮生长因子受体2(HER2)阴性的晚期或转移性乳腺癌	1期	奥鸿药业	进行中(招募中)	复旦大学附属肿瘤医院	2019/1/3
乳腺癌	CTR20190525	多西他赛	HER2阴性的复发转移性乳腺癌	1期	上海凯茂生物	进行中(招募中)	北京肿瘤医院	2019/3/25
黑色素瘤	CTR20190450	FCN-159	NRAS变异/突变的晚期黑色素瘤	1期	重庆复创	进行中(招募中)	北京肿瘤医院	2019/3/13
肺癌	CTR20160340	复瑞替尼	ALK+NSCLC	1期	重庆复创	进行中(招募中)	广东省人民医院	2016/6/1
肺癌	CTR20160812	FCN-411	EGFR+NSCLC	1期	奥鸿药业	进行中(招募中)	中国医学科学院肿瘤医院	2018/12/6
肺结核	CTR20181897	PA-824	结核病	1期	上海星泰等	进行中(招募完成)	北京医院	2018/10/31
白血病	CTR20182020	FN-1501	复发/难治的急性髓性白血病	1期	上海星泰等	进行中(尚未招募)	中国医学科学院血液病医院	2018/11/7

来源：药物临床试验登记与信息公示平台，复星医药年报，国联证券研究所

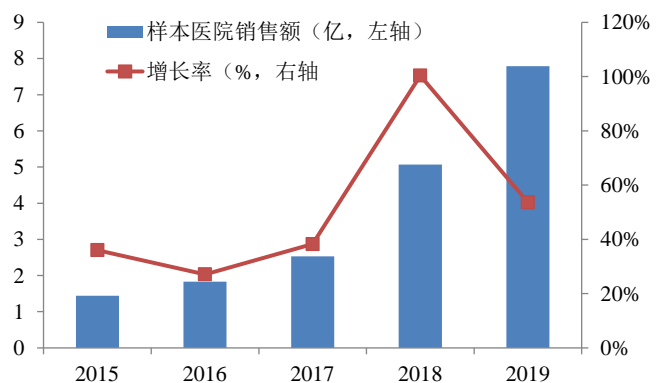
进展较快的是复格列汀，为治疗 2 型糖尿病药物，联合用药和单药的临床均在 III 期。该药属于 DPP-4 抑制剂。默沙东的 DPP-4 抑制剂西格列汀单品销售额突破 30 亿美元；国内 5 个上市的 DPP-4 抑制剂均已进入医保。2013 年复星医药将复格列汀大陆的独家开发和市场权利转让给了信立泰，获得 2500 万元转让款，以及未来销售收入 1%-2%的提成比例。

图表 23：DPP-4 抑制剂国内主要品种和份额



来源：PDB，国联证券研究所

图表 24：DPP-4 抑制剂样本医院销售情况



来源：PDB，国联证券研究所

其他产品进展较快的处在临床 I 期，适应症包括乳腺癌（ORIN1001（三阴乳腺癌，三阴乳腺癌占有所有乳腺癌比例约 15-20%），FCN-437C(HR+、HER2-乳腺癌)、多西他赛（Her2 阴性的乳腺癌）；非小细胞肺癌（治疗 ALK 突变的复瑞替尼和治疗 EGFR 突变的 FCN-411）；糖尿病（万格列净）；白血病（FN-1501）；黑色素瘤（FCN-159）；结核病（PA-824）。小分子平台研发开支占整体的研发开支 10%左右。相比生物大分子已有产品上市，复星医药自有的化药小分子研发进展慢，仍在孵化中。

2.4. 细胞治疗：项目引进，进展遥遥领先

CAR-T 获批产品为 Kite 的 Yescarta 和诺华的 Kymriah，Kite 的 Yescarta 全球销售额 4.56 亿美元，增长超过 70%；诺华的 Kymriah 全球销售额 2.78 亿美元。产品在美国的定价均在 30 万美元以上。

图表 25：CAR-T 主要获批产品

产品	公司	销售额 (亿美元)		靶点	适应症
		2018	2019		
Yescarta	吉利德 (Kite)	2.64	4.56	CD19	弥漫性大B细胞淋巴瘤 (DLBCL) 非特指型、原发性纵隔B细胞淋巴瘤 (PMBCL)、高级别B细胞淋巴瘤和滤泡淋巴瘤转化的DLBCL
Kymriah	诺华	0.76	2.78	CD19	儿童和年轻人 (2至25岁) 的急性淋巴细胞白血病及成年人复发/难治性大B细胞淋巴瘤 (包括弥漫性大B细胞淋巴瘤、转化型滤泡性淋巴瘤和原发纵隔B细胞淋巴瘤)

来源：互联网信息整理，国联证券研究所

复星医药和 Kite 合资成立复星凯特进行项目引进，复星医药和 Kite 各占 50%。Kite 可以就项目收取技术许可使用费用。复星凯特的可分配利润，复星医药占 60%，Kite 占 40%。

图表 26：复星医药项目引进情况

品种	介绍	付款	进展
KITE-C19	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	3500万美元里程碑付款。达到累计盈亏平衡后，收取5%净销售额作为技术许可使用费	国内药品上市注册优先审评
KITE-439 (优先选择权)	表达直接针对人乳头瘤病毒16型E7癌蛋白的 TCR细胞治疗	优先选择权2000万美元，KITE有权后续收取产品收入的5%作为技术许可使用费	
KITE-718 (优先选择权)	表达针对黑色素瘤抗原A3及黑色素瘤抗原A6 (常见于膀胱癌、食管癌、头颈癌、肺癌和卵巢癌等实体癌的抗原) 的 TCR细胞治疗	优先选择权2000万美元，KITE有权后续收取产品收入的5%作为技术许可使用费	

来源：复星医药公告整理，国联证券研究所

复星凯特进展最快的 CAR-T 产品已经纳入到药品上市注册优先审评。Kite 的该药物用于治疗非霍奇金淋巴瘤，2017 年 10 月获得美国批准上市，2018 年 8 月欧洲获批上市。根据 Kite 公布的 2 年随访结果，101 名难治性大 B 细胞淋巴瘤患者，最佳总缓解率为 83%，完全缓解率达到了 58%。

估值方面参考南京传奇生物。国内其他企业进展最快的是南京传奇，其已在纳斯达克上市。2020 年 3 月金斯瑞生物科技出售其子公司传奇开曼股权，按照购买价格计算，100%传奇开曼股权价值为 19.5 亿美元 (股权结构关系：金斯瑞生物科技-传奇开曼-BVI-香港传奇-南京传奇)，上市后目前市值约 48 亿美元。2017 年 12 月杨森和香港传奇签订合作协议，合作的 LCAR-B38M/JNJ-4528 产品，传奇在大中华市场

占 70% 权益，其他市场占 50% 权益。

图表 27：两款产品对比

产品	适应症	疾病全球新发数	领域重磅品种	公司申报进展
复星产品	复发/难治性侵袭性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤	NHL 包含的 3 个药物覆盖子类别，以下为美国年新发数数据：1) DLBCL 2.1 万；2) FL 1.53 万；3) PMBCL, 0.17 万。合计约美国新发数 3.8 万。全球 NHL 新发数 51 万。按照美国比例估算相关子人群新发数为 28 万。	单抗——利妥昔单抗（约 69 亿美元） 伊布替尼（约 34 亿美元，子领域有差别）	上市申请优先
传奇产品	多发性骨髓瘤	美国一年新发数为 2.6 万，死亡人数 1.36 万 世界范围新发数 16 万（2018）。	免疫调节剂——来那度胺（约 100 亿美元） 蛋白酶抑制剂——硼替佐米（约 23 亿美元） 单抗——达雷木单抗（约 20 亿美元） 全球市场约 180 亿美元，63% 归属美国市场	国内临床 II 期； 美国 I b / II 期入组

NHL-非霍奇金淋巴瘤，DLBCL-弥漫性大 B 细胞淋巴瘤，FL-滤泡性淋巴瘤，PMBCL-原发纵隔大 B 细胞淋巴瘤

来源：Global data、南京传奇招股书、复星医药公告整理，国联证券研究所

申报进展方面，南京传奇的主打产品，美国 FDA 授予其突破性疗法认定，1b/2 期的美国患者入组完成；国内 2 期验证性临床试验正在进行。复星产品国内进展更快。适应症人群方面，传奇产品治疗多发性骨髓瘤，美国新发数为 2.6 万。Kite 产品适应的子人群美国新发数约 3.8 万。各板块产品方面，多发性骨髓瘤治疗的爆款单品如来那度胺（接近 100 亿美元）、硼替佐米（23 亿美元）、达雷木单抗（约 20 亿美元）。非霍奇金淋巴瘤领域的大品种如利妥昔单抗（69 亿美元）、伊布替尼（34 亿美元）。两个治疗板块均有重磅品种。复星引进的产品进展国内申报更快，适应症人群更多，但没有海外权益。

严格的按照 DCF 模型去预计未有盈利的企业的估值，产品空间比较好确定，但产品渗透率估计存在主观性；国内目前没有适应症和复星凯特产品完全一样、且主营全为 CAR-T 的已上市企业。这里参考适应症有差别、但已上市的同为 CAR-T 的传奇的估值，预计复星凯特的估值在百亿级别。

2.5. 新冠疫苗：预防需求高

对于传染性疾病，预防比治疗对社会的经济价值更高。截止至 5 月底新冠疫苗进入临床的包括 5 家企业，其中 4 家是康希诺生物、科兴中维、国药集团中国生物武汉生物制品研究所、国药集团中国生物北京生物制品研究所。其他均处在临床前阶段。

图表 28：国内已进入临床的新冠疫苗项目

企业	产品类型	进展	合作方
康希诺生物	腺病毒载体疫苗	4月9日开始招募II期临床患者	军事科学院
国药集团中国生物武汉生物制品研究所	灭活疫苗	4月12日获批临床4月24日进入II期临床	中科院武汉病毒所
北京科兴中维技术有限公司	灭活疫苗	4月13日获批临床，4月16日正式启动I期	
国药集团中国生物北京生物制品研究所	灭活疫苗	4月27日获批临床	

来源：互联网信息整理，国联证券研究所

复星医药和 BioNTech 合作开发核酸疫苗（mRNA）。病毒核酸进过脂质体包装

导入人体，转录、翻译后，使得体内细胞产生抗原，诱导人体的免疫反应。mRNA疫苗不具备完整的病毒结构，安全性提高，而且无需细胞体外转录过程生产，较传统疫苗相对简便和快捷。根据辉瑞的报道，BioNTech 的产能，预计由 2020 年的数百万剂的疫苗，达到 2021 年的数以亿计的疫苗产能。在和复星医药签订合作协议后，BioNTech 又和辉瑞签订了除中国以外地区的新冠病毒疫苗合作开发的协议，显示出后者对 BioNTech 的认可。

目前 FDA 批准的进入临床的新冠病毒核酸疫苗一共 3 家，Moderna、BioNTech 为 mRNA 疫苗，Inovio 为 DNA 疫苗，均是在 3-4 月份开始临床 I 期。Moderna 首席执行官称，其产品如在紧急使用下可以在今年秋季提供给医护人员，但在 12-18 个月内不可能有商业化疫苗。世界卫生组织也认同至少在 12-18 个月不可能有商业化疫苗上市的观点，商业化的产品预计最早在 2021 年底推出。

图表 29: FDA 批准进入临床的核酸疫苗

企业	产品名称	进展	试验安排
Moderna	mRNA-1273	3月16日开始I期，预计2021年9月完成。 II期临床预计在2季度开始	I期临床安排 105个受试者被分配到3个不同年龄段（18-55、56-70、71以上）、3个不同剂量组（25、100、250mcg）里。共3*3=9组。 day1肌肉注射1次，此后1、2、4周随访 day29肌肉注射第2次，此后1、2、4周，以及3、6、12个月随访。 II期临床安排（暂无详细方案查询） 预计纳入600人，分配接种50或250ug剂量的疫苗或安慰剂
BioNTech	BNT162	3月份BioNTech先后宣布和复星、辉瑞开发疫苗 2个III期临床均于4月底启动。200人试验预计8月份完成。7600人试验完成节点在2021年8月、2023年3月。	临床III期试验安排。 试验1,200人，一共4个药（BNT162a1、b1、b2、c2）。试验合适的剂量。 前3种药4个剂量组，每组注射2次，间隔28天。最后一个药单一剂量组，同时只注射1次。主要结果在注射后28天内获得，次要结果依据组别，最晚在注射后182天获得。 试验2，7600人，与试验1类似，按照18-55、65-85、18-85 3个年龄组，低、中、高三个剂量，注射1次/注射2次进行分组（3*3*2=18个实验组），外加3个安慰剂组
Inovio	INO-4800	4月3日开始临床I期，预计完成时间2021年4月	临床I期试验安排 分为2个剂量组，1mg和2mg。每组注射2针，间隔4周。数据采集最多到52周。

来源：clinicaltrials，国联证券研究所

参考吉利德在新冠疫情期间，依靠瑞德西韦体现的企业社会责任担当以及声誉提升，对于新冠疫情防控有贡献的企业，无论研发成败，企业的声誉和品牌均能有提升。

2.6. Gland Pharma: 领先的制剂出口企业

Gland pharma 是一家印度药企，制剂产品除在印度销售外，出口美国、欧洲以及其他国家，2003 年生产线得到 USFDA 认证，2012 年生产线得到英国、欧盟认证。药品涵盖抗感染、麻醉、抗凝、肠胃、止痛等多个板块。根据印度制药协会 Ipapharma 公布的按照收入的排名，Gland pharma 在印度排 44 位（gland pharma 收入 25 亿，第一 Cipla159 亿）。

图表 30: Gland pharma 大事记

年份	大事件
2001	在印度上市依诺肝素首仿
2002	依诺肝素推广到其他半规范市场
2003	设施得到USFDA认证
2007	酮咯酸预灌封注射剂进入美国市场
2010	肝素出口美国
2011	阿奇霉素进入澳大利亚，罗库溴铵进入新西兰
2012	生产设置得到英国、欧盟认证
2013	产品进入欧洲市场（替罗非班）
2014	乙胺碘酞酮预灌封注射液进入加拿大市场
2016	新的原料药以及注射剂生产线获得FDA认证
2017	复星战略控股
2018	依诺肝素美国上市

来源: gland pharma 网站, 国联证券研究所

产品布局上, Gland Pharma 的新申报制剂产品涵盖多个细分领域, 抗肿瘤、抗感染板块药品申报较多。市场空间较大的品种包括抗感染的万古霉素、卡泊芬净、伏立康唑; 抗肿瘤领域的紫杉醇、卡铂、奥沙利铂; 以及抗凝血用的肝素。

图表 31: gland pharma 申报 ANDA 情况

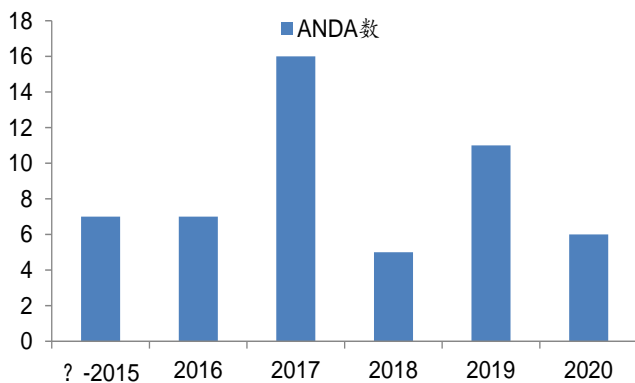
类别	2016	2017	2018	2019	2020前4月
心血管系统		盐酸地塞米松		盐酸艾司洛尔	
血液和造血系统		阿加托班、 甲磺酸去铁胺、 肝素钠、 氯甲环酸			
内分泌和代谢系统				比马前列素、 多索钙化醇	骨化三醇
消化道				吡咯酸乙二醇酯	埃索美拉唑钠
骨骼与肌肉	酮咯酸氨丁三醇、 维库溴铵	依托咪酯	美索巴莫、 溴化罗库溴铵、 唑来膦酸	甲基硫酸新斯的明	
抗肿瘤	盐酸吉西他滨、 紫杉醇	卡铂、 顺铂、 盐酸阿霉素、 氟尿嘧啶、 美司钠、 奥沙利铂	氟法拉滨、 左旋卵磷脂钙	阿糖胞苷、 盐酸伊立替康、 盐酸麦尔法仑、 替西莫司	
抗感染	美罗培南、 硫酸多粘菌素B、 盐酸万古霉素	醋酸卡泊芬净			伏立康唑盐酸 莫西沙星
感觉器官	酮咯酸氨丁三醇				溴芬酸钠
神经系统		癸酸氟吡啶醇、 左乙拉西坦			
精神障碍		乳酸氟吡啶醇		甲磺酸齐拉西酮	
免疫调节				盐酸奥洛他定	盐酸氨卓斯汀

来源: Orange book 整理, 国联证券研究所

截止至 2020 年 4 月底 Gland Pharma 拥有 52 个 ANDA 批文, 44 个 DMF。近五年获批 ANDA 数明显加快。华海药业拥有 65 个品种的 ANDA 批文, 74 个原料药

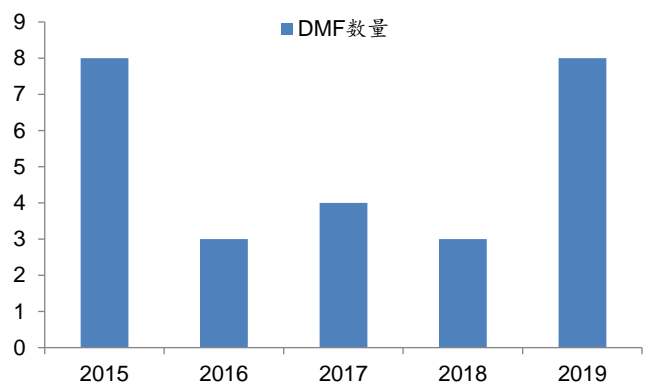
DMF（激活状态）。Gland pharma 的 ANDA 数量和华海药业接近；制剂产品绝大部分为注射剂，少部分为口服溶液；华海药业的出口产品则主要为口服片剂。对比国内上市的其他注射剂出口企业，Gland Pharma ANDA 批文数量更多；估值方面，复星医药 72 亿收购其 74% 股权（100% 股权对应 97 亿），按照现有利润水平估值仅 19 倍，估值低于 A 股他制剂企业的估值平均水平（30-40 倍）。2019 年 Gland pharma 收入增速超过 30%。短期内受封城影响，看好后续子公司的发力。

图表 32: Gland Pharma 获批 ANDA 情况



来源：Orange Book，国联证券研究所（注：截止至 2020 年 4 月底，仅统计 orange book 中获批主体为 gland pharma 的产品）

图表 33: Gland Pharma DMF 申报情况



来源：FDA，国联证券研究所

图表 34: gland pharma 和华海药业对比

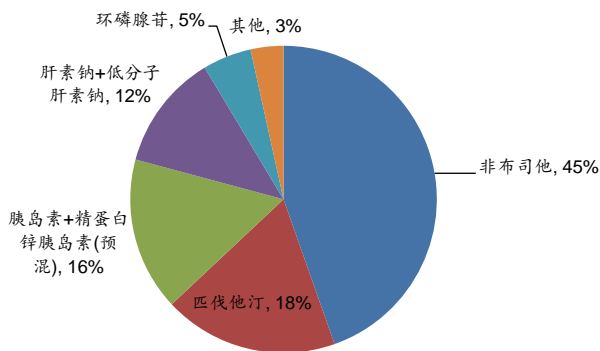
	ANDA 产品数	激活 DMF 数	收入体量 (亿)	利润 (亿)
gland pharma	52	44	25	5.1
华海药业	65	74	54	5.7

来源：以上两家公司公告、Orange Book，FDA 网站整理，国联证券研究所

2.7. 江苏万邦：痛风药物高速增长

江苏万邦主要品种包括非布司他、匹伐他汀、胰岛素、肝素。万邦主要品种目前暂未纳入前 2 批国家层面的带量采购。后续集采扩大范围，非布司他、匹伐他汀或将纳入第三轮带量采购中。公司销售推广能力强，非布司他、匹伐他汀均保持较快增长，复合增速超过 80%。

图表 35: 江苏万邦医院产品销售结构



来源: PDB, 国联证券研究所

图表 36: 主要产品销售情况

产品	样本医院销售 (百万元)	2019 收入增 速	近五年 复合增 速
非布司他	206	40%	83%
匹伐他汀	85	61%	83%
胰岛素	75	18%	18%
肝素钠+低分子肝素钠	56	12%	6%
环磷腺苷	24	42%	-22%

来源: PDB, 国联证券研究所

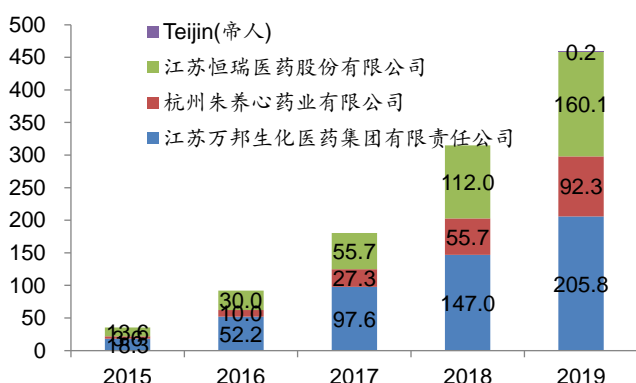
➤ 非布司他

医院销售中, 非布司他的销售额占公司的比重达到 45%, 2019 年样本医院销售额达到 2.1 亿。公司 2019 年销量为 1087 万盒 (按照 40mg*16 片/盒折算)。按照每盒终端销售价 160 元估算 (各省中标价在 130-190 元之间), 终端销售额约 17 亿。

非布司他作为痛风患者降尿酸治疗的一线用药, 被列为 1B 级的推荐。痛风容易反复发作。由高尿酸血症导致的痛风及相关疾病是中国高发的慢性病之一, 根据《2019 版中国高尿酸血症和痛风治疗指南》, 中国高尿酸血症患病率高达 13.3%。患病人数已经超过 1.2 亿; 中国大陆痛风的患病率为 1.1%, 患病人数已经超过 1700 万。

恒瑞、万邦、杭州朱养心药业 3 家销售该产品, 目前江苏万邦是首个非布司他仿制药通过一致性评价的企业。万邦的医院销售市场份额位居第一, 近五年复合增速达到 83%。

图表 37: 非布司他市场竞争格局 (单位: 百万元)



来源: PDB, 国联证券研究所

图表 38: 几种他汀类产品用药金额对比

品种	日用药金额	用量	总价
匹伐他汀	3.6-7.2	每日 1-2mg	50.3/14 片, 1mg
阿托伐他汀 (试点带量)	0.5-3.8	每日 10-80mg	6.6/7 片, 20mg
瑞舒伐他汀 (试点带量)	0.4-1.6	每日 5-20mg	21.8/28 片, 10mg
阿托伐他汀(扩围)	0.1-1.0	每日 10-80mg	1.68/14 片, 10mg
瑞舒伐他汀 (扩围)	0.1-0.4	每日 5-20mg	5.6/28 片, 10mg

来源: 药智数据、健客网、上海阳光采购平台, 国联证券研究所

➤ 匹伐他汀

除非布司他以外，公司的匹伐他汀收入增速高。其主要用于高胆固醇血症、家族性高胆固醇血症，2019年万邦该产品国内的销售额约为4.76亿元，占国内市场份额的42%。他汀类的药物如阿托伐他汀、瑞舒伐他汀均已在2018年纳入国家集采，复星医药的匹伐他汀2019年样本医院收入增速达到60%，仍然保持快速的增长，表明了非常强的推广能力。

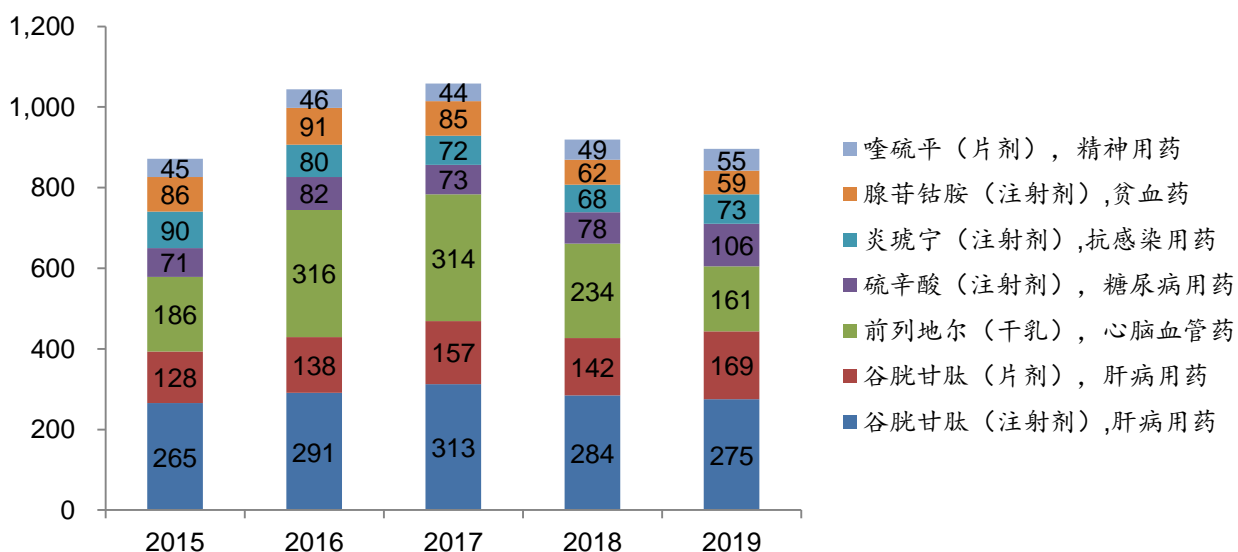
集采扩围后，他汀类的同类产品价格进一步下降，两个他汀产品日用药金额均远低于1元。更换降压降脂类药物有造成相关指标波动的风险，降压降脂药患者有使用粘性，老患者仍使用原有药物的可能性较大，但新患者推广方面，预计集采品种的价格更有吸引力。

2.8. 药友制药：注射剂为主，精神用药、口服护肝药前景好

制剂产品以注射剂为主，产品主要涵盖肝病、心脑血管、抗感染、精神类这4类药物。包含谷胱甘肽（片剂/注射剂）、前列地尔、硫辛酸、炎琥宁、喹硫平等品种。2018年完成对湖南洞庭药业的合并（同一控制企业合并），拓展其在中枢神经系统和止血药物的版图。在国家集采中，药友制药的苯磺酸氨氯地平 and 草酸艾司西酞普兰片中选，两者均属于药友制药以前销售额较小的品种。

前列地尔由于是辅助用药，近2年下滑明显，2019年6月又被纳入到第一批国家重点监控合理用药药品目录中，导致该品种销售表现不佳。

图表 39：药友制药主要品种样本医院销售情况



来源：PDB，国联证券研究所

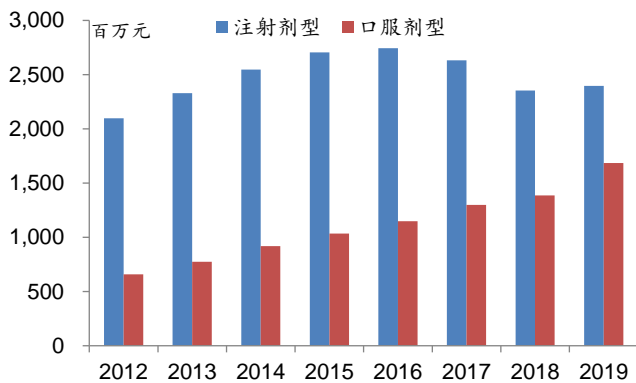
销售最大的品种为还原型谷胱甘肽。其能促进体内碳水化合物、脂肪、蛋白质代

谢，对部分外源性毒性物质具有减毒作用。获批适应症包括化疗、放疗、低氧血症、各种毒性引起的肝脏损害等，2017 版医保适应症限定为药物性肝功能损伤以及肝功能衰竭，随后注射剂的销售额小幅回调。部分地区将其列为辅助用药。我们认为，肝病用药人群基数大，而且口服剂型的增长能抵消掉注射剂的下滑。

国内肝病人群数量大。根据庄辉院士的报告，国内各类肝病人群合计达到 3.93 亿，其中非酒精性脂肪肝人群 2 亿，乙肝人群 8600 万。保肝类药物市场空间大，大品种如正大天晴的异甘草酸镁（天晴甘美），销售额达到 18 亿，同比增长 5.5%；天晴甘平，销售额达到 5.3 亿，同比增长 22.5%。

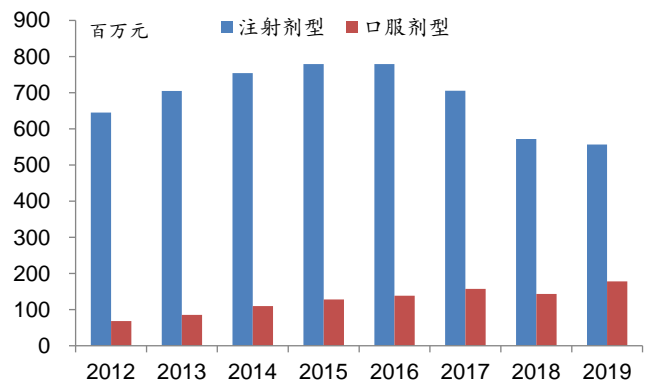
我们统计了保肝护肝主要西药品种的样本医院销售情况，包括甘草酸镁、谷胱甘肽、多烯磷脂酰胆碱、熊去氧胆酸、门冬氨酸鸟氨酸、腺苷蛋氨酸、双环醇、二氯醋酸二异丙胺、甘草酸二铵。整体来看，保肝护肝药口服类比注射类增长快。

图表 40：主要化药保肝药样本医院销售情况



来源：PDB，新浪新闻整理，国联证券研究所

图表 41：谷胱甘肽样本医院销售情况

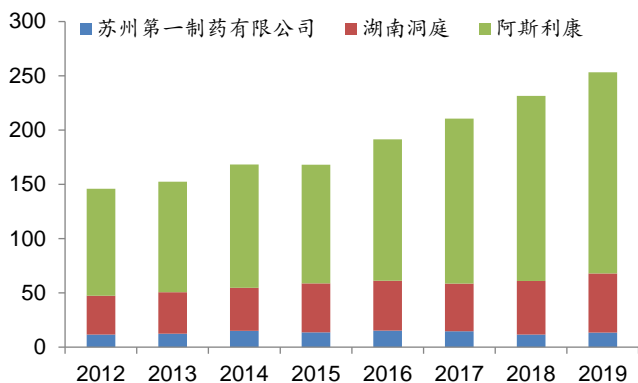


来源：PDB，国联证券研究所

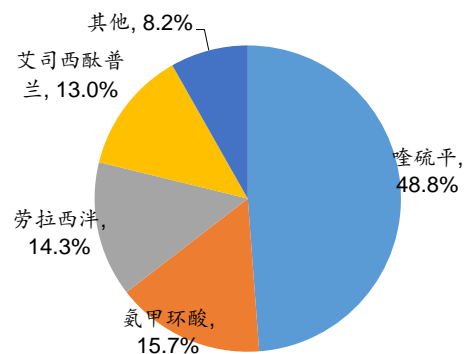
公司精神类用药品种丰富。最大的品种为喹硫平，该品种国内全部市场约 8 亿，公司产品 2018 年底已通过一致性评价，19 年收入增速 10% 左右，主要市场份额为原研的阿斯利康，后续有进口替代的空间。度洛西汀今年 3 月纳入优先审评（美国上市已批准），其为医院使用抗抑郁的销售额前三的药物，60% 的销售额均为礼来占有，新产品上市有望带动精神类产品的销售。此外，抗抑郁类的药物艾司西酞普兰片集采中选，集采促进该品种销售。

图表 42：喹硫平国内样本医院销售（单位：百万元）

图表 43：洞庭药业主要产品（2019）



来源: PDB, 国联证券研究所



来源: PDB, 国联证券研究所

出口方面, 药友制药 (yaopharma) 的文拉法辛 (2015.5)、度洛西汀 (2019.8)、恩替卡韦 (2019.11) 3 个品种获得 FDA 的仿制药批文。

图表 44: 药友制药获得 FDA 认证的产品

产品	获批时间	剂型	适应症
文拉法辛	2015.05	口服	抗抑郁药
度洛西汀	2019.08	口服	抗抑郁药
恩替卡韦	2019.11	口服	乙肝

来源: Orange book, 国联证券研究所

预计药友制药的口服护肝药、精神病用药增长, 抵消掉辅助用药的下滑。后续药友制药的原料药国际化产业基地项目推进有望增厚其业绩。

3. 医疗器械和诊断

3.1. 历史业绩

复星医药器械与诊断业务收入规模 2019 年达到 37 亿元, 近 4 年收入复合增速 11.9%, 分部利润复合增速 15.3%, 增长稳健。主要子公司之一复锐医疗科技约占收入的三分之一。销售额过亿品种除复锐的多个医疗美容器械系列外, 还有达芬奇机器人、HPV 诊断试剂以及结核诊断产品 T-SPOT 试剂盒。此次疫情, 复星旗下呼吸机、检测试剂业务直接受益。

图表 45: 器械和诊断板块业绩表现

单位（百万元）	2016	2017	2018	2019
收入	2,664	3,214	3,639	3,736
毛利率（%）	49.74%	49.25%	48.11%	52.38%
利润	323	387	440	495
分部业绩	435	480	558	574

来源：复星医药公告整理，国联证券研究所

该板块业务包括制造和分销。制造业务主要包括检测试剂、美容医疗器械、呼吸器械。分销业务涵盖更多产品，包括手术机器人、牙科、影像、介入治疗、放疗等产品。

图表 46：复星医药公司的医疗器械和诊断业务中的主要医药工业产品

业务	公司	简单介绍
诊断类产品	长征医学	生化、免疫、微生物、分子诊断、POCT、糖组学、质谱等多项检测产品
	亚能生物	地中海贫血检测、生殖遗传诊断、乙肝分子诊断、分枝杆菌检测
美容器械	Sisram (Alma lasers)	香港单独上市，美容激光设备
其他	美中互利	制造+分销，制造包含美容激光设备、血库、输血设备和伤口处理产品
呼吸器械平台	Breas	瑞典呼吸机生产企业

来源：复星医药网页整理，国联证券研究所

3.2. 医疗美容设备——稀缺标的，美容市场有待拓展

医疗美容是复星医药布局的板块之一，Sisram 主要子公司 Alma Lasers 为以色列企业，产品覆盖 90 多个国家。产品主要为美容用的设备，收入占复星整个医疗器械和诊断板块的三分之一。

图表 47：复锐医疗科技主要产品 and 定位

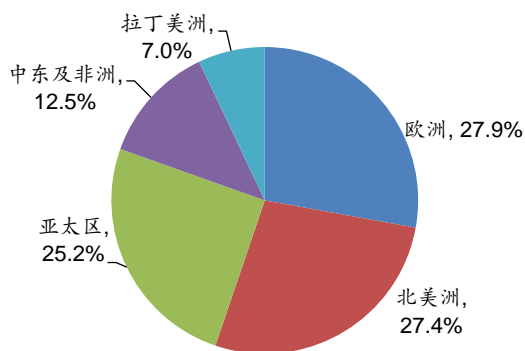
业务	收入（百 万美元）	涵盖服务内容	主要产品系列
无创医疗美容	135.448	脱毛、嫩肤、美体塑形、紧肤、血管治疗、色素性病变治疗、去除纹身等	Soprano 系列（激光脱毛）、Accent 系列、Harmony 系列（皮肤色素、脱毛等）
微创医疗美容	22.12	辅助抽脂、脂肪移植等	Femilift 系列（女性私密部位收紧等功能）

来源：复锐医疗科技招股说明书，国联证券研究所

产品销往世界各地，欧洲、北美、亚太地区销售占比分别为 27.9%、27.4%、25.2%。2019 年 Sisram 收入增长 12.73%，每个地区的增长驱动因素不一样，其中美国市场脱毛产品线以及自体脂肪移植产品投入市场，欧洲市场的直销比例增大，中东和非洲地区收购了 Nova medical，带来各地区的收入增加。

图表 48：产品主要销售区域

图表 49：复锐医疗科技产品定价



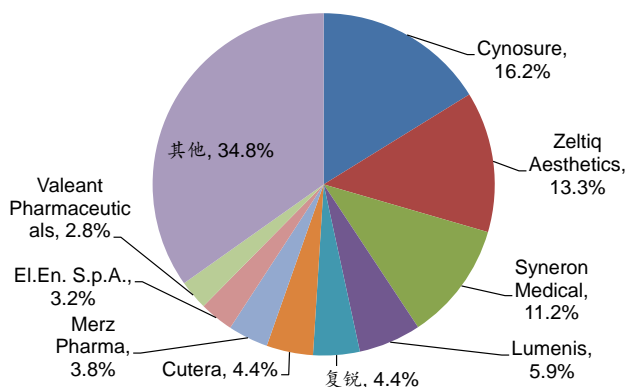
来源：复锐医疗科技年报，国联证券研究所

	主机	每部应用端头
医疗美容产品	1万-13.5万美 元	1千-2.5万美 元
生活美容产品	1.1万-5.9万 美元	1千-1.5万美 元
微创医疗美容 产品	1万-10万美 元	3千-1万美 元

来源：复锐医疗科技招股说明书，国联证券研究所

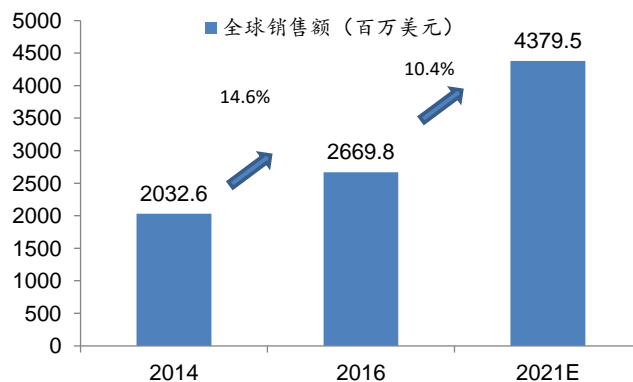
能量源医疗美容，主要是指，利用激光、射频、超声波、热能、光热能等能量源形式，达到修身、脱毛、嫩肤的目的。复锐医疗科技属于能量源医疗美容范畴，2016年排在能量源医疗美容市场前5。

图表 50：复锐在能量源医疗美容市场份额（2016）



来源：复锐医疗科技招股书，国联证券研究所

图表 51：能量源医疗美容市器械销售预计规模



来源：Medical Insight、复锐医疗科技招股说明书，国联证券研究所

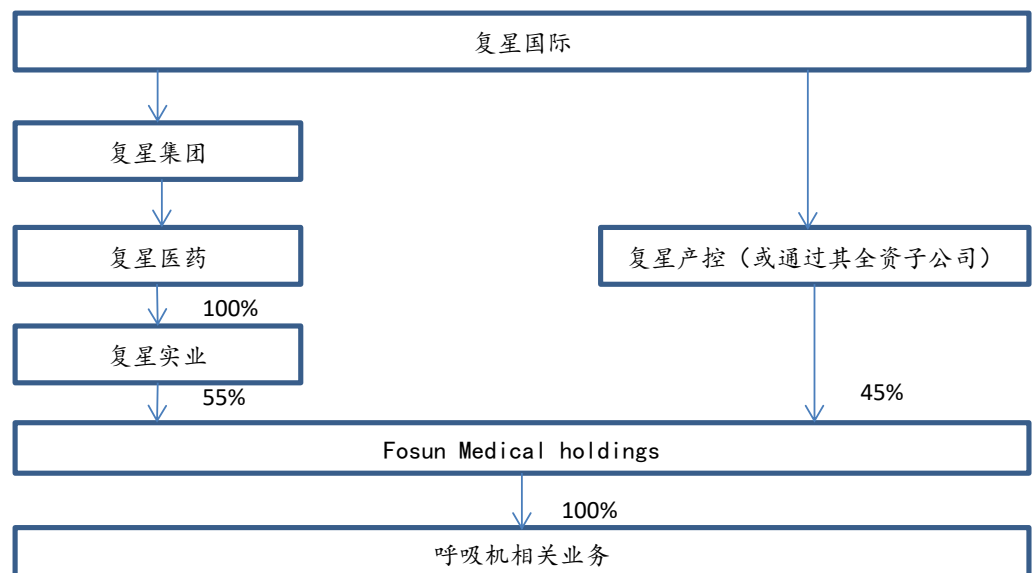
医疗美容相关标的少，尚没有终端消费连锁美容院一类的标的。靠近上游，有涉及美容产品玻尿酸钠，以及美容设备（复锐、奇致激光）。医疗美容行业尚处在成长期，根据 Medical insight 的预计，2016 年全球共进行 3700 万次以上形式的美容治疗，消费开支 124 亿美元，市场空间大，能量源美容市场 2016-2021 年复合增速约 10%。

3.3. Breas: 受新冠带动, 呼吸机销售增长

Breas 主要产品为 Vivo 和 Isleep 系列呼吸机产品。旗下拥有单水平呼吸机、双水平呼吸机、有创呼吸机和便携式呼吸机的完整呼吸治疗类设备产品线。在欧洲市场拥有广泛的用户基础和良好的市场口碑, 在美国、欧洲的德国、英国和西班牙等地设有销售公司。

2017 年 3 月复星 8.46 千万美元收购其 80% 股权, 2019 年 3000 万美元收购剩余 20% 股权。目前复星医药通过复星实业持有 fosun medical holdings 55% 股权, 后者持有 Breas 100% 股权。

图表 52: Breas 股东结构



来源: 复星医药公告整理, 国联证券研究所

海外的呼吸机需求高。纽约州州长科莫表示, 疫情高峰期仅该州将需要 3 万-4 万台呼吸机。美国医院协会预计将有 96 万美国人需要呼吸机。根据 Johns Hopkins 大学的统计, 美国呼吸机存量达到 16 万台 (2018), 预计有 80 万台的呼吸机缺口。根据欧盟委员会的观点, 全欧呼吸机供应链只能满足需求量的 10%。海外呼吸机需求缺口大。

Breas 此前处于亏损的状态。2015 年 Breas 收入规模约 5.39 千万美元 (折合不到 4 亿元)。由于在中国的市场拓展低于预期, 2018 年计提了 8000 万元减值; 由于临床的研发投入大, 2019 年为上市公司贡献的利润为 -5 千万。我们预计疫情期间 Breas 业绩有望好转。Breas 官网 3 月份显示, 公司的工作时间已经提升到一周 7 天, 前三个月的产量提升至 3 倍。由于疫情首先在国内发生, 海外疫情发生相对滞后, 参考鱼跃医疗和迈瑞医疗的呼吸机产能增长情况, 预计二季度乃至全年的呼吸机需求高。

图表 53: Breas 相关信息参考

时间	内容
2020.3.18	工作时间提升至一周 7 天。额外雇佣员工来提升产量
2020.3.31	首席运营官 Andrew Werner 称过去三个月公司产量提升至 3 倍

来源: Breas 官网, 国联证券研究所

3.4. 达芬奇手术机器人——存量+新增手术系统带动耗材、服务费用提升

达芬奇手术机器人为美国直观外科公司 (Intuitive Surgical Inc) 产品, 该产品的代理注入到由复星医药和直观公司合作设立的直观复星 (复星医药持股 40%) 中。复星医药和直观外科的合作始于 2011 年。

图表 54: 达芬奇机器人图



来源: 互联网信息整理, 国联证券研究所

相比于传统手术, 达芬奇机器人的优点包括: 1、视野清晰; 2、具有“腕关节”, 具备 7 个自由度, 手术灵活; 3、减少手部颤动; 4、创面小。该手术系统主要应用在 5 个领域, 包括妇科手术、泌尿科手术、普通外科手术、心胸外科手术、头颈部手术。

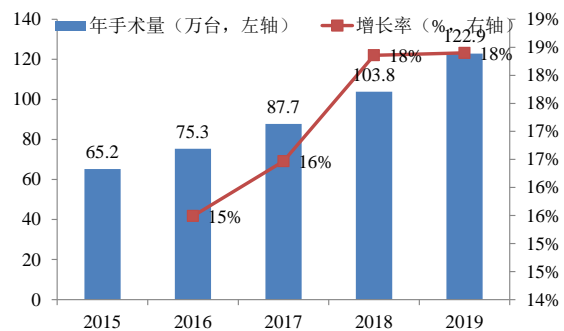
合作伙伴直观外科的达芬奇手术系统和相关配套产品服务, 全球销售额 2019 年达到 44.79 亿美元, 其中约 70% 的销售在美国, 其他 30% 的销售在美国以外地区。每年超过一半的达芬奇手术系统均在美国销售。通过达芬奇手术系统进行手术的手术量, 2019 年达到 122.9 万台, 同比增长 18%。按照公司的产品销售估算, 单个手术系统年手术台数为 220 台, 约每天 0.6 台手术。

图表 55: 达芬奇手术系统全球总量 (台)

	2015	2016	2017	2018	2019
美国	2399	2563	2862	3196	3531
新增		164	299	334	335
其他	1198	1356	1547	1790	2051
新增		158	191	243	261

来源: 直观外科年报整理, 国联证券研究所

图表 56: 利用达芬奇手术系统的年手术量



来源: 直观外科年报整理, 国联证券研究所

直观外科的商业模式是, 每年卖手术系统, 新销售的手术系统确认一笔收入。单个手术系统配套的服务以及耗材, 对应存量和新增手术系统, 每年确认收入。在手术系统有较多存量后, 耗材、服务收入更大。

从收入结构上看, 耗材相比手术系统提供的收入更多。超过 53% 的收入来源于耗材, 存量和新增的手术系统均能带来耗材收入。直观外科能从每台手术中赚到的器械和耗材的钱, 在 700-3500 美元之间 (均值接近上限)。在出售或者签订租赁合同的时候, 还会签订服务合同, 年费在 8 万-19 万美元/台之间。此外, 30% 左右的收入来源于新增手术系统, 单台达芬奇外科手术系统的价格在 0.5-2.5 百万美元 (不同型号, 地区间有差别)。

图表 57: 直观外科的达芬奇手术系统收入结构和相关价格信息

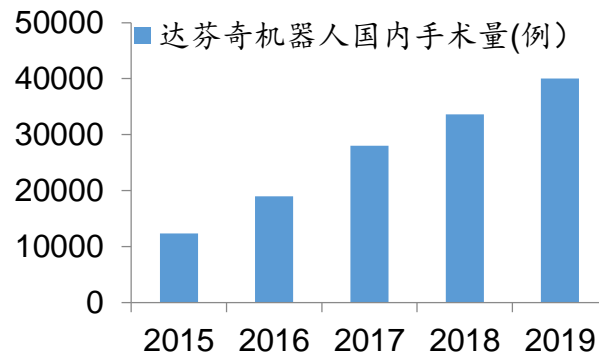
收入 (亿美元)	2017	2018	2019	备注
耗材、服务、租赁	22	26	32	
耗材	16	20	24	单台手术耗材费用700-3500美元之间
服务	5.73	6.35	7.24	购买或租赁时签订, 年费8万-19万美元
经营性租赁	0.259	0.515	1.069	
手术系统	9.28	11.27	13.46	单个手术系统价格在0.5-2.5百万美元

来源: 直观外科年报整理, 国联证券研究所

2019 年国内达芬奇机器人装机量和手术量持续增长。达芬奇手术机器人手术数量超过 4 万例, 装机量达到 60 台。除手术机器人外, 手术用的机械臂属于高值耗材, 根据华夏时报的报道, 达芬奇手术系统所用的机械臂属于高值耗材, 一条机械臂在使用 10 次后必须更换。达芬奇手术系统供应企业能获得硬件收入, 以及后续耗材更换的收入。国产企业中, 威高和高校、医院合作的国产手术机器人 2019 年年底正式进入临床试验; 天智航的手术机器人国内已有销售, 手术适用领域和直观外科产品有较

大差别。作为达芬奇机器人的独家代理，复星医药的医疗器械有望持续增长。

图表 58：达芬奇机器人国内手术量（例）



来源：复星医药公告整理，国联证券研究所

4. 医药商业和医疗服务

4.1. 医药商业

复星医药通过持有国药产业投资有限公司 49%的股权，间接持有国药控股的股权。

图表 59：复星医药参股的企业医药商业相关情况

单位：百万元	2016	2017	2018	2019
归母净利润	4,647	5,283	5,836	6,253
复星医药持有国药产业投资有限公司比例	49.00%	49.00%	49.00%	49.00%
国药产业投资有限公司持有国药控股比例	56.79%	56.79%	52.88%	52.88%
间接持股比例	27.83%	27.83%	25.91%	25.91%
由国药控股贡献的投资收益估算	1,293	1,470	1,512	1,620
国药产业权益法确认投资收益数值	1,289	1,452	1,520	1,622

来源：复星医药年报整理、Wind，国联证券研究所

国药控股为国内医药流通企业龙头，分销规模领先于华润医药、上海医药。医药流通行业多空因素交错。利空方面，药品带量采购对价格形成压制，国家集采药品平均降价超 50%，配送货值的降低使得流通行业的利润空间挤压。相对利好的方面，药品降价不是所有药品同时降价，而是一部分一部分进行的，收入端收缩相对缓和；带量采购政策下预计账期缩短，减少医药流通企业资金占用，减少财务费用；流通行

业集中度相比美国仍有提升空间, 医疗卫生支出每年是增长的, 企业通过份额的提升, 能够做大规模增厚利润。参考国药控股的历史业绩, 我们预计国药控股的业绩维持低速增长。

4.2. 医疗服务

医疗服务板块主要参控股的医院, 公司的医疗服务板块 2019 年收入为 30.4 亿。2018 年医院资产收入增长 5.01% (同口径), 剔除和睦家在上海、广州、北京新院前期投入亏损的影响, 剔除后分部利润增长 19.51%; 2019 年医疗服务业务收入同口径增长 15.6%。出售和睦家医院的股权后, 复星医药目前的医疗服务主要集中在综合和专科医院, 主要布局在二三线城市, 集中在珠三角大湾区、淮海经济区。

图表 60: 复星医药医疗服务板块业绩表现

(单位: 百万元)		2016	2017	2018	2019
医疗服务	收入	1,678	2,088	2,563	3,040
	毛利率 (%)	26.16%	27.89%	26.34%	25.52%
	分部利润	149	223	209	1,559
	分部业绩	231	290	301	327
	床位数 (个)	3,018	3,818	4,118	4,328
其中:					
禅城医院	收入	1,174	1,343	1,372	1,610
	净利润	167	186	195	216

来源: 复星医药公告整理, 国联证券研究所

目前医改的方向, 对药品价格压制, 医疗服务鼓励合理定价, 预计未来医疗服务的费用开支增大。作为医疗服务的终端, 医院有望受益。

图表 61: 复星医药医院相关资产投资

位置	名称	类型	床位数	收入相关	备注	估值相关
广东佛山	禅城医院	三级甲等	1200	2019年收入约16亿, 净利润约2亿	年门诊量250万人次, 年住院量超5万人次。三大核心专科: 椎间盘(脊柱外科)、排石(泌尿科)、生宝宝(妇儿中心)。后续扩大投资“禅医健康蜂巢”项目	2018年7.5亿收购21.43%股权
深圳	深圳恒生医院	三级综合	600	2016年收入约3.3亿, 归母净利4千万	规划床位1000张, 年门诊量接近60万, 妇产儿科、急救学科、健康管理为优势学科群	2017年9.09亿收购其60%股权。
江苏宿迁	钟吾医院	二甲	520	2016年收入约2亿, 归母净利2千万	宿迁市钟吾医院一期扩建工程即新院区建设, 投入使用后约1000张床位增加。	
浙江温州	温州老年病医院		248		2016年6月运营, 目标5年建成500张床位, 建成三级老年病专科医院	
湖南岳阳	岳阳广济医院	二甲	700		扩建中, 预期达到900床位目标	
江苏徐州	徐州星晨医院	妇产儿专科医院	200		新设医院	
湖北武汉	武汉济和医院	二级综合	300	2018年4季度利润约400万		
安徽合肥	安徽济民肿瘤医院	三级肿瘤专科	420		设置床位700张, 2011年收购并于2017年扩大投资	
珠海	珠海禅诚医院	二级综合	200		建设成为“粤港澳大湾区医疗枢纽”	
浙江台州	台州浙东医院	-			设计开放床位1200张	

来源: 复星医药公告整理, 国联证券研究所

5. 盈利预测和估值

5.1. 盈利预测

我们对复星医药的增长预计为：

- 1、 制药业务：单抗、CAR-T、新冠疫苗相对有吸引力，前两者能够较快落地；已有成熟业务中，万邦、gland pharma 相对增速较快（Gland Pharma 受印度封城影响预计今年增速放缓）；药友制药精神类用药、口服类保肝护肝药增长对冲掉辅助用药下滑，低速增长。锦州奥鸿略有下滑。单抗类产品毛利率按 95% 估算。
- 2、 医疗器械和诊断：呼吸机、新冠检测试剂高速增长。参考历史业绩增长以及驱动因素、疫情，医疗美容器械预计 3-9% 增长。
- 3、 医疗服务：参考历史床位的数据，预计 15% 左右的增长。
- 4、 投资收益部分，国药控股按照 5% 增速预计。国药控股外，其他长投增长较快的直观复星。资产处置收益按照历年平均预计。
- 5、 少数股东损益中，由于单抗销售增加，少数股东损益增加。

图表 62：复星医药主要收入板块预计值（单位：百万元）

		2018	2019	2020E	2021E	2022E	
收入合计	收入合计	24,883	28,542	32,229	37,006	43,071	
增长率	增长率		14.70%	12.92%	14.82%	16.39%	
	毛利率	58.62%	59.63%	60.17%	60.66%	61.93%	
药品	收入	18,681	21,766	24,020	27,884	33,352	
	毛利率	65.09%	65.64%	66.65%	67.19%	68.38%	
主要子公司							
	重庆药友	收入	5,734	6,144	6,144	6,451	6,773
		增速	46%	7%	0%	5%	5%
	江苏万邦	收入	4,007	5,401	6,481	8,101	10,126
		增速	26%	35%	20%	25%	25%
	奥鸿药业	收入	1,796	2,208	1,932	2,125	2,125
		增速	8%	23%	-13%	10%	0%
	Gland Pharma	收入	1,913	2,507	3,134	4,230	5,711
		增速		31.04%	25%	35%	35%

单抗类产品	收入	150	823	1,470	3,110
			448%	79%	112%
其他化药公司	收入	5,231	5,507	5,507	5,507
	增速		0.00%	0.00%	0.00%

医疗服务	收入	2,563	3,040	3,405	3,949	4,542
	增速	23%	19%	12%	16%	15%
	毛利率	26.34%	25.52%	25.52%	25.52%	25.52%

器械、诊断	收入	3,639	3,736	4,804	5,173	5,176
	毛利率(%)	48.11%	52.38%	52.32%	52.32%	52.34%
复锐医疗科技	收入	1,020	1,196	1,237	1,348	1,469
	增长率			3.40%	9%	9%
	毛利率	53.47%	55.25%	55.25%	55.25%	55.25%
Breas	收入	400	400	1000	1000	600
	毛利率		51.03%	52.00%	52.00%	52.00%
达芬奇机器人业务(美中互利转入直 观复星)	收入	732				
检测试剂、其他生产和代理产品	收入	1,487	2,140	2,567	2,824	3,107
	增长率			20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率		51.03%	51.03%	51.03%	51.03%

来源：国联证券研究所（注：部分历史数据为估计值）

预计 2020-2022 年归母净利分别为 36.16 亿、40.89 亿、47.84 亿。2020-2022 年 EPS 分别为 1.41 元、1.60 元、1.87 元，对应 6 月 30 日收盘价，PE 分别为 24、21、18 倍。

5.2. 估值

1、三大分部口径与合并利润表口径有费用的差额。1.3 利润分拆中，调整项目 1 按照各板块的收入比例分摊到 3 大业务板块中，并按照 15% 所得税率计算各板块净利润。制药板块单抗单独计算，该部分研发费用加回。少数股东损益主要来源为制药板块的 gland、药友制药等、医疗服务板块的禅城和恒生医院等、器械和诊断的 sisram 等。对能确认来源的按持股比例进行扣除。对于调整项目 2，主要对应公司的带息负债。复星的刚性负债约 220 亿元。我们估计负债主要来源于购买股权。大的项目如 gland pharma 收购、医疗服务板块医院资产收购（恒生医院、佛山禅城医院等）。这部分费用对应的现值为带息负债的金额，此处为扣除项目。

2、CAR-T 业务参考传奇生物估值。汇率按 7.15 算，传奇生物融资 IPO 前，100% 股权价值 19.5 亿美元，上市后市值约 48 亿美元。此处参考传奇生物的上市后估值。

3、复宏汉霖估值按照主要项目 DCF 折现。

4、国药控股相关收益按照其市值*间接持股比例计算价值。

5、疫苗资产目前处于早期投资阶段，不纳入估值。政府补助不纳入估值。

6、其他投资类项目，按照账面价值估算。该部分资产在出售时能有价值发现的机会，比如和睦家股权。

图表 63：复星医药分部估值

	2020年归母净利润估算值（未分配费用已分摊，明确的少数股东损益已扣除）	板块参考估值水平（2020）	对应市值（亿）
制药（不含单抗，单抗研发费用已加回）	13.8	44.3	613.1
器械和诊断	5.1	53.0	272.7
医疗服务	2.3	82.4	191.6
主要资产购买对应财务费用现值估计值			-220.0
	持股比例	100%股权价值	持股比例对应估值
复宏汉霖	53.33%	262	140
国药控股	25.91%	560	145
复星凯特	50.00%	传奇IPO前139.4亿，IPO后约343亿，参考其IPO后估值	
长投+交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资		扣除国药产投、复星凯特后，其他长投的账面价值约80.7亿；交易性金融资产4.6亿；其他权益工具投资1.1亿；其他非流动金融资产19.8亿，合计106.2亿	
总计			1420

来源：国联证券研究所（注：板块和相关公司估值水平截止至 6 月 28 日，此处计算的板块归母净利润和公告中口径不同，剔除了明确的少数股东损益）

参考 A 股各板块资产估值、同行业业务的估值，复星医药的估值为 1420 亿，12 个月目标价 55.40 元，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

- 1、销售和研发不及预期。复星医药业务涉及广，药品研发领域，成熟技术引进如 CART 风险相对较小，新靶点药物开发风险相对较大。新冠疫苗研发成功与否有不确定性。
- 2、中美贸易摩擦超预期。中美贸易摩擦，对国内企业的海外投资、美国企业和中国企业合作中对于专利的引进/获取或存在分歧，或将影响技术类的引进。目前复星的美国合作企业包括 Kite、直观外科、butterfly network 等。
- 3、疫情影响超预期。复星医药海外投资中，Gland Pharma 处于印度，生产销售或

将有影响。此外，医美设备全球销售，预计也将受到疫情的短期冲击。若疫情持续，海外销售部分或将受到影响。此外，国内疫情或将导致大型医用设备配置暂缓。

图表 64：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,108.83	4,772.83	6,455.62	7,412.54	8,627.28	营业收入	24,918.2	28,585.1	32,278.1	37,062.7	43,136.4
应收账款+票据	4,752.19	4,972.80	6,008.58	6,600.58	8,074.91	营业成本	10,365.3	11,543.4	12,857.8	14,579.5	16,421.6
预付账款	472.14	415.68	573.24	548.10	714.92	营业税金及附加	255.84	259.84	293.40	336.90	392.11
存货	3,287.39	3,940.54	4,110.42	5,018.61	5,263.84	营业费用	8,487.53	9,846.76	11,168.2	13,157.2	15,529.1
其他	295.96	599.49	599.49	599.49	599.49	管理费用	2,239.44	2,590.78	2,910.19	3,343.06	3,968.55
流动资产合计	13,532.6	15,157.9	18,204.0	20,635.9	23,737.0	财务费用	724.19	865.44	1,003.84	954.22	889.98
长期股权投资	21,427.5	20,929.7	22,529.7	24,369.7	26,399.7	资产减值损失	97.19	389.97	100.00	100.00	100.00
固定资产	7,083.25	7,410.37	9,634.87	9,343.02	9,043.17	公允价值变动	204.36	-353.16	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,039.80	3,149.91	666.90	693.58	721.32	投资净收益	1,349.00	1,431.41	1,650.00	1,890.00	2,080.00
无形资产	7,151.34	7,915.97	9,682.30	8,398.40	7,114.51	其他	-1,506.7	-2,138.5	-1,120.0	-1,446.1	-1,860.0
其他非流动资产	12,042.4	13,498.5	10,416.1	10,384.0	10,351.8	营业利润	3,535.53	4,493.56	4,474.60	5,035.59	6,054.92
非流动资产合计	49,744.3	52,904.5	52,929.9	53,188.7	53,630.6	营业外净收益	44.06	32.20	30.00	30.00	30.00
资产总计	70,551.3	76,119.6	71,133.9	73,824.7	77,367.7	利润总额	3,579.59	4,525.75	4,504.60	5,065.59	6,084.92
短期借款	5,607.19	6,358.29	5,856.40	4,901.30	3,721.14	所得税	474.11	782.23	428.19	476.34	600.74
应付账款+票据	2,333.28	2,397.31	2,871.95	3,102.90	3,626.85	净利润	3,019.88	3,743.52	4,076.41	4,589.25	5,484.19
其他	8,550.50	7,074.50	7,181.75	7,234.18	7,384.45	少数股东损益	311.96	421.90	460.00	500.00	700.00
流动负债合计	16,490.9	15,830.1	15,910.0	15,238.3	14,732.4	归属于母公司	2,707.92	3,321.62	3,616.41	4,089.25	4,784.19
长期带息负债	12,670.1	12,576.9	12,576.9	12,576.9	12,576.9						
长期应付款	0.00	251.21	251.21	251.21	251.21						
其他	2,676.55	2,831.97	2,831.97	2,831.97	2,831.97						
非流动负债合计	15,346.6	15,660.0	15,660.0	15,660.0	15,660.0						
负债合计	31,837.6	31,490.1	31,570.1	30,898.4	30,392.5						
少数股东权益	5,614.98	7,316.15	7,776.15	8,276.15	8,976.15						
股本	2,563.06	2,562.90	2,562.90	2,562.90	2,562.90						
资本公积	10,542.9	12,143.6	12,143.6	12,143.6	12,143.6						
留存收益	14,871.7	17,181.5	19,713.0	22,575.4	25,924.4						
股东权益合计	33,592.7	39,204.2	42,195.7	45,558.1	49,607.1						
负债和股东权益总	70,551.3	76,119.6	71,133.9	73,824.7	77,367.7						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,019.43	523.46	4,076.41	2,673.75	3,378.69
折旧摊销	1,346.92	1,380.70	2,141.44	2,174.78	2,209.46
财务费用	922.16	1,076.91	1,003.84	954.22	889.98
存货减少	-564.70	-505.19	-169.88	-908.19	-245.23
营运资金变动	177.20	20.30	-611.46	-283.47	-966.94
其它	-45.72	544.28	100.00	100.00	100.00
经营活动现金流	2,855.29	3,040.45	6,540.34	4,711.08	5,365.95
资本支出	3,174.91	3,962.06	666.90	693.58	721.32
长期投资	3,598.51	2,738.88	0.00	0.00	0.00
其他	1,528.50	6,528.98	75.50	75.50	75.50
投资活动现金流	-5,244.9	-171.96	-591.40	-618.08	-645.82
债权融资	2,390.51	-2,440.7	-501.89	-955.09	-1,180.1
股权融资	4,851.37	3,190.49	0.00	0.00	0.00
其他	-4,104.3	-2,685.6	-2,088.7	-2,180.9	-2,325.2
筹资活动现金流	3,137.53	-1,935.9	-2,590.6	-3,136.0	-3,505.4
现金净增加额	729.87	927.41	3,358.29	956.92	1,214.74

主要财务比					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	34.45%	14.72%	12.92%	14.82%	16.39%
EBIT	-6.70%	24.52%	7.95%	9.28%	15.87%
EBITDA	2.00%	19.08%	17.99%	7.12%	12.08%
归属于母公司	11.36%	22.66%	8.87%	13.07%	16.99%
获利能力					
毛利率	58.40%	59.62%	60.17%	60.66%	61.93%
净利率	11.36%	12.34%	12.63%	12.38%	12.71%
ROE	9.01%	9.74%	10.51%	10.97%	11.77%
ROIC	6.87%	8.85%	8.50%	8.93%	9.93%
偿债能力					
资产负债	50.31%	46.27%	44.38%	41.85%	39.28%
流动比率	0.82	0.96	1.14	1.35	1.61
速动比率	0.60	0.67	0.85	0.99	1.21
营运能力					
应收账款周转	5.75	6.20	5.88	6.07	5.84
存货周转率	3.15	2.93	3.13	2.91	3.12
总资产周转率	0.39	0.42	0.45	0.50	0.56
每股指标(元)					
每股收益	1.06	1.30	1.41	1.60	1.87
每股经营现金	1.11	1.19	1.90	1.84	2.09
每股净资产	10.92	12.44	13.43	14.55	15.85
估值比率					
市盈率	34.46	27.96	24.01	21.23	18.15
市净率	3.10	2.72	2.52	2.33	2.14
EV/EBITDA	20.22	17.37	14.72	13.68	12.16
EV/EBIT	26.87	22.07	20.44	18.63	16.01

数据来源：公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996