

新品服务多点开花， 投资见长享超行业增速稳健增长

复星医药 (600196)

推荐 首次覆盖

核心观点:

1. 事件

复星医药公布 2015 年年报，公司收入 126.08 亿 (+4.85%)，归属于上市公司股东的净利润 24.60 亿 (+16.43%)，扣非后归母净利润 16.56 亿 (+24.43%)，符合市场预期。收入增长弱于利润增长的原因是公司转让分销与零售的资产给参股的国药控股公司。收入构成中，**医药制造与研发收入 89.35 亿 (+21.78%)**，**医疗服务收入 13.79 亿 (+16.26%)**；**医学诊断与医疗器械制造收入 17.25 亿 (+14.69%)**，**医学诊断与医疗器械代理收入 5.29 亿 (+21.48%)**。

公司围绕医药健康全产业链进行布局，并表业务可划分为三大板块：药品制造与研发（含原料药和制剂）、医疗服务（医院业务）、医学诊断与医疗器械（含诊断试剂、手术耗材、医疗器械的制造和代理）。公司参股国药控股，进行医药分销与零售业务。公司的全产业链布局得以最大程度分享我国医药健康产业增长带来的机会，并能通过上下游板块间资源共享产生协同效应，得以规避单一细分行业波动带来的业务风险。

2. 我们的分析与判断

（一）医药制造增长稳健，重磅品种储备进展顺利

公司已在中国药品市场最具潜力和成长力的六大疾病领域（心血管、代谢及消化系统、中枢神经系统、血液系统、抗感染、抗肿瘤）形成了比较完善的产品布局，还有原料药和医药中间体供给。公司 19 家控股子公司从事制药业务，共获得 47 张 2010 版 GMP 证书，其中包括 31 条无菌制剂生产线、27 条口服制剂生产线及 59 个原料药。

2015 年制药板块销售额 89.35 亿元，表现增长 21.78%，剔除邯郸制药以及新并购二叶制药的贡献后，营业收入同比增长 14.25%。公司销售过亿的制剂产品和系列已达到 19 个，其中小牛血清去蛋白注射液（奥德金）销售额约 5.6 亿元，注射用谷胱甘肽、注射用炎琥宁、注射用头孢美钠唑销售额约 8 亿元，抗疟系列产品收入 6.7 亿元。

公司医药制造分 7 个治疗领域，核心品种共 27 种，占医药制造板块 71% 的收入比重。其**心血管系统产品收入 8.47 亿 (+29.39%)**，**中枢神经系统产品 7.88 亿 (-11.60%)**，**血液系统产品 2.46 亿 (-0.04%)**，**代谢及消化系统产品 17.40 亿 (+17.86%)**，**抗感染产品 15.94 亿 (+26.15%)**，**抗肿瘤产品 2.25 亿 (+21.29%)**，**原料药和中间体产品 9.45 亿 (+4.6%)**。中枢神经领域产品同比下滑 11.60%，主打产品小牛血清去蛋白注射液（奥德金）的销量下降，由 2014 年的 6.72 亿下降 16.65%，主要原因是制造奥德金的奥鸿药业在 2015 年 11-12 月停产检修、完善供应链管理，以提升供应渠道质量和药品质量标准。代谢及消化系统领域销量同比增 17.86%，主要原因是剔除了邯郸药业的摩罗丹，若不剔除则同比增 14.75%。

分析师

☎: 李平祝

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

霍辰伊

☎: (8610) 83574699

✉: huochenyi@chinastock.com.cn

实习生苏涛、王天鹏对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2016.3.30

A 股收盘价(元)	19.89
A 股一年内最高价(元)	23.50
A 股一年内最低价(元)	16.50
上证指数	3000.65
市净率	2.532
总股本(亿股)	23.14
实际流通 A 股(亿股)	19.06
流通 A 股市值(亿元)	379.26

相关研究

表 1、复星医药制药板块主要经营产品规模、增速和毛利率拆分

治疗领域	2014 销售 额(百万元)	2015 销售 额(百万元)	同比	2014 毛利 率	2015 毛利 率	产品
心血管	655	847	29.39%	68.83%	76.09%	注射用环磷腺苷葡胺(心先安)、羟苯磺酸钙(可元)、替米沙坦片(邦坦)、匹伐他汀(邦之)、前列地尔干乳(优帝尔)、肝素系列制剂
中枢神经	891	788	-11.60%	82.06%	82.78%	小牛血清去蛋白注射液(奥德金)、富马酸喹硫平片(启维)
血液系统	246	246	-0.04%	79.73%	78.18%	注射用白眉蛇毒血凝酶(邦亭)
代谢及消化系统	1476	1740	17.86%	66.39%	63.88%	还原型谷胱甘肽系列、格列美脲片(万苏平)、动物胰岛素及其制剂、重组人促红细胞生长素(怡宝)、复方芦荟胶囊、摩罗丹、非布司他片(优立通)
抗感染	1264	1594	26.15%	47.40%	55.62%	抗结核组合药、青蒿琥酯等抗疟系列、头孢美唑制剂(悉畅)、沙多利卡(炎琥宁)、哌拉西林钠舒巴坦钠 1.5g(强舒西林)、哌拉西林钠舒巴坦钠 3g(嗒舒)、哌拉西林钠他唑巴坦钠(哌舒西林)、头孢唑肟钠(二叶必)
抗肿瘤	186	225	21.29%	55.11%	73.83%	西黄胶囊、注射用培美曲塞二钠(怡罗泽)、比卡鲁胺(朝晖先)
原料药和中间体	903	945	4.60%	23.14%	27.40%	氨基酸系列、氨甲环酸、盐酸克林霉素

资料来源：公司公告，银河证券研究部

公司在新品储备和国际化方面有实质进展。2015 年子公司湖北新生源的精氨酸原料药、二叶制药的注射用哌拉西林钠舒巴坦钠通过 CFDA 上市批准，重庆药友的盐酸文拉法辛片通过 FDA 上市批准。报告期内公司出口药品在原有欧美市场原料药基础上有所突破，成功出口制剂，文拉法辛、喹硫平缓释胶囊分别实现美国和加拿大的销售。

医药研发实力雄厚，6 个储备重磅品种。公司在上海、重庆、美国旧金山、台湾建立四大研发平台，深耕小分子化学创新药、大分子生物类似药、高价值仿制药和特色制剂技术等领域，研发人员近 900 人。目前公司在研新药、仿制药、生物类似药及疫苗等项目 161 项，40 个项目正在申报进入临床试验、13 个项目正在进行临床试验、41 个项目等待审批上市。

复星医药子公司复宏汉霖是国内领先的抗体药研发平台，目前已有 4 个抗体药(5 个适应症)进入临床，另有 2 个品种申报临床。公司申报的抗体药以生物类似物为主，在目前国家鼓励仿制和注重质量的政策背景下，旗下品种有望加快进入临床，并节省临床周期。目前治疗类风关的利妥昔单抗进入临床 3 期，治疗乳腺癌的曲妥珠单抗进入临床 1 期。复宏汉霖贡献利

润 -6872.73 万元，为上市公司贡献净利润占利润总额的-2.04%。

表 2、复星医药子公司复宏汉霖单抗临床进展

抗体药名称	靶点	适应症	临床进展	获批时间	国产申报排名	累计研发投入 (亿元)
利妥昔单抗	CD20	类风关	临床 3 期	2015.8.26	2	1.13
曲妥珠单抗	HER2	乳腺癌	临床 1 期	2015.12.23	4	0.61
阿达木单抗	TNF α	类风关	进入临床	2016.1.14	4-7	/
贝伐单抗	VEGF	结直肠癌	进入临床	2015.12.30	3	/
西妥昔单抗	EGFR	头颈癌	申报临床	/		0.16
抗 EGFR 人源化单抗	EGFR	实体癌	申报临床	/		0.35

资料来源：公司公告，银河证券研究部

公司有 2 个 1.1 类小分子创新药临床申报，肿瘤酪氨酸激酶抑制剂 FCN-411 及胶囊已进入临床，治疗结核病用药 PA-824 及片已申报临床受理。FCN-411 主要通过抑制肿瘤细胞表面受体酪氨酸激酶活性，阻断下游信号通路，抑制肿瘤细胞生长存活，从而达到肿瘤治疗的效果。该新药在临床前研究中表现出很强的体外、体内活性，良好的药代动力学特征及安全性。2015 年 10 月复星子公司重庆复创向重庆食药监局首次提交临床试验申请，并于 2016 年 3 月获批进入临床，审批进入临床速度快。公司另一小分子 PA-824 是硝基咪唑类似物，主要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机制达到抑制结核杆菌的效果。该小分子比传统治疗结核用药异烟肼有更好的抗菌活性，对敏感及耐药的结核杆菌均有效；对隔离的耐药及耐药结核有潜在疗效，并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，是已有结核治疗药物的有效改进和适应症扩充。该产品由复星子公司上海星泰进行临床申报，有望成为国内结核病用药的明星品种。

表 3. 复星医药新研发申报小分子创新药

药物名称	注册类别	作用机制	适应症	临床进展	获批时间	累计研发投入 (亿元)
FCN-11 及胶囊	化药 1.1 类	TKI (酪氨酸激酶抑制剂)	肿瘤	进入临床	2016.3.2	0.23
PA-824 及片	化药 1.1 类	分枝菌酸合成抑制剂	结核	申报临床受理	2014.9	0.14

资料来源：银河证券研究部，公司公告

(二) 医疗服务建分层次医院群，内外扩张与模式创新并举

近年国家陆续出台 10 余个文件鼓励支持社会资本办医，加快公立医院改革。复星医药紧跟政策，引领改革实践，积极探索社会资本办医。公司分阶段、分层次地进行医疗布局，已逐步形成涵盖高端品牌“和睦家”、多家民营医院、公立医院混改、医养结合医疗机构等多种模式的完整医院群。复星将持续强化医疗服务的布局，巩固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的战略布局，加快互联网医疗发展战略，积极探索大健康产业布局，并持续提升业务规模和盈利能力。

2015 年报告期内，公司通过内部和外部扩张的方式加速推动医疗服务发展，共实现收入 13.79 亿 (+16.26%)，其中禅城医院报告期收入 9.91 亿元 (净利润 1.25 亿元)，收入贡献比重 72%。目前禅城医院、济民医院、广济医院及钟吾医院合计核定床位 2,770 张，其中禅城医院有望成为国内非公立医院的行业标杆。

报告期公司以内部和外部扩张为双增长引擎，在多层次的社会资本办医领域的探索有更多实质进展。

- **改进已有医院，扩充多元化服务。**公司新建的禅城医院新综合医疗大楼“精进楼”投入使用，打造差异化医疗服务平台；钟吾医院康复体检医院启动建设；
- **探索社会资本办医新模式。**公司分别参与创设温州老年病医院和齐鲁医管，探索政府办医院的 PPP 模式。
- **探索医养结合新模式。**启动建设台州浙东医院、参与创设星双健医疗投资，积极整合医疗服务与养老服务资源。
- **开拓高端医疗网络。**推动美中互利旗下高端医疗品牌“和睦家”的医院诊所网络发展。2015 年，“和睦家”医院继续保持在北京、上海等核心城市高端医疗领域的品牌号召力和领先地位，青岛和睦家医院于报告期内开业、广州和睦家医院也在加紧建设中。
- **进入并布局可标准化服务的血透领域，规划产业链整合。**
- **探索海外医疗服务新经营模式。**公司投资了美国日间手术中心 Sovereign Medical 约 30% 的股权，以期进一步摸索新医疗服务模式未来在中国市场的借鉴与实践。
- **重构医疗服务链，“互联网+”强强联合。**开拓与“挂号网”的战略合作以及领投“名医主刀”A 轮融资，实现线上与线下服务的无缝嫁接，形成 O2O 闭环，探索医疗服务业态和模式的创新。

表 4. 复星医药医院群布局

类别	医院名称	时间	复星所占 股权	地点	级别
民营综合医院	广济医院	2011 年下半年	100%	湖南岳阳	二级
	钟吾医院	2012 年 12 月	55%	江苏宿迁	二级
	禅城医院	2013 年 10 月	60%	广东佛山	三级
民营专科医院	济民肿瘤医院	2011 年 5 月	70%	安徽合肥	三级
	南洋肿瘤医院	2013 年 9 月	50%	广东广州	二级
	新安中西医结合医院	2013 年 12 月	40%	安徽合肥	二级
	新星康复体检中心	2015 年下半年	60%	江苏宿迁	/
外资综合医院	“和睦家”医院	2014 年 2 月	48.65%	北京、广州、上海、天津、青岛	/
混合所有制医院	齐齐哈尔第一医院南院	2015 年 1 月	51%	黑龙江齐齐哈尔	三级
	温州市老年病医院	2015 年 12 月	70.47%	浙江温州	三级
	青岛山大齐鲁医院、青岛城星医院、徐矿总院、徐矿一院、徐矿二院和张集煤矿医院	2015 年 12 月	50%	山东青岛	三级
		2016 年 3 月	35%	江苏徐州	三级
公立医院	玉林第一人民医院、玉林第三人民医院	2015 年 6 月	49%	广西玉林	三级

资料来源：银河证券研究部，公司公告

（三）医学诊断与医疗器械业务拓展发展，达芬奇手术机器人销量提速

公司的医学诊断与医疗器械领域总收入 22.54 亿元（+16.21%），分制造和代理两个子版块。制造收入 17.25 亿元（+14.69%）。公司重视推进 Alma Lasers 的业务发展，继续加快开拓国际市场并重点关注中国、印度等新兴市场。Alma Lasers 报告期实现营业收入 6.88 亿元，同比增长 10.79%。进一步开拓新产品尤其是医用治疗器械的开发，产品线向临床治疗领域拓展。报告期间 Alma Lasers 产品共获得 5 项新的欧盟 CE 认证及 1 项美国 FDA 的 510 (k) 认证。

代理收入 5.29 亿元（+21.48%）。代理业务收入的增长主要系“达芬奇手术机器人”销售提速和手术量增加带动耗材销量增加所致，此外公司强化对 Chindex Medical Limited 代理业务的拓展。

(四) 参股医药分销与零售，零售业务增长领先

公司与国药控股完成了对包括复星药业、复美大药房、金象大药房在内的药品分销与零售业务的整合、优化资源配置，公司自 2015 年 1 月完成转让工作。公司以 49% 的比例参股国药控股加速行业整合，扩大医药分销网络建设，并保持业务快速增长。2015 年，**国药控股收入 2270.69 亿元(+13.46%)，净利润 56.96 亿元(+25.15%)，归属净利润 37.61 亿元(+30.81%)**。2015 年国药控股下属分销网络已覆盖中国 31 个省、自治区、直辖市；其直接医院客户数达 1.3 万家（仅指分级医院，包括最大、最高级别的三级医院 1847 家）。零售业务增速较快，国大药房已拥有 3080 家零售药店。此外公司将与挂号网在产业链模式变革方面有更多合作。

表 5. 复星医药医药分销零售业务概况

	2015 年收入 (亿元)	同比增速
医药分销	2158.54	12.74%
零售业务	87.29	47.85%

资料来源：银河证券研究部，公司公告

(五) 投资并购不断发现优质标的

公司以投资见长，专注于医药健康领域，对投资标的的选择有成熟逻辑，既关注拥有特色品种的各类规模企业，也注重有壁垒的高价值产品。完成并购后，公司将在生产研发和销售的各个环节对并购对象进行整合，以提升效率、压缩成本、拓展市场空间为目的，使得并购对象能迅速融入已有的生产、营销和管理体系，借助自身资源迅速提升产品竞争力。

2015 年公司重大投资事项列表如下。其中，公司增资抗体药研发平台复宏汉霖，贡献利润 -6872.73 万元，为上市公司贡献净利润占利润总额的-2.04%；美国发现研发蛋白质药物公司 Ambrx 为上市公司贡献利润 814.01 万元，占利润总额的 0.24%。公司投入 6500 万美元入股挂号网 4.33% 股权。

表 6. 复星医药重大投资事项

被投资公司	投资额	投资日期	集团持股比例	净利润 (万元)	贡献上市公司 净利润占比	主营业务
复宏汉霖	3322.9 万美 元增资	2014年3月10日第一次 2015年7月8日第二次	74% → 82.57%	-6872.73	-2.04%	单抗药研发
广济医院	3380.8 万元	2014年11月28日	45% → 100%	861.26	0.26%	营医疗服务
广济置业	9619.2 万元	2014年11月28日	45% → 100%	-114.51	-0.03%	投资管理
二叶制药	3.94 亿元 +4.51 亿元	2014年12月4日	35%+30%	7816.58	2.32%	医药研发、制造和销售。
复星实业	5850 万美元	2015年	100%	-1949.21	-0.58%	投资管理
Sovereign Medical	4000 万美元	2015年3月10日	30%	68.96	0.02%	医疗服务
台康生技	3.164 亿元新 台币	2015年5月5日	10%	0	0%	医药研发、制造和销售
Ambrx	4500 万美元	2015年5月20日	36%	814.01	0.24%	发现和研发蛋白质药物
重庆医药	2.025 亿元	2015年7月30日	3%	1.76	0%	药品、医疗器械、保健食品等的销 售
万邦天晟	4121.63 万元	2015年8月1日	51%	-124.59	-0.04%	肝素钠粗品及肠衣的加工和销售
Astute Medical	2000 万美元	2015年8月19日	8.75%	0	0%	开发创新标志物技术, 生产高风险 急性病检测产品
Pontifax IV	4000 万美元	2015年9月2日	26.67%	0	0%	对外投资
复星财务	3.276 亿元	2015年9月17日	20%	2288.50	0.68%	复星集团成员单位的存贷款、财 务、融资咨询等
雅立峰	6400 万元	2015年9月28日	20%	-5027.00	-1.49%	生物技术的开发、流感疫苗生产、 人用狂犬病疫苗生产和 SARS 疫苗 研究
创贤网络	3600 万元	2015年10月16日	15%	0	0%	运营“名医主刀”平台
国控医投	5700 万元 +5000 万元	2015年10月22日第一次 2015年11月18日第二次	10% → 45%	-56.32	-0.02%	医院投资管理
北京瑞而士	4200 万元	2015年11月26日	70%	-9.59	0.00%	投资管理, 资产管理, 项目投资, 投资咨询, 医学研究等
挂号网	6500 万美元	2015年11月30日	4.33%	0	0%	运营“挂号网”平台
温州老年病医院	2.5 亿元	2015年12月3日	70.47%	0	0%	医院项目筹建
齐鲁医管	4.0 亿元	2015年12月16日	50%	0	0%	自有资金对外投资运营管理, 对指 定服务的医疗机构进行投资管理
湖南景仁	3900 万元	2015年12月22日	65%	0	0%	医院投资管理
星双健医疗投资	6120 万元	2015年12月23日	51%	0	0%	医疗卫生行业投资、医院管理
台州浙东医院	5.0 亿元	2015年5月5日	100%	56.84	0.02%	医疗服务

资料来源: 银河证券研究部, 公司公告

3、盈利预测与投资建议

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.28、1.58 和 2.08 元。公司业务领域覆盖医药健康全产业链，立足中国本土并积极进行全球化布局，有能力更大限度地分享医疗健康全行业的增长。我们看好公司的研发创新能力，看好医疗服务的大举布局和投资并购对产业链其他公司的协同整合，认为公司的布局整合可以有效对冲目前医保控费、招标降价等对医药行业的冲击，保持领先行业平均水平的稳健增长，给予“推荐”评级。

4、风险提示

新品临床试验不达预期风险，业务扩张和并购重组带来的管理风险，产业政策及体制改革风险，主业市场竞争加剧风险。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn