

复星医药 (600196)

公司研究/深度报告

整合能力提升+创新增量催化，业绩迎来兑现期

—复星医药深度报告

深度研究报告/医药

2019年12月18日

报告摘要：

- **内生板块利润提速明显，我们认为公司的基本面即将进入拐点性阶段。**

2012-18年公司核心利润板块营业利润CAGR为：15.15%，扣除并购因素的影响（2017年并购Gland），营业利润CAGR 12.87%。**不考虑Gland并购影响**，核心利润板块2017-19H1营业利润同比增速分别为**4.85%、7.11%和23.80%**。**不考虑Gland并购和利润持续下滑的奥鸿药业影响**，核心利润板块2017-19H1营业利润同比增速分别为**9.77%、15.02%和20.35%**。对比以上数据，我们认为拖累公司核心利润的主要变量是奥鸿药业和对联营和合营企业投资收益。可以看到奥鸿药业将引进具有成长潜力的新品种长托宁，2019年公司也开始处理非主业亏损资产HHH，我们认为公司内生增长可能已经逐步进入平稳甚至拐点的阶段。**基于以上公司战略上的变化以及目前核心利润板块经营上的可持续性，我们认为未来3年这种内生增长的持续性比较好，公司基本面即将进入一个持续向好的阶段。**

- **核心子公司/业务板块的经营状况是公司未来业绩的重要变量。**

我们判断：1) 未来3年国药产投业绩有望保持稳定发展，受益处置HHH等亏损资产及CAR-T上市后复星凯特扭亏，**投资收益逐步增厚业绩**；2) **江苏万邦**-存量非布司他片+匹伐他汀片未来3年仍有望保持快速增长，新增量三代胰岛素最快预计2020年上市，糖尿病板块有望崛起；3) **重庆药友**-依托2018年新并入湖南洞庭以及谷胱甘肽、注射用头孢美唑钠系列等主打品种，我们预计重庆药友未来3年在消化前列地尔影响的同时仍有望保持较为稳定增长；4) **Gland Pharma**-硬件条件好，丰富品种（4个仿制药获FDA批准上市，多个品种国内转报上市）助力未来发展，分拆至印度上市提升复星医药国际影响力；5) **奥鸿药业**-通过收购长托宁等潜力品种实现协同发展，未来3年业绩有望反转。

- **除了内生增长，复宏汉霖大分子创新药进入利润贡献期，成为公司未来业绩上扬的持续催化因素。**

1) **公司生物类似药进展处于国内前列**，上市后将提升盈利水平；2) 生物创新药储备丰富，布局逐步成；3) **复宏汉霖有望通过单抗+单抗肿瘤免疫联用实现PD-1布局反超，看好公司肿瘤免疫联合疗法发展潜力**；4) 复宏汉霖研发投入在大分子biotech中位于前列，期待未来品种发力。**预计2020-2024年每年都会有新产品或者新的适应症获批上市，为公司提供持续增量。**

- **从子公司ROE和净利率水平持续改善来看，公司整合能力持续得到兑现中。**

Gland和江苏万邦ROE提升明显，公司整合能力持续兑现。从2011到2018年江苏万邦和重庆药友一直处于ROE稳步提升中，江苏万邦ROE从13%提升至22%，重庆药友从23%提升到28%。禅城医院ROE水平波动不大，后续伴随着覆盖范围和影响力提升，有望实现更稳定盈利，从而带动ROE提升。2017年新并购企业Gland Pharma ROE水平提升较快，从1%升至2018年6%，后续有望继续提升。目前禅城医院ROE基本平稳，未来3年，伴随着公司持续提升禅城医院医疗服务的辐射范围和区域影响力并强化集团医疗服务产业在华南地区的布局，禅城医院ROE水平相对平稳，未来有望持续向好。

推荐

维持评级

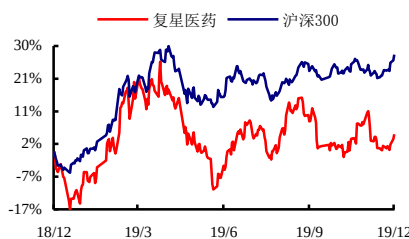
当前价格： 26.13 元

交易数据

2019-12-17

近12个月最高/最低(元)	31.75/20.99
总股本(百万股)	2,563
流通股本(百万股)	1,911
流通股比例(%)	74.55
总市值(亿元)	670
流通市值(亿元)	499

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

相关研究

1. 复星医药(600196): 现金流持续上升，创新药上市有望带动净利率回升

● 盈利预测与投资建议

基于核心业务板块以及复宏汉霖产品管线的分析，以及公司2019下半年处置 Healthy Harmony Holdings 资产，公司可能在2019年会确认较大的资产处置收益，因此我们在之前的盈利预测基础上对2019年归母净利润进行了上调。我们预计2019-2021年 EPS分别为1.23、1.46、1.78元，2019年12月17日收盘价对应 PE为21倍。参考可比公司恒瑞医药、康弘药业、京新药业、华东医药、乐普医疗2019年平均估值36倍PE，我们给予“推荐”评级。

● 风险提示

临床失败风险、带量采购和医保谈判等政策风险、产品销售不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	24,918	29,333	35,598	43,354
增长率 (%)	34.4	17.7	21.4	21.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,708	3,160	3,731	4,575
增长率 (%)	-13.3	16.7	18.1	22.6
每股收益 (元)	1.07	1.23	1.46	1.78
PE (现价)	24.4	21.2	18.0	14.6
PB	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、内生板块利润提速明显，基本面即将进入拐点性阶段	4
二、营业利润拆分：内生业务增长强劲，边际改善及创新增量是长期成长驱动力	6
(一) 资产处置剥离，“投资收益”业务有望稳增长	6
(二) 江苏万邦-慢性病用药平台，受益三代胰岛素进医保，未来糖尿病板块有望崛起	7
(三) 重庆药友-收入和净利润仍在保持稳步增长，前列地尔影响逐步弱化	8
(四) GLAND PHARMA-硬件条件好，丰富品种助力未来发展，分拆至印度上市提升公司国际影响力	9
(五) 奥鸿药业-通过收购长托宁等潜力品种实现协同发展，未来3年业绩有望反转	9
(五) 医疗器械与医学诊断板块-达芬奇手术机器人安装提速，新产品陆续上市提供业绩新增量	11
(六) 医疗服务板块-仍处于拓展期，投入加大导致业绩承压	11
三、大分子创新药步入收获期，小分子创新药梯队逐步成型	13
(一) 复宏汉霖-生物类似药进入利润贡献期，肿瘤免疫联合疗法有望助力公司弯道超车	13
1、生物类似药-汉利康已上市，阿达木和曲妥珠生物类似药 2020 年有望获批	13
2、生物创新药储备丰富，管线布局逐步成型	14
3、国内单抗+单抗肿瘤免疫联用布局落后，复宏汉霖有望通过免疫联用实现 PD-1 布局的反超	15
4、复宏汉霖研发投入在大分子 biotech 中位于前列，未来研发重点在 HLX10 及其联用策略开发，到 2022 年有望上市 6 款创新药	16
(二) 细胞疗法即将步入收获期，管线不断丰富，打造多样化细胞疗法平台	18
(三) 重庆复创+复星弘创-打造小分子版的复宏汉霖，梯队逐步成型	19
四、从子公司 ROE 和净利率水平持续改善来看，复星医药整合能力持续得到兑现中	20
五、公司财务数据分析-费用增速同比放缓，研发投入连创新高，期待创新药管线发力带动净利率提升	21
(一) 2018-19Q3 销售费用同比增速逐步放缓，未来3年利润端增速有望保持稳定增长	21
(二) 研发投入金额连创新高，期待创新药管线发力带动净利率提升	22
六、盈利预测与投资建议	24
(一) 复星医药主要业务 2019-2021 年收入增速拆分与预测	24
(二) 可比公司估值	25
七、风险提示	26
八、附录	27
插图目录	31
表格目录	31

一、内生板块利润提速明显，基本面即将进入拐点性阶段

首先，我们希望通过复星医药利润端主要贡献的子公司或者业务进行拆分来窥视公司内生业务的可持续性，然后通过对公司未来新的增量进行分析来论证复星医药未来利润端的成长性，从而为投资者展现出公司业务全貌。我们之所以不选择营业收入和归母净利润等作为拆分对象是因为：1) 收入端可能会有高开等外在因素影响，而且不能反映公司投资收益这块对公司利润的影响，因此收入端并不能准确反映公司盈利能力；2) 子公司归母净利润拆分较难，尤其是投资收益这块需要先换算成归母净利润才能体现影响。综上，我们选择了营业利润作为拆分对象。

基于核心利润板块的分析，我们认为公司的基本面即将进入拐点性阶段。营业利润拆分后显示，2019H1 对联营和合营企业投资收益(33%)、江苏万邦(17%)、重庆药友(占比 11%)、Gland (占比 11%)、奥鸿药业(占比 8%) 合计占公司营业利润的 80% 以上。2012-18 年以上 5 项主要业务/公司营业利润加和的 CAGR 为 15.51% (公司总营业利润受投资净收益、未贡献利润的复宏汉霖研发费用较大等因素影响无法真实反应公司内生业务成长性，因此我们选取营业利润贡献达到 80% 以上业务计算加和作为内生长性判断标准)，2019H1 同比增速为 23.96%，显示出较为强劲的增长势头。扣除并购因素的影响(2017 年并购 Gland)，2012-18 年营业利润 CAGR 12.87%。

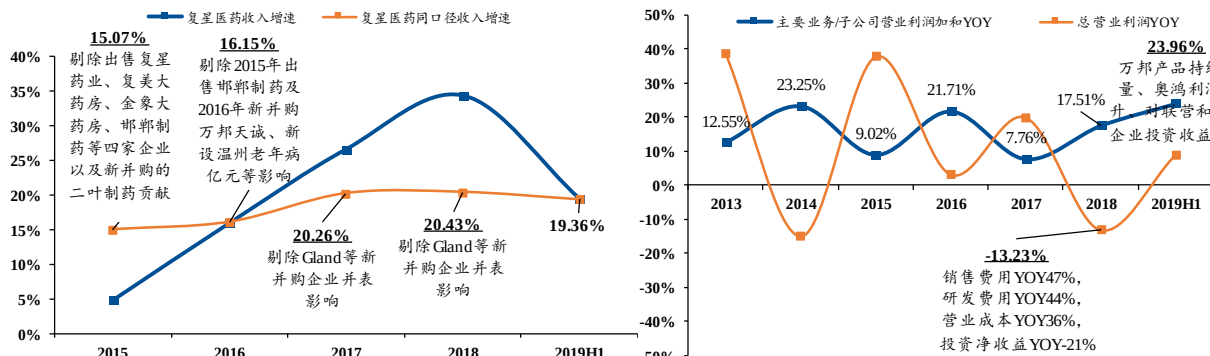
不考虑 Gland 并购影响：核心利润板块 2017-19H1 营业利润同比增速分别为 4.85% (主要是因为子公司亏损导致对联营和合营企业投资收益减少以及奥鸿药业利润下滑引起增速放缓)、7.11% (主要是因为虽然 HHH 和复星凯特亏损较多，但是处理部分亏损资产 Ambrx、洞庭并入药友以及万邦非布司他片 146%+匹伐他汀片 213%销售增速对冲了投资公司亏损影响) 和 23.80% (万邦产品持续放量、奥鸿药业利润回升、对联营和合营企业投资收益回暖)。

不考虑 Gland 并购和利润持续下滑的奥鸿药业影响，核心利润板块 2017-19H1 营业利润同比增速分别为 9.77%、15.02%和 20.35%。对比以上数据，我们认为拖累公司核心利润的主要变量是奥鸿药业和对联营和合营企业投资收益(这块主要看亏损小股权公司能否有经营改善或将这些亏损资产处理掉的预期)。可以看到奥鸿药业将引进具有成长潜力的新品种长托宁，2019 年公司也开始处理非主业的亏损资产 HHH，我们认为公司内生增长可能已经逐步进入平稳甚至拐点的阶段。基于以上公司战略上的变化以及目前核心利润板块经营上的可持续性，我们认为未来 3 年这种内生增长的持续性比较好，公司基本面即将进入一个持续向好的阶段基于核心利润板块的分析，我们认为公司的基本面即将进入拐点性阶段。

图 1：复星医药营业利润主要贡献业务拆分、内生业绩强劲增长验证以及复宏汉霖主要创新药品种销售额预测

复星医药营业利润 主要贡献业务拆分										
对联营和合营企业投资收益		江苏万邦		重庆药友		Gland Pharma		奥鸿药业		
2018年贡献 营业利润13.49亿 YOY -0.15% 占比 38%	2019H1贡献 营业利润7.34亿 YOY 3.67% 占比 33%	2018年贡献 营业利润5.58亿 YOY 41% 占比 16% 收入 40.07亿 YOY 26%	2019H1贡献 营业利润3.79亿 YOY 52% 占比 17% 收入 24.97亿 YOY 34%	2018年贡献 营业利润4.15亿 YOY 53% 占比 12% 收入 57.34亿 YOY 46%	2019H1贡献 营业利润2.46亿 YOY 43% 占比 11% 收入 31.33亿 YOY 27%	2018年贡献 营业利润3.31亿 YOY 393% 占比 9% 收入 18.13亿元 YOY 320%	2019H1贡献 营业利润2.37亿 YOY 25% 占比 11% YOY 11.95亿 增速 19%	2018年贡献 营业利润2.77亿 YOY -35% 占比 8% 收入 17.96亿 YOY 8%	2019H1贡献 营业利润1.06亿 YOY 57% 占比 8% 收入 12.43亿 YOY 86%	
2015-2018年 内生能力验证		2015-2018年 营业利润CAGR 国药产投 19.58%		2015-2018年 营业利润CAGR 33.29%		不适用		2015-2018年 营业利润CAGR -15.67%		
2019-2021年 内生+新增量 对业绩带动		未来3年营收增速预测 (基于国药产投2018年收入增速 24%估算, 国药控股业绩稳健)		未来3年营收增速预测 (基于三代胰岛素即将上市, 非布司他和匹伐他汀快速增长)		未来3年营收增速预测 (2018年并入润德, 业绩较为稳定 前列地尔调出医保对整体影响有限)		未来3年营收增速预测 (基于FDA批准品种及国内特报品 种上市带来的增量)		
		2019E: 20% 2020E: 20% 2021E: 20%		2019E: 26.04% 2020E: 23.27% 2021E: 21.73%		2019E: 12.55% 2020E: 14.31% 2021E: 14.95%		2019E: 25% 2020E: 25% 2021E: 25%		

复星医药整体内生业务和占比最大的药品制造与研发业务内生业绩增速保持稳步上扬, 公司的基本面即将进入拐点性阶段



复宏汉霖创新药步入收获期, 成为复星医药未来业绩增长的持续催化因素

HLX01销售额预测 (百万元)														
DLBCL+HL	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
	308.35	504.94	651.09	732.86	787.33	761.18	778.66	796.46	733.12	749.73	766.63	707.42	723.23	739.31
类风湿性关节炎RA			75.13	80.46	86.17	83.06	88.96	95.28	91.84	98.36	105.34	101.54	108.75	116.47
HLX01销售额合计	308.35	504.94	726.22	813.32	873.50	844.25	867.62	891.73	824.96	848.09	871.97	808.96	831.97	855.78
HLX02销售额预测 (百万元)														
HER2阳性乳腺癌	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
	420.99	779.28	1226.02	1638.74	1853.22	1800.28	1942.98	2096.98	2155.43	1894.25	1947.04	1901.24	1856.52	1908.26
HER2阳性转移性胃癌		182.26	373.04	515.31	685.43	806.42	779.56	797.38	774.74	792.29	692.69	708.24	687.86	703.16
HLX02销售额合计		603.25	1152.32	1741.33	2324.16	2659.63	2579.84	2740.35	2871.73	2947.72	2586.94	2655.28	2589.10	2559.68
HLX03销售额预测 (百万元)														
斑状银屑病	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
	46.38	52.04	58.39	58.96	58.96	66.16	74.23	74.96	84.10	94.36	95.29	106.91	119.95	121.13
类风湿性关节炎		42.95	48.19	54.07	54.60	61.26	68.73	69.40	77.87	87.37	88.23	98.99	111.07	112.16
强直性脊柱炎		30.55	33.94	37.70	37.70	41.89	46.53	46.53	51.69	57.43	57.43	63.80	70.88	70.88
HLX03销售额合计		119.88	134.17	150.16	151.26	169.30	189.49	190.89	213.67	239.16	240.94	269.70	301.90	304.16
HLX04销售额预测 (百万元)														
转移性结直肠癌	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
	303.80	526.37	746.60	907.60	868.77	879.91	891.11	812.12	781.18	790.89	720.57	692.91	701.31	709.74
nqNSCLC		367.32	569.43	749.98	835.73	799.98	810.24	820.55	710.43	719.33	691.85	630.34	606.14	613.49
HLX04销售额合计		671.12	1095.81	1496.58	1743.33	1668.74	1690.15	1711.66	1522.55	1500.51	1482.74	1350.91	1299.05	1314.79
HLX10销售额预测 (百万元)														
1L 广泛期SCLC	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
	424.44	848.89	1016.20	1195.58	1345.34	1238.48	1329.99	1360.12	1251.71	1215.82	1242.98	1270.63	1298.77	1298.77
1LsqNSCLC		485.08	824.64	1139.04	1514.90	1704.65	1647.71	1685.20	1723.38	1506.71	1540.54	1574.96	1610.00	1645.64
1L局部晚期/转移性ESCC		304.01	608.02	831.61	1095.17	1275.73	1221.03	1236.57	1252.19	1084.03	1097.50	1111.02	1124.60	1138.23
1L转移性nqNSCLC		691.30	1119.90	1718.59	2285.45	2419.51	2598.29	2657.15	2445.36	2375.24	2428.32	2482.33	2537.30	2537.30
1L晚期HCC		591.15	1182.29	1805.26	2149.84	2516.17	2688.59	2462.16	2505.09	2421.09	2462.81	2505.01	2505.01	2505.01
HLX10销售额合计		1213.53	2972.84	4697.90	6706.54	8416.43	8676.57	9366.23	9681.41	8749.97	8734.18	8778.38	8950.37	9124.94
销售额合计 (百万元)	308.35	1228.06	2683.82	5014.16	7818.35	10114.40	12012.23	13929.55	14298.58	14923.75	14881.77	13966.65	13808.07	13797.05

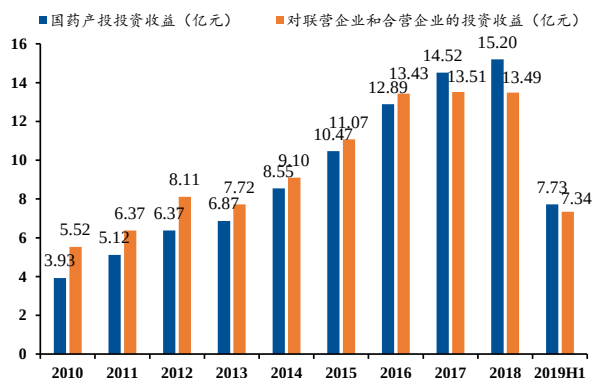
资料来源: 公司年报, Wind, 民生证券研究院 注: 以上子公司营业利润数值为根据复星医药持股比例折算

二、营业利润拆分：内生业务增长强劲，边际改善及创新增量是长期成长驱动力

(一) 资产处置剥离，“投资收益”业务有望稳增长

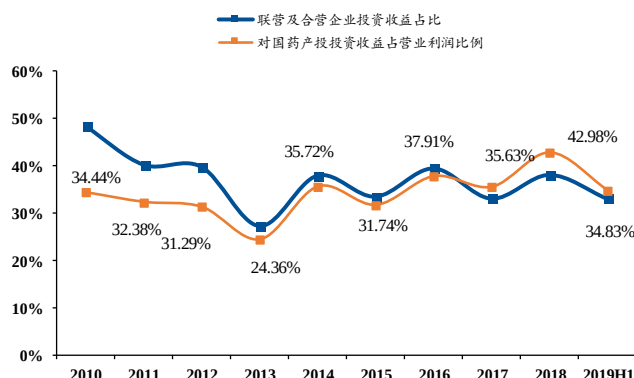
医药流通龙头国药控股稳增长，确保投资收益业务稳定增长的基础。我们通过梳理公司投资收益发现公司对国药产投的投资可以持续为公司贡献现金流，公司 2019H1 对国药产投的投资收益为 7.73 亿元，近 10 年来都是保持上升的趋势，这主要得益于国药产投营收（营业收入基本全部来自国药控股，但国药控股 2019H1 对国药产投净利润贡献为 59.8%）和净利润水平一直保持稳定增长。

图 2：公司对国药产投和联营及合营企业投资收益



资料来源：公司年报，民生证券研究院

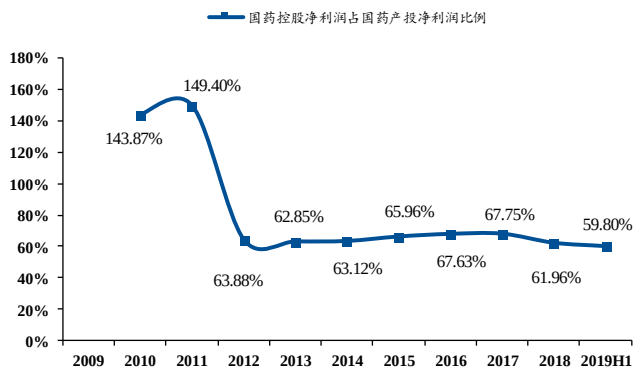
图 3：投资收益占营业利润比例



资料来源：公司年报，民生证券研究院

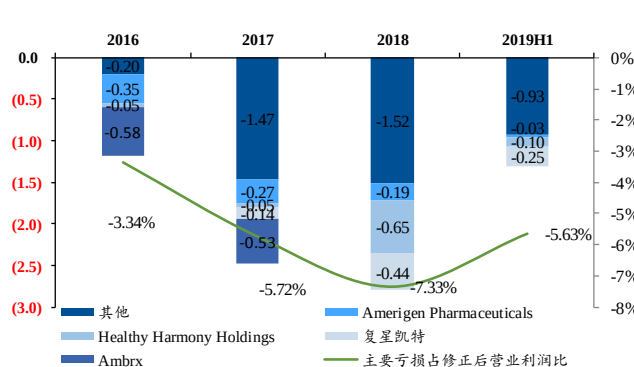
亏损资产“其他”+复星凯特拖累对联营和合营企业投资收益。我们也发现从 2017 年开始，复星医药对联营和合营企业投资收益的金额小于对国药产投投资收益金额，这也就预示着有公司部分投资收益是亏损的。我们通过对公司 2016-2019H1 年主要长期股权投资业务进行梳理后发现 4 项亏损金额在 3000 万以上的业务，亏损最大的两项为“其他”和复星凯特，两者 2019H1 权益法下投资损益分别为 0.93 亿和 0.25 亿元，其他两项亏损较大资产为 Amerigen Pharmaceuticals 和 HHH。

图 4：国药控股净利润占国药产投净利润比例



资料来源：公司年报，民生证券研究院

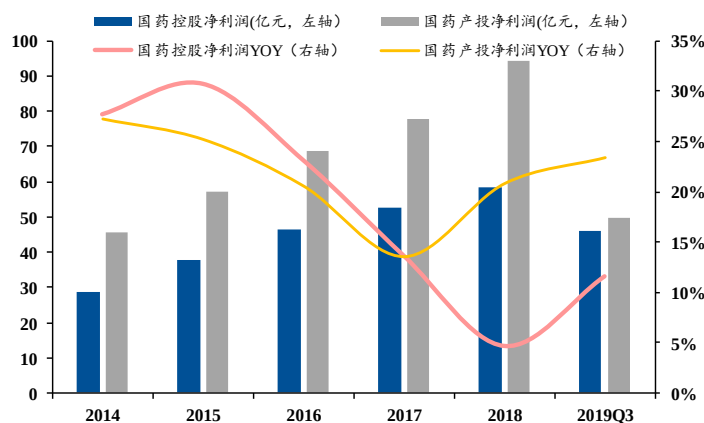
图 5：2016-2019H1 复星医药投资损失 3000 万以上资产



资料来源：公司年报，民生证券研究院

处置 HHH 等非核心亏损资产+未来 3 年复星凯特等经营改善有望使四项收益亏损收窄甚至扭亏, 支撑公司投资收益同步上扬。投资损益占修正后营业利润(公司营业利润-“其他”-复星凯特-和睦家-Amerigen 4 部分投资损益)比例从 2018 年的-7.33%下降到 2019H1 的-5.63%, 主要是因为 Healthy Harmony Holdings 和 Amerigen Pharmaceuticals 在 2019H1 的经营有所改善。值得我们注意的是, 我们发现复星医药这两年开始处置亏损资产, 2018 年处置了亏损的 Ambrx, 2019 年处理了亏损的 Healthy Harmony Holdings, 显示出公司聚焦制药主业, 并对亏损资产进行逐步剥离以轻装上阵的决心。我们认为, 未来 3 年, 目前仍处于亏损的复星凯特的首个 CAR-T 产品 FKC876 有望上市并进一步减轻复星凯特的利润压力, 从而为复星医药的投资收益提供增益。

图 6: 国药控股和国药产投历年净利润及增速



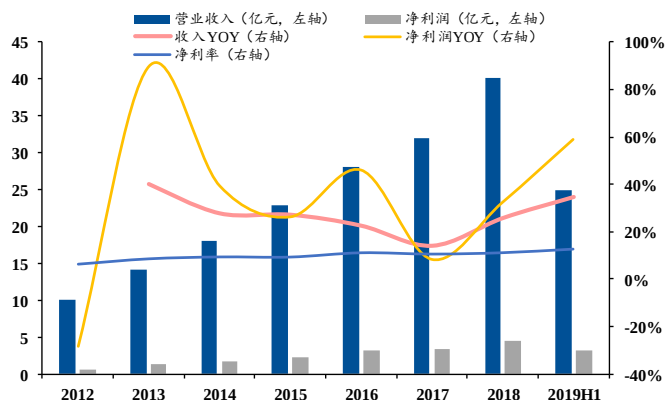
资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

预计 2019-2021 年国药控股和国药产投业绩稳定增长, 公司对联营和合营企业的投资收益也将保持稳步增长。2014-2019H1 对联营和合营企业投资收益占营业利润比值一直维持 33% 以上, 2016-2019H1 公司对国药产投投资收益占公司总体营业利润比值维持在 35% 以上。我们预计未来国药控股净利润有望保持稳步上升, 保证公司对国药产投投资收益的稳定增长。未来 3 年公司国药产投投资收益产生的净利润占比会逐渐下降, 主要是考虑到公司高毛利率创新药产品管线步入收获期。这也有望逐步平衡公司制药主业在业务结构的利润占比。

(二) 江苏万邦-慢性病用药平台, 受益三代胰岛素进医保, 未来糖尿病板块有望崛起

江苏万邦近三年来营收和净利润同比增速有提速趋势,2019H1 营收 24.97 亿元 (同比增长 34.42%), 净利润 3.20 亿元 (同比增长 59.01%), 主要是因为近两年非布司他片和匹伐他汀片同比增速较快 (2019H1 同比增速分别为 117% 和 116%), 公司净利率水平一直保持稳中有升的态势。江苏万邦主要品种为非布司他 (医保乙类)、匹伐他汀 (医保乙类)、胰岛素产品、西黄胶囊、格列美脲 (医保甲类) 等, 其中良好的竞争格局以及公司在慢性病领域推广经验有望使非布司他片和匹伐他汀片未来 2-3 年继续保持快速增长, 成为江苏万邦内生业绩主要推动力量。

图 7：江苏万邦财务数据



资料来源：公司年报，民生证券研究院

我们预计甘精胰岛素有望 2020 年获批上市，纳入 2019 年医保目录有望助力产品快速放量。公司管线中还有多个三代胰岛素产品，其中重组甘精胰岛素有望年底报产，重组赖脯胰岛素和精蛋白锌重组赖脯胰岛素 50R 也已处于临床 III 期，我们预计 2020 年和 2021 年相继上市，为公司业绩增长提供新的增量空间。三代胰岛素纳入 2019 年医保目录有望助力公司产品上市后快速放量。

表 1：江苏万邦降糖管线在研产品情况

药品	注册分类	临床进展
重组赖脯胰岛素	生物 15	III
重组甘精胰岛素	生物 15	III
精蛋白锌重组赖脯胰岛素 50R	生物 15	III
万格列净	化 1 类	I
利拉鲁肽	生物 10	临床批件

资料来源：CDE，公司公告，民生证券研究院

此外，江苏万邦也在紧跟市场热点丰富降糖药管线，2014 年从 Sirona Biochem 获得 SGLT-2 靶向药万格列净国内开发权，并于 2018 年在国内成功获批临床。2018 年江苏万邦的 GLP-1 受体激动剂利拉鲁肽也获批临床。

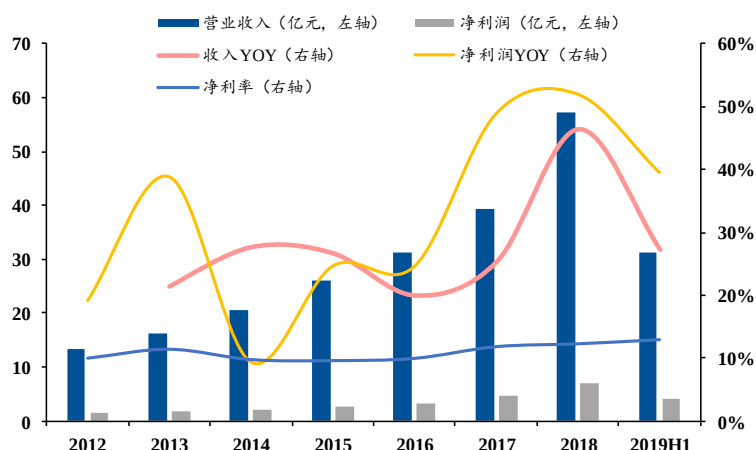
除了糖尿病管线药物之外，江苏万邦子公司凯茂生物也在积极布局生物药领域，目前包括已经上市的注射用重组人促红素（CHO 细胞）（怡宝），还有 2016 年从 Genexine 引进的生物 1 类新药重组人促红素-HyFc 融合蛋白注射液已于 2019 年 7 月获批临床，生物药领域布局逐步丰富中，有望为公司未来业绩贡献新增量。

（三）重庆药友-收入和净利润仍在保持稳步增长，前列地尔影响逐步弱化

重庆药友近三年收入保持快速增长，净利润保持高速增长（受并入湖南洞庭影响），2019H1 收入 31.33 亿元（同比增长 27.28%），净利润 4.06 亿元（同比增长 39.45%），净利率水平保持稳步上升。目前主要产品包括谷胱甘肽（医保乙类）、注射用头孢美唑钠系列（悉

畅、先锋美他醇)、炎琥宁(多省医保)、前列地尔等。其中,前列地尔由于受到调出医保目录的影响,未来3年销量可能会出现下滑。但是公司的谷胱甘肽已经是10亿元以上大品种,市场份额领先,我们预计未来3年有望继续稳定增长。公司注射用头孢美唑钠(医保乙类)系列目前市场份额最大,有望借助份额优势继续保持稳步增长,炎琥宁医保范围有望继续扩大带动产品销量增长。依托2018年新并入湖南洞庭以及以上主打品种,我们预计重庆药友未来3年在消化前列地尔影响的同时仍有望保持较为稳定增长。

图 8: 重庆药友财务数据



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

(四) Gland Pharma-硬件条件好, 丰富品种助力未来发展, 分拆至印度上市提升公司国际影响力

Gland 主要从事注射剂药品的生产制造业务硬件条件好获得全球多个市场 GMP 认证。

公司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, 并获得全球各大市场的 GMP 认证, 其业务收入主要来自于美国和欧洲。2019H1 公司的 4 个制剂生产场地多条无菌生产线通过美国、欧盟、日本、澳大利亚、巴西等药品 GMP 审计/认证, 共计 4 个仿制药产品获得美国 FDA 上市批准。

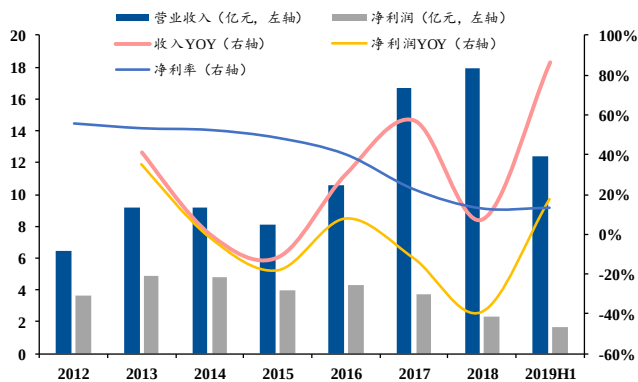
分拆至印度上市提升公司国际影响力。Gland 主要产品包括依诺肝素注射液、肝素钠、达托霉素、万古霉素、罗库溴铵等。2017 年并表后 Gland Pharma 的净利率水平和 ROE 都处于稳步提升期, 显示出公司对 Gland 较强的整合能力。公司 2019 年 11 月 2 日公告将分拆 Gland 去印度上市, 这将较大的提升 Gland 在全球市场的影响力, 借助其强大的国际化药品注册申报能力以及丰富的注射剂品种, 我们认为 Gland 也将为公司进入国际市场的提供助力。

(五) 奥鸿药业-通过收购长托宁等潜力品种实现协同化发展, 未来 3 年业绩有望反转

奥德金压力持续释放, 潜力品种长托宁注入有望带动业绩反转。因从 2015 年开始对小牛血类药物作为辅助用药的管理趋严, 导致奥德金销量出现持续下滑, 而 2019 年小牛血类药物被调出医保目录, 我们预计公司重磅品种奥德金销量同比增速将会继续出现下滑, 从而

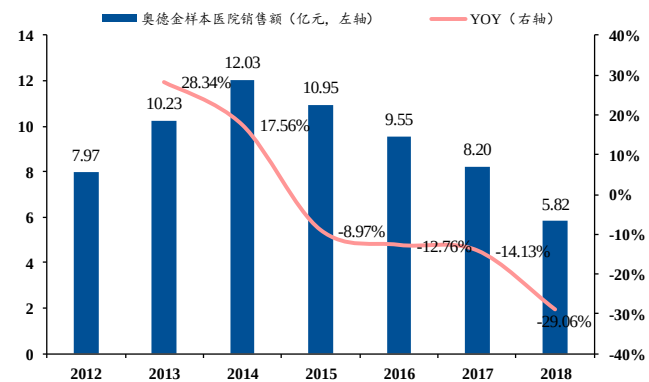
对其业绩带来影响。公司为了保证奥鸿药业平台的运营效率，也在不断引进长托宁等潜力品种注入到奥鸿药业。公司 2019 年 6 月份公告拟通过挂牌转让及协议转让的方式以不超过 7.5 亿元收购力思特制药 97.83% 股权，同时收购霍尔果斯邀月的两个在研品种，围绕围手术期品种进行布局。我们认为随着后续具有增长潜力新品种的引入以及奥德金压力持续释放，未来奥鸿药业业绩有望迎来反转。

图 9：奥鸿药业财务数据



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 10：奥德金样本医院销售额数据



资料来源：PDB，民生证券研究院

力思特制药主要产品为盐酸戊乙奎醚注射液（长托宁），2018 年，该产品实现销售收入约人民币 2.1 亿元，约占力思特制药同期销售收入的 88%。盐酸戊乙奎醚注射液（长托宁）为选择性抗胆碱药，可用于麻醉前给药以抑制唾液腺和气管腺体分泌，以及有机磷毒物（农药）中毒急救治疗和中毒后期或胆碱酯酶（ChE）老化后维持阿托品化。该产品为化学药品 1 类新药，已被列入《国家医保目录（2019 版）》、《国家基本药物目录（2018 版）》及《中国上市药品目录集》。我们认为长托宁有可能在公司相对成熟的销售网络下实现快速放量，有较好的成长潜力。

表 2：奥鸿药业收购的主要产品

药品名	进展	转让方	特性	适应症	竞品	竞品销售额
盐酸戊乙奎醚注射液	已上市（化药 1.6 类，独家品种，2018 年销售额 2.1 亿）	力思特制药	选择性抗胆碱药	用于麻醉前给药以抑制唾液腺和气管腺体分泌，以及有机磷毒物（农药）中毒急救治疗和中毒后期或胆碱酯酶（ChE）老化后维持阿托品化	阿托品注射液 山莨菪碱注射液	1.8 亿 0.6 亿
甲氧依托咪酯盐酸盐（ET-26）	IND（化药 1.1）	霍尔果斯邀月	咪唑类短效静脉全身麻醉药	全身麻醉的诱导，也可用于短小外科手术及诊断性检查时的镇静或用于重症监护患者的镇静	丙泊酚、依托咪酯	39 亿
盐酸喷他佐辛酯	尚未开展临床前研究	霍尔果斯邀月	对阿片受体兼有混合性的激动和拮抗作用	各种癌症的慢性疼痛的治疗	喷他佐辛	6 亿

资料来源：公司公告，民生证券研究院

此外，奥鸿药业在收购力思特同时拟以人民币 8,499 万元受让霍尔果斯邀月拥有的在研品种“ET-26”及“盐酸喷他佐辛酯”的知识产权及其他相关权利。ET-26 是咪唑类短效静脉全身麻醉药，ET-26 适用于全身麻醉的诱导，也可用于短小外科手术及诊断性检查时的镇静或用于重症监护患者的镇静。喷他佐辛酯通过对喷他佐辛进行结构改造以降低盐酸喷他佐辛

的首过效应，能显著升高喷他佐辛的血药浓度，提高生物利用度；适用于各种癌症的急慢性疼痛的治疗。

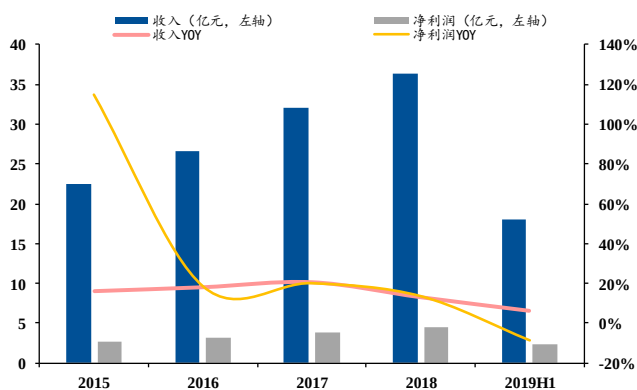
基于奥德金调出医保目录压力逐步释放以及引进有增长潜力新品种长托宁，我们预计2020年开始奥鸿药业业绩有望迎来反转。公司收购的品种长托宁和ET-26分别用于术前和术中麻醉，与奥鸿药业现有产品的主要应用科室具有较好的协同性，有利于进一步丰富公司围手术期领域产品线。考虑奥德金下滑的节奏可能在2020年迎来放缓，依托公司更丰富的销售经验长托宁放量速度可能较快，有望对冲奥德金销售下降带来的利润下滑，我们预计从2020年开始，奥鸿药业的净利率水平将逐步提升，净利润同比增速有望保持稳定增长。

（五）医疗器械与医学诊断板块-达芬奇手术机器人安装提速，新产品陆续上市提供业绩新增量

板块收入同比增速平稳，但净利润受直观复星亏损影响有所下滑。2019H1 医疗器械与医学诊断业务实现收入 17.97 亿元，同比增长 6.45%，实现净利润 2.30 亿元，同比下降 8.78%，主要是由于合资公司直观复星尚处于前期投入阶段，随着业务拓展经营亏损有所扩大。

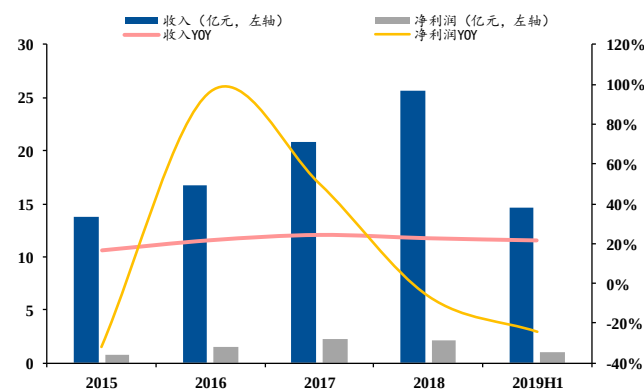
我们认为伴随着三季度达芬奇手术机器人装机量回升会带动直观复星经营改善，再加上以下新品种上市有望带动医疗器械与医学诊断板块 2019-2021 年收入和净利润同比增速保持稳步上涨：2019 年上半年新产品 Breas 上市、Sisram 新推出 Soprano Titanium（激光脱毛）及 Colibri（非手术眼睑成形及去皱）两款新产品、自主研发的全自动化学发光仪器平台已上市销售、诊断产品 glycotest（肝癌诊断）和印迹基因产品（甲状腺癌诊断）开始产品转化，再加上 HPV 诊断试剂和 T-SPOT 试剂盒快速增长。

图 11：医疗器械与医学诊断分部收入和净利润数据及增速



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 12：医疗服务分部收入和净利润数据及增速



资料来源：公司年报，民生证券研究院

（六）医疗服务板块-仍处于拓展期，投入加大导致业绩承压

从 2016 年开始公司医疗服务板块的收入同比增速就一直保持在 22% 以上，显示出公司医疗服务板块整合已经见效。公司医疗服务板块 2019H1 实现收入 14.60 亿元，同比增长 21.56%，实现净利润 1.01 亿元，同比下降 24.47%。净利润同比减少主要是由于部分新建和新开业医院仍处于拓展期前期亏损、经营成本上升、去年同期的资产处置收益等影响所致。

公司也在积极进行新医院签约、已运营医院的扩建以及新项目建设以完善战略布局。

2019H1 公司集团控股的禅城医院、恒生医院等核定床位合计 4,328 张。其中禅城医院实现收入 7.76 亿元，同比增长 19.00%，净利润 9432 万元，同比增长 6.97%，是医疗服务板块主要收入和利润来源。2019 年上半年在西南地区投资了重庆星荣医美，拓展在整形美容方面的布局。公司还将推进台州浙东医院、钟吾医院、广济医院的改扩建项目、推动淮安兴淮国际医院项目，并积极寻求新的医疗服务并购机会，继续完善公司医疗服务板块布局，提升覆盖范围和影响力。我们认为伴随着公司在沿海发达城市及地区专科医院和综合医院领域战略布局逐步完善，后续有望逐步实现稳定盈利，板块整体向好。

表 3：复星医药控股及参股主要医院情况（截止 2018 年年报）

旗下主要运营医院	医院性质	核定床位（个）	持股比例	投资时间	投资额（亿元）
佛山禅城医院	大型综合性三级医院	1200	85.43%	-	-
珠海禅城医院	二级综合性医院	200	-	-	-
宿迁钟吾医院	二级综合性医院	450	55%	2012.12	1.1
温州老年病院	三甲老年病专科医院	248	70.47%	2015.12	2.5
深圳恒生医院	大型综合性三级医院	600	60%	2017.11	9.09
武汉济和医院	二级综合性医院	300	55%	2018.8	1.65
安徽济民肿瘤医院	三级肿瘤专科医院	420	70%	2011.05	0.88
岳阳广济医院	二级综合性医院	700	100%	2011.11	1.53
淮海医疗集团	大型综合性医院	1709	35%	-	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、大分子创新药步入收获期，小分子创新药梯队逐步成型

(一) 复宏汉霖-生物类似药进入利润贡献期，肿瘤免疫联合疗法有望助力公司弯道超车

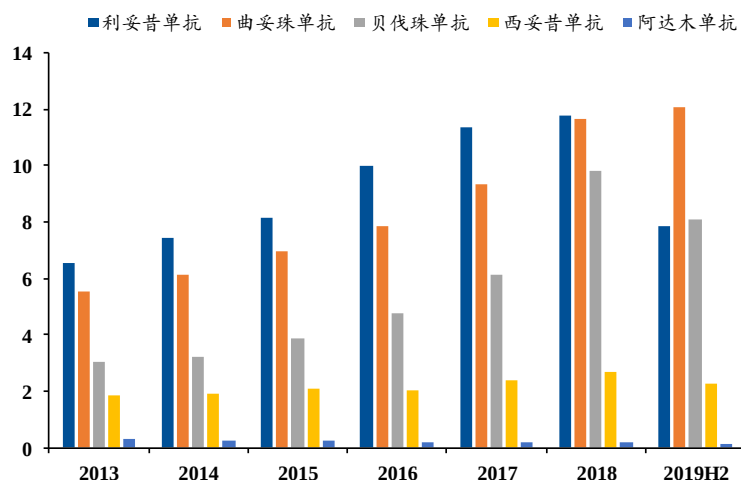
以生物类似药为切入点，生物创新药持续拓展，平台价值后续有望得到验证。复宏汉霖成立于 2010 年，依托公司创始人 Liu 博士和 Jiang 博士在药品开发领域 25 年的丰富实践经验，以生物类似药作为管线切入点，逐步建立起高效的一体化全球研发平台，保证了后续新管线不断更新迭代，创造持续的竞争力。目前公司已经建立且拥有持续拓展的生物类似药和生物创新药管线，创新型生物药梯队已初步成型且相对完整，后期有望通过后续品种上市验证平台价值。

2019 年，公司商业化第一个国产生物类似药汉利康（利妥昔单抗生物类似药），在研管线丰富。除已上市的汉利康之外公司还自主开发 20 种以上候选生物药以及多种肿瘤免疫疗法管线。HLX02 和 HLX03 已提交新药上市申请且均已纳入优先审评，2 个候选单抗（HLX01 类风湿性关节炎适应症，HLX04）正在进行 III 期临床，3 种免疫联合疗法也已开展 III 期临床，2 种免疫联合疗法分别准备开展不同适应症的 II 期和 III 期。我们认为公司生物类似药管线布进度领先，未来生物创新药管线也值得期待。

1、生物类似药-汉利康已上市，阿达木和曲妥珠生物类似药 2020 年有望获批

生物类似药市场大有可为，复宏汉霖生物类似药数量和进度领先。通过样本医院对五大单抗品种销售额的统计数据来估算，我们推测 2018 年国内利妥昔单抗、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、西妥昔单抗和阿达木单抗的销售规模应该在 30-35 亿、35-40 亿、25-30 亿、8-10 亿和 2-3 亿元。复宏汉霖的生物类似药品种不管是在数量还是进度上都可以算是国内领先的企业。在原研药企业市场开拓能力有限的情况下，我们认为低价等效的生物类似药品种大举进入市场有望继续提高药物可及性。再加上像曲妥珠单抗等品种仍然是一线治疗的首选方案，生物类似药将大大提高单抗类药物在乳腺癌、胃癌、自身免疫疾病等大病种领域渗透率。

图 13：五大主流单抗品种国内样本医院销售数据（单位：亿元）



资料来源: Wind, 民生证券研究院

我们预计: HLX02 和 HLX03 将于 2020 年上市, HLX04 预计 2020 年 NDA。复宏汉霖生物类似药品种 HLX02 和 HLX03 上市申请分别于 2019 年 4 月和 1 月份获 CDE 受理, 目前均已纳入优先审评, 我们预计最快将于 2020 年上半年获批上市。HLX04 正在开展 III 期临床试验, 我们预计或于 2020 年上半年申请上市, 2021 年上市销售。其中 HLX01 (第 1 个上市利妥昔生物类似药)、HLX02 (第 2 个 NDA 曲妥珠生物类似药, 优先审评) 和 HLX03 (第 4 个 NDA 阿达木生物类似药, 优先审评) 进展均处于国内前列, 未来有望在复星医药的营销网络下实现更为快速的放量。相对于其他的 biotech 公司的销售网络存在较为先天的竞争优势。

图 14: 复宏汉霖生物类似药管线进展

	在研药品	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市	备注
生物类似药	HLX01 (美罗华)	CD20	NHL								复星医药 (江苏万邦, 中国销售)、Biosidus (南美销售)
			RA								
	HLX02 (赫赛汀)	HER2	BC/mGC								Accord (欧洲、MENA、独联体)、Cipla (亚太及南美)、Jacobson (香港及澳门)
	HLX03 (修美乐)	TNF-alfa	PS/RA/AS								复星医药 (江苏万邦, 中国)
	HLX04 (安维汀)	VEGF	mCRC/nsNSCLC								
			wAMD/DR								
	HLX05 (艾必妥)	EGFR	mCRC/SCCHN								授权上海景泽中国区开发及商业化
	HLX12 (Cyramza)	VEGFR2	实体瘤								
	HLX11 (Perjeta)	HER2	BC								
	HLX14 (Xgeva)	RANKL	实体瘤								
	HLX13 (Yervoy)	CTLA-4	实体瘤								
	HLX15 (Darzalex)	CD38	多发性骨髓瘤								

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

我们预计到 2021 年 HLX01、HLX02、HLX03 和 HLX04 将分别贡献 7.26 亿元、11.52 亿元、1.34 亿元和 6.71 亿元, 公司到 2021 年的生物类似药销售收入有望达到 26.84 亿元, 这将较大的提升公司的盈利水平。

2、生物创新药储备丰富, 管线布局逐步成型

公司目前在生物创新药领域的布局逐步成型, 进展最快的为 HLX10 (PD-1) 已进入 III 期, HLX07 (EGFR, 改良的西安普单抗) 进入 II 期临床, 其中 HLX10 单药治疗 MSI-H/dMMR 实体瘤处于 II 期临床, HLX10 化疗联合疗法进入 III 期临床。其他进展较快的品种包括 HLX06 (VEGFR2)、HLX20 (PD-L1) 和 HLX22 (HER2) 处于 I 期临床, 还有多款单抗处于临床前研究, 构建了相对完整的创新生物药梯队。

图 15：复宏汉霖生物创新药管线进展

	在研药品	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市	备注
生物创新药	HLX07	EGFR	实体瘤								美国、台湾、中国大陆获批临床
	HLX06	VEGFR2	实体瘤								美国、台湾、中国大陆获批临床
	HLX10	PD-1	MSI-H/dMMR实体瘤								美国、台湾、中国大陆获批临床，授权KG Bio在东南亚开发及商业化
	HLX20	PD-L1	实体瘤								澳大利亚及中国大陆
	HLX22	HER2	BC/GC								从AbClon (D114) 引进 (全球)
	HLX55	cMET	实体瘤								从 Koltan (KTN0216) 引进 (亚洲)
	HLX56	DR	实体瘤								从AbClon (AC101) 引进 (大中华区)
	HLX09	CTLA-4	实体瘤								
	HLX23	CD73	实体瘤								
	HLX24	CD47	实体瘤								
	HLX26	LAG3	实体瘤								
	HLX59	CD27	实体瘤								
	HLX51	OX40	实体瘤								
	HLX52	TIM-3	实体瘤								
	HLX53	TIGIT	实体瘤								
	HLX58	Claudin18.2	实体瘤								
	HLX63	GPC3	实体瘤								

资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司目前制定了以肿瘤免疫抑制剂（如 PD-1/PD-L1）为骨架，联合其他单抗、放化疗或癌症疫苗等多项联合疗法策略，而公司管线中丰富的靶点覆盖将为后续联合疗法组合的多样性提供强大的支持，这在国内企业是处于领先地位的。

图 16：复宏汉霖 PD-1 抑制剂 HLX10 相关免疫联合疗法管线进展

	在研药品	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市
免疫联合单抗	HLX10+HLX04+培美曲塞+卡铂	PD-1+VEGF	nsNSCLC							
	HLX10+HLX04	PD-1+VEGF	HCC							
	HLX10+HLX07	PD-1+EGFR	SCCHN							
免疫联合化疗	HLX10+顺铂+5-氟尿嘧啶	PD-1	mESCC							
	HLX10+卡铂+Nab-紫杉醇	PD-1	sqNSCLC							
	HLX10+卡铂+依托泊苷	PD-1	SCLC							
单药	HLX10	PD-1	用于经标准治疗失败的、不可切除或转移性 MSI-H/dMMR实体瘤							

资料来源：公司年报，民生证券研究院

3、国内单抗+单抗肿瘤免疫联用布局落后，复宏汉霖有望通过免疫联用实现 PD-1 布局的反超

未来联用能够出现丰富的组合，去解决目前甚至未来单药治疗出现瓶颈的临床难题，极大的满足部分临床需求。我们统计了（见附表）拥有 PD-1 产品及 PD-L1 产品的跨国药企所开展的单抗+单抗免疫联合疗法管线，可以看出，目前国际上以及开发出多种单抗+单抗的肿瘤免疫联用策略，如已经获批上市的 Opdivo+Yervoy (PD-1 + CTLA-4) 和 Tecentriq + chemo + Avastin (PD-L1+VEGF)，以及多种 II 期临床后的 PD-1/L1 与其他靶点抗体联用 (PD-L1+CTLA-4, PD-L1+CD73, PD-1+PD-L1, PD-1 + LAG-3, PD-1+CD38, PD-L1+CD38, PD-L1+HER2, TIGIT +PD-L1)，还有一些进入 I 期的单抗+单抗肿瘤免疫联用的靶点结合 (CD20+PD-L1, TGFβ + PD-1 等)。

国内药企在单抗+单抗肿瘤免疫联用上相对落后，复宏汉霖开发的管线最多有 3 条，包括 HLX10+HLX04 (PD-1+VEGF, HCC, II 期)、HLX10+HLX04+化疗 (III 期, nsqNSCLC)

以及 HLX10+HLX07 (PD-1+EGFR, 头颈鳞癌, 获批临床), 信达生物有 2 条 IBI308+IBI305 (PD-1+VEGF-Alpha, 肝癌, II/III 期) 及 IBI308+IBI305+化疗 (EGFR 突变 nsqNSCLC, III 期), 复宏汉霖和信达生物临床进度相当。

图 17: 复宏汉霖生物创新药管线进展

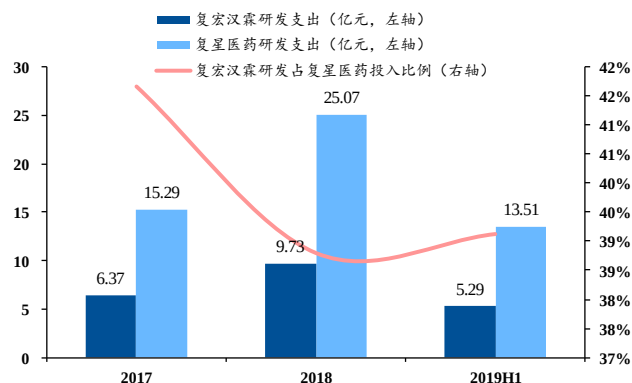
	靶点	复宏汉霖	信达生物	君实生物	百济神州	百奥泰	中国生物制药	基石药业	恒瑞医药
肿瘤特异性靶点	HER2								
	CD20								
	CD47								
	RANKL								
	EGFR								
	c-MET								
	CD27								
	CD38								
	Claudin 18.2								
	CD73								
	DR								
	CD40								
	Trop2								
	FGFR1/2/3								
	PI3Kδ								
血管生成靶点	VEGF								
	VEGFR2								
肿瘤免疫靶点	PD-1								
	PD-L1								
	CTLA-4								
	TIM-3								
	LAG3								
	OX40								
	GPC3								
	TIGIT								
	BTLA								
		代表1个	代表2个	代表3个					

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

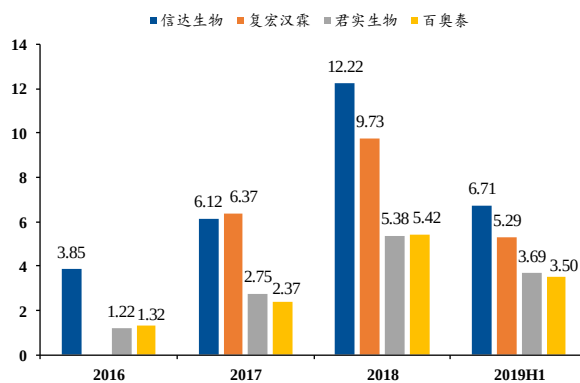
复宏汉霖虽然在 PD-1 抑制剂开发上相对落后, 但是公司通过单抗+单抗免疫联合疗法的优先布局, 有望通过疗效更优的免疫联合治疗实现弯道超车。再加上公司在肿瘤特异性、抗血管生成和肿瘤免疫 3 类靶点上的布局种类相对丰富, 这也为未来开发多种不同类型的单抗+单抗肿瘤免疫联合疗法组合提供支持, 看好公司未来肿瘤免疫联合治疗的发展潜力。

4、复宏汉霖研发投入在大分子 biotech 中位于前列, 未来研发重点在 HLX10 及其联用策略开发, 到 2022 年有望上市 6 款创新药

研发投入方面, 复宏汉霖 2019H1 研发投入金额总额为 5.29 亿元, 占复星医药研发投入的 39.12%。从研发投入的绝对值来看, 复宏汉霖与其他几家以创新型生物大分子 biotech 的研发投入做对比仍然处于前列, 仅比信达生物低, 远高于君实生物和百奥泰 (2019H1 研发投入为以 Q1 数据的估算值)。

图 18: 复宏汉霖研发投入金额及占复星医药研发投入比


资料来源：复宏汉霖招股书及 2019 中报，民生证券研究院

图 19: 创新型大分子 biotech 企业研发投入 (亿元) 对比


资料来源：复宏汉霖招股书及 2019 中报，Wind，民生证券研究院

除前文提到的战略上的布局之外，从复宏汉霖 IPO 募资用途可以看出，在公司生物类似药核心产品的开发已经基本完成的情况下，公司未来的研发重点在 HLX10 以及肿瘤免疫联用方案的开发上。复宏汉霖 IPO 募资金额为 33.54 亿港元，其中拟投资于 HLX10 项目的金额达到 18.884 亿元，占募资金额的 56.3%，也表明了公司未来发展的重点方向。

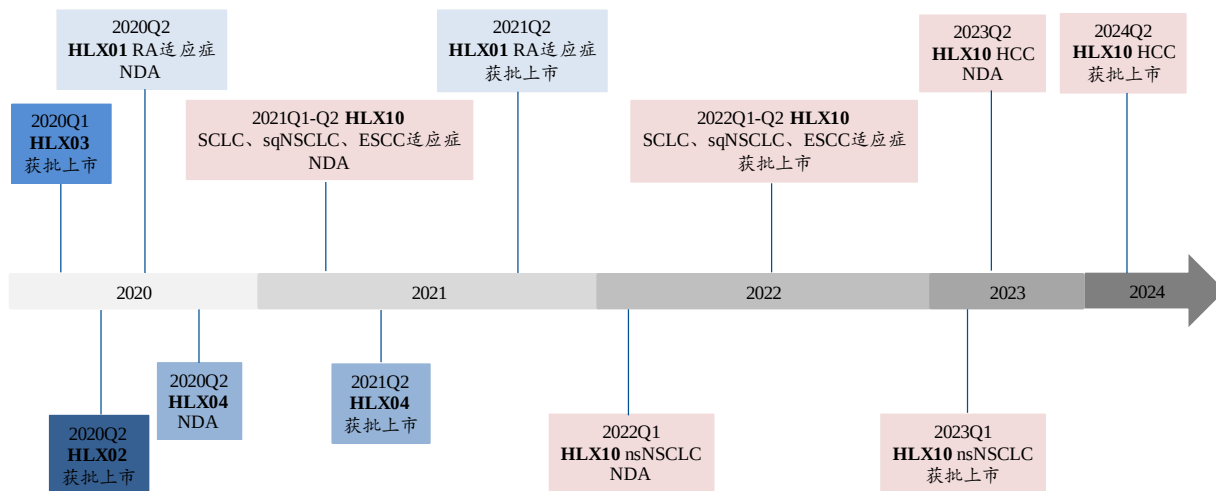
表 4: 复宏汉霖募资金额及募投项目信息

募投资金项目大类	募投项目细分	计划募投金额 (亿港元)	募投资金占比	项目大类占比
PD-1 及免疫联合疗法	HLX10 及肿瘤免疫联合疗法 (包括 HLX10+HLX07)	10.163	30.30%	56.30%
	HLX04+HLX10	8.721	26.00%	
	HLX12+HLX11+HLX14	5.031	15.00%	
生物类似药	HLX04	2.683	8.00%	29.00%
	HLX02	2.012	6.00%	
	HLX07	1.442	4.30%	
生物创新药	HLX06	0.067	0.20%	4.70%
	HLX20	0.067	0.20%	
补充营运资金	-	3.354	10.00%	10.00%
合计		33.54	100.00%	100.00%

资料来源：复宏汉霖招股书，民生证券研究院

经过近十年深耕与沉淀，复宏汉霖的生物类似药管线和生物创新药管线步入收获期。预计 2020-2024 年每年都会有新产品或者新的适应症获批上市，为公司提供持续增量。

图 20：复宏汉霖催化事件时间轴管线



资料来源：民生证券研究院

生物类似药管线产品利妥昔、阿达木和曲妥珠均位列第一梯队，预计 2020 年阿达木单抗和曲妥珠单抗均有望上市，为公司提供新的增量。公司的创新 PD-1 抗体药物 HLX10 预计将于 2021 年申请上市，其中 HLX10 与 HLX04 的免疫联用疗法预计将于 2022 年和 2023 年上市，助力复宏汉霖成为国内单抗+单抗免疫联合疗法的领军企业。

（二）细胞疗法即将步入收获期，管线不断丰富，打造多样化细胞疗法平台

公司 2019 年 4 月份公告，控股子公司复星医药产业获得 ReNeuron 授权在中国大陆、香港及澳门特别行政区、台湾地区开展神经干细胞系 CTX 产品治疗脑卒中后残疾及人视网膜祖细胞系 hRPC 产品治疗视网膜色素变性独家临床开发、生产和商业化。这两个产品均属于细胞治疗产品，再加上前期与 Kite 合营成立的复星凯特，公司目前的细胞疗法平台包括复星凯特和复星医药产业两个平台，公司细胞治疗产品也达到 3 个。

表 5：复星医药细胞疗法平台及管线情况

细胞疗法	在研药品	靶点	适应症	临床进展	备注
复星凯特	FKC876	CD19	NHL	桥接试验	与 Kite 合作开发
复星医药产业	CTX	-	脑卒中后残疾	美国 IIb	ReNeuron 引进
	hRPC	-	视网膜色素变性	美国 I/IIa	ReNeuron 引进

资料来源：公司公告，民生证券研究院

此外，复星医药 11 月 11 日还公告获得与凡恩世生物医药公司达成合作协议，获得两个用于实体瘤治疗的 CAR-T 产品开发权，可以看出公司在细胞疗法领域正在搭建多样化的平台，我们看好细胞疗法平台未来发力。结合相关品种的研发进度分析，我们发现公司在细胞治疗领域的布局处于国内第一梯队，我们预计 CAR-T 产品 2021 年初有望上市，这将较大的改善复星凯特的经营状况，其投资收益也有望得到改善。

(三) 重庆复创+复星弘创-打造小分子版的复宏汉霖，梯队逐步成型

复星医药除了专注于大分子药物研发之外也开始逐步布局小分子创新药物，公司主要的研发子公司平台包括重庆复创(持股 76%)、复星弘创(持股 75%)和上海星泰(持股 100%)。

目前公司进展最快的小分子药物是 DPP-4 抑制剂 FCN-005 (II 期); 靶向 ALK/ROS1 用于治疗 NSCLC 的小分子抑制剂 SAF-189 (丁二酸复瑞替尼, IIa 期)。公司自主研发的用于治疗复发性、难治性、转移性乳腺癌(包括三阴乳腺癌)的 First in Class 品种 Orin1001 已于 2019 年 1 月获得 FDA 批准临床, 并于 2019 年 6 月获美国 FDA 快速通道审评认证, 展示了公司在创新品种上的眼光和注册申报能力。此外, 用于治疗白血病且同靶点仅有一个产品获 FDA 批准上市的 FN1501 (2019 年 12 月获 FDA 孤儿药认证, 美国中国均 I 期), 以及新型抗结核病药物 PA-824 都有望成为未来公司小分子创新药管线中亮点。我们认为虽然公司在小分子研发上起步较晚, 但是公司通过自主研发或者合作的方式不断推进在小分子药物研发上的进展, 并且已经开发出 Orin1001 和 FN1501 等比较具有竞争力的品种。作为刚起步的小分子版复宏汉霖, 期待未来 3-5 年公司小分子药物平台步入收获期。

图 21: 复星医药小分子研发平台及管线

创新平台	在研药品	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II/III期	备注
重庆复创	FCN-005	DPP-4	糖尿病					
	SAF-189 (丁二酸复瑞替尼)	ALK/ROS1	NSCLC					与中科院上海药物所共同开发
	FCN-411	pan-HER	NSCLC、HSNCC					
	FCN-437	CDK4/6	实体瘤					
	FCN-159	MEK	实体瘤					
	FCN-647	BTK	淋巴瘤					
	FCN-207	URAT1	痛风					
	SAF-248	PI3K	淋巴瘤					
	FCN-338	BCL-2	淋巴瘤					
	FCN-011	pan-TRK	实体瘤					
	FCN-115	-	淋巴瘤					
	FCN-116	-	实体瘤					
	前期研究项目	-	肿瘤、NASH					
江苏万邦	万格列净	SGLT-2	II型糖尿病					获 SironaBiochem 授权
复星弘创	Orin1001	IRE-1α	TNBC					
上海星泰	PA-824	-	抗结核					
	FN1501	IDH2 (推测)	白血病					引自中国药科大学

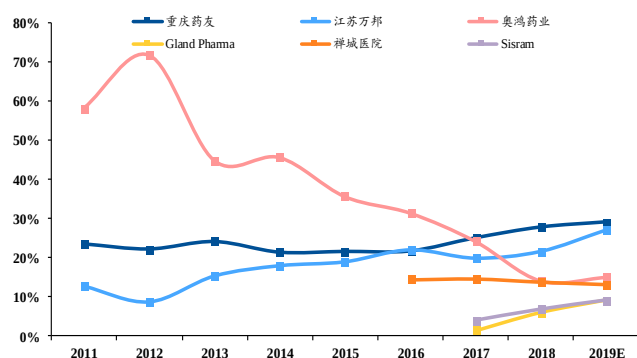
资料来源: 复创官网, 公司年报及公司公告, 民生证券研究院

四、从子公司 ROE 和净利率水平持续改善来看，复星医药整合能力持续得到兑现中

Gland 和江苏万邦 ROE 提升明显，公司整合能力持续兑现。我们通过对公司净利润产生较大影响的主要子公司经营数据进行分析后发现，公司对新收购企业的整合能力也在逐步兑现中。可以看到，从 2011 到 2018 年江苏万邦和重庆药友一直处于 ROE 稳步提升中，江苏万邦 ROE 从 13% 提升至 22%，重庆药友从 23% 提升到 28%。禅城医院 ROE 水平波动不大，后续伴随着覆盖范围和影响力提升，有望实现更稳定盈利，从而带动 ROE 提升。

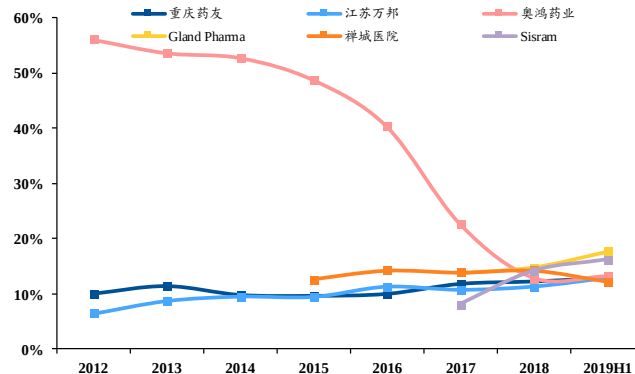
2017 年新并购企业 Gland Pharma ROE 水平提升较快，从 1% 升至 2018 年 6%，后续有望继续提升。2017 年港交所上市的 Sisram（复锐医疗科技，1696.HK）ROE 水平也在从 2017 年的 4% 升至 2018 年的 7%，体现了公司对子公司业务整合能力。目前禅城医院 ROE 基本平稳，未来 3 年，伴随着公司持续提升禅城医院医疗服务的辐射范围和区域影响力并强化集团医疗服务产业在华南地区的布局，禅城医院 ROE 水平相对平稳，未来有望持续向好。

图 22：复星医药主要子公司 ROE 数据



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 23：复星医药主要子公司净利率数据



资料来源：公司年报，民生证券研究院

值得注意的是，奥鸿药业的 ROE 和净利率水平一直保持下降趋势，这主要是因为从 2015 年开始对小牛血作为辅助用药的管理趋严，导致奥德金销量出现下滑，从而带动奥鸿药业净利率和 ROE 持续走低。但是，我们认为奥鸿药业业绩有望在 2020 年实现改善，主要基于：1) 2019-2020 年奥德金销量的绝对值在降低，对奥鸿药业整体影响在下降；2) 公司现有品种如医保乙类产品邦亭的销售有望继续稳步增长，对公司业绩影响力在上升；3) 公司也在努力引入新的品种，如收购力思特、收购霍尔果斯邀月两个新品种，将更多有潜力的产品并入到奥鸿药业的体系中，未来有望提升奥鸿药业的收入及盈利水平。因此我们认为未来 3 年，奥鸿药业的净利率和 ROE 水平有望逐步走高。

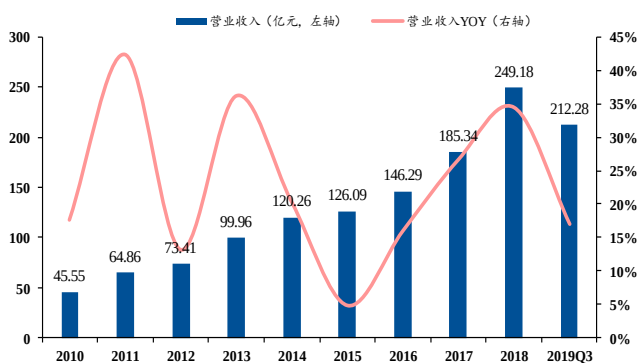
五、公司财务数据分析-费用增速同比放缓，研发投入连创新高，期待创新药管线发力带动净利率提升

(一) 2018-19Q3 销售费用同比增速逐步放缓，未来 3 年利润端增速有望保持稳定增长

2017-18 年销售费用同比增速快于收入同比增速，加上子公司亏损导致净利润增速下滑。

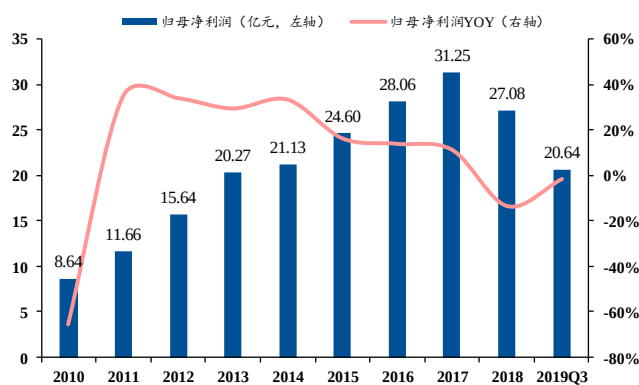
复星医药 2019Q3 前三季度实现营业收入 212.28 亿元，同比增长 17.01%，主要是公司核心品种销售增长以及新并购企业 Gland 业绩贡献。2019Q3 前三季度归母净利润为 20.6 亿元，同比下降 1.45%，主要是因为公司销售费用同比增速大于营收同比增速，再加上复星凯特、直观复星以及欧美子公司亏损等导致投资收益同比增速放缓。

图 24：复星医药历年营收及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

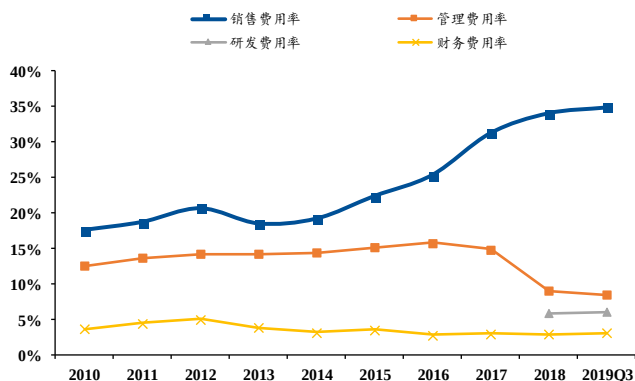
图 25：复星医药历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

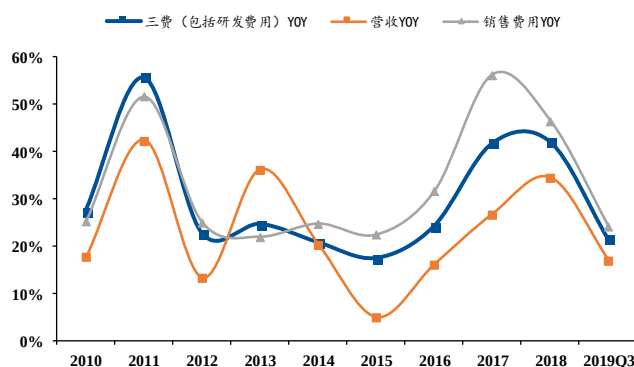
2017-2019Q3 销售费用同比增速逐步放缓，我们认为未来 3 年利润端增速有望保持稳定增长。从费用率来看，公司 2016-2019Q3 管理费用率（此处将研发费用归入管理费用后计算）和财务费用率相对平稳，分别保持在 14.5%-15.8% 和 2.7%-3.1% 区间。但是销售费用率一直保持上升趋势，从 2016 年的 25.3% 升至 2019Q3 的 34.9%，主要是因为新品种或者核心品种市场开拓带来的销售费用提升。从增速来看，相对于公司 2019 前三季度营收同比增速 17.1%，销售费用和三费（研发费用并入管理费用）同比增速分别为 24.2% 和 21.5%，都要快于营收同比增速，带动公司净利润同比增速下滑。但是，我们发现 2017-2019Q3 销售费用同比增速逐步放缓，我们认为未来 3 年伴随着公司内生业务稳定增长叠加新增量产品上市会带来收入端快速增长，费用率增速有望维持在稳定的水平，从而带动利润端增速稳定增长。

图 26: 复星医药历年费用率变化情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

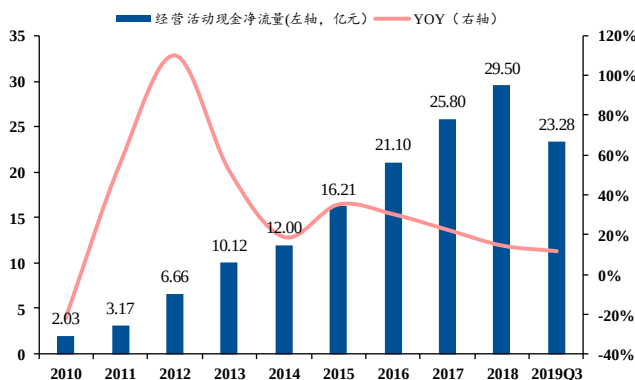
图 27: 复星医药历年费用率增速及营收增速对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

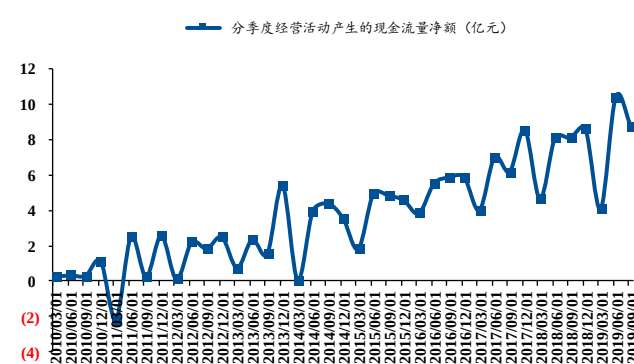
现金流方面，公司经营活动良好，经营活动产生的现金流净额持续攀升，相应的单季度现金流净额也在稳步上升中。2017年和2018年两年经营活动产生现金流净额同比增速放缓，主要是因为税费、员工开支及其他相关现金支出增加引起。从目前现金流角度来看，公司经营活动良好，我们预计未来3年也有望保持稳步增长。

图 28: 复星医药历年经营活动产生的现金流净额及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 29: 复星医药分季度经营活动产生的现金流净额

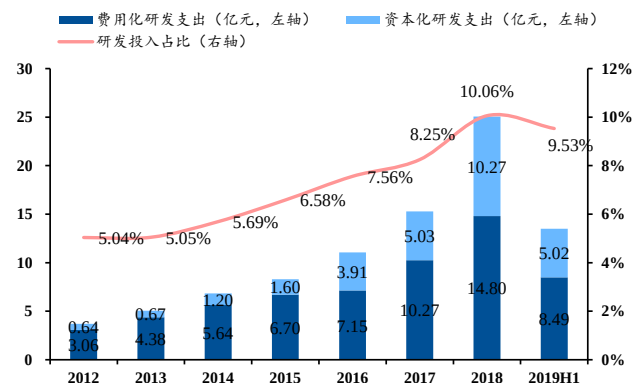


资料来源: Wind, 民生证券研究院

（二）研发投入金额连创新高，期待创新药管线发力带动净利率提升

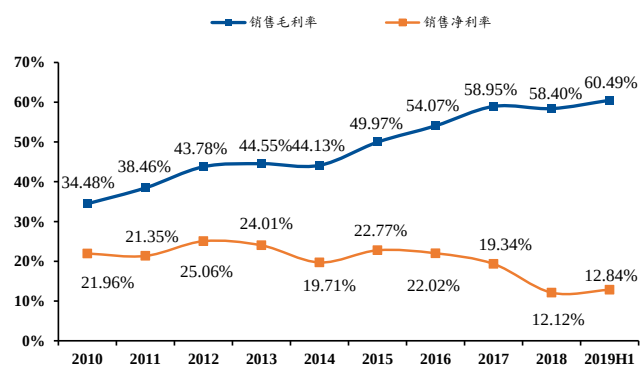
公司近年来研发投入金额连创新高，创新药管线步入收获期有望带动未来净利率提升。2018年和2019H1研发投入分别为25.07和13.51亿元，分别同比增长157.38%和13.72%（2018H1同比增长89.79%），费用化率分别为59.02%和62.87%，研发投入占比分别为10.06%和9.53%。虽然短期来看高研发投入会对公司业绩造成一定影响，但是我们认为伴随着公司在创新药投入上逐步稳定以及复宏汉霖管线进入收获期，公司的净利率水平也有望逐步回升至20%以上。

图 30: 公司费用化及资本化研发金额及研发投入占比



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图 31: 公司销售毛利率和净利率变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

六、盈利预测与投资建议

(一) 复星医药主要业务 2019-2021 年收入增速拆分与预测

针对前文中提到的各个业务板块公司 2016-2018 年经营状况, 以及 2019-2021 年三年内生业务增长情况和新的增量品种带来的业务同比增速提升状况, 我们对公司主要子公司和分部的业绩进行了预测。

表 6: 复星医药细分业务板块拆分及营收预测

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
药品制造与研发业务						
重庆药友	3126.49	3919.27	5734.35	6453.76	7377.05	8464.80
YOY		25.36%	46.31%	12.55%	14.31%	14.74%
江苏万邦	2801.55	3190.88	4006.62	5049.93	6224.98	7577.58
YOY		13.90%	25.56%	26.04%	23.27%	21.73%
Gland Pharma		455.22	1912.92	2391.15	2988.93	3736.17
YOY			320.22%	25.00%	25.00%	25.00%
奥鸿药业	1061.17	1669.21	1795.64	1834.34	2188.67	2524.14
YOY		57.30%	7.57%	2.15%	19.32%	15.33%
复宏汉霖	0.38	0.34	0.08	308.35	1228.06	2683.82
YOY		-10.53%	-76.47%	385339.94%	298.27%	118.54%
其他制药子公司	3269.95	3960.55	5231.73	6278.08	7533.69	9040.43
YOY		21.12%	32.10%	20.00%	20.00%	20.00%
药品制造与研发收入	10259.54	13195.47	18681.35	22315.61	27541.40	34026.95
YOY		28.62%	41.57%	19.45%	23.42%	23.55%
毛利率	60.01%	66.42%	65.09%	66.00%	67.50%	68.50%
毛利	6156.75	8764.43	12159.69	14728.30	18590.45	23308.46
医学诊断与医疗器械业务						
Sisram Medical		924.48	1019.88	1126.97	1273.48	1439.03
YOY			10.32%	10.50%	13.00%	13.00%
其他		2289.57	2618.99	2802.32	3082.55	3452.45
YOY			14.39%	7.00%	10.00%	12.00%
医学诊断与医疗器械收入	2663.91	3214.05	3638.87	3929.29	4356.02	4891.48
YOY		20.65%	13.22%	7.98%	10.86%	12.29%
毛利率	49.74%	49.25%	48.11%	50.00%	51.50%	52.00%
毛利	1325.03	1582.92	1750.66	1964.64	2243.35	2543.57
医疗服务板块业务						
佛山禅城	1173.72	1272.75	1371.77	1646.13	1975.35	2370.42
YOY		8.44%	7.78%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	503.84	815.72	1191.20	1405.61	1686.74	2024.08
YOY		61.90%	46.03%	18.00%	20.00%	20.00%
医疗服务板块业务收入	1677.56	2088.47	2562.97	3051.74	3662.09	4394.51
YOY		24.49%	22.72%	19.07%	20.00%	20.00%
毛利率	26.16%	27.89%	26.34%	25.00%	24.50%	26.00%
毛利	438.85	582.47	675.09	762.94	897.21	1142.57
其他业务	27.81	35.56	35.09	36.84	38.69	40.62

YOY	27.87%	-1.32%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率			43.00%	43.00%	43.00%
毛利			15.84	16.64	17.47
总营业收入	14628.82	18533.55	24918.28	29333.48	35598.20
YOY		26.69%	34.45%	17.72%	21.36%
毛利率	54.07%	58.94%	58.40%	59.56%	61.10%
毛利	7909.80	10923.67	14552.28	17471.02	21750.50

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 可比公司估值

基于公司主要依靠仿制药业务贡献收入,且涵盖生物创新药、医疗器械/医学诊断和医疗服务业务,因此我们选取了恒瑞医药(仿制药+创新药)、康弘药业(仿制药+生物创新药)、京新药业(仿制药)、华东医药(仿制药)和乐普医疗(医疗器械+仿制药)作为可比公司。

我们认为公司创新药管线步入收获期,对净利润的贡献将会逐步体现,创新药管线逐步兑现将提升公司估值水平。再加上目前公司药品制造与研发板块、医疗服务板块和医学诊断与医疗器械板块与细分领域平均估值相比存在低估,前期高研发投入导致净利润承压,2019年前三季度公司盈利水平也出现明显改善。考虑到公司2019年下半年处置 Healthy Harmony Holdings 资产,导致公司可能会在2019年确认较大的资产处置收益,因此我们在之前的盈利预测基础上对2019年归母净利润进行了上调。预计2019-2021年EPS分别为1.23、1.46、1.78元,2019年12月17日收盘价对应PE为21倍。参考可比公司恒瑞医药、康弘药业、京新药业、华东医药、乐普医疗2019年平均估值36倍PE,我们给予“推荐”评级。

表 7: 复星医药可比公司估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600276.SH	恒瑞医药	86.04	1.1	1.19	1.54	78.22	72.04	55.9
002773.SZ	康弘药业	38.76	1.03	0.96	1.17	37.63	40.52	33.18
002020.SZ	京新药业	10.29	0.51	0.72	0.85	20.18	14.31	12.15
000963.SZ	华东医药	24.08	1.55	1.59	1.93	15.54	15.11	12.49
300003.SZ	乐普医疗	33.99	0.68	0.96	1.24	49.99	35.55	27.44
平均						40.31	35.51	28.23

资料来源: Wind, 民生证券研究院(注: 每股收益取 Wind 一致预期, 截止时间为 20191217)

七、风险提示

1) 政策风险。近年来，开展仿制药一致性评价、带量采购以及医保谈判，若公司仿制药无法通过一致性评价，或者通过一致性评价但是没有中标带量采购将会给公司运营带来挑战。

2) 市场竞争风险。子公司复宏汉霖所从事的生物类似药研发竞争激烈，公司后续生物类似药上市后将面临其他药企的生物类似药竞争，市场竞争加剧将对公司创新药产品销售带来不确定性。

3) 创新药临床进展不及预期或者临床开发失败风险。创新药研发具有高投入高风险的特点，公司的生物创新药和小分子创新药在后续临床开发中仍存在较大的不确定性，有可能出现临床开发进度不及预期，甚至进入临床后期的品种开发失败风险，这将会对公司造成不利影响。

4) 产品销售不及预期风险。公司产品上市后会遇到各种竞争和政策压力，有可能导致公司上市产品销量不及预期情况发生，会对公司业务造成不利影响。

八、附录

表 8：复宏汉霖核心生物类似药品竞争格局及研发进展汇总

药品名（通用名称，公司）	专利到期日期	适应症	主要候选药物及开发商	临床进展	相关备案/批准日期
美罗华 （利妥昔单抗，罗氏）	中国：2013 年 美国：2016 年 欧盟：2013 年	非霍奇金淋巴瘤	HLX01（汉利康）（复宏汉霖）	获批上市	2019.2
			SCT400（神州细胞）	3 期	2016.6
			IBI301（信达生物）	NDA	2019.6（优先审评）
			Chimeric 抗 CD20 单抗（海正药业及北京天广实）	3 期	2018.7
			GB241（嘉和生物）	3 期	2018.11
			TQB2303（正大天晴）	3 期	2018.12
			HL03（Hualan Bio）	3 期	2019.4
			类风湿关节炎	HLX01（汉利康）（复宏汉霖）	3 期
赫赛汀 （曲妥珠单抗，罗氏）	中国：2018 年 美国：2019 年 欧盟：2013 年	乳腺癌	HLX02（复宏汉霖）	NDA	2019.4（优先审评）
			曲妥珠单抗生物类似药（安科生物工程）	3 期	2019.5
			GB221（嘉和生物）	3 期	2016.9
			HS022（浙江海正）	3 期	2018.4
			CMAB-302（三生国健）	NDA	2018.9（优先审评）
			TQ-B211（正大天晴）	3 期	2018.10
		转移性胃癌	HLX02（复宏汉霖）	1 期	2015.12
		修美乐 （阿达木单抗，艾伯维）	中国：2017 年 美国：2016 年 欧盟：2018 年	斑块状银屑病	HLX03（复宏汉霖）
	DB101（东宝药业）			3 期	2019.2
类风湿关节炎	HLX03（复宏汉霖）			1 期	2016.12
	UBP1211（江苏众合生物）			3 期	2017.5
强直性脊柱炎	BAT1406（百奥泰）			NDA	2019.11（获批上市）
	HS016（浙江海正）			NDA	2019.12（审批完毕）
	IBI303（信达生物）			NDA	2018.11（优先审评）
安维汀 （贝伐珠单抗，罗氏）	中国：2018 年 美国：2017 年 欧盟：2018 年	转移性结肠癌	HLX04（复宏汉霖）	3 期	2018.3
		非鳞状非小细胞肺癌	HLX04（复宏汉霖）	1 期	2016.12
			IBI305（信达生物制药）	NDA	2019.1（优先审评）
			TAB008（东曜药业）	3 期	2017.5
			MIL60（北京天广实）	3 期	2017.8
			BAT1706（百奥泰）	3 期	2017.10
			GB222（嘉和生物）	3 期	2017.12
			LY01008（山东博安生物技术）	3 期	2018.1
			BP102（恒瑞医药）	3 期	2018.3
			QL1101（齐鲁制药）	NDA	2019.12（获批上市）
			TQ-B2302（正大天晴）	3 期	2018.7
			WBP-264（华兰基因工程）	3 期	2018.8
			SCT510（神州细胞）	3 期	2018.12
			AK-3008（安徽安科生物工程）	3 期	2019.4

资料来源：复宏汉霖招股书，民生证券研究院

表 9：单抗+单抗肿瘤免疫联合疗法汇总

公司名称	单抗+单抗肿瘤免疫联合疗法	靶点	适应症	临床进展
AstraZeneca	Imfinzi + tremelimumab (BEGONIA)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	1L mTNBC	II

Imfinzi+oleclumab	PD-L1+CD73	solid tumours	II
Imfinzi + FOLFOX + bevacizumab (platform) COLUMBIA 1	PD-L1 mAb + chemo + VEGF + multiple novel oncology therapies	1L metastatic microsatellite-stable colorectal cancer	II
Imfinzi+oleclumab+chemo	PD-L1+CD73+chemo	Luminal B	II
Imfinzi + tremelimumab(BALTIC)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	SCLC	II
Imfinzi + tremelimumab(Magellan)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	1L NSCLC	II
Imfinzi + MEDI0680	PD-L1 mAb + PD-1 mAb	solid tumours	II
Imfinzi + monalizumab	PD-L1 mAb + NKG2a mAb	solid tumours	II
Imfinzi + oleclumab	PD-L1 mAb + CD73 mAb	solid tumours	II
Imfinzi + tremelimumab	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	biliary tract, oesophageal	II
Imfinzi + tremelimumab	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	gastric cancer	II
Lynparza+Imfinzi+bevacizumab (DUO-O)	PARP+PD-L1+VEGF	1L ovarian	III
Imfinzi + tremelimumab (TOPAZ-1)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	1L BTC	III
Imfinzi + tremelimumab (CALLA)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	Locally advanced cervical cancer	III
Imfinzi + tremelimumab (STRONG)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	Advanced solid malignancies	III
Imfinzi + tremelimumab +CRT (ADRIATIC)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb +CRT	Limited disease small cell lung cancer	III
Imfinzi + tremelimumab +SoC (CASPIAN)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb +SoC	1st line small cell lung cancer	III
Imfinzi + tremelimumab +SoC (NILE)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb +SoC	1st line urothelial cancer	III
Imfinzi + tremelimumab(DANUBE)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	1st line bladder cancer	III
Imfinzi + tremelimumab(HIMALAYA)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	1st line hepatocellular carcinoma	III
Imfinzi + tremelimumab(KESTREL)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	1st line head and neck squamous cell carcinoma	III
Imfinzi + tremelimumab (CASPIAN)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	1st line small cell lung cancer	III
Imfinzi + tremelimumab(POSEIDON)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	1st line NSCLC	III
Imfinzi + tremelimumab(NEPTUNE)	PD-L1 mAb + CTLA-4 mAb	1st line NSCLC	III
Opdivo+Yervoy	PD-1 + CTLA-4	Prostate	II
Opdivo+Yervoy	PD-1 + CTLA-4	solid tumors	II
Opdivo+Relatlimab	PD-1 + LAG-3	Melanoma	II
Opdivo+Relatlimab	PD-1 + LAG-3	Gastric or Gastroesophageal Junction	II
Opdivo+Yervoy	PD-1 + CTLA-4	Colorectal Cancer	II
Opdivo+Yervoy	PD-1 + CTLA-4	HER2-negative Breast Cancer	II
Opdivo+Relatlimab/Ipilimumab	PD-1 + LAG-3/CTLA-4	HNSCC	II
BMS		1L Bladder、1L Esophageal、1L Gastric、1L Head & Neck、1L Mesothelioma、1L NSCLC、1L SCLC、Adjuvant Melanoma、 Adjuvant RCC、NSCLC EGFR mutant、Advanced Melanoma	III
Opdivo+Yervoy	PD-1 + CTLA-4		III
Opdivo+NKTR-214	PD-1 + CD8 Tcell	Melanoma	III
Opdivo+Yervoy	PD-1 + CTLA-4	Advanced NSCLC	III
Opdivo+Yervoy+Cabozantinib	PD-1 + CTLA-4+RET、VEGFR、 MET、KIT、AXL	Metastatic RCC	III
Opdivo+Yervoy+Explicit	PD-1 + CTLA-4+CD319	Multiple Myeloma	III

	Opdivo+Relatlimab	PD-1 + LAG-3	1L Melanoma	III
	Opdivo+Yervoy	PD-1 + CTLA-4	1L RCC	Approved 2018.04
	Opdivo+Yervoy	PD-1 + CTLA-4	BRAF wild-type Metastatic Melanoma	Approved 2015.10
	Opdivo+Yervoy	PD-1 + CTLA-4	Melanoma across BRAF status	Approved 2016.01
	Opdivo+Yervoy	PD-1 + CTLA-4	Previously treated Metastatic MSI-High CRC	Approved 2018.07
Sanofi	cemiplimab + REGN4018	PD-1 mAb+MUC16-CD3 bispecific mAb	Ovarian Cancer	II
	isatuximab + cemiplimab	Anti-CD38 mAb + PD-1 inhibitor mAb	Relapsing Refractory MM、Advanced Malignancies、Lymphoma	II
	isatuximab + atezolizumab	Anti-CD38 mAb + PD-L1 inhibitor mAb	Advanced Malignancies	II
	isatuximab + atezolizumab	Anti-CD38 mAb + PD-L1 inhibitor mAb	Solid Tumors	II
	Ipilimumab+chemo+cemiplimab	CTLA-4+PD-1 inhibitor	Lung cancer	III
Roche	Tecentriq+Kadcyla or Tecentriq+ Herceptin / Perjeta	PD-L1+HER2	HER2-positive breast cancer	II
	tiragolumab ± Tecentriq	TIGIT +PD-L1	NSCLC	II
	Tecentriq+ chemo + Avastin	PD-L1+VEGF	1L ovarian cancer	III
	Tecentriq + Avastin	PD-L1+VEGF	1L HCC	III
	Tecentriq + Avastin	PD-L1+VEGF	RCC	III
	Tecentriq + chemo + Avastin	PD-L1+VEGF	1L non-sq NSCLC	Approved 2018.12
复宏汉霖	HLX10+HLX04+培美曲塞+卡铂	PD-1+VEGF	nsqNSCLC	III
	HLX10+HLX04	PD-1+VEGF	HCC	II
	HLX10+HLX07	PD-1+EGFR	SCCHN	获批临床
百济神州	BGB-A333 +/- 替雷利珠单抗	PD-L1+PD-1	实体瘤	II
信达生物	IBI308+IBI305	PD-1+VEGF-A	肝癌	II/III
	IBI-308+IBI-305+顺铂+培美曲塞	PD-1+VEGF-A	EGFR 突变 nsqNSCLC	III

资料来源：各公司官网，公司年报、季报，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	24,918	29,333	35,598	43,354
营业成本	10,365	11,862	13,851	16,341
营业税金及附加	256	301	365	445
销售费用	8,488	10,853	13,171	16,474
管理费用	2,239	2,493	2,848	3,468
研发费用	1,480	1,760	2,136	2,601
EBIT	2,091	2,064	3,227	4,023
财务费用	724	601	601	601
资产减值损失	97	(20)	(20)	20
投资收益	1,815	2,000	2,200	2,400
营业利润	3,536	4,913	5,067	6,273
营业外收支	44	75	90	105
利润总额	3,580	4,939	5,093	6,299
所得税	560	1,185	764	1,008
净利润	3,020	3,754	4,329	5,291
归属于母公司净利润	2,708	3,160	3,731	4,575
EBITDA	3,437	3,581	4,835	5,755
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8547	7891	8135	9032
应收账款及票据	4336	5104	6195	7544
预付款项	472	540	631	744
存货	3287	3647	4446	5098
其他流动资产	296	296	296	296
流动资产合计	18002	18723	21085	24330
长期股权投资	21428	23478	25728	28178
固定资产	7083	7610	8138	8665
无形资产	7151	8596	8951	9781
非流动资产合计	52550	55927	58347	61377
资产合计	70551	74650	79432	85706
短期借款	5607	5607	5607	5607
应付账款及票据	2333	2670	3118	3679
其他流动负债	227	227	227	227
流动负债合计	17923	19165	20516	22396
长期借款	8631	8631	8631	8631
其他长期负债	9988	9988	9988	9988
非流动负债合计	19035	19035	19035	19035
负债合计	36959	38200	39551	41431
股本	2563	2563	2563	2563
少数股东权益	5615	6209	6807	7522
股东权益合计	33593	36449	39881	44275
负债和股东权益合计	70551	74650	79432	85706

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	34.4	17.7	21.4	21.8
EBIT 增长率	-3.3	-1.3	56.4	24.7
净利润增长率	-13.3	16.7	18.1	22.6
盈利能力				
毛利率	58.4	59.6	61.1	62.3
净利润率	10.9	10.8	10.5	10.6
总资产收益率 ROA	3.8	4.2	4.7	5.3
净资产收益率 ROE	9.7	10.4	11.3	12.4
偿债能力				
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
现金比率	0.5	0.4	0.4	0.4
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	49.6	49.6	49.6	49.6
存货周转天数	104.9	104.9	104.9	104.9
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.2	1.5	1.8
每股净资产	10.9	11.8	12.9	14.3
每股经营现金流	1.2	1.5	1.4	1.8
每股股利	0.3	0.4	0.4	0.4
估值分析				
PE	24.4	21.2	18.0	14.6
PB	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	16.6	15.4	11.8	9.7
股息收益率	1.2	1.3	1.3	1.3
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,020	3,754	4,329	5,291
折旧和摊销	1,471	1,497	1,588	1,752
营运资金变动	(315)	(85)	(717)	(418)
经营活动现金流	2,950	3,941	3,625	4,650
资本开支	3,146	2,799	1,732	2,306
投资	(2,053)	(100)	(100)	(100)
投资活动现金流	(5,245)	(3,099)	(1,882)	(2,256)
股权募资	4,851	0	0	0
债务募资	2,391	0	0	0
筹资活动现金流	3,138	(1,498)	(1,498)	(1,498)
现金净流量	843	(656)	245	896

插图目录

图 1: 复星医药营业利润主要贡献业务拆分、内生业绩强劲增长验证以及复宏汉霖主要创新药品种销售额预测.....	5
图 2: 公司对国药产投和联营及合营企业投资收益.....	6
图 3: 投资收益占营业利润比例.....	6
图 4: 国药控股净利润占国药产投净利润比例.....	6
图 5: 2016-2019H1 复星医药投资损失 3000 万以上资产.....	6
图 6: 国药控股和国药产投历年净利润及增速.....	7
图 7: 江苏万邦财务数据.....	8
图 8: 重庆药友财务数据.....	9
图 9: 奥鸿药业财务数据.....	10
图 10: 奥德金样本医院销售额数据.....	10
图 11: 医疗器械与医学诊断分部收入和净利润数据及增速.....	11
图 12: 医疗服务分部收入和净利润数据及增速.....	11
图 13: 五大主流单抗品种国内样本医院销售数据 (单位: 亿元).....	13
图 14: 复宏汉霖生物类似药管线进展.....	14
图 15: 复宏汉霖生物创新药管线进展.....	15
图 16: 复宏汉霖 PD-1 抑制剂 HLX10 相关免疫联合疗法管线进展.....	15
图 17: 复宏汉霖生物创新药管线进展.....	16
图 18: 复宏汉霖研发投入金额及占复星医药研发投入比.....	17
图 19: 创新型大分子 biotech 企业研发投入 (亿元) 对比.....	17
图 20: 复宏汉霖催化事件时间轴管线.....	18
图 21: 复星医药小分子研发平台及管线.....	19
图 22: 复星医药主要子公司 ROE 数据.....	20
图 23: 复星医药主要子公司净利率数据.....	20
图 24: 复星医药历年营收及增速.....	21
图 25: 复星医药历年归母净利润及增速.....	21
图 26: 复星医药历年费用率变化情况.....	22
图 27: 复星医药历年费用率增速及营收增速对比.....	22
图 28: 复星医药历年经营活动产生的现金流净额及增速.....	22
图 29: 复星医药分季度经营活动产生的现金流净额.....	22
图 30: 公司费用化及资本化研发金额及研发投入占比.....	23
图 31: 公司销售毛利率和净利率变化.....	23

表格目录

表 1: 江苏万邦降糖管线在研产品情况.....	8
表 2: 奥鸿药业收购的主要产品.....	10
表 3: 复星医药控股及参股主要医院情况 (截止 2018 年年报).....	12
表 4: 复宏汉霖募资金额及募投项目信息.....	17
表 5: 复星医药细胞疗法平台及管线情况.....	18
表 6: 复星医药细分业务板块拆分及营收预测.....	24
表 7: 复星医药可比公司估值比较.....	25
表 8: 复宏汉霖核心生物类似药品种竞争格局及研发进展汇总.....	27
表 9: 单抗+单抗肿瘤免疫联合疗法汇总.....	27

分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。