

复星医药 A (600196.SH)

复星医药：医疗生态闭环的打造者 买入（首次）

2020年08月03日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 柴博

执业证号：S0600520070002
chaib@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	28,585	33,432	40,842	50,037
同比（%）	14.7%	17.0%	22.2%	22.5%
归母净利润（百万元）	3,322	3,867	4,933	6,378
同比（%）	24.0%	16.3%	27.4%	29.4%
每股收益（元/股）	1.30	1.51	1.92	2.49
P/E（倍）	52.81	45.37	35.56	27.50

投资要点

- **集团创新产品初出茅庐，预计未来三年净利润年复合增长率不低于28%：**集团创新产品实现商业化，生物类似物跻身全球市场，2019年，是集团生物类似物创新产品商业化元年。2020年除汉利康®国内获批上市以外，集团自主研发的曲妥珠单抗生物类似物 HLX02（Zercepac®）在欧盟获批上市，成为首个在欧盟获批的中国国产生物类似物。此外，集团曲妥珠单抗、阿达木单抗两个生物类似物产品预计在中国获批上市。集团创新驱动迎来重要节点，同时非布司他片（优立通）、匹伐他汀钙片（邦之）等已上市产品实现销售量与销售额高速增长，随着集团研发管线的不断跟进，我们认为，未来三年集团净利润年复合增长率不低于28%。
- **“创新研发+引入合作+投资并购”三大因素驱动集团未来业绩持续增长：**复星医药先天具有复星集团投资并购基因，秉承“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式实现药品制造与研发业务、医疗器械与诊断、医疗服务与医药分销流通板块协同发展。2019年，集团首个国内首个生物类似物利妥昔（汉利康®）获批上市，生物创新药实现商业转化；2020年，首个引进的小分子创新药阿伐曲泊帕片（苏可欣®）国内获批上市，成为引入合作的典范之作；通过控股国药产投实现医药分销流通业务投资收益稳定增长，通过控股印度注射剂仿制药公司 GlandPharma 布局全球业务，GlandPharma 预计在2020年在印度分拆上市。此外，集团复星凯特 Car-T 治疗在中国即将商业化，引入 BioNtech 新冠疫苗均标志着集团“创新研发+引入合作+投资并购”全面实现三轮驱动，未来业绩可期。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2020~2022年营业收入分别为334亿、408亿和500亿，同比增长17%、22.2%和22.5%，预计集团2020-2022年净利润分别为38.7亿、49.3亿和63.8亿，同比增长16.3%、27.4%和29.4%，三年净利润复合增长率为28%，预计集团2020-2022年的EPS分别为1.51、1.92和2.49元，当前估计对应估值分别为45x、36x和28x。考虑到集团1、创新产品陆续进入商业化周期，国际化进程明显加快，部分产品受益于一致性评价和医保准入后带来的较大弹性；2、集团投资引入进程加快，着眼于未被满足的临床需求，Car-T、新冠疫苗、医美器械、医疗服务等长期来看具有较大的市场空间，参考可比公司估值与增速，首次覆盖给予“买入”投资评级。
- **风险提示：**公司产品销售不及预期；产品研发进度不及预期；疫情中美贸易摩擦带来负面影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	68.45
一年最低/最高价	24.32/68.45
市净率(倍)	5.36
流通 A 股市值(百万元)	137650.08

基础数据

每股净资产(元)	12.77
资本负债率(%)	48.97
总股本(百万股)	2562.90
流通 A 股(百万股)	2010.96

相关研究

内容目录

1. 复星医药：医疗健康生态闭环打造者	5
1.1. 公司“4IN”战略打造“医+药”一体化	5
1.2. 深度国际化是集团保持生命活力的关键要素	6
1.3. 集团主营业务稳定增长，超 2/3 的研发费用用于创新药物研发	7
2. 八面玲珑，复星医药集团下控股子公司业务稳定增长	9
2.1. 集团股权结构清晰稳定，“医+药”行业版图打造生态闭环	9
2.2. 公司未来产品线与增长催化剂	11
3. “引入+创新+投资”三轮驱动制药业务未来业绩确定性增长	12
3.1. 万邦医药：营销变革，整合资源，注重研发，营业收入实现十年十倍快速增长	13
3.2. 复宏汉霖：领军生物科技公司跻身生物类似物研发第一梯队	13
3.3. 重庆药友、奥鸿药业：负面影响逐渐消化，潜力品种迎来转机	15
3.4. Gland Pharma：分拆上市，仿制药布局进一步提升全球影响力	16
3.5. 复星凯特：领先入局细胞疗法，Car-T 即将在国内实现商业化	17
4. 医疗器械与诊断业务平稳增长，医美器械将成收入新增长点	17
4.1. 手术机器人和诊断、检测试剂成为集团净利润增长核心驱动力	17
4.2. 复锐科技：北美市场高增长，医美无创/微创器械稳定增长	18
5. 疫情+板块扩张，医疗服务板块未来进展缓慢	19
6. 国药控股医药分销与流通，投资收益稳定增加	20
7. 新冠疫苗：全产业链布局“抗疫一盘棋”	21
8. 公司盈利预测与估值	22
8.1. 关键假设及营业收入预测	22
8.2. 可比公司估值法	23
9. 风险提示	24
9.1. 集团产品销售不及预期	24
9.2. 集团产品研发进度不及预期	24
9.3. 疫情和中美贸易摩擦带来负面影响	25

图表目录

图 1: 复星医药成长路径 (股价, 元)	5
图 2: 复星医药核心竞争力	5
图 3: 集团创新业务研发与商业模式	6
图 4: 集团国际化布局与战略决策	6
图 5: 集团自成立初期的发展历史	6
图 6: 集团历年 IND/NDA/Trial 数目	7
图 7: 集团潜在的创新催化剂	7
图 8: 2020.1~2020.5 公司潜在催化剂研发动态	7
图 9: 集团营业收入及拆分	8
图 10: 集团净利润和净利润增速 (单位: 亿/人民币)	8
图 11: 集团毛利润及毛利润增速	8
图 12: 集团拆分业务毛利率水平	8
图 13: 集团研发投入及增速	9
图 14: 同比公司研发费用及研发费用率	9
图 15: 集团控股子公司及合营/联营公司架构图 (2019 年)	9
图 16: 集团主要控股子公司及 2019 年主要业绩	10
图 17: 万邦医药战略布局与营业收入增速	13
图 18: 复宏汉霖发展历程与汉利康®	14
图 19: 利妥昔/曲妥珠/阿达木单抗中国销售额 (百万)	14
图 20: 公司生物类似物竞争格局	14
图 21: 优帝尔近年销售额及增速 (单位: 万元)	16
图 22: 奥德金近年销售额及增速 (单位: 万元)	16
图 23: 集团代理达芬奇手术机器人采购分布	18
图 24: 复锐医疗业务拆分 (单位: 百万美元)	18
图 25: 集团医疗服务产业布局 (单位: 万元)	19
图 26: 国药集团营业收入及增速	20
图 27: 集团对国药产投和联营/合营企业投资收益	20
图 28: 集团新冠疫情下实现业务联动	21
图 29: 集团成 BioNTech 新冠疫苗中国独家代理	21
图 30: BioNTech 的研发优势	21
表 1: 集团主要控股子公司营业收入及净利润 (单位: 亿元)	10
表 2: 集团处于研发管线的药物一览	11
表 3: 公司 HLX10 临床试验布局	15
表 4: 集团营业收入预测 (百万元)	22
表 5: 可比公司估值法	24

核心观点:

本篇报告期望从复星医药的基本面入手，分析当下复星医药基本面发展逻辑，尝试解决以下几个问题:

- 1) 公司目前的控股子公司架构如何? 各个子公司的经营状况如何?
- 2) 公司现在和未来的确定性成长性催化剂在哪里?
- 3) 复星医药的估值逻辑在哪里?

复星医药先天具有复星集团的投资并购基因，成立初期，仅有医药分销和试剂业务，10 年期间，复星医药在上市后迅速切入制药、医疗器械、医疗服务等领域，通过控股子公司或合营联营的方式，为后面的长期内生性增长奠定了产业基础。对标海外跨国药企，无论是强生还是辉瑞，均是在公司成立初期通过高效的产业整合迅速提高公司规模。

我们认为 2020 年是公司发展重要转折点:

- ▶ **集团创新研发管线中多款候选药物即将迎来商业转化期。**2019 年控股子公司复宏汉霖国内首个生物类似物（利妥昔单抗）汉利康®获批上市。2020 年 7 月，公司曲妥珠单抗生物类似物获欧盟批准上市，成为首个在欧盟获批上市的国产生物类似物。下半年，预计公司曲妥珠/阿达木单抗生物类似物国内获批上市。
- ▶ **辉瑞/BioNTech 新冠疫苗启动 2/3 期临床研究。**受疫情影响，新冠疫苗作为最有潜力成为抗疫药物的赛道成为投资焦点，公司通过与 BioNTech 签订许可协议获得国内独家商业化权益，目前该 mRNA 疫苗 BNT162b1 已启动临床 2/3 期试验。
- ▶ **集团引入创新产品的能力不断增强。**2020 年，集团引进作为国内首款针对择期行诊断性操作或者手术的慢性肝病相关血小板减少症的小分子创新药物在国内成功上市并实现商业化。未来多款商业合作产品相继商业化将成为集团业绩不断增长的催化剂。

我们认为，受公司控股子公司创新研发、授权引入以及投资并购影响，未来三年复星医药营业收入将以复合增长率 22% 的速度增长，2022 年营业收入有望达到 500 亿以上。

图 1: 复星医药成长路径 (股价, 元)

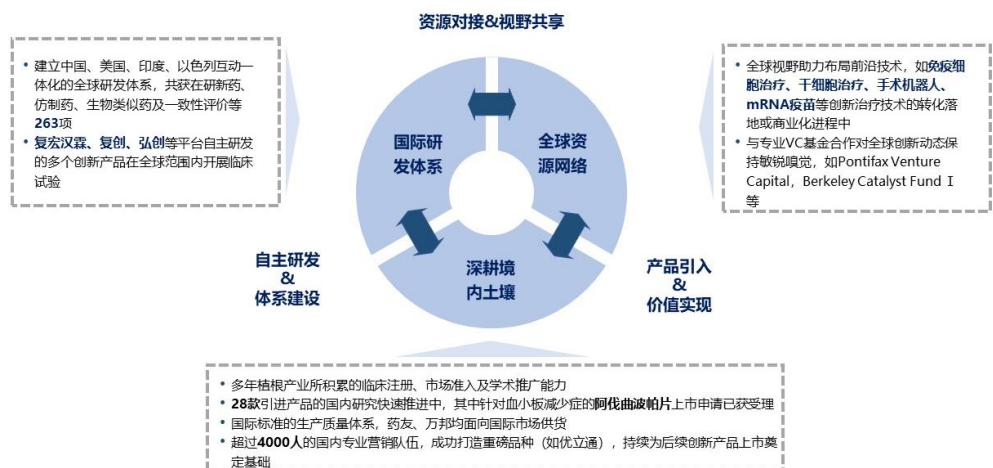


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1. 复星医药: 医疗健康生态闭环打造者

上海复星医药(集团)股份有限公司(简称“复星医药”, 股票代码: 600196SH)是一家立足中国、布局全球的创新医疗健康企业。公司定位打造医疗产业生态闭环, 覆盖医药健康全产业链。

图 2: 复星医药核心竞争力



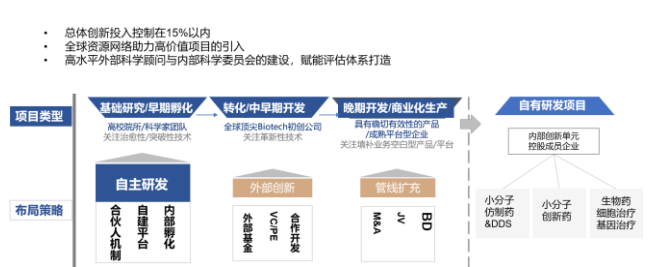
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.1. 公司“4IN”战略打造“医+药”一体化

公司通过深耕境内土壤, 依托全球资源网络, 构建国际研发体系。在“4IN”(创新 Innovation、国际化 Internationalization、整合 Integration、智能化 Intelligentization) 战略

指导下，秉承“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式，不断提升产品力和品牌力，持续提高创新能力、整合能力和国际化能力，以保证公司业绩长期增长。

图 3: 集团创新业务研发与商业模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4: 集团国际化布局与战略决策



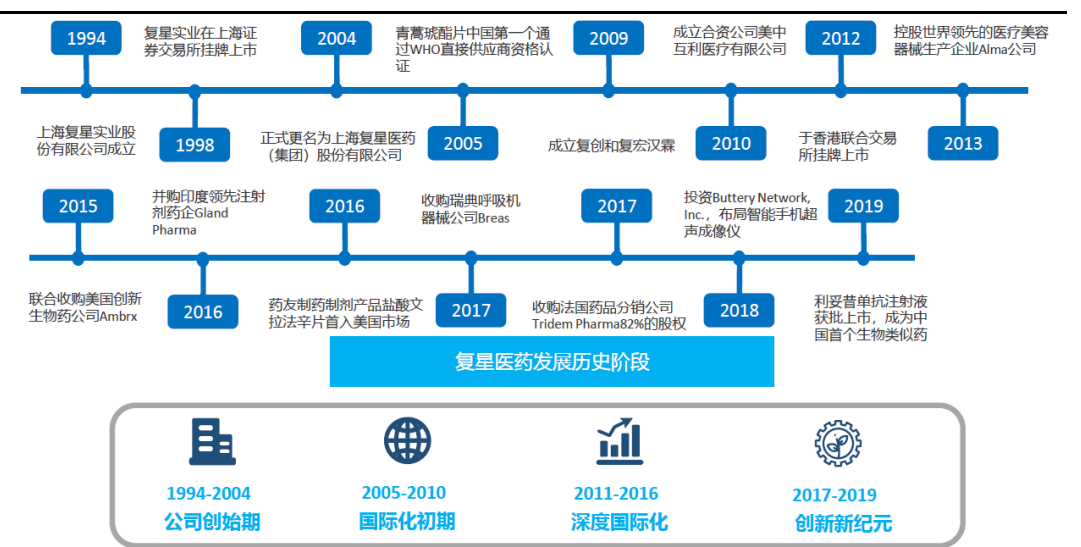
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

集团围绕“顶层设计+领域聚焦+优化资金投入+战略合作”四步走：不断完善创新药物研发管线的顶层设计，通过加强人才队伍建设，健全与优化产品管线管理体系；依托“4+3”研发平台的建设（四大平台：小分子创新药、高价值仿制药、生物药、细胞治疗；三大体系：许可引进、深度孵化、风险投资），巩固生物医药在 PCG 核心技术领域的领先地位；从临床未被满足的需求出发，多渠道布局前沿技术与创新赛道。立足中美非印欧，全方位打造国际化能力。通过加强 BD 队伍建设，实现创新产品全球权益对外许可能力建设。

1.2. 深度国际化是集团保持生命活力的关键要素

集团成长历经四个阶段，公司创始阶段、国际化初期、深度国际化以及创新阶段。早期阶段，集团利用先天具有投资并购基因（复星集团），由医药分销和试剂业务迅速切入制药、医疗器械、医疗服务等领域，并不断通过业务版图扩张实现产业快速增长。2016 年和 2017 年，集团分别通过并购印度领先注射药企 GlandPharma 和收购法国药品分销公司 TridemPharma，实现国际化深度布局。

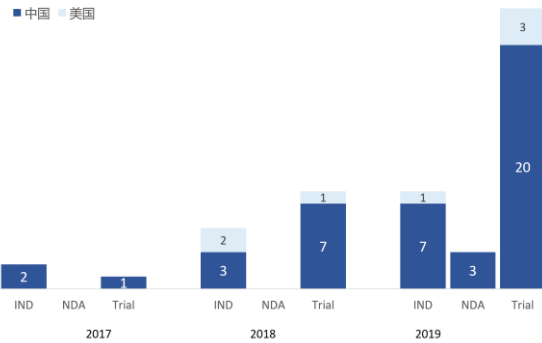
图 5: 集团自成立初期的发展历史



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

集团 2017 年在创新药研发领域进入新的发展周期，2019 年驶入快车道，在中国提交了 7 项新药临床试验申请 (IND) 和 3 项新药上市申请 (NDA)，同时进行了 20 项临床试验。在美国，1 项 IND 申请，2 项 IND 获批，其中 ORIN1001 快速通道获批，FN1501 孤儿药指定获批。在美国及澳洲进行了 3 项临床试验。2019 年，集团分别在美国临床肿瘤学会和欧洲临床肿瘤学会针对 FN1501 和 FCN159 相关临床试验数据公开发表。

图 6: 集团历年 IND/NDA/Trial 数目



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 7: 集团潜在的创新催化剂



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2020 年 1~5 月，集团通过利用充分利用网络远程工作，中外疫情时差及中美资源互补 5 个月内递交新药临床申请 7 个，获批 6 个，新启动，晋级或完成临床试验 8 个新药上市申请 1 个，获批 1 个。

图 8: 2020.1~2020.5 公司潜在催化剂研发动态

国家	新药临床申请(7)	新药临床获批(6)	新启动临床试验** (8)	新药上市申请(1)	新药上市获批(1)
美国	FCN-338 (BCL2)	FCN-338(BCL2) SAF-189	SAF-189 (美国II期临床启动中)	益基利仑赛注射液* (复星凯特)	阿伐曲泊帕片 CLDT
中国	FCN-207(URAT1)* FCN-159(神经纤维瘤) 门冬胰岛素注射液 FCN-011 (NTRK)* FCN-338 (Bcl2)* RT002(GL)	FCN-647 Orin1001 替那帕诺片(ESRD-HD) FCN-207(URAT1)	Orin1001 (获得组长单位伦理批件) SAF-189 (II期已启动, 完成首例入组) FCN-411 (完成I期爬坡, 开始扩展试验) FCN-437 (完成I期爬坡, 开始扩展试验) 阿伐曲泊帕片CIT (MRCT国内首例入组) 替那帕诺片IBS-C (I期临床获得伦理批件) Opicapone (I期临床中国和高加索人PK检测完成, 无人种差异)		

* 特殊审批程序
** 包括新开临床试验和由一期进入二期或扩展期

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2019 年集团已平稳度过深水期，在做好现有业务生命周期管理的同时，加速创新布局，在优势产品力、整合式运营体系、稳健的国际化发展上奠定一定的领先地位。

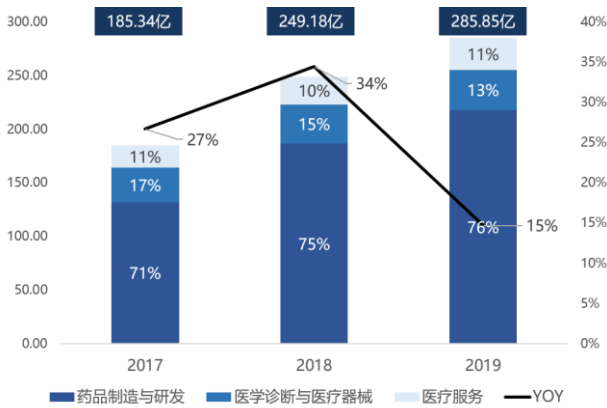
1.3. 集团主营业务稳定增长，超 2/3 的研发费用用于创新药物研发

集团业务覆盖医药健康全产业链，以药品制造与研发为核心，覆盖医疗器械与医学诊断、医疗服务，并通过本集团投资企业国药控股涵盖到医药商业流通领域。2019 年集团实现营业收入 285.85 亿元，同比增长 14.72%，归属上市公司股东净利润为 33.22 亿

元，同比增长 22.66%。其中：药品制造与研发业务实现营业收入 217.66 亿元，较 2018 年增长 16.51%；医疗器械与医学诊断实现营业收入 37.36 亿元，较 2018 年增长 2.66%；医疗服务业务实现营业收入 30.40 亿元，较 2018 年增长 18.61%。

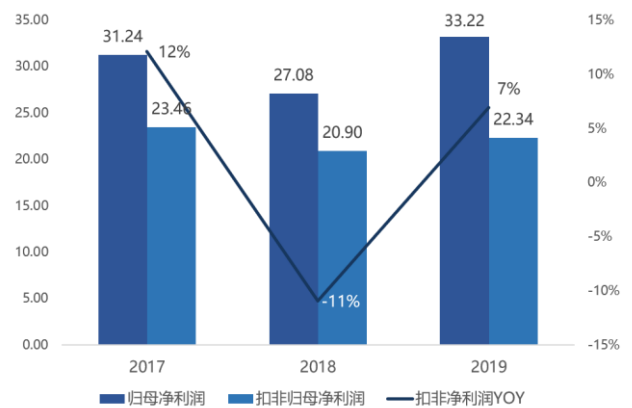
我们认为，随着药品制造与研发业务板块创新产品的上市并实现商业化，未来药品制造与研发业务的营业收入占比会有所上升，营业收入 2020~2022 年复合增长率可能达到 24.5%。

图 9：集团营业收入及拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：集团净利润和净利润增速（单位：亿/人民币）

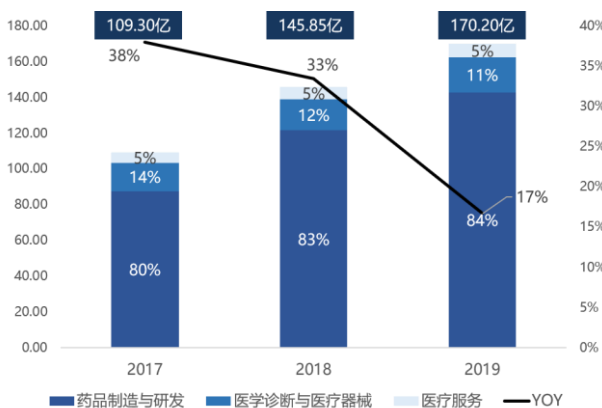


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019 年，集团 3 个板块共实现毛利润 170.20 亿元，同比增长 17%。制药板块作为集团最大业务板块，为集团贡献了 84% 的毛利润。其中制药、器械和诊断的毛利率较高，分别为 65.64% 和 52.38%。其中医疗器械与医学诊断在收入保持基本稳定的情况下，营业成本较上年降低 5.77%。

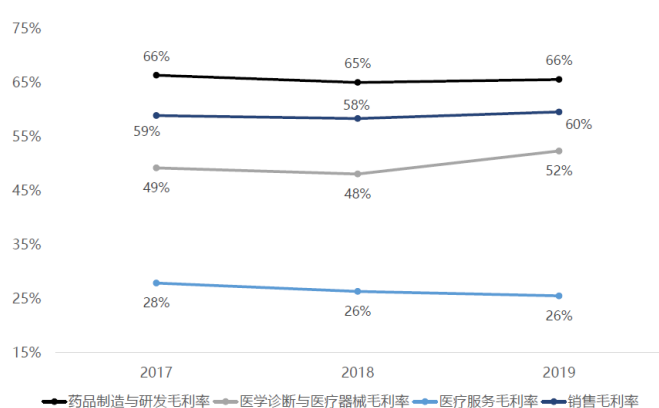
我们认为未来毛利润增速会有所增加，主要驱动因素主要源于创新产品的商业化所带来的利润增加。医疗器械与诊断板块由于营业成本的降低会实现利润的小幅度增加。短期内，医疗服务板块由于持续的业务扩张与营业成本增加，导致毛利率水平相对较低。

图 11：集团毛利润及毛利润增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：集团拆分业务毛利率水平

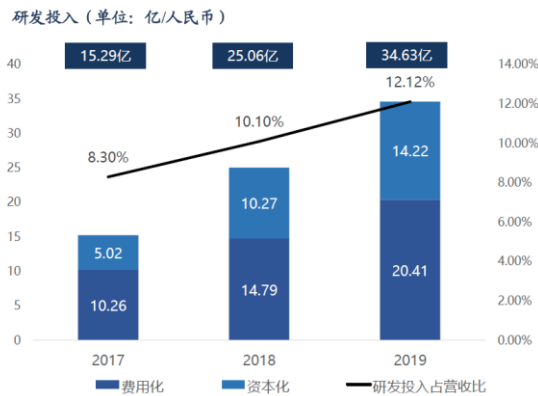


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

创新研发是集团未来业务成长的核心驱动因素。2019 年集团研发投入 34.63 亿元，同比增长 38.15%，超过 2/3 的研发费用用于创新药物研发。经过多年的专业化经营，公司已在代谢及消化系统、抗肿瘤、抗感染、中枢神经系统、心血管及血液系统等领域拥有多个优势产品。

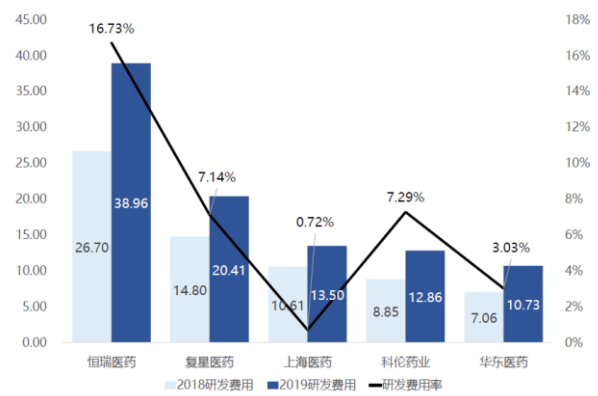
从集团三费来看，集团持续加强国内外营销体系的建设，2019 年投入销售费用 98.47 亿元，并且近三年销售费用以 30.4% 的复合增长率逐年递增，销售费用逐年加大的主要原因是近年来集团加大对新产品和新市场的投入力度。2019 年集团财务费用为 8.65 亿元，较 2018 年增长 19.50%，主要是因为平均带息债务增加，以及采用新租赁准则后增加使用权负债折现费用所致。相较而言，集团的管理费用较为稳定，2019 年管理费用为 25.91 亿元。

图 13: 集团研发投入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14: 同比公司研发费用及研发费用率



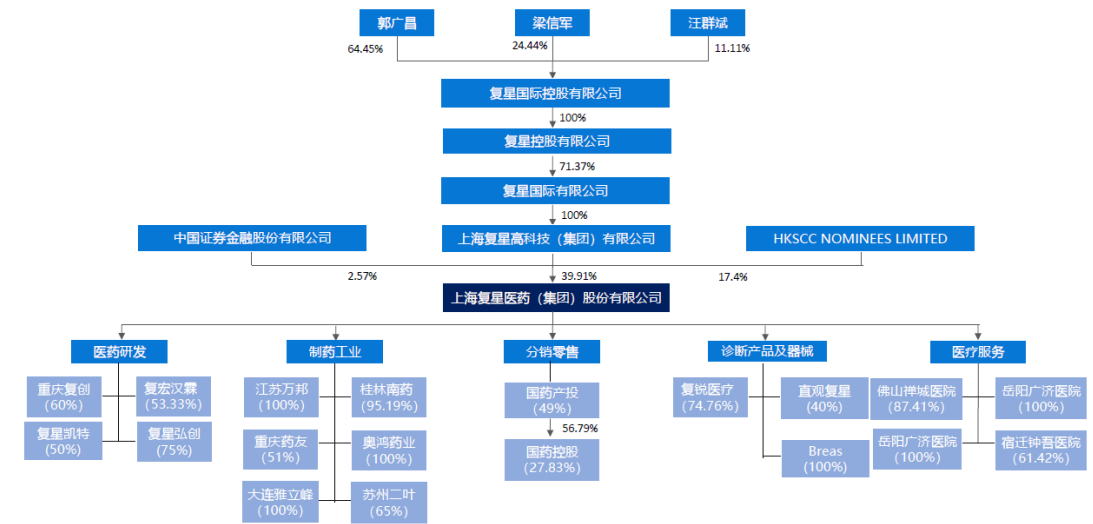
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 八面玲珑，复星医药集团下控股子公司业务稳定增长

2.1. 集团股权结构清晰稳定，“医+药”行业版图打造生态闭环

集团股权结构清晰，上海复星高科技（集团）股份有限公司直接持有集团股份 39.91%。公司实际控制人为郭广昌，郭广昌先生通过持有复星国际 64.45% 的股份间接的控制复星医药。复星医药的全产业链布局致使旗下分公司以及控股公司多达 50 家，而且这一数据在未来几年还有增大的趋势。

图 15: 集团控股子公司及合营/联营公司架构图（2019 年）



数据来源：天眼查，公司公告，东吴证券研究所

在药品制造与研发业务，通过控股子公司万邦医药、药友制药以及印度注射剂药企 Gland Pharma 的多个产品销售收入持续保持高速增长。复星医药始终将自主创新作为企业发展的源动力，持续完善“仿创结合”的药品研发体系，复宏汉霖、复创、弘创等平台自主研发的多个创新产品在全球范围内开展了临床试验。

图 16: 集团主要控股子公司及 2019 年主要业绩



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在主要控股子公司中，重庆药友、江苏万邦、奥鸿药业、GlandPharma 以及复宏汉霖营业收入占药品制造与研发板块营业收入合计 75% 以上。医疗服务板块主要收入来源于禅城医院。医疗器械制造与研发主要依托复锐医疗科技实现集团创新业务增长。医药分销与流通通过直接控股国药产投 49% 股份实现投资收益稳定增长。

表 1: 集团主要控股子公司营业收入及净利润 (单位: 亿元)

公司名称	业务性质	主要产品或服务	19 年 营业收入	YOY	营业利润	19 年净利润	YOY
重庆药友	药品制造与研发	阿托莫兰、优帝尔、沙多力卡、悉畅、先锋美他醇等	61.44	7.14%	9.48	8.06	14.35%

江苏万邦	药品制造与研发	优立通、怡宝、西黄胶囊、万苏平、肝素钠系列等	53.52	33.57%	7.27	6.54	44.76%
奥鸿药业	药品制造与研发	奥德金、邦亭、长托宁等	22.08	22.98%	2.60	2.30	0.09%
Gland Pharm	药品制造与研发	肝素钠、万古霉素、罗库溴铵等	25.07	31.05%	6.50	5.13	81.10%
复宏汉霖	药品制造与研发	汉利康	0.91	-	-	-8.75	-
禅城医院	医疗服务	医疗服务	16.10	17.36%	-	2.16	10.75%
复锐医疗科技 (Sisram)	医疗器械制造与研发	美容医疗器械、医用医疗器械	11.96	17.26%	-	1.51	4.51%
国药产投	医药投资	医药投资	4252.73	23.44%	137.81	106.34	12.90%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 公司未来产品线与增长催化剂

2019 年集团已有 9 个小分子创新产品（包括 1 个改良型新药）、9 个适应症于中国境内获临床试验批准；3 个小分子创新药、3 个适应症获境外临床试验许可：其中 ORIN1001 已于美国开展临床 I 期试验并获得美国 FDA 快速通道审评认证；首个国产生物类似药利妥昔单抗注射液（汉利康®）于中国境内获批上市，2 个单克隆抗体生物类似药（注射用曲妥珠单抗、阿达木单抗注射液）于中国境内获得新药上市申请受理并均已纳入优先审评程序，12 个单克隆抗体产品及 8 个联合治疗方案在全球范围内开展超过 20 项临床试验。

表 2: 集团处于研发管线的药物一览

临床阶段	研发项目	治疗领域	已申报临床厂家	已批准上市药物	核心竞争者	分子类型	靶点	研发投入
获批上市	重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液（利妥昔单抗）	肿瘤	17	2	0	大分子	CD20	5.73 亿
Phase III	重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液	肿瘤	1	0	0	大分子	CD20	
Phase III	注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体（注射用曲妥珠单抗）	肿瘤	15	1	0	大分子	HER2	7.02 亿
Phase III	重组抗 TNF α 全人单克隆抗体注射液（阿达木单抗注射液）	自身免疫病	19	3	0	大分子	TNF α	2.50 亿
Phase III	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	肿瘤	>20	2	0	大分子	VEGF	4.04 亿
Phase III	重组赖脯胰岛素及注射液	糖尿病	3	2	0	大分子	-	1.68 亿
Phase III	精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（50R）	糖尿病	3	1	0	大分子	-	

Phase III	重组人胰岛素及注射液	糖尿病	9	6	0	大分子	-	0.85 亿
Phase III	重组甘精胰岛素及注射液	糖尿病	9	4	0	大分子	-	1.02 亿
Phase I	利拉鲁肽注射液	糖尿病	11	1	0	大分子	GLP-1	0.50 亿
Phase I	重组抗 VEGFR2 结构域 II-III 全人单克隆抗体注射液	肿瘤	7	0	0	大分子	VEGFR2	0.59 亿
Phase III	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液	肿瘤	1	0	0	大分子	PD-1	4.58 亿
Phase I	重组抗 VEGFR2 全人单克隆抗体注射液	肿瘤	1	0	0	大分子	VEGFR2	0.84 亿
Phase I	重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体注射液	肿瘤	1	0	0	大分子	EGFR	1.58 亿
Phase I	HLX22 单抗注射液	肿瘤	1	0	0	大分子	HLX22	0.97 亿
Phase I	重组 HER2 人源化单克隆抗体单甲基奥瑞他汀 F 偶联剂注射液	肿瘤	1	0	0	大分子	HER2	1.13 亿
Phase I	重组人促红素-HyFc 融合蛋白注射液	肾性贫血	1	0	0	大分子	-	0.50 亿
Phase I	丁二酸复瑞替尼胶囊	非小细胞肺癌	1	0	0	小分子	ALK	0.86 亿
Phase I	FCN-411	非小细胞肺癌	1	0	0	小分子	RPTKs	0.48 亿
Phase I	FCN-437	实体瘤	1	0	0	小分子	CDK4/6	0.78 亿
Phase I	FCN-159	黑色素瘤	1	0	0	小分子	MEK	0.37 亿
Phase I	FN-1501	白血病	1	0	0	小分子	IDH2	0.78 亿
Phase I	万格列净片	糖尿病	1	0	0	小分子	SGLT-2	0.50 亿
Phase I	ORIN1001	乳腺癌	1	0	0	小分子	IRE1	0.67 亿
Phase I	PA-824	结核病	1	0	0	小分子	-	0.14 亿
Phase I	注射用多西他赛聚合物胶束	肿瘤	4	0	0	小分子	微管蛋白	0.28 亿
Phase I	枸橼酸焦磷酸铁溶液	慢性肾脏疾病	1	0	0	小分子	-	0.35 亿

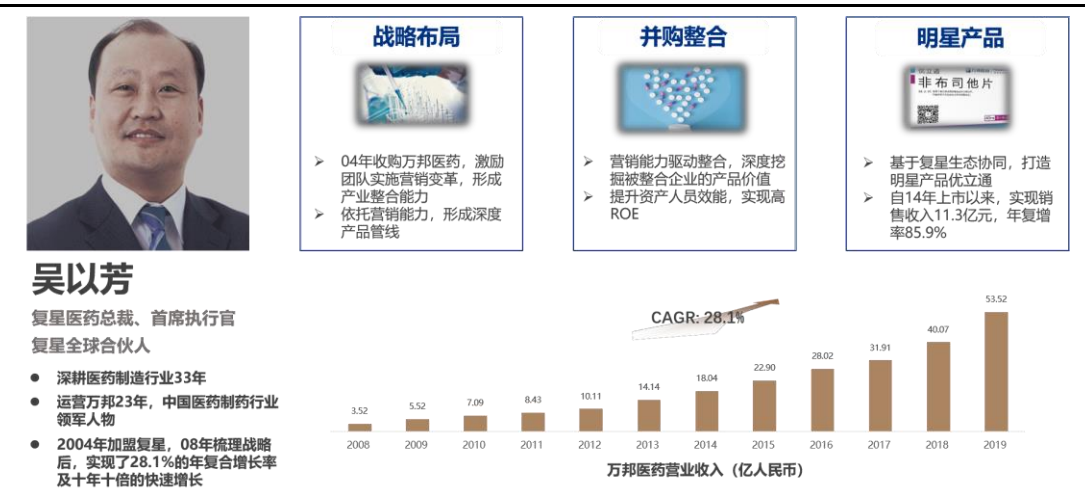
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. “引入+创新+投资” 三轮驱动制药业务未来业绩确定性增长

3.1. 万邦医药：营销变革，整合资源，注重研发，营业收入实现十年十倍快速增长

万邦医药经营的药品涵盖化学原料药及其制剂、生化药品与生物制品、中成药等。公司专注于高血糖、高血压、高血脂、高尿酸、抗肿瘤等治疗领域药品的研发、生产与销售。动物源胰岛素、优立通（非布司他片）、怡宝（EPO）、万苏平（格列美脲片）、可元（羟苯磺酸钙胶囊）、肝素钠等产品市场占有率国内名列前茅；可伊（新复方芦荟胶囊）、可胜（西黄胶囊）、消渴康颗粒、盾叶冠心宁片为独家品种。目前，公司共有十多个产品年销售额过亿元。

图 17：万邦医药战略布局与营业收入增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

万邦医药 2019 年实现营业收入 53.52 亿（同比增长 33.57%），净利润 6.54 亿（同比增长 44.76%）。主要原因在于其核心产品非布司他片（优立通）和匹伐他汀钙片（邦之）于 2019 年进入国家乙类医保，销量增长分别为 105%、113%。根据 IQVIA 数据库显示，非布司他片（优立通）和匹伐他汀钙片（邦之）销售额同比增长分别为 61%、65%。此外公司其他产品如胰岛素产品、西黄胶囊、格列美脲（同比增长 7%）将为公司带来持续业绩增长。

公司第三代胰岛素产品如重组甘精胰岛素、赖脯胰岛素、精蛋白锌重组赖脯胰岛素 50R 均已处于 III 期临床试验，预计将 2020 年或 2021 年上市，同时产品纳入医保后，相应产品的快速放量有望为公司业绩贡献新的推动力。

3.2. 复宏汉霖：领军生物科技公司跻身生物类似物研发第一梯队

复宏汉霖作为一家国际化的创新生物制药公司，产品覆盖肿瘤、自身免疫疾病等领域。自 2010 年成立以来，复宏汉霖已建成一体化生物制药平台，高效及创新的自主核心能力贯穿研发、生产及商业运营全产业链。公司在中国上海、中国台北和美国加州均设有研发中心，按照国际 GMP 标准进行生产和质量管控，位于上海徐汇的生产基地已获得中国和欧盟 GMP 认证。

图 18: 复宏汉霖发展历程与汉利康®



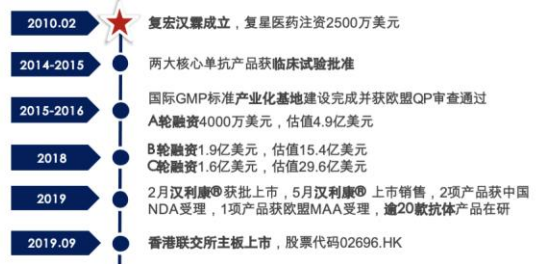
刘世高 博士
复宏汉霖首席执行官
复星全球合伙人

- 25年以上生技药品研发、生产制造、药政及质量管理经验
- 美国普渡大学生物学博士/斯坦福大学进行博士后研究
- 10年加盟复宏汉霖，联合创始人复宏汉霖并带领上市



张文杰 先生
复宏汉霖总裁

- 25年以上商业运营经验，曾任安进中国区总经理、罗氏肿瘤业务部副总裁等
- 耶鲁大学MBA及山东大学微生物学学士学位
- 19年加盟复宏汉霖，负责商业化运营和市场策略



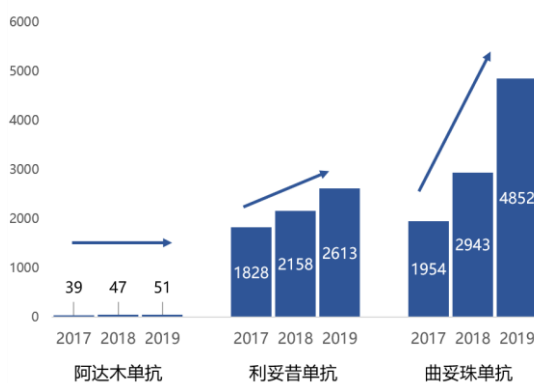
患者可负担的创新

- 中国首个 生物类似药成功获批上市（汉利康®）
- 中国首个 国产生物药开展国际多中心临床3期试验
- 中国首个 国产生物药申请欧盟上市批准
- 国内率先 采用先进的一次性生产技术产业化生产
- 国内率先 进行国际先进的连续流生产技术应用开发

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

复宏汉霖前瞻性布局了一个多元化、高质量的产品管线，涵盖 20 多种创新单克隆抗体，并全面推进基于自有抗 PD-1 单抗 HLX10 的肿瘤免疫联合疗法。截至目前，公司已成功上市国内首个生物类似药汉利康（利妥昔单抗），2 个产品（HLX02 曲妥珠单抗、HLX03 阿达木单抗）获得中国新药上市申请受理，有望于今年上市，并同步就 10 个产品、8 个联合治疗方案于全球范围内开展 20 多项临床试验，产品对外授权覆盖全球近 100 个国家和地区。此外，公司联合商业合作伙伴 Accord 推动 HLX02 向欧洲药品管理局递交上市申请，2020 年 5 月 HLX02 欧盟上市申请获欧洲药品管理局人用医药产品委员会（EMA CHMP）推荐批准，2020 年 7 月，HLX-02 成为首个在欧盟上市的国产生物类似药。

图 19: 利妥昔/曲妥珠/阿达木单抗中国销售额（百万）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 20: 公司生物类似物竞争格局

已上市

临床III期

临床II期

临床I期

产品	生物药分类	公司	临床阶段
安可达	免疫球蛋白	齐鲁制药	已上市
汉利康	利妥昔单抗	复宏汉霖	已上市
特立立	阿达木单抗	百美泰	已上市
达攸同	免疫球蛋白	信达生物	已上市
安健宁	阿达木单抗	浙江海正	已上市
USP1211	阿达木单抗	联实生物	BLA
HLX02	曲妥珠单抗	复宏汉霖	BLA
HR303	阿达木单抗	信达生物	BLA
HR301	利妥昔单抗	信达生物	BLA
BAT1706	免疫球蛋白	西美泰	BLA
HLX03	阿达木单抗	复宏汉霖	BLA
TR5003	免疫球蛋白	特瑞思	III期
H5022	曲妥珠单抗	浙江海正	III期
SCT510	免疫球蛋白	神州细胞	III期
TQ-82302	免疫球蛋白	正大天晴	III期
G8221	曲妥珠单抗	康和生物	III期
BP102	免疫球蛋白	信达生物	III期
HLX04	免疫球蛋白	复宏汉霖	III期
LY01008	免疫球蛋白	康安生物	III期
SCT400	免疫球蛋白	神州细胞	III期
ML60	免疫球蛋白	天广实生物	III期
WBP-264	免疫球蛋白	华生生物	III期
G8222	免疫球蛋白	康和生物	III期
AK-3008	免疫球蛋白	安科生物	III期
TAB008	免疫球蛋白	东曜药业	III期
HR12单抗	免疫球蛋白	安科生物	III期

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 PD-1 单抗的研发落后于恒瑞、信达、君实等，但纵观 PD-1 领域竞争格局，未来 PD-1 的联用疗法能够解决单药治疗未能满足的临床需求。公司优先在单抗+单抗肿瘤免疫疗法上布局研发管线，包括 HLX10+HLX04 (PD-1+VEGF(贝伐珠单抗生物类似物))，

肝细胞癌, II 期)、HLX10+HLX04+化疗 (非鳞状非小细胞癌, III 期) 和 HXL10+HLX07 (PD-1+重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体, 头颈部鳞状细胞癌等晚期实体瘤)。

表 3: 公司 HLX10 临床试验布局

疾病领域	重要产品	联合疗法	临床阶段
实体瘤	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液联合重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液治疗方案	单抗+单抗	Phase III
食管鳞癌	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液或安慰剂联合化疗 (顺铂+5-FU) 一线治疗局部晚期/转移性食管鳞癌的治疗方案	单抗+化疗	Phase III
小细胞肺癌	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液联合化疗 (卡铂-依托泊苷) 用于治疗未接受过治疗的广泛期小细胞肺癌的治疗方案	单抗+化疗	Phase III
胃癌	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液联合化疗用于新辅助/辅助治疗胃癌的治疗方案	单抗+化疗	Phase III
非小细胞肺癌	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液联合化疗 (卡铂-白蛋白紫杉醇) 用于一线治疗局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌的治疗方案	单抗+化疗	Phase III

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

此外, HXL10 联合化疗如顺铂+5-氟尿嘧啶用于一线治疗局部晚期/转移性食管鳞癌、卡铂-依托泊苷用于治疗未接受过治疗的广泛期小细胞肺癌、联合化疗用于新辅助/辅助治疗胃癌和卡铂-白蛋白紫杉醇用于一线治疗局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌均已进入临床 III 期阶段。

联合疗法在肿瘤免疫治疗中的作用日益凸显。PD-(L)1 赛道拥挤, PD-(L)1 的联合用药开发受制于另一个产品的可及性, 公司差异化的布局单抗+单抗联合疗法, 依托公司特有的生物类似物以及研发管线中的储备创新产品, 未来在联合用药的布局期望实现弯道超车。

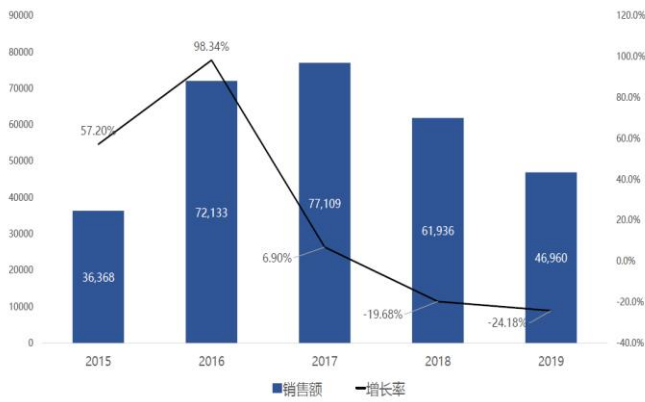
3.3. 重庆药友、奥鸿药业: 负面影响逐渐消化, 潜力品种迎来转机

重庆药友是一家集 API 及制剂研发、生产、销售于一体, 拥有完整医药产业链的集团化、国家级重点高新技术企业。2019 年, 公司实现营业收入 61.44 亿, 同比增长 7.14%, 净利润 8.06 亿, 同比增长 14.35%。公司目前核心产品为谷胱甘肽 (阿托莫兰片)。根据 IQVIA 数据, 2019 年, 谷胱甘肽销售额为 11.87 亿, 同比增长 1%, 我们认为未来三年谷胱甘肽的销售额将保持稳定小幅度增长。公司阿法骨化醇片 (立庆, 代谢和消化系统用药) 和草酸艾司西酞普兰片 (启程, 中枢神经系统用药) 分别实现销售额 0.9 亿 (同比增长 36%) 和 0.8 亿 (同比增长 98.8%)。

2019 年, 公司核心产品前列地尔干乳剂 (优帝尔, 心血管系统用药) 由于受到调出医保目录, 预计未来 2~3 年的销售额会业绩下滑。但是随着立庆和启程市场快速放量, 同时炎琥宁有望随医保范围扩大, 实现市场进一步放量。2020 年, 重庆药友按照 4 类仿

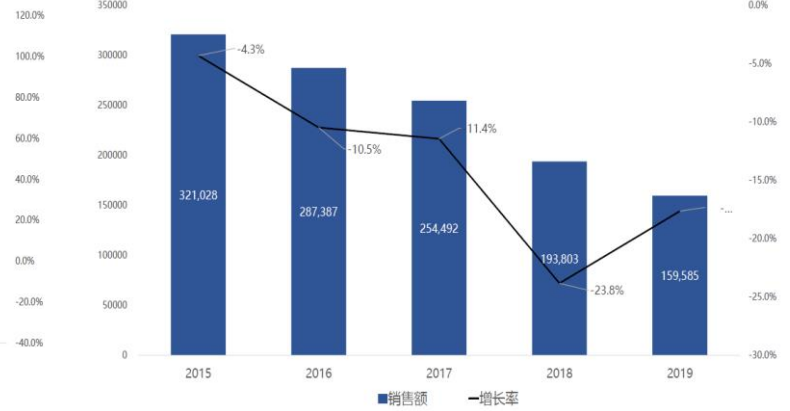
制药递交了甲苯磺酸索拉非尼片上市申请，预计第三季度获批。我们估计，新产品的放量能够逐渐弱化优帝尔未能进入医保的负面影响。

图 21: 优帝尔近年销售额及增速 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 22: 奥德金近年销售额及增速 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

奥鸿药业是以研发和生产经营创新药品为主，长期专注于神经系统、抗肿瘤、围手术期、儿药领域的精耕细作。2019 年，公司实现营业收入 22.08 亿，同比增长 22.98%，净利润 2.30 亿，同比增长 0.09%。公司核心产品奥德金由于 2015 年国家对小牛血类药物作为辅助用药的政策监管收紧以及 2019 年被调出国家医保目录，我们认为，未来 2~3 年，奥德金销售收入将进一步下滑。从 PDB 数据来看，2018 年和 2019 年奥德金销售收入同比下降 23.8% 和 17.7%。

公司核心原研产品长托宁® (盐酸戊乙奎醚注射液) 为世界首创的新型选择性抗胆碱药物，是国家一类新药，主要用于麻醉前给药及有机磷毒物中毒急救治疗；原研产品邦亭® (注射用白眉蛇毒血凝酶) 在同类市场销售排名第三，是止血药领域的知名品牌。2019 年公司通过收购力思特制药获得长托宁，同时收购霍尔果斯邀月的两个在研品种，围绕围手术期品种进行布局。我们认为，公司短期内可能无法抵消奥德金带来的负面影响。

3.4. Gland Pharma: 分拆上市，仿制药布局进一步提升全球影响力

Gland Pharma 成立于 1978 年，总部位于印度海德拉巴，主要从事小分子注射剂仿制药的开发以及生产，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，其主要业务来自于美国与欧洲。2017 年 10 月，复星医药以 10.91 亿美元 (约 72 亿人民币) 收购 GlandPharma 74% 的股权。

GlandPharma 主要产品包括依诺肝素注射液、肝素钠、达托霉素、万古霉素、罗库溴胺等。2019 年，公司共计 15 个仿制药产品获得 FDA 上市批准。已有 2 个产品 (注射用右雷佐生、唑来膦酸注射液) 报进口注册上市申请 (IDL)，4 个产品 (注射用唑来膦酸浓溶液、注射用醋酸卡泊芬净、盐酸伊立替康注射液、注射用替加环素) 报进口注册临床试验申请 (CTA)。2019 年，GlandPharma 实现营业收入 25.07 亿元，同比增长 31.05%，

净利润 5.13 亿元，同比增长 81.10%。

2020 年 7 月 10 日 GlandPharma 就建议首次公开发售其股份（即每股面值为 1.00 卢比的 Gland Pharma 股份）向印度证券交易委员会、印度国家证券交易所及孟买证券交易所递交非正式招股书草稿；并将就其股份在印度证交所及孟买证交所上市申请原则性批准。集团希望通过此次 IPO，募集超过 125 亿印度卢布（约 12.5 亿）人民币资金，同时进一步通过资本运作，促进本公司控股整合战略升级，巩固本集团核心竞争力。

3.5. 复星凯特：领先入局细胞疗法，Car-T 即将在国内实现商业化

CAR-T 细胞免疫疗法（嵌合抗原受体 T 细胞免疫疗法）是目前肿瘤治疗领域最具颠覆潜力的新兴技术之一，相较其他肿瘤治疗方法，如手术切除、放化疗、小分子靶向药物、单抗药物以及造血干细胞移植等，具备更“精准”、更“灵活”、更“广谱”、更“持久”等多方面优势。

目前，全球范围内已经有 3 款 CAR-T 细胞免疫疗法产品获批上市，分别是诺华的 Kymriah™、Kite Pharma 的 Yescarta® 和 Tecartus®。根据 Novartis 和 Gilead 已公布的财务报告，2019 年 Kymriah™ 和 Yescarta® 全球销售额分别约为 2.78 亿美元和 4.56 亿美元。

2019 年合营公司复星凯特的益基利仑赛注射液（拟定）（代号 FK876，即抗人 CD19 CAR-T 细胞注射液）已完成用于治疗成人复发难治性大 B 细胞淋巴瘤的中国境内桥接临床试验并于 2020 年 3 月纳入药品上市注册优先审评程序。

2019 年，与全球细胞疗法领先者 ReNeuron 合作，引进针对脑卒中后残疾及视网膜色素变性的细胞治疗产品，推动打造干细胞平台；获 MimiVax 授权，独家临床开发和商业化胶质母细胞瘤免疫治疗产品 SurVaxM，进一步丰富产品线。

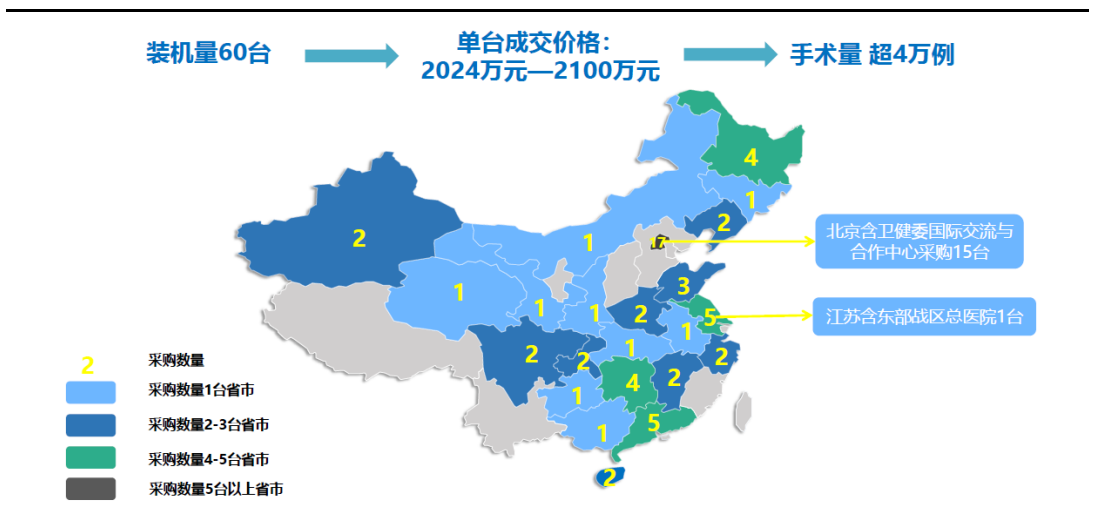
4. 医疗器械与诊断业务平稳增长，医美器械将成收入新增长点

4.1. 手术机器人和诊断、检测试剂成为集团净利润增长核心驱动力

2019 年，集团医疗器械与医学诊断业务实现营业收入 37.36 亿元，较 2018 年增长 2.66%；（营业收入较 2018 年同期同口径增长 28.5%，考虑“达芬奇手术机器人”代理业务转入合资公司直观复星等因素）。实现分部业绩 5.74 亿元，较 2018 年增长 2.91%；实现分部利润 4.95 亿元，较 2018 年增加 12.67%，净利润同比增加主要是由于：（1）合资公司直观复星“达芬奇手术机器人”装机量和手术量均快速增长，2019 年装机量 60 台、于中国大陆及香港的手术量超 4 万例；（2）HPV 诊断试剂、地中海贫血基因检测试剂等实现较快增长。

集团通过合资公司代理销售的“达芬奇手术机器人”目前是唯一一个同时获得美国 FDA 和国家药监局许可上市的微创腔镜外科手术机器人产品，处于行业领先。

图 23: 集团代理达芬奇手术机器人采购分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

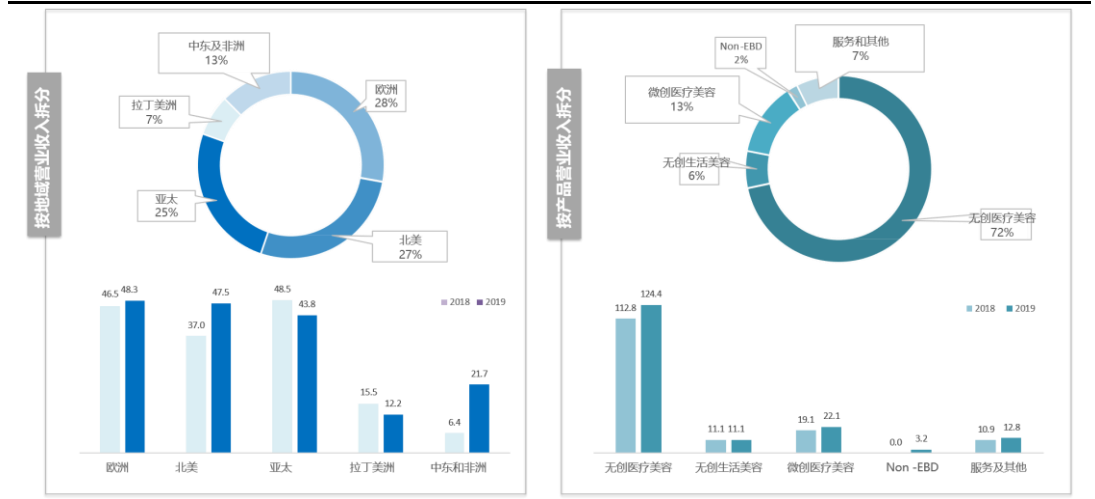
2019年,HPV 诊断试剂和地中海贫血基因检测试剂营业收入均较 2018 年快速增长;自主研发的全自动化学发光仪器平台已上市销售,相关配套试剂累积 31 个项目获得注册批准文号;诊断产品 Glycotest (肝癌诊断) 已进入产品注册阶段。

4.2. 复锐科技: 北美市场高增长, 医美无创/微创器械稳定增长

复锐医疗科技 (Sisram) 在继续加快开拓全球市场并重点关注新兴市场的同时,进一步加强新产品尤其是微创医疗美容器械的研发投入,产品线向临床治疗领域拓展。2019年,复锐医疗科技(Sisram) 4 个产品通过欧盟 CE 认证,推出了包括 Soprano Titanium 及 Colibri 在内的两款新产品, Soprano Titanium 是目前全球市场上最先进的激光脱毛平台之一,专为非手术眼睑成形术及去皱而设计的 Colibri 也深受市场欢迎。

2019 年,复锐医疗科技 (Sisram) 实现营业收入 17,352.00 万美元,净利润 2,193.50 万美元,分别较 2018 年增长 12.73%、0.48% (根据复锐医疗科技 (Sisram) 本币财务报表)。主要由于脱毛、身体塑形和脂肪移植三个主要领域无创产品及微创产品的销售增加。

图 24: 复锐医疗业务拆分 (单位: 百万美元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

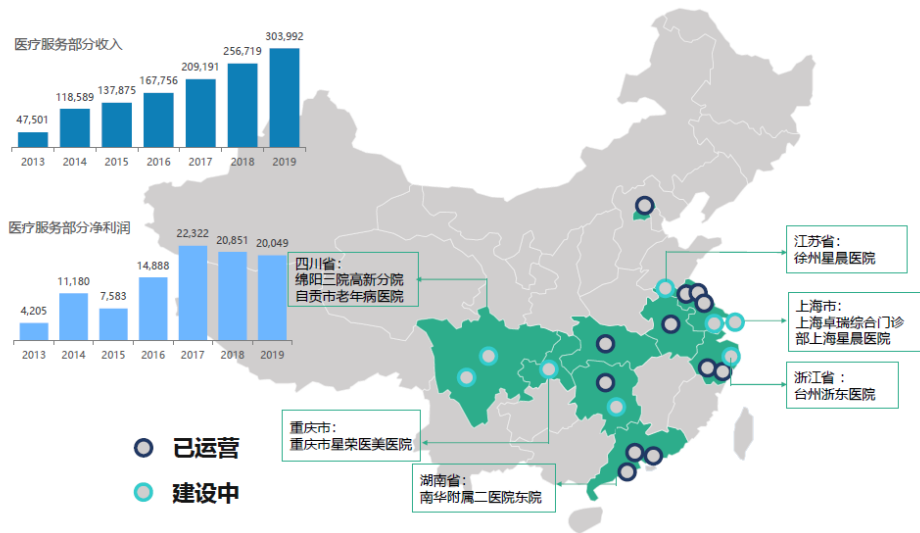
北美和欧洲依然是复锐医疗科技最重要的销售地区，北美市场营收增长 28.2%，占比增加至 27.4%，欧洲市场营收增长 3.8%，占比降低 2.3 个百分点至 27.9%。新兴市场中，亚洲、拉丁美洲分别下降 9.7% 和 21%，中东及非洲同比增长 240.6%，主要是公司新收购的以色列分销商 Nova Medical 实现了产品由分销向直销的过渡。

医疗美容依然是公司最主要的业务，占比因其他业务增长有所下降。生活美容收入略降，微创医疗美容和服务增速超过 16%。

5. 疫情+板块扩张，医疗服务板块未来进展缓慢

2019 年，集团医疗服务业务实现收入 30.40 亿元，较 2018 年增长 18.61%。实现分部业绩 3.27 亿元，较 2018 年增长 8.67%；实现分部利润 15.59 亿元，较 2018 年增加 13.51 亿元，分部利润大幅增长主要 2019 年集团出售 HHH（主要资产为和睦家医院）股权交易的利润贡献等原因所致，剔除各一次性因素影响后，分部利润 2 亿元，较 2018 年减少 22.67%，主要是由于新开业医院及诊所仍处在拓展期前期亏损、经营成本上升等影响所致。

图 25：集团医疗服务产业布局（单位：万元）



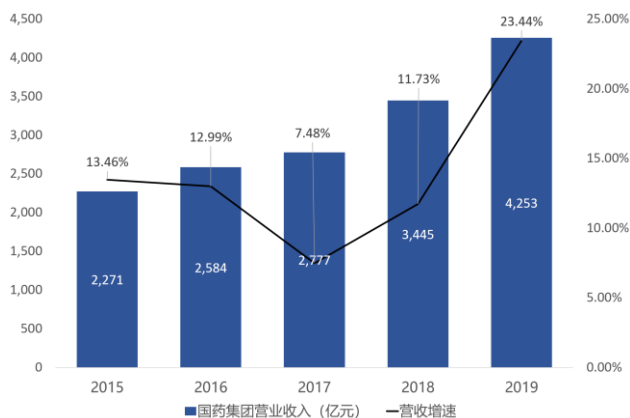
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

通过持续推进医疗机构的专科建设布局、内部整合及外延扩张打造区域性医疗中心和大健康产业链, 持续提升业务规模和盈利能力。2019年, 以珠三角大湾区、长三角、淮海经济区为医疗服务重点区域, 形成专科和综合医院相结合的医疗服务战略布局, 本集团控股的医疗服务机构主要包括佛山禅城医院、深圳恒生医院、宿迁钟吾医院、温州老年病医院、岳阳广济医院、安徽济民医院、武汉济和医院、珠海禅诚医院、淮安兴淮医院及宿迁市康复医院等, 核定床位合计4,328张。2019年, 该等医疗机构门急诊人次总量增长13%, 出院人次增长超过19%, 手术例数增幅14%。

6. 国药控股医药分销与流通, 投资收益稳定增加

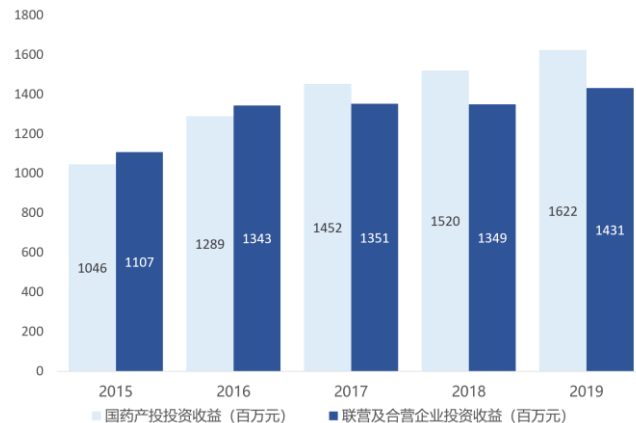
集团通过直接占国药产投49%的股份, 间接占国药控股27.83%股份。近年集团参股的国药控股继续加速行业并整合, 强大医药分销及零售网络建设, 并大力发展器械分销业务。2019年, 国药控股实现营业收入人民币4,252.73亿元、净利润人民币106.20亿元、归属净利润人民币62.53亿元, 分别较上年增长23.44%、12.93%和7.14%。

图 26: 国药集团营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 27: 集团对国药产投和联营/合营企业投资收益

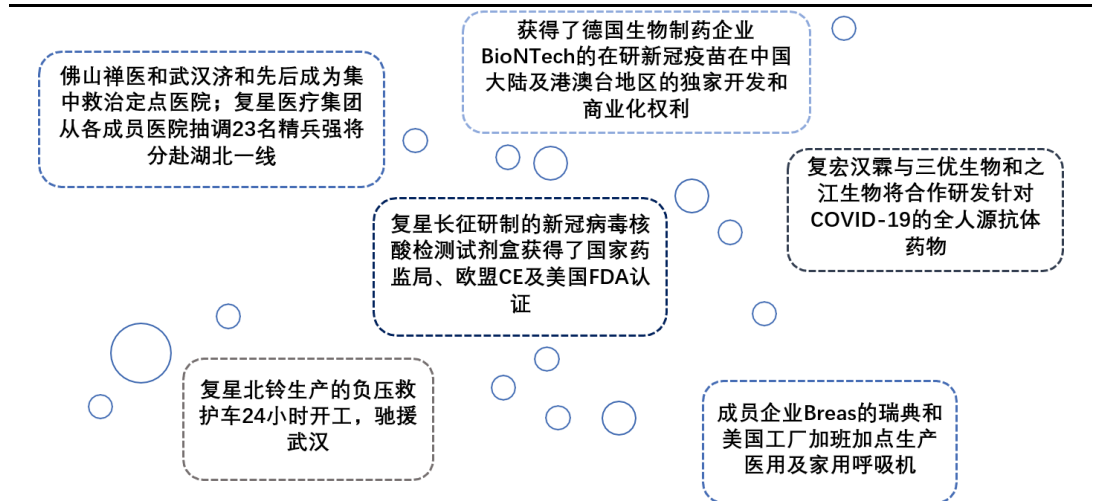


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

7. 新冠疫苗：全产业链布局“抗疫一盘棋”

2020年新冠疫情席卷全球,截至2020年7月28日,全球新冠现有确诊病例5757035人,累计确诊16543670人。集团成立总部疫情防控小组和工作小组,各业务板块随机成立疫情应对工作小组,参与全球抗疫。

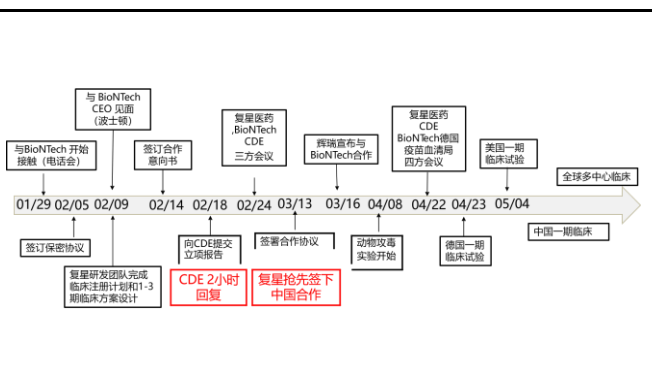
图 28: 集团新冠疫情下实现业务联动



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2020年3月13日,公司控股子公司复星医药产业与BioNTech签订许可协议,BioNTech授权复星医药产业在区域内独家开发、商业化基于其专有的mRNA技术平台研发的、针对COVID-19的疫苗产品,复星医药产业将根据约定向BioNTech支付至多8,500万美元的许可费,并在约定的销售提成期间内按该产品年度毛利的35%支付销售提成。同时,公司控股子公司复星实业与BioNTech签订《约束性条款书》,经协商,复星实业拟以31.63美元/股的价格认购BioNTech新增发行的1,580,777股普通股,认购金额约为5,000万美元。预计目标股份约占BioNTech经扩大后股份总数的0.7%。

图 29: 集团成 BioNTech 新冠疫苗中国独家代理



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 30: BioNTech 的研发优势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2020年7月27日,辉瑞/BioNTech新冠疫苗启动2/3期临床研究。7月1日,公布了BNT162b1的美国1/2期临床研究的早期数据,数据表明,在接受两次疫苗接种后,接

受 10 μg 和 30 μg 剂量疫苗的志愿者体内新冠病毒中和抗体滴度分别达到康复患者血清水平的 1.8 和 2.8 倍。

8. 公司盈利预测与估值

8.1. 关键假设及营业收入预测

- **药品制造与研发:** 我们认为对于复星医药的投资分析需要专注于主要控股子公司的未来成长确定性, 明确集团营业收入或净利润核心驱动力, 其次明确核心控股子公司业绩增长的确定性。通过研究, 2019 年, 江苏万邦 (24.81%)、重庆药友 (28.23%)、奥鸿药业 (10.15%)、GlandPharma (11.52%) 合计营业收入约占集团制药业务板块 75%。同时随着子公司复宏汉霖汉立康®获批及今年曲妥珠和阿达木单抗生物类似物获批在即, 我们认为复宏汉霖将成为集团新的业绩增长催化剂。因此, 通过分析上述公司的成长确定性能够估算公司药品制造与研发未来业绩增长性; (假设 GlandPharma 未来营业增长不受公司分拆上市所带来的融资变化)
- **医疗器械与诊断试剂:** 我们认为公司医疗器械与诊断相较于药品制造与研发业务而言, 营业收入增长放缓, 主要源于达芬奇手术机器人的代理与诊断试剂的销售。集团在本业务上更多依赖于引入代理模式, 商业模式上给未来公司业绩成长带来不稳定性。虽然近几年公司开始注重创新研发, 我们认为未来短期内医疗器械与诊断试剂放量不会很大;
- **医疗服务板块:** 集团受疫情影响, 今年医疗服务板块的增长存在较高不确定性, 同时。2019 年, 集团医疗服务利润大幅增长主要系本年度出售 HHH (主要资产为和睦家医院) 股权交易利润贡献等原因所致, 剔除各一次性因素影响后, 分部利润较 2018 年减少 22.67%, 主要原因是新开业医院及诊所仍处在拓展期前期亏损、经营成本上升等原因所致。我们认为, 短期公司利润仍不能大幅增长, 但随着国家战略与公司未来协同性布局, 医疗服务板块的成长确定性会逐渐明晰。
- **医药分销与流通:** 集团医药分销与流通业务通过控股国药集团实现净利润收入, 在财务报表中体现在投资收益中, 不列入营业收入预测。

表 4: 集团营业收入预测 (百万元)

单位:百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
药品制造与研发业务						
江苏万邦	3190.88	4006.62	5400.69	7290.93	9988.58	13784.24
YOY	13.90%	25.56%	34.79%	35.00%	37.00%	38.00%
重庆药友	3919.27	5734.35	6143.63	6573.68	7099.58	7738.54
YOY	25.36%	46.31%	7.14%	7.00%	8.00%	9.00%

奥鸿药业	1669.2	1795.64	2208.24	2429.06	2720.55	3101.43
YOY	57.30%	7.57%	22.98%	10.00%	12.00%	14.00%
复宏汉霖	455.22	1912.92	2506.8	3384.18	4737.852	6869.89
YOY	-	320.22%	31.05%	35.00%	40.00%	45.00%
其他制药子公司	-	-	90.93	349.41	1395.31	1751.87
YOY	-	-	-	284%	299%	26%
总收入	13195.47	18681.35	21765.87	25713.63	32026.28	39877.96
YOY	28.62%	41.57%	16.51%	18.14%	24.55%	24.52%
毛利率	66.42%	65.09%	65.64%	67.00%	67.00%	67.00%
毛利	8764.4	12159.43	14287.03	17228.13	21457.61	26718.24
医学诊断与医疗器械服务						
总收入	3214.05	3638.87	3735.81	4202.79	4736.54	5347.55
YOY	20.65%	13.22%	2.66%	12.50%	12.70%	12.90%
毛利率	49.25%	48.11%	52.38%	52.00%	52.00%	52.00%
毛利	1582.95	1750.79	1956.77	2185.45	2463.00	2780.73
医疗服务						
总收入	2088.47	2562.97	3039.92	3465.51	4019.99	4743.59
YOY	24.49%	22.72%	18.61%	14.00%	16.00%	18.00%
毛利率	27.89%	26.34%	25.52%	24.52%	23.73%	23.00%
毛利	582.4	675.05	775.85	849.74	953.94	1091.03
总营业收入	18533.56	24918.27	28585.15	33432.50	40841.54	50037.30
YOY	26.69%	34.45%	14.72%	16.96%	22.16%	22.52%
毛利率	58.95%	58.40%	59.62%	60.61%	60.91%	61.13%
毛利	10924.61	14552.96	17041.73	20263.32	24874.55	30589.99

数据来源：Wind，东吴证券研究所

8.2. 可比公司估值法

我们预计 2020~2022 年营业收入分别为 334 亿、408 亿和 500 亿，同比增长 17%、22.2% 和 22.5%，预计集团 2020-2022 年净利润分别为 38.7 亿、49.3 亿和 63.8 亿，同比增长 16.3%、27.4% 和 29.4%，三年净利润复合增长率为 28%，预计集团 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.51、1.92 和 2.49 元，当前估计对应估值分别为 45x、36x 和 28x。考虑到集团 1、创新产品陆续进入商业化周期，国际化进程明显加快，部分本产品受益于一致性评价和医保准入后带来的较大弹性；2、集团投资引入进程加快，着眼于未被满足的临床需求，Car-T、新冠疫苗、医美器械、医疗服务等长期来看具有较大的市场空间，参考可比公司估值与增速，首次覆盖给予“买入”投资评级。

表 5: 可比公司估值法

股票简称	公司	股价 (元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
药品制造与研发								
600276.SH	恒瑞医药	95.39	1.29	1.66	2.09	73.85	57.59	45.54
002262	恩华药业	15.92	0.78	0.96	1.16	20.33	16.63	13.71
000963	华东医药	26.46	1.65	1.93	2.28	16.06	13.72	11.61
600079	人福医药	32.10	0.68	0.94	1.16	43.76	32.03	24.97
	平均	42.47				38.50	29.99	23.96
医疗服务板块								
300015.SZ	爱尔眼科	46.00	0.41	0.56	0.73	111.51	81.69	62.80
600763	通策医疗	168.37	1.86	2.43	3.13	90.66	69.34	53.74
	平均	107.19				101.09	75.52	58.27
医学诊断和医疗器械板块								
300760.SZ	迈瑞医疗	334.00	4.82	5.86	7.12	69.27	56.93	46.90
	平均	334.00				69.27	56.93	46.90
600196.SH	复星医药	68.45	1.51	1.92	2.49	45.37	35.56	27.50

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 除复星医药外, 其他股价为 2020 年 7 月 28 日收盘价, 盈利预测为 Wind 一致预期

9. 风险提示

9.1. 集团产品销售不及预期

在仿制药方面, 随着医保控费政策趋紧、仿制药一致性评价的推进及带量采购政策的实施, 原本数量众多、市场分散、市场集中度较低的仿制药行业现状将被打破, 越来越多的国际药企以低价参与到竞争中来, 使得竞争环境更加严酷, 预计行业集中度将得到进一步提升。随着供给侧改革的推进, 仿制药产品市场份额及利润空间将被进一步压缩。在创新药方面, 由于仿制药市场体量大幅缩水, 众多仿制药企业纷纷寻求转型。随着中国加入 ICH (即人用药品注册技术要求国际协调会议) 以及国内药品审评审批制度逐步与国际接轨, 更多的创新药将加速上市, 本土创新药企业的内部竞争日趋激烈, 同时还要面临国际药企的竞争压力。主要针对创新药品的药品谈判目录, 在纳入新上市产品的速度上有大幅缩短的趋势, 也加大了对创新药产品定价的限制。

9.2. 集团产品研发进度不及预期

药品从研发到上市须经历临床前研究、临床试验、申报注册、获准生产等过程, 具有投入大、环节多、周期长、风险高的特点, 容易受到不可预测因素的影响。此外, 药品若出现研发进度和方向与未来市场需求不相符、亦或新药上市后因竞争加剧等因素导

致销售不畅，均可能影响到前期投入的回收和经济效益的实现，进而对集团的盈利水平和发展构成不利影响。

药品、医疗器械及诊断产品作为一种特殊商品，由于企业数量众多、分布地域广泛且医药产品生产环节较多，或因原材料、生产、运输、储存、储仓、使用等原因而产生质量问题。集团在实际经营过程中由于管理不善等各种原因仍可能存在相关运营实体未严格遵守国家有关法律法规而被处罚的可能性。

医疗服务业务可能面临医疗事故或纠纷风险，其中包括手术失误、医生误诊、治疗检测设备事故等造成的医患投诉及纠纷。如果未来发生较大的医疗事故，将可能导致本集团面临相关赔偿和损失的风险，也会对本集团医疗服务机构的经营业绩、品牌及市场声誉造成不利影响。

9.3. 疫情和中美贸易摩擦带来负面影响

2019年，医药行业共遭遇贸易摩擦6起，摩擦类型涵盖反倾销、反补贴、保障措施及美337调查等，涉及我国西药类、医疗器械类和健康营养品类产品。受疫情影响和中美贸易摩擦对我国在美国医药领域的投资和技术合作造成的潜在不利影响需要密切关注。

复星医药 A 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	20,403	20,398	24,205	29,754	营业收入	28,585	33,432	40,842	50,037
现金	9,533	7,404	8,897	10,939	减:营业成本	11,543	13,169	15,967	19,447
应收账款	4,608	6,069	6,905	8,969	营业税金及附加	260	349	427	504
存货	3,941	4,368	5,770	6,657	营业费用	9,847	11,701	13,886	16,512
其他流动资产	2,322	2,557	2,633	3,190	管理费用	4,632	6,018	6,943	8,006
非流动资产	55,716	59,807	64,571	69,634	财务费用	865	1,030	1,226	1,458
长期股权投资	20,930	22,433	24,011	25,668	资产减值损失	-390	154	188	230
固定资产	7,410	8,727	10,506	12,525	加:投资净收益	3,565	3,765	3,976	4,199
在建工程	3,150	3,210	3,420	3,693	其他收益	313	354	401	453
无形资产	10,966	12,411	13,549	14,702	营业利润	4,494	5,144	6,594	8,545
其他非流动资产	13,260	13,027	13,084	13,047	加:营业外净收支	32	29	32	31
资产总计	76,120	80,205	88,776	99,388	利润总额	4,526	5,173	6,626	8,576
流动负债	17,434	20,275	25,871	32,139	减:所得税费用	782	818	1,078	1,397
短期借款	6,358	9,101	12,053	16,967	少数股东损益	422	489	615	801
应付账款	2,397	2,715	3,220	4,008	归属母公司净利润	3,322	3,867	4,933	6,378
其他流动负债	8,678	8,459	10,598	11,164	EBIT	5,455	5,774	7,351	9,427
非流动负债	19,482	17,370	15,732	13,835	EBITDA	6,836	7,210	9,130	11,615
长期借款	12,577	10,827	9,098	7,186					
其他非流动负债	6,905	6,543	6,634	6,649	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	36,915	37,646	41,603	45,974	每股收益(元)	1.30	1.51	1.92	2.49
少数股东权益	7,316	7,805	8,420	9,221	每股净资产(元)	12.44	13.56	15.12	17.24
归属母公司股东权益	31,888	34,755	38,752	44,193	发行在外股份(百万股)	2563	2563	2563	2563
负债和股东权益	76,120	80,205	88,776	99,388	ROIC(%)	20.1%	18.1%	21.0%	23.0%
					ROE(%)	9.5%	10.2%	11.8%	13.4%
					毛利率(%)	59.6%	60.6%	60.9%	61.1%
					销售净利率(%)	11.6%	11.6%	12.1%	12.7%
					资产负债率(%)	48.5%	46.9%	46.9%	46.3%
					收入增长率(%)	14.7%	17.0%	22.2%	22.5%
					净利润增长率(%)	24.0%	16.3%	27.4%	29.4%
					P/E	52.81	45.37	35.56	27.50
					P/B	5.50	5.05	4.53	3.97
					EV/EBITDA	28.99	27.96	22.15	17.59

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

