

这事一出，一天内暴涨 9.41%！中欧、汇添富大笔持仓，什么情况？（估值建模）

今天，要做建模的这家公司。过去一些年里，其前复权价格从 1.44 元，上涨至高点 47.18 元，区间涨幅高达 32 倍，曾经，是医药行业常常被人和恒瑞放在一起并提的龙头。

不过，在经历 2018 年医药公司集体腰斩之后，其价格并没有像其他制药企业一样，出现大幅度的上涨，而是持续在低位震荡。



图：股价图（单位：元） 来源：wind

不过，这并不影响众多机构投资者对它的钟爱。中欧基金、华夏基金、嘉实基金、汇添富基金等机构投资者，都是它的股东。

它，就是复星医药，我国医药行业龙头。就在 2 月 24 日晚间，其发布公告称，其合营公司复星凯特 CAR-T 产品注册申请被受理。此事一出，很快，便是 9.41% 的单日涨幅。

据 2019 年三季报数据，其营业收入为 212.28 亿元，同比上涨 17.01%；归母净利润为 20.6 亿元，同比上涨-1.45%；投资收益为 15.37 亿元，占净利润的比重为 74%；经营活动现金流为 23.28 亿元；毛利率为 59.79%；净利率为 11.57%。不过，虽然说是医药行

业的龙头。但是，它的经营模式却非常特殊。从它的主营业务利润的结构来看，有一半的利润均来源于投资收益。

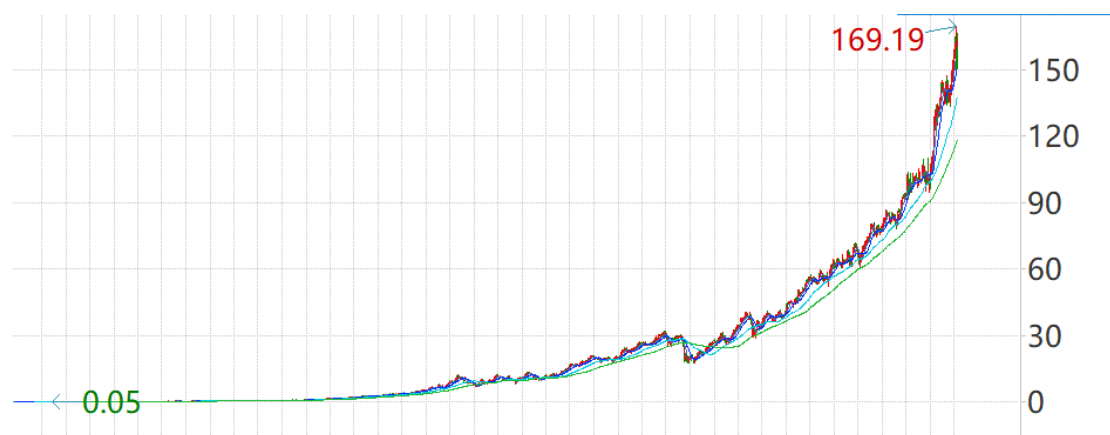
从被投资企业来看，明星公司也有不少。比如，投资了我国医药流通行业龙头国药控股的母公司国药产投，还与“达芬奇机器人”厂商成立了合资公司直观复星。因此，与其说它是制药企业，不如说它是一个医药的“投资组合”。

尽管常年来，复星医药一直被看作是“投资组合”，但值得注意的是，近些年来，复星医药自身的新药布局，也有开花结果。

比如，复宏汉霖的生物类似药，利妥昔单抗，于 2019 年 5 月获批上市，成为我国首次上市的生物类似药。同时，其他生物类似药也已经进入临床 3 期，预计未来 1-2 年进入集中上市期。

再比如，就在前不久，2020 年 2 月，它与凯特公司合资成立的复星凯特，所研发的 CAR-T 正式报产（暂定商品名：益基利仑赛注射液），成为我国首次报产的 CAR-T 产品。

类似的“医药领域一揽子投资并购”的商业模式，其实，在海外市场也有成熟案例，比如，大名鼎鼎的**丹纳赫（DANAHER）**：



图：丹纳赫，来源 Wind

看到这里，几个值得我们深入思考的问题来了：

1) 站在医药公司的角度看，核心竞争力在于药品研发实力，特别是当前医药政策改革背景下，鼓励创新药研发成为行业的主旋律。那么，本案的在研管线究竟有哪些值得关注的药品，未来收入增长潜力如何？

2) 站在投资公司的角度看，本案究竟投资了哪些企业，谁是投资收益的主要来源，未来的投资收益又该如何预测？

3) 作为曾经被拿来和恒瑞医药对比的它，当前市值是 680 亿元，PB 为 2.35 倍，PE 为 26.8 倍，相较于恒瑞医药的 3858 亿市值，PB 为 16.66 倍，PE 为 78.9 倍。这样的数据，已经不在同一量级。这样的差异，合理吗？

今天，我们就从本案入手，来研究医药领域的建模逻辑。对相关产业，我们还研究过**恒瑞、石药、中国生物制药、瀚森、华兰生物、博雅生物**等，查阅优塾团队的“专业版建模案例库”，获取更多深度报告，以及 Excel 财务建模表，深度思考产业逻辑。

— 01 —



龙头，生意



复星医药，成立于 1995 年，其控股股东为上海复星高科技公司，持股比例为 36.6%，实控人为郭广昌。另外，中欧基金、华夏基金、嘉实基金、汇添富基金等机构投资者，均是其股东。



图：股权结构（单位：%）

来源：wind

序号	机构名称	机构类型	合并数量(万股)	占流通A股比例(%)	合并数量(只)	合并明细
1	国泰君安资管	券商集合理财	1,064.20	0.53	1	点击浏览
2	中欧基金管理有限公司	基金	1,052.75	0.52	3	点击浏览
3	安信基金管理有限责任公司	基金	423.86	0.21	6	点击浏览
4	华夏基金管理有限公司	基金	405.74	0.20	3	点击浏览
5	嘉实基金管理有限公司	基金	314.07	0.16	1	点击浏览
6	汇添富基金管理股份有限公司	基金	135.26	0.07	2	点击浏览
7	上海东方证券资产管理有限公司	基金	95.00	0.05	2	点击浏览
8	东证资管	券商集合理财	70.01	0.03	4	点击浏览
9	长盛基金管理有限公司	基金	54.47	0.03	2	点击浏览
10	兴业基金管理有限公司	基金	15.80	0.01	1	点击浏览
11	中信保诚基金管理有限公司	基金	14.96	0.01	1	点击浏览
12	富国基金管理有限公司	基金	10.73	0.01	2	点击浏览
13	华安基金管理有限公司	基金	8.89	0.00	1	点击浏览
14	富安达基金管理有限公司	基金	8.00	0.00	1	点击浏览
15	招商基金管理有限公司	基金	6.60	0.00	1	点击浏览

图：机构投资者

来源：wind

2016 年-2019 年三季报，其营业收入分别为 146.29 亿元、185.34 亿元、**249.18 亿元**、212.28 亿元；归母净利润分别为 28.06 亿元、31.24 亿元、**27.08 亿元**、20.6 亿元；经营活动现金流净额分别为 21.1 亿元、25.8 亿元、**29.5 亿元**、23.28 亿元；毛利率分别为 54.07%、58.95%、**58.4%**、59.79%；净利率分别为 22.02%、19.34%、**12.12%**、11.57%。

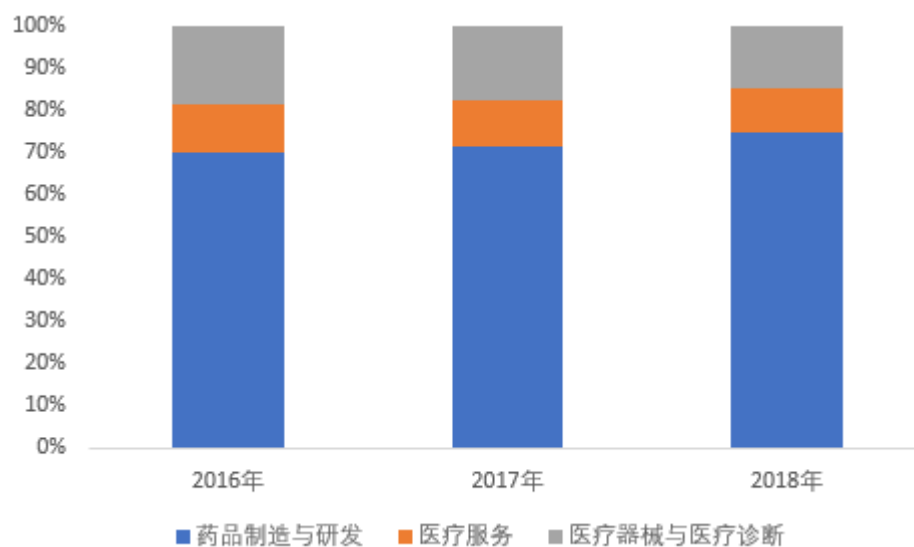
近三年的营业收入年复合增速为 30.51%，归母净利润年复合增速为-1.76%。注意，2018 年其归母净利润出现下降，主要是：1）研发投入上升；2）销售团队筹备和新品种开拓，销售费用上升；3）子公司利润下降或亏损（如：复宏汉霖实施员工激励计划、奥鸿药业利润下降），或商誉减值（子公司 Breas）的影响。

从收入结构来看，药品制造与研发占比 75%，其次为医疗器械与医疗诊断（15%）、医疗服务（10%）。其中：

药品制造与研发——主要包括抗感染、代谢及消化系统、心血管、中枢神经系统、原料药及中间体、血液系统、抗肿瘤等七大领域。其中，增长较快的为非布司他片（优立通）、匹伐他汀、富马酸喹硫平片等。

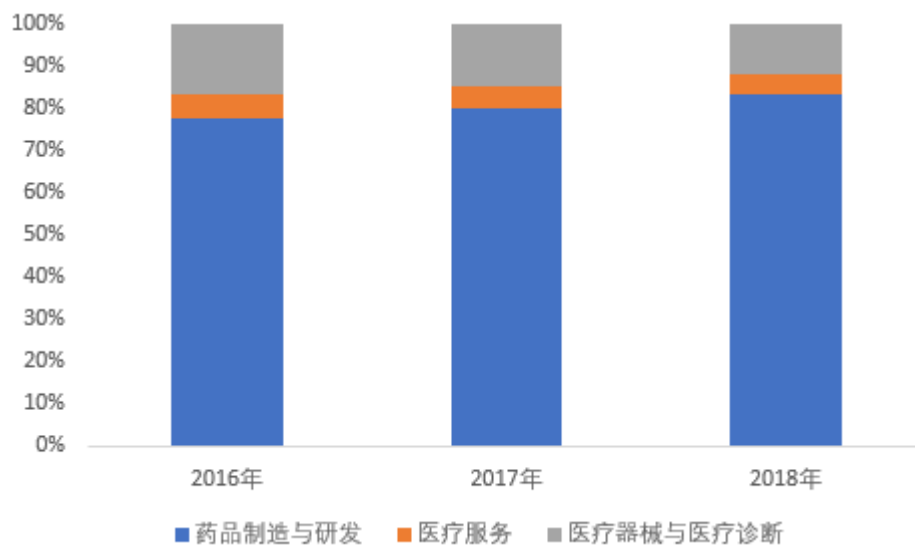
医疗器械与医疗诊断——主要为美容医疗器械、医用医疗器械等。

医疗服务——主要包括禅城医院等医疗机构。



图：收入构成（单位：%）

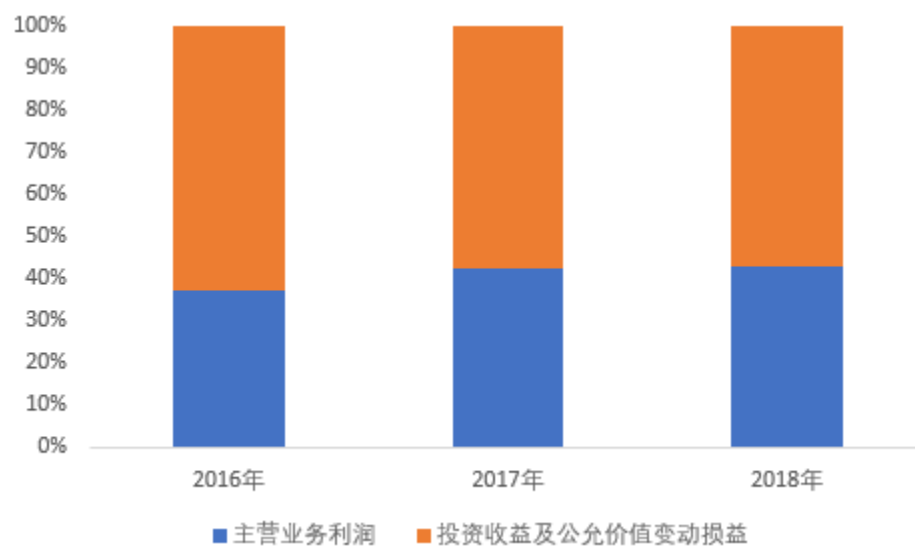
来源：并购优塾



图：毛利结构（单位：%）

来源：并购优塾

除了制药为经营主业外，复星还对外进行股权投资，投资标的主要是医药行业公司。因此，从营业利润的构成上来看，主营业务利润占营业总利润的比重为 43%，投资收益及公允价值变动损益占营业利润的比重为 53%。（[注意，此处为调研点和风险点，如果实地调研，需要对其投资组合标的进行系统梳理](#)）



图：利润占比（单位：%）

来源：并购优塾

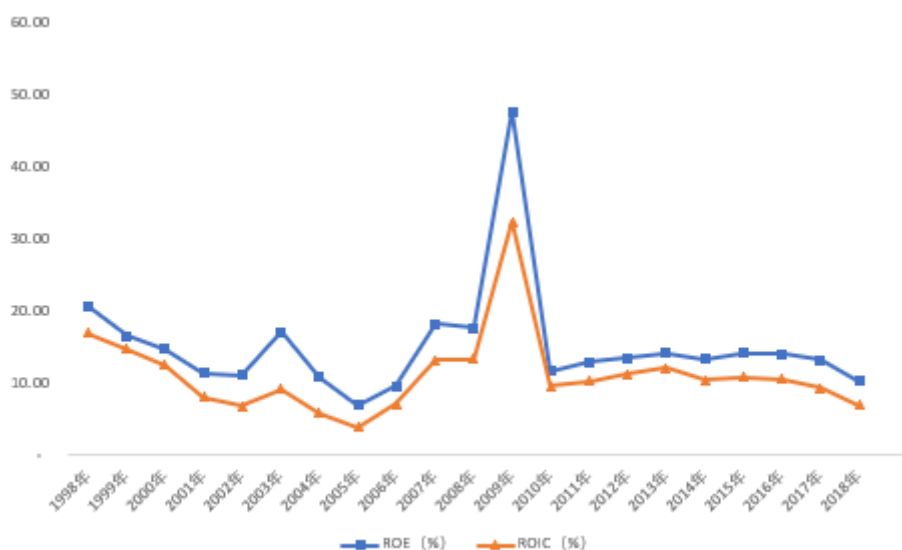
从产业链上来看，其上游为原料药制造企业等，前五大供应商采购额占总采购额的比重为 9.28%，集中度不高；其下游为医院、医药流通企业等，前五大客户销售额占总销售额的比重为 15.1%，集中度不高。

这样的业务，形成了本案特有的财报结构：

从资产负债表上来看——2018 年总资产为 705.51 亿元，占比较高的为：长期股权投资（30.37%）、商誉（12.55%）、货币资金（12.11%）、无形资产（10.14%）、固定资产（10.04%）；总负债为 369.59 亿元，占比较高的为：长期借款（12.23%）、短期借款（7.95%）、应付债券（5.73%）。

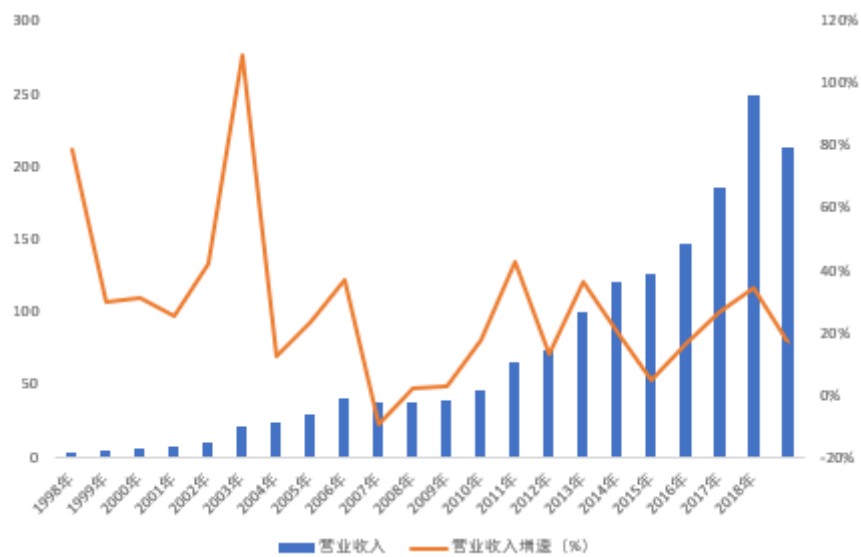
从利润表上来看——2018 年营业收入为 249.18 亿元，其中，成本花费了 41.6%、销售费用花费了 34.06%、管理费用花费了 8.99%、研发费用花费了 5.94%、取得投资收益 7.29%，然后，剩余净利润率为 12.12%。

在建模之前，我们来看一组《并购优塾》整理的基本面数据：



图：ROE、ROIC（单位：%）

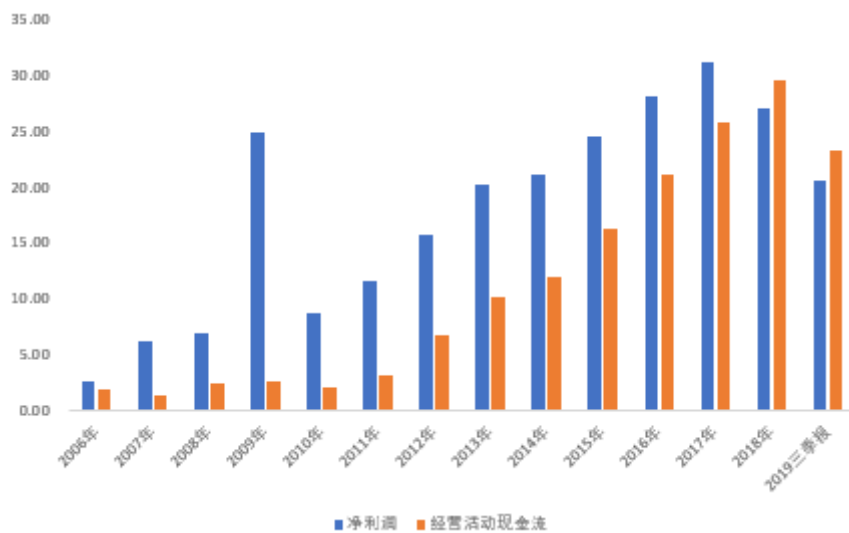
来源：并购优塾



图：收入及增速（单位：亿元/%） 来源：并购优塾

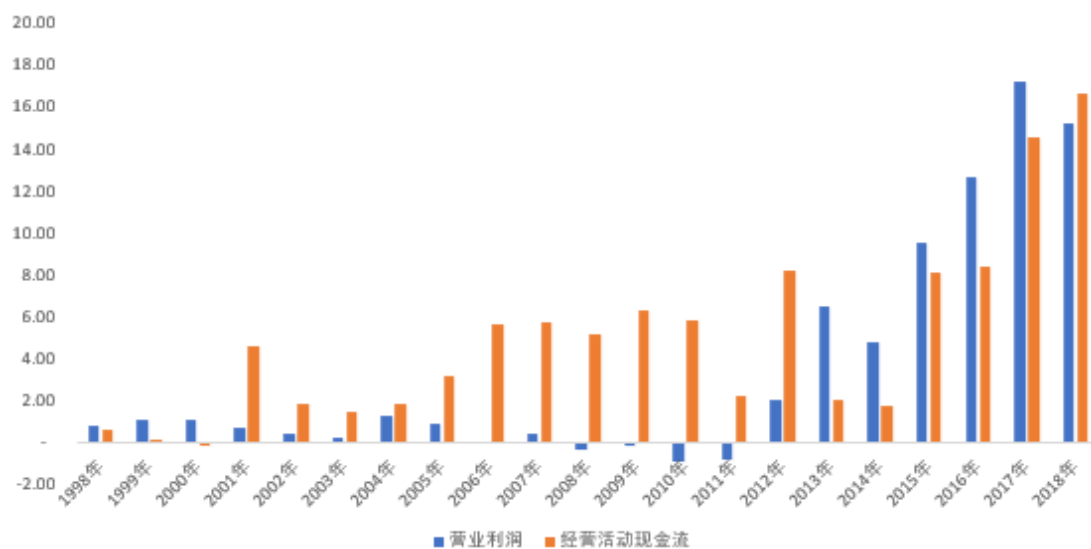


图：营业收入/净利润增速（单位：%） 来源：并购优塾

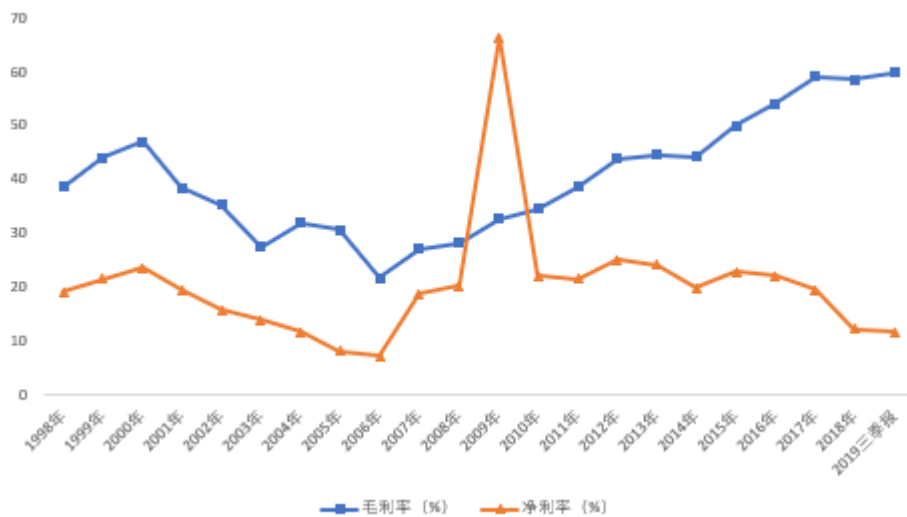


图：净利润及经营活动现金流（单位：亿元）

来源：并购优塾

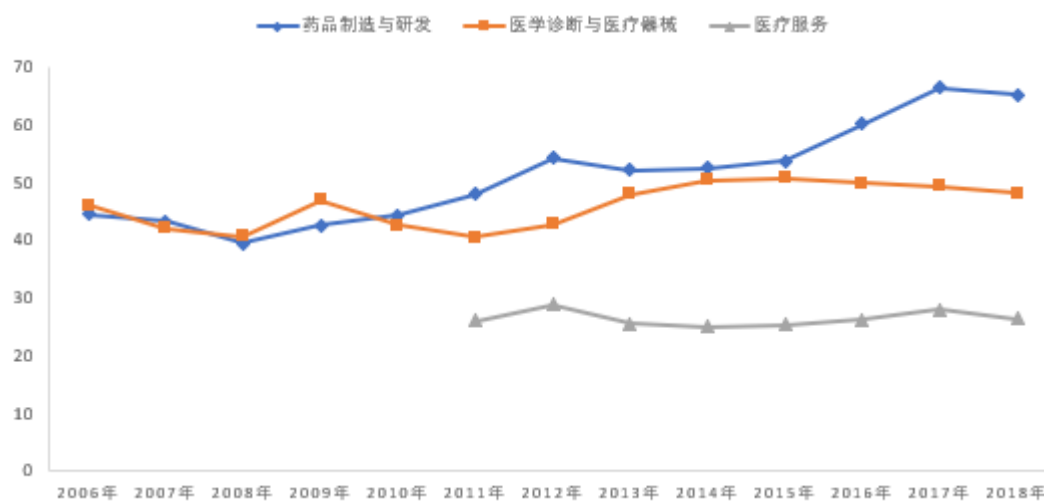


图：营业利润及经营活动现金流（单位：亿元） 来源：并购优塾



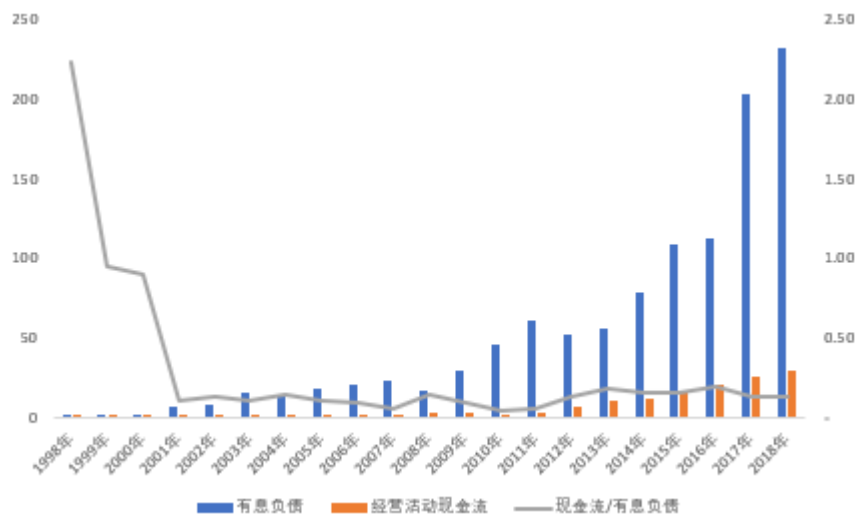
图：毛利率、净利率（单位：%）

来源：并购优塾



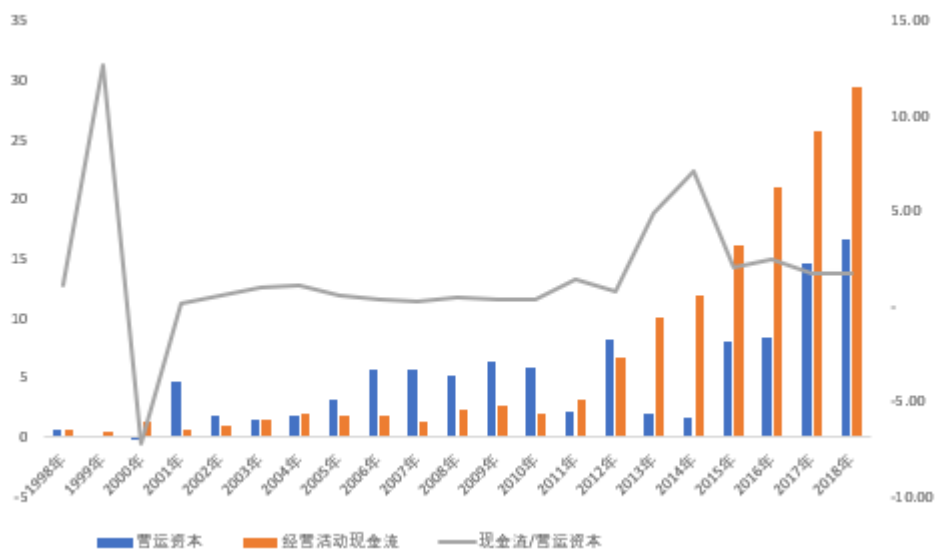
图：各业务毛利率（单位：%）

来源：并购优塾



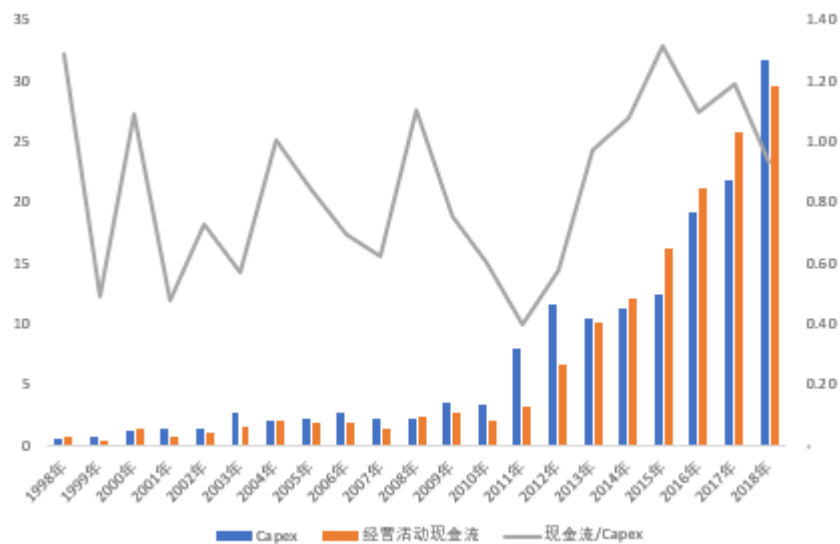
图：有息负债对现金流的拉动

来源：并购优塾



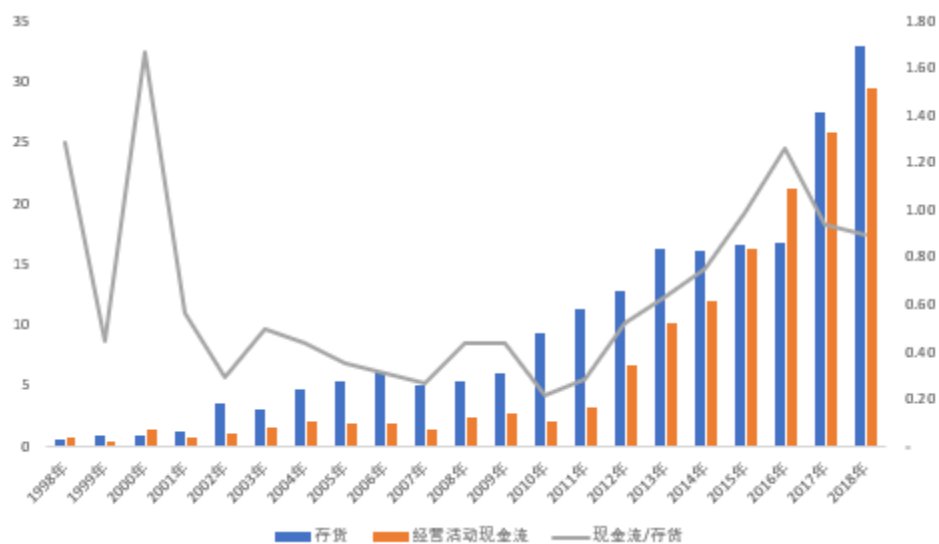
图：营运资本对现金流的拉动

来源：并购优塾



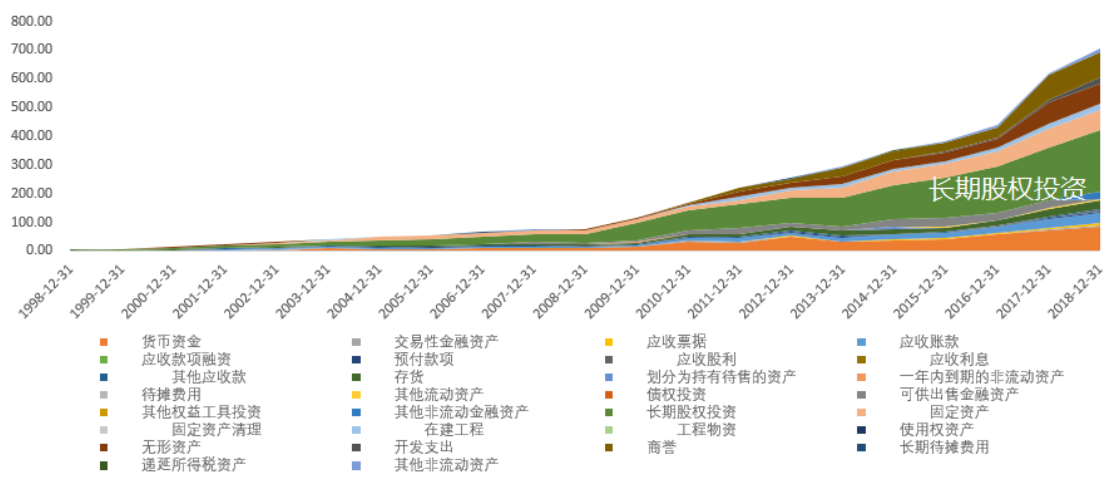
图：Capex 对现金流的拉动

来源：并购优塾

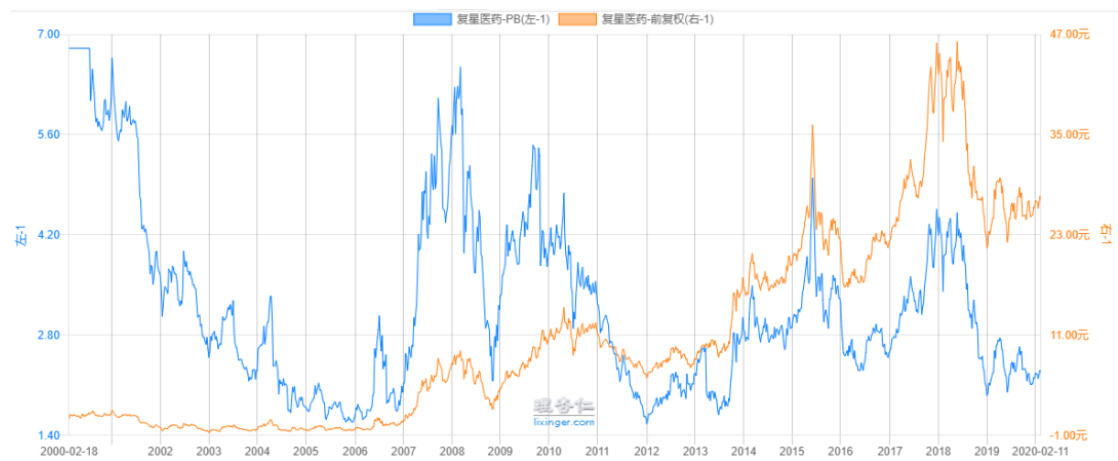


图：存货对现金流的拉动

来源：并购优塾



图：资产结构
来源：并购优塾



来源：理杏仁

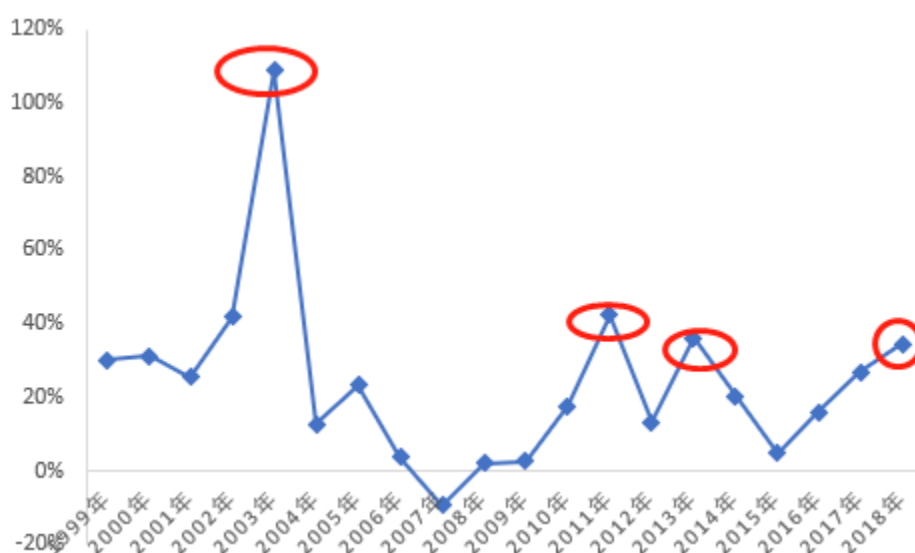
看完本案的基本面数据，重要的问题来了——如果要做建模，到底该从哪些地方入手？

— 02 —



收入，拆解





图：收入增速（单位：%）

来源：并购优塾

从历史增速上来看，其收入增速的波动性较大，其中，高点出现在 2003 年、2011 年、2013 年、2018 年。

2003 年——一方面，由于其当年收购了**桂林制药**、**康乐制药**，并完成并表；另一方面，由于受“非典”影响，当年医药商业业务收入增长较快。

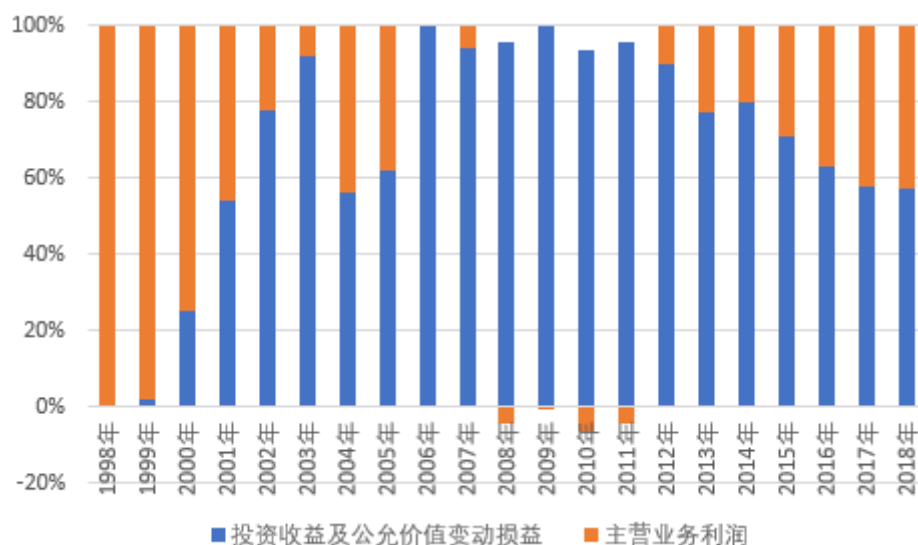
2011 年——一方面，由于其子公司的产品，如阿拓莫兰等收入增长较快；另一方面，由于其 2010 年末并购了美中互利医疗器械公司，2011 年年收入并表所致。

2013 年——一方面，由于其制药业务、医学诊断及医疗器械的制造业务收入上涨较快；另一方面，由于其新收购的企业并表导致收入上涨。

2018 年——主要由于其并购的 **Gland Pharma** 等公司当年实现并表，导致其收入增速较高。

通过梳理，可以发现它的收入增速高点，基本都离不开**并购**。也就是说，它不同于我们过去研究的制药企业，主要依靠内生因素驱动增长，而主要依靠并购来让入上升。

从投资方式来看，它不仅通过控股并表的形式投资，还通过形成长期股权投资、交易性金融资产等方式进行投资。从 2001 年开始，投资产生的收益占营业利润的比重，已经超过了主营业务。



图：利润占比（单位：%）

来源：并购优塾

因此，如果想要对复星医药进行建模，必须要解决两个问题：

- 1) 虽然目前其主营业务利润占比较低，但是其并表的子公司的产品清单中，是否有爆款药或有潜力的品种？在研管线中是否有潜在的重磅产品？
- 2) 对于投资型企业，我们要如何对它的投资收益，以及长期股权投资进行估值？

由于复星医药的业务结构特殊，我们对它的利润分为两部分进行预测：

- 1) 主营业务利润——即其并表子公司的收入利润情况；
- 2) 投资所得利润——包含以长期股权投资、交易性金融资产等形式持有的投资企业的部分股权，所获得的收益。

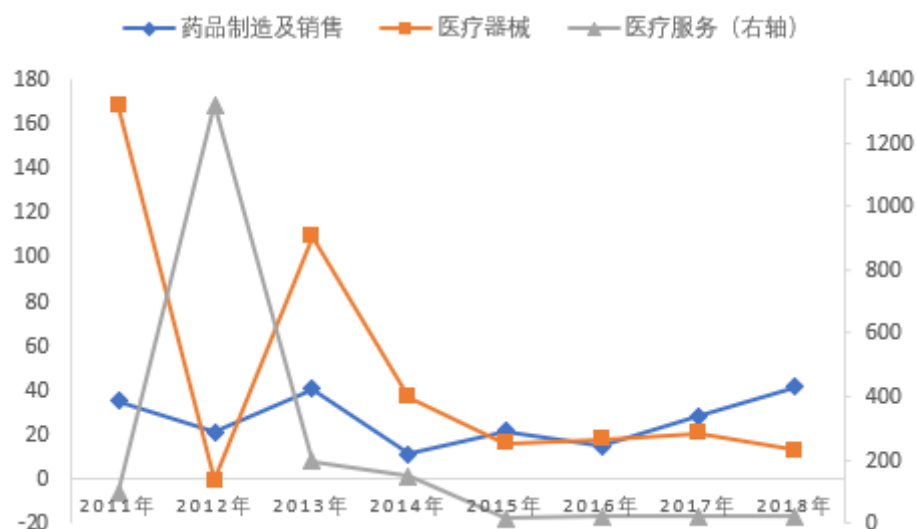
注意，由于其业务模式特殊，类似于投资公司。因此，我们将投资所得利润作为其主营业务的一部分，将其并入 EBIT 中，作为其经营活动所产生的现金流。

那么，先来看主营业务收入，该如何预测？

— 03 —



优立通，收入



图：各业务收入增速（单位：%）

来源：并购优塾

由于复星业务分为三大板块，近些年来，制药板块的增速在提升，我们重点来看制药板块。

由于复星的药品品种很多，但是由于没有披露产品明细，我们挑选已经上市的药品中，比较具有潜力的品种来预测——优立通。

优立通（通用名：非布司他片），2013 年上市，是一款仿制药，主要用于治疗痛风。其原研药厂家为日本帝人制药，2009 年在美国上市。2016 年，该药品的全球销售额为 6.33 亿美元，同比上涨 7.7%。目前，已经纳入医保。

本案作为仿制药，上市以来，也一直保持快速增长，2018 年，其销售额在 6 亿元左右，销量增速为 146%；2019 年上半年，其销量增速为 117%。注意，优立通上市近 6 年，销

售增速仍然保持在 100%以上的增速。其能够取得如此高的增速，主要由于非布司他的数据，要优于已上市的其他类型产品，上市后迅速抢占竞品的市场份额，放量很快。那么，本案对于优立通的预测，采用市占率法： $优立通收入 = 痛风药市场规模 * 非布司他片市占率 * 市占率$ 。

首先，来看市场规模——

痛风，是由于体内尿酸水平的升高，造成了尿酸盐在关节和肾脏部位的沉积，主要致病原因包括饮食、肥胖、服用了某些药物以及家族史等。其临床特点为发病急、关节部位出现严重的疼痛、水肿、红肿和炎症。痛风可并发肾脏病变，严重者可出现关节破坏、肾功能损害，常伴发高脂血症、高血压、糖尿病、动脉硬化及冠心病等。

我国痛风的发病率为 5%左右，约有近 **8000 万痛风患者**，并以每年 9.7%的增速增长，是我国第二大代谢类疾病。其中，常见于男性，男女比例约为 20:1。

2018 年，我国抗痛风用药的市场规模约为 18 亿元，同比增长 83.55%。近几年其市场规模始终保持高速增长，近五年年复合增速达到约 41%，属于明显的成长赛道。

因此，《并购优塾》假设，近五年，其从 2018 年增速逐渐下降至近五年年复合增速 41%，随后再逐渐下降至痛风患者年增速（9.7%）。

其次，再来看非布司他的市占率情况——

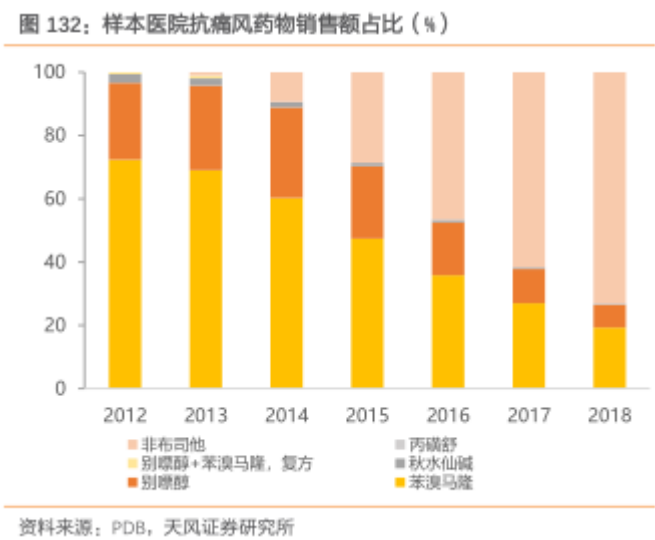
目前，市场上的抗痛风药可以大致分为三类：

- 1) 促尿酸排泄剂：苯溴马隆、丙磺舒、URAT1 抑制剂；
- 2) 抑制尿酸生成剂：别嘌醇、非布司他；
- 3) 抗白细胞趋化药物：秋水仙碱。

其中，秋水仙碱用于痛风急性发作期的药物，日常用药主要还是依赖于尿酸抑制剂和促排泄剂。

不过，由于苯溴马隆具有肝毒性且发病率高；丙磺舒在肾脏功能轻度下降的情况下难以发挥降尿酸的疗效。而非布司他的降尿酸数据高于别嘌醇，且副作用较小。因此，非布司他自上市后，就一跃成为抗痛风药物市场关注的重点。

2018 年，非布司他在我国样本医院的销售额，占痛风药市场规模的 73.12%。



图：痛风药竞争格局（单位：%）

来源：米内网

治疗痛风的药物迭代较慢，非布司他是近 40 年来 FDA 批准的极少数高尿酸血症治疗药物。因此，《并购优塾》假设，2019 年-2023 年，非布司他的市占率维持目前水平。随后，随着未来可能会有新药品上市，或进入带量采购降价等原因，导致其市占率下降。因此，我们假设至 2028 年其市占率下降至目前的一半（37%）。

（此处，也是本案未来的一个风险点和调研点，如果带量采购，可能会造成打击。如果实地调研，需要询问）

第三，再来看本案市占率（经营主体为复星医药子公司，江苏万邦）——

2018 年，江苏万邦在样本医院的市占率为 46.7%，排名龙头。不过，考虑到目前在研厂家至少有 6 家，未来此药品的竞争将较激烈。因此，我们假设近五年，其市占率维持目前水平，随后逐渐下降至 30%。

单位：人民币（除非特别说明）		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
1	复星医药（上海）收入					18	33.04	37.13	42.71	48.88	55.21	61.77	68.53	75.48	82.61	89.91
2	其中：心血管系统					83.88%	84%	73%	62%	52%	41%	34%	28%	22%	16%	10%
3	其中：抗肿瘤药					73.12%	73%	73%	73%	73%	73%	70%	68%	66%	63%	60%
4	其中：原料药及中间体					47%	47%	47%	47%	47%	47%	43%	40%	37%	33%	30%
5	其他业务收入					6.19	11.35	19.63	31.86	48.31	67.48	81.64	93.20	100.37	101.54	96.03

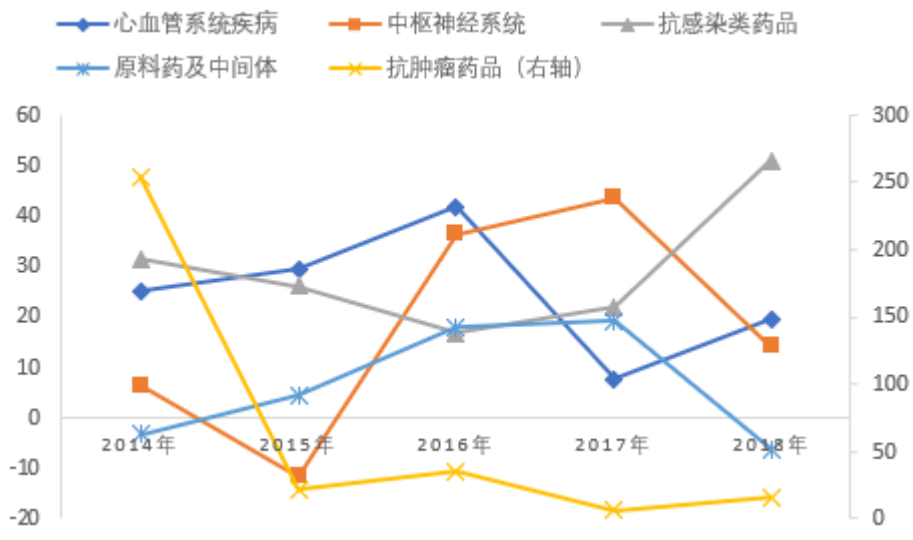
图：收入预测

来源：并购优塾

研究至此，核心药物的前景和风险已经解决，接下来，我们看其他的品种情况如何？

— 04 —

其他产品，收入



图：各业务收入增速（单位：%） 来源：并购优塾

由于复星医药的产品较多，且并未披露详细的销售数据。因此，我们对于其他药品，按照行业进行简单预测。

1) 心血管系统疾病收入——2018 年该业务收入为 18.52 亿元，同比增长 19.05%。2019 年上半年，其销售收入为 11.03 亿元，同比增速为 21.14%。

《并购优塾》假设，其近五年该业务收入增速逐渐下降至行业平均水平（14%），随后逐渐下降至 5%。

2) 中枢神经系统业务收入——2018 年该业务收入为 17.74 亿元，同比增长 14.21%。2019 年上半年，其销售收入为 12.24 亿元，同比增速为 78.8%。2019 年收入增速较快，主要由于于草酸艾司西酞普兰片（启程）、富马酸喹硫平片（启维）的销量增长，以及小牛血清去蛋白注射液（奥德金）的销量恢复所致。

因此，《并购优塾》假设，2019 年该业务收入维持与 2019 年中报一致，随后五年逐渐下降至行业平均水平（19.8%），此后再进一步逐渐下降至 5%。

3) 抗感染类业务收入——2018 年该业务收入为 40.95 亿元，同比上涨 50.92%。2019 年上半年实现收入 23.31 亿元，同比上涨 16.45%（与行业增速 16%相似）。

因此，《并购优塾》假设，近五年该业务收入维持行业平均增速水平（16%），随后逐渐下降至 5%。

4) 抗肿瘤业务收入——2018 年该业务收入为 5 亿元，同比上涨 15.06%。2019 年上半年实现收入 2.6 亿元，同比上涨 2.47%。2019 年上半年该业务收入增速出现了下降，但其半年报中并未披露原因。

并购优塾假设，2019 年该业务收入维持与 2018 年一致，随后五年逐渐恢复至行业平均增速（15%），随后再下降至预测 GDP 增速（5%）。

5) 原料药及中间体业务收入——2018 年该业务收入为 13.01 亿元，同比下降 6.3%。2019 年上半年，实现收入 6.74 亿元，同比上涨 1.4%。2018 年收入下降主要由于，氨基酸系列价格调整所致。

由于该业务的历史波动性较大，且整体体量较小，因此《并购优塾》简单假设，其 2019 年收入维持与 2018 年一致，随后每年按照 5%的增速增长。

单位：人民币（单位：亿元）		2016A	2016A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
心脑血管疾病收入																
心脑血管疾病收入	我们假设，其过去五年业务收入增速与行业平均水平一致，未来五年增速与行业平均水平一致。	6.84	8.87	12	16.86	19.82	21.84	26.88	29.87	34.12	38.90	43.64	48.18	52.33	56.89	60.68
YOY			31%	40%	32%	19%	10%	17%	16%	16%	14%	12%	10%	9%	7%	6%
肿瘤治疗收入																
肿瘤治疗收入	我们假设，2019年该业务收入增速与2018年一致，未来五年增速与行业平均水平一致，未来五年增速与行业平均水平一致。	8.92	7.88	10.76	16.83	17.74	31.72	82.97	82.21	117.89	188.14	188.86	216.79	242.84	263.64	276.83
YOY			-12%	37%	49%	14%	75%	75%	88%	43%	32%	32%	16%	12%	9%	5%
抗肿瘤药品收入																
抗肿瘤药品收入	我们假设，2019年该业务收入增速与2018年一致，未来五年增速与行业平均水平一致，未来五年增速与行业平均水平一致。	11	16.94	18.63	27.13	40.85	47.50	55.10	63.92	74.18	86.01	97.88	109.23	119.50	128.10	134.81
YOY			45%	17%	46%	47%	16%	16%	16%	16%	16%	14%	12%	9%	7%	5%
抗肿瘤服务收入																
抗肿瘤服务收入	我们假设，2019年该业务收入增速与2018年一致，未来五年增速与行业平均水平一致，未来五年增速与行业平均水平一致。	1.48	2.28	3.08	4.36	5	8.00	8.19	8.88	6.20	7.13	8.06	8.98	9.78	10.44	10.96
YOY			52%	36%	43%	18%	0%	-4%	8%	11%	16%	13%	11%	9%	7%	5%
原料药及中间体收入																
原料药及中间体收入	我们假设，2019年该业务收入增速与2018年一致，未来五年增速与行业平均水平一致，未来五年增速与行业平均水平一致。	9.03	9.46	11.18	13.89	13.01	13.01	13.46	14.34	15.06	15.81	16.60	17.43	18.31	19.22	20.18
YOY			5%	18%	23%	-6%	0%	3%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

图：收入预测 来源：并购优塾

好，到这里我们已经完成了制药业务的收入预测。那么，它的其他主营业务又要如何预测？

— 05 —

其他业务，收入

先来看医疗服务业务：

医疗服务业务，主要为沿海发达城市的高端医疗、二三线城市专科和综合医院等。其控股的医疗机构包括禅城医院、恒生医院、钟吾医院、温州老年病医院等。2018 年，其收入为 25.63 亿元，同比增长 22.72%。2019 年上半年，其收入为 14.6 亿元，同比上涨 21.56%。

其中，该业务的主要收入来源于禅城医院，位于广东省佛山市。2018 年通过国际医院 JCI 认证，成为我国首次通过第六版 JCI 标准的三甲综合民营医院，2018 年禅城医院的收入占该业务收入的 54%。

由于该业务的历史收入增速比较稳定，且其收入主要来源于禅城医院。因此，我们假设其近五年收入增速维持近三年平均水平（23%），随后逐渐下降至禅城医院的内生增速（9.5%）。

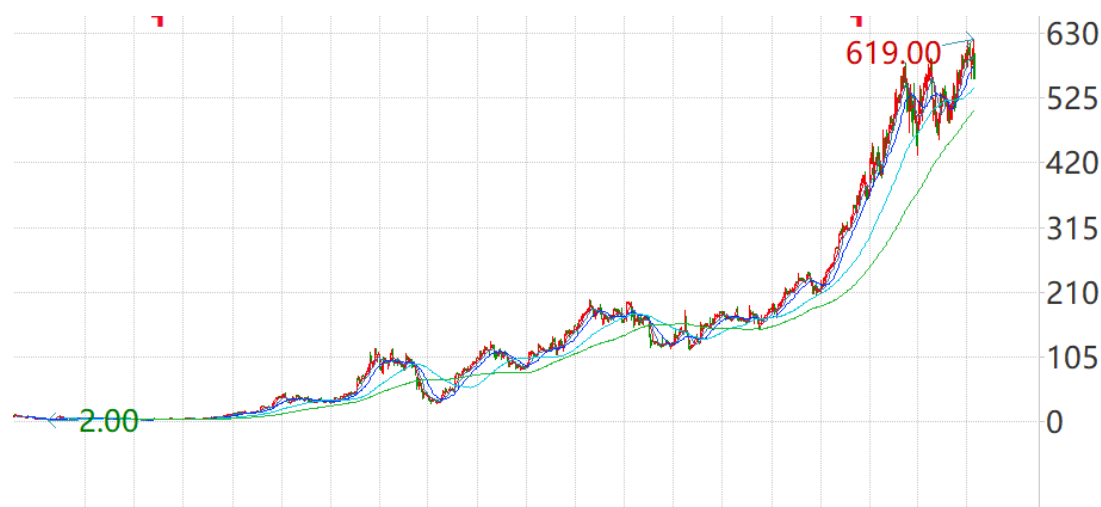
再来看医疗器械与医疗诊断业务：

该业务主要包括医疗美容器械、呼吸医疗产品、手术/输血器械与耗材等。2018 年，其收入为 36.39 亿元，同比增长 13.22%。2019 年上半年，其实现收入 17.97 亿元，同比增长 6.45%。

2019 年上半年收入增速较上年同期（9.23%）较低，主要由于其原本代理**直觉外科**的“**达芬奇**”机器人，于 2019 年转入联营公司直观复星所致。（此后，这块收入被剥离出去，以投资收益形式入账）

“达芬奇机器人”，是由美国**直觉外科公司**于 2000 年研发上市。在专利保护期内的 20 年间，直觉外科统领市场。不过，随着 2017 年其首批批申请的专利到期，包括**美敦力**、**强生**、**西门子**、**史赛克**等四家医疗器械巨头在内的公司，也开始布局手术机器人。

关于直觉外科，有必要了解一下：



图：直觉外科 来源：Wind

由于医疗器械的每一次迭代，都是大量专家总结出来的临床案例和实操经验，加之，其转换成本较高，需要重新对医生进行大量的培训。因此，目前“达芬奇”机器人的销售受此影响较小。

由于其并未披露详细的收入结构，因此，《并购优塾》只能对其简化预测。随着由于剥离代理“达芬奇机器人”的收入导致的收入增速下降的影响逐渐消失，其能够恢复至本

接近行业增速的水平，假设其近五年收入增速从 2019 年 10% 逐渐上升至行业平均增速 20%，随后逐渐下降至预测期 GDP 增速（5%）。

单位：亿元（除非特别说明）		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
医药研发业务收入	由于公司业务收入来源较为稳定，且其收入主要来源于产品销售，因此，我们假设其未来收入增速将接近行业平均水平（20%），随后逐渐下降至预测期 GDP 增速（5%）	11.86	13.79	16.78	20.88	26.63	31.82	38.78	47.69	58.66	72.16	86.80	102.08	117.29	131.60	144.10
YOY			16%	22%	24%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	18%	18%	12%	10%
医疗器械与医疗诊断																
医药研发与医疗诊断	假设其未来收入增速从 2019 年 10% 逐渐上升至行业平均增速 20%，随后逐渐下降至预测期 GDP 增速（5%）	19.4	22.64	26.64	32.14	38.39	45.03	48.03	61.79	60.86	73.02	86.43	97.39	108.11	118.76	122.89
			16%	18%	21%	19%	13%	13%	18%	18%	23%	23%	14%	11%	8%	8%

图：收入预测 来源：并购优塾

好，到这里我们已经完成了其现有业务及药品的收入预测。那么，更重要的是，它的在研管线如何？

— 06 —



在研管线，预测



目前，其共有在研创新药、仿制药、生物类似药及仿制药一致性评价等 233 项。其中：小分子创新药 16 项、生物创新药 12 项、生物类似药 20 项。

目前，其创新药项目整体处于较初期的阶段。从其在研管线的布局上来看，主要为肿瘤、代谢疾病、自身免疫疾病、抗感染等领域。

序号	阶段	公司	治疗领域	靶点	通用名	联用	适应症	治疗地位	地区
1	上市	复宏汉霖	肿瘤	CD20	利妥昔单抗 (HLX01)	CHOP	非霍奇金淋巴瘤 (NHL)	1 线	中国
2	NDA	复宏汉霖	肿瘤	HER2	曲妥珠单抗 (HLX02)	NA	HER2 阳性的早期/转移性乳腺癌、HER2 阳性的转移性胃或胃食管交界处腺癌	辅助治疗、1-2 线	欧盟
3						NA	HER2 阳性的早期/转移性乳腺癌、HER2 阳性的转移性胃或胃食管交界处腺癌	辅助治疗、1-2 线	中国
4			自身免疫疾病	TNF- α	阿达木单抗 (HLX03)	NA	中至重度斑块型银屑病 (PS)	2 线及以上	中国
5	III 期	复宏汉霖	肿瘤	PD-1	HLX10	卡铂+依托泊苷	广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC)	1 线	国际多中心
6						化疗	PD-L1 阳性 (CPS ≥ 10) 胃癌癌	新辅助/辅助治疗	国际多中心
7						化疗	PD-L1 阳性 (CPS $\geq 1\%$) 局部晚期/转移性食管鳞癌 (ESCC)	1 线	中国
8						HLX04+化疗	EGFR-/ALK-转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
9						卡铂+白蛋白紫杉醇	局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
10				VEGF	贝伐珠单抗 (HLX04)	奥沙利铂+氟尿嘧啶	转移性结肠癌	1 线	中国
11			自身免疫疾病	CD20	利妥昔单抗 (HLX01)	甲氨蝶呤	中度至重度类风湿性关节炎 (RA)	2 线	中国
12		江苏万邦	代谢疾病	胰岛素受体	赖脯胰岛素	NA	2 型糖尿病	NA	中国
13					赖脯胰岛素 (50R)	NA	2 型糖尿病	NA	中国
14	II 期	复创医药	肿瘤	ALK/ROS1	丁二酸复瑞替尼 (SAF-189)	NA	ALK 阳性局部晚期和/或转移性 III 期 B 和 IV 期非小细胞肺癌 (NSCLC)	2 线	中国
15		复宏汉霖	肿瘤	EGFR	HLX07	NA	实体瘤	1 线	中国
16				PD-1	HLX10	HLX04	晚期肝癌 (HCC)	2 线	中国
17	I 期	复创医药	代谢疾病	DPP-4	苯甲酸复格列汀 (FCN-005)	NA	糖尿病	NA	中国
18									
19		复创医药	肿瘤	CDK4/6	FCN-437c	NA	晚期不可切除/转移性实体瘤	NA	中国
20									
21		复创医药/复星医药产业发展	肿瘤	MEK	FCN-159	NA	NRAS 变异/突变的晚期黑色素瘤	2 线	中国
22									
23		复创医药/锦州奥鸿	肿瘤	CDK4/6	FCN-437c	NA	ER+、HER2- 的晚期乳腺癌绝经后女性患者	NA	中国
24				EGFR/HER2/HER4	FCN-411	NA	转移性 NSCLC 和 HSNCC	NA	中国
25				HER2	HLX22	NA	HER2 阳性胃癌和乳腺癌	NA	中国
26				PD-1	HLX10	NA	实体瘤	2 线	中国 (台湾)
27		复宏汉霖	肿瘤	PD-L1	HLX20	NA	实体瘤	1 线	澳大利亚
28				VEGF	贝伐珠单抗 (HLX04)	奥沙利铂+氟尿嘧啶	非小细胞肺癌	NA	中国
29				VEGFR2	雷莫芦单抗 (HLX12)	NA	晚期胃癌或胃食管结合部腺癌、非小细胞肺癌、结直肠癌适应症	1 线	中国
30				HLX06	NA	NA	晚期或转移性实体瘤	2 线	中国 (台湾)
31		复星弘创	肿瘤	未公布	ORIN1001	NA	复发、难治性、转移性乳腺癌	3 线	美国
32		复星凯特	肿瘤	CD19	益基利仑赛 (FKC876)	NA	难治性侵袭性非霍奇金淋巴瘤 (NHL)	2 线及以上	中国
33		复星医药	肿瘤	HER2	重组 HER2 人源化单抗单甲基奥瑞他汀 F 偶联剂 (FC-1502)	NA	HER2 阳性的晚期乳腺癌和/或晚期恶性实体瘤	NA	中国
34		江苏万邦	代谢疾病	GLP-1	利拉鲁肽	NA	2 型糖尿病	NA	中国
35				SGLT2	万格列净	NA	2 型糖尿病	NA	中国
36				胰岛素受体	甘精胰岛素	NA	2 型糖尿病	NA	中国
37				NA	多西他赛聚合物胶束	NA	HER2 阴性的复发性转移性乳腺癌	2 线	中国
38		凯茂生物	肿瘤	NA	PA-824	NA	结核病	NA	中国
39		星泰医药	抗感染	未公布	FN-1501	NA	复发/难治的急性髓性白血病	NA	中国

图：在研管线

来源：并购优塾

此处，我们以 2019 年 5 月上市的利妥昔单抗（复宏汉霖研发）为例，详细说明其预测过程，而其他核心在研产品的预测，由于篇幅过长，详见 Excel 建模表，可在“专业版建模案例库”中查看，此处不再详述。

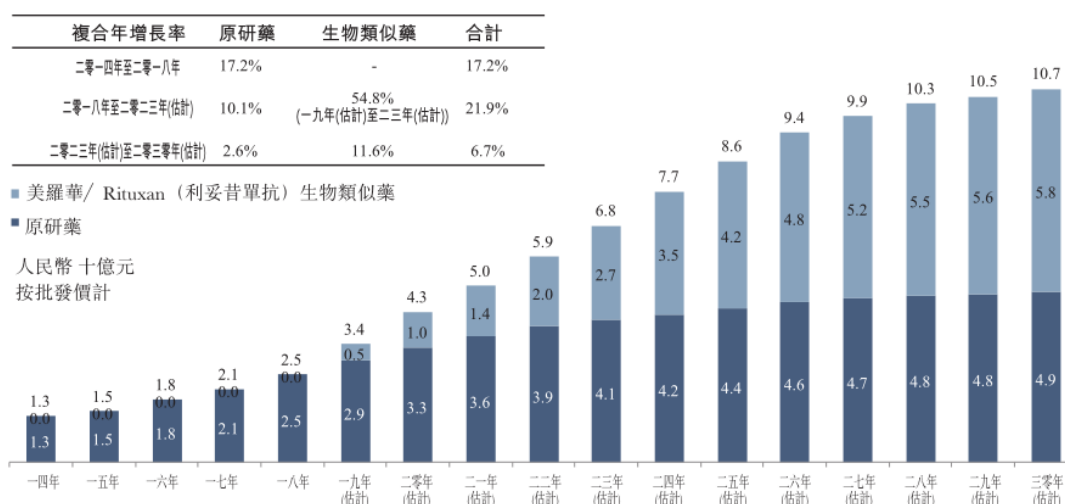
利妥昔单抗，用于治疗非霍奇金淋巴瘤，是生物类似药。其原研药为罗氏的美罗华，2018 年在我国实现收入 25 亿元。目前，已纳入医保目录。对于利妥昔单抗的收入预测，我们采用市占率法：利妥昔单抗收入=利妥昔单抗生物类似药市场规模*复宏汉霖市占率。

1) 利妥昔单抗生物类似药市场规模

2018 年我国利妥昔单抗的市场规模为 25 亿元，全部被原研药罗氏占据。2014 年-2018 年，市场规模年复合增速为 17.2%。

根据弗若斯特沙利文预测，我国利妥昔单抗的生物类似药市场规模从 2019 年 5 亿元逐渐上升至 2028 年 55 亿元。

按原研藥及生物類似藥劃分的中國美羅華(利妥昔單抗)市場明細
(二零一四年至二零三零年(估計))



图：利妥昔单抗市场规模

来源：复宏汉霖招股书

2) 复宏汉霖市占率

目前，虽然已上市的利妥昔单抗生物类似药，仅有复宏汉霖一家。但是除本案外，包括中国生物制药、信达生物、海正药业等在内的 6 家企业，均在进行临床试验，且都在临床 3 期以上。其中，信达生物的生物类医药已经提交上市申请。因此，利妥昔单抗的未来竞争格局较激烈。

參照藥(通用名稱、公司)	主要單抗專利屆滿日期	適應症	建議劑量	一般頻率	於最後實際 可行日期 中國參照藥 的每瓶成本	主要候選藥物 (藥物開發商) ⁽¹⁾	於二零一九年 三月三十一日 的監管備案/ 開發階段	相關備案/批准日期 ⁽²⁾
美羅華(利妥昔單抗， 羅氏) ⁽³⁾	中國：二零一三年	非霍奇金淋巴瘤	初期及其後 375 mg/m ²	每星期一次	每100毫克 人民幣2,294元	HLX01(漢利康)(復宏漢霖)	新藥藥證 申請獲批准	二零一九年二月
	美國：二零一六年				每500毫克	SCT400(神州細胞)	3期	二零一六年六月
	歐盟：二零一三年				人民幣7,866元	IBI301(信达生物)	已提交新藥 藥證申請	二零一九年六月
						Chimeric抗CD20單抗(浙江海正藥業 及北京天廣實)	3期	二零一八年七月
						GB241(嘉和生物藥業)	3期	二零一八年十一月
						TQB2303(正大天晴)	3期	二零一八年十二月
						HL03(Hualan Bio)	3期	二零一九年四月

图：竞争格局

来源：复宏汉霖招股书

因此，我们保守假设，2019 年其能够占据全部生物类似药的市场。2020 年之后，随着其他生物类似药逐渐上市，其市占率逐渐下降。不过，考虑到先发优势，假设至 2022 年逐渐下降至 30%，随后保持不变。

单位：亿元（特殊说明除外）		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
利妥昔单抗收入																
利妥昔单抗生物类似药市场规模	根据卓著斯特沙利文预测，我国利妥昔单抗的生物类似药市场规模从2019年5亿元逐渐上升至2028年55亿元						5	10	14	20	27	35	42	48	52	55
复宏汉霖市占率	我们保守假设，2019年其能够独占全部生物类似药的市场，2020年之后，随着其他生物类似药逐渐上市，其市占率逐渐下降。不过，考虑到先发优势，假设至2022年逐渐下降至30%，随后保持不变						100%	92%	65%	48%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
收入 YOY							5.00	8.25	9.10	9.50	8.10	10.50	12.60	14.40	15.60	16.50
								65%	20%	4%	-25%	20%	20%	14%	8%	6%

图：收入预测

来源：并购优塾

另外，除了通过自研的方式，复星医药还通过收购的方式获得新药品。2019 年，其通过 license-in 的方式，获得了 AkaRx 的阿伐曲泊帕片在内地及中国香港销售的权利。目前正处于临床 3 期。

阿伐曲泊帕片，主要用于治疗肿瘤化疗引起的血小板减少症（CIT）。对于阿伐曲泊帕片的收入预测，我们采用市占率法：阿伐曲泊帕片=CIT 市场规模*阿伐曲泊帕片渗透率*复星医药市占率。

单位：亿元（特殊说明除外）		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	
阿伐曲泊帕片																	
CIT市场规模					15	17.88	21.31	25.41	30.28	36.10	42.30	48.70	55.09	61.19	66.74	71.43	75.00
YOY	根据券商预测，CIT市场规模增速在2016年-2020年为19.2%，随后其增速逐渐下降至5%					19.20%	19.20%	19%	19%	19%	17%	15%	13%	11%	9%	7%	5%
渗透率	假设至2028年其渗透率能够达到目前mTPO的水平									6%	13%	19%	25%	31%	38%	44%	50%
市占率	由于其为2.4类新药，具有3年的监测期，期间不能有新药上市，因此，2021年-2023年市占率为100%，随后，随着仿制药逐渐上市，假设其能够保持于先发仿制药30%的市场份额									100%	100%	100%	86%	72%	58%	44%	30%
销售额YOY										2.26	5.29	9.13	11.84	13.77	14.52	13.75	11.25
										134%	73%	30%	16%	5%	-5%	-18%	

图：收入预测

来源：并购优塾

研究至此，各项业务已经分析完毕，不过，单一的预测方法，未必靠谱，还需要更多方法做交叉验证。

— 07 —



增速、交叉验证



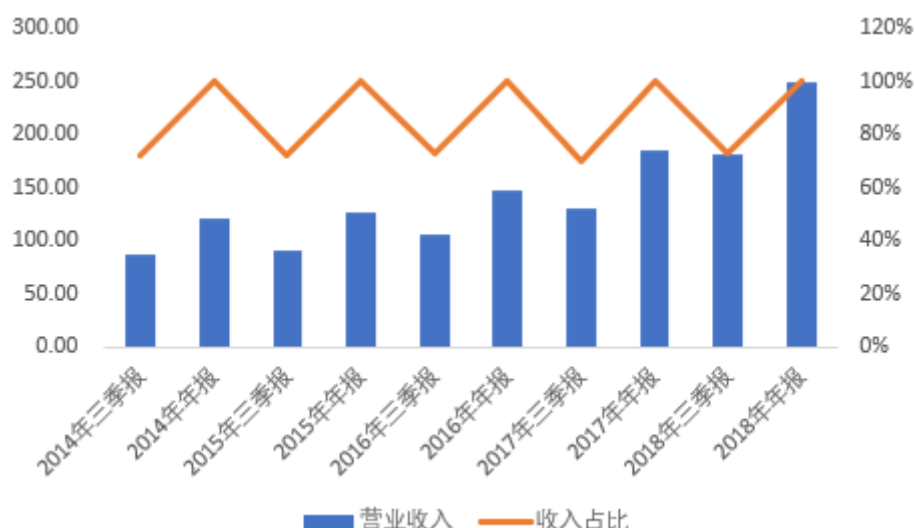
综合以上数据，《并购优塾》测算出以下计算数据，近三年的收入增速分别为 18.58%、25.18%、24.53%。不过，如果只用一种方法确定增速，可参考性较差。这里，我们再结合“季报反推”、“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

单位：亿元（特殊说明除外）		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
总营业收入		120.25	126.09	146.29	185.34	249.18	293.48	369.87	460.61	569.76	688.04	790.21	881.81	965.32	1,028.63	1,068.08
YOY							29.36%	26.18%	24.63%	22.10%	20.76%	14.85%	11.49%	8.47%	6.14%	3.84%

图：收入预测

来源：并购优塾

方法一：季报反推——2014 年-2018 年，其季报收入占全年收入的比重均值为 72%，且较稳定。因此，我们选用 72%作为参考值。



图：季报收入占比

来源：并购优塾

由此，《并购优塾》假设，四季度如果无意外发生，参考近五年平均 72% 的比例，可倒推出 2019 年年报预计收入约为 295 亿元，同比增速约为 18.47%，预测公式：2019 年年报收入=212.28/72%=295 亿元。

方法二：内生增速——采用预期增长率，采用公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。其近五年平均分红率约为 30.66%，近五年平均 ROE 约为 12.91%，通过计算，得到内生增速为 8.95%。

方法三：外部分析师给出的增速——这里我们选取 180 天内 13 家机构对复星医药在 2019 年-2021 年的预测增速，分别为 18.89%、21.12%、18.82%。

综上，我们 2019 年的预测结果与外部分析师、季报反推结果相似，而 2020 年-2021 年较外部分析师给出的增速较高，主要由于我们将其在研产品的收入进行了预测，导致 2020 年的收入上涨较快。

至此，收入拆解和预测部分，已经完成。不过，由于复星医药属于投资类的公司，其通过投资医药公司所产生的投资收益，也应算进其主营业务利润中。那么，这部分投资收益，又要如何预测？

— 08 —



现金牛、国药产投



复星医药，不仅通过自营方式进行制药、医疗器械等业务，还通过股权投资的方式，参股医药公司。

从投资方式上来看，其主要有两种：一是，控股形成子公司，实现并表；二是，收购少数股东，作为合营或联营企业，计入长期股权投资、其他非流动金融资产、其他权益工具投资等，所产生的利润计入投资收益、公允价值变动等科目。

由于上面已经考虑了实现并表的子公司的收入情况，此处我们不再赘述。这里，我们主要来看其联营、合营企业能为其带来多少投资收益。

从投资的企业数量来看，其共有合营企业 1 家，联营企业 19 家。覆盖了制药、医药流通、医疗服务等众多领域。因此，无论是从资产占比，还是从贡献利润的情况来看，这些公司均是核心部分。

从投资类资产占总资产的比重来看，2018 年为 34.97%，2019 年三季度为 32.97%。从其投资收益（含公允价值变动损益）占营业利润的比重来看，2018 年达到 57%，2019 年三季度为 48%。

不过，由于其何时收购，收购资产的对价是多少，我们很难根据历史情况进行预测。

因此，我们假设其未来投资类资产的账面价值维持目前水平，被投资企业所产生的投资收益均以分红的形式给予复星医药，即将投资收益全额计入其自由现金流中，进行估值。

从贡献投资收益的程度上来看，其主要的投资收益来源于**国药产投**，2018 年其产生的投资收益占总投资收益的比重为 84%，2019 年中报为 74%。*（所以，此处也形成了一个调研点，实地调研时需要仔细询问国药产投的经营、分红情况）*

同时，由于 2020 年 2 月，其合营企业复星凯特的 CAR-T 疗法药品上市，将很快实现扭亏，未来也会为其贡献一定投资收益。

这几大块，我们分开看：

先看国药产投——

国药产投，是国药控股的母公司，其收入和利润基本都来源于国药控股。因此，对于国药产投未来利润增长的预测，我们主要根据国药控股的情况来预测。

国药控股，是我国医药分销领域龙头。截至 2018 年底，其已经覆盖了我国 31 个省、直辖市及自治区，地级行政区覆盖率达到 97%，县级行政区的覆盖率达到 98%。由于其市场覆盖程度较高，我们粗略假设其未来收入增速与我国医药市场规模的增速保持一致。

根据之前对国药股份的前景分析（详见专业版建模案例库），我国医药市场规模，受目前带量采购等药品降价政策的影响，其市场规模增速，预计将和日本一样，有一个先下降而后逐渐抬升的过程。所以，我们假设：

1) 2019 年：市场规模增速维持带量采购实施前两年（2016 年-2017 年）的平均增速。

2) 2020 年至 2025 年：受药品降价持续影响，加之我国创新药上市，DRGs 的实施均需要一定时间。且从目前参与带量采购的药品规模来看，仍然比较小，只有不到 4%，虽然未来可能会有增加目录范围的可能性，但并未像日本一样进行大面积降价。因此，市场规模可能不会像日本一样出现下降。因此我们假设，其市场规模的增速逐渐下降至 0。

3) 2026 年至 2028 年：随着创新药不断上市，拉升整体药品价格，以及 DRGs 的推进，仿制药重新增长，我国医药流通市场规模的增速恢复至预测期 GDP 水平（5%）。

增速解决后，还要解决利润问题。这里，《并购优塾》假设一个利润率水平——假设其未来各项费用率基本维持稳定，而毛利率方面，未来可能将受到药品降价等政策的影响而下降。因此，我们在此其设置情景开关：

- 1) 乐观假设——假设其毛利率、净利率均维持 2018 年水平（2.73%）；
- 2) 保守假设——未来受降价政策影响，毛利率将随之下下降，因此将拖累净利率。我们假设，2019 年-2023 年其净利率从 2018 年水平逐渐下降至麦克森水平的毛利率水平（0.12%），随后逐渐恢复至日本医药流通行业龙头的平均净利率水平（1.2%）。

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
收入	3445.25	3769.104	4064.35	4319.049	4522.045	4663.735	4736.8	4736.8	4815.747	4976.272	5225.086
YOY		9.40%	7.83%	6.27%	4.70%	3.13%	1.57%	0.00%	1.67%	3.33%	5.00%
净利率		2.73%	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%
净利润	94.19	102.90	110.96	117.91	123.45	127.32	129.31	129.31	131.47	135.85	142.64
YOY		9%	8%	6%	5%	3%	2%	0%	2%	3%	5%
国药产投产生的投资收益	15.20	16.60	17.90	19.02	19.92	20.54	20.86	20.86	21.21	21.92	23.02

图：国药产投的投资收益

来源：并购优塾

至此，国药产投的情况解决完毕。接下来，其他的几块，未来会如何？

— 08 —



新投资、复星凯特



然后，我们来看复星凯特——

复星通过与凯特合营成立了复星凯特，成功引进了其 CAR-T 药品 YESCARTA®，并于 2020 年 2 月正式获批上市，商品名暂定为益基利仑赛注射液，在中国境内生产销售，主要用于治疗成人复发难治性大 B 细胞淋巴瘤。注意，这在我国医药行业属于重磅事件。

目前，全球除了凯特的 YESCARTA®外，仅有诺华的 KYMRIAH®上市，竞争格局较好。2019 年，YESCARTA®和 KYMRIAH®分别实现全球销售额 4.56 亿美元（折合人民币约 32 亿元）、2.78 亿美元（折合人民币约 19 亿元）。

对于这款药的收入，我们采用量价法进行预测： $\text{益基利仑赛注射液收入} = \text{大 B 细胞淋巴瘤人数} \times \text{CAR-T 渗透率} \times \text{市占率} \times \text{价格}$ 。

1) **大 B 细胞淋巴瘤**——目前，我国共有大 B 细胞淋巴瘤患者 4.76 万人，并以 3%-5% 的增速增长。因此，我们假设预测期内，患病人数在目前水平上，每年按照 4% 增速增长。

2) **CAR-T 渗透率**——根据机构预测，CAR-T 疗法的渗透率峰值可以达到 30%。

3) **价格**——根据市场目前预期，其上市后的价格在 20 万元-25 万元之间。因此，我们折衷假设 2020 年-2022 年其价格维持在 22.5 万元，随后，随着医保谈判等一系列降价政策，每年价格下降 15%。

4) **市占率**——目前，虽然复星凯特成为首次上市的 CAR-T 疗法药品，但是在研厂家较多，竞争激烈。不过，考虑到复星的先发优势，以及其较强的销售能力，我们假设其市占率至 2024 年逐渐下降至 30%，随后保持稳定。

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
DLBCL人数	4.76	4.95	5.15	5.35	5.57	5.79	6.02	6.26	6.51	6.77	7.05
YOY		4%		4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
CAR-T渗透率			6%	12%	18%	24%	30%	30%	30%	30%	30%
价格			22.5	22.5	22.5	19.13	16.26	13.82	11.75	9.98	8.49
复星凯特市占率			100%	83%	65%	48%	30%	30%	30%	30%	30%
收入			6.95	11.93	14.66	12.63	8.81	7.79	6.89	6.09	5.38

图：收入预测

来源：并购优塾

对于其净利率的预测，由于目前其仍然没有收入，所以暂处于亏损状态。我们乐观假设，该药品上市后，其净利率可以达到恒瑞、中国生物制药的平均水平（24%）。同时，由于其持股比例为 50%，我们假设其能够收到的分红比例为 50%。

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
净利率			24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
净利率			1.67	2.86	3.52	3.03	2.11	1.87	1.65	1.46	1.29
投资收益			0.83	1.43	1.76	1.52	1.06	0.93	0.83	0.73	0.65

图：复星凯特的投资收益

来源：并购优塾

考虑到未来国药产投和复星凯特仍将是其主要的投资收益来源, 但是其他投资公司所贡献的利润, 也将随着其不断实现盈利而上升。因此, 《并购优塾》假设, 两家公司所贡献的投资收益合计, 占总投资收益的比重从近两年平均水平 80%, 逐渐维持 2019 年上半年国药产投的占比 (74%)。

到这里, 我们已经将其收入和投资收益预测完毕, 那么, 在利润表上, 这些钱究竟烧到了哪里?

— 09 —



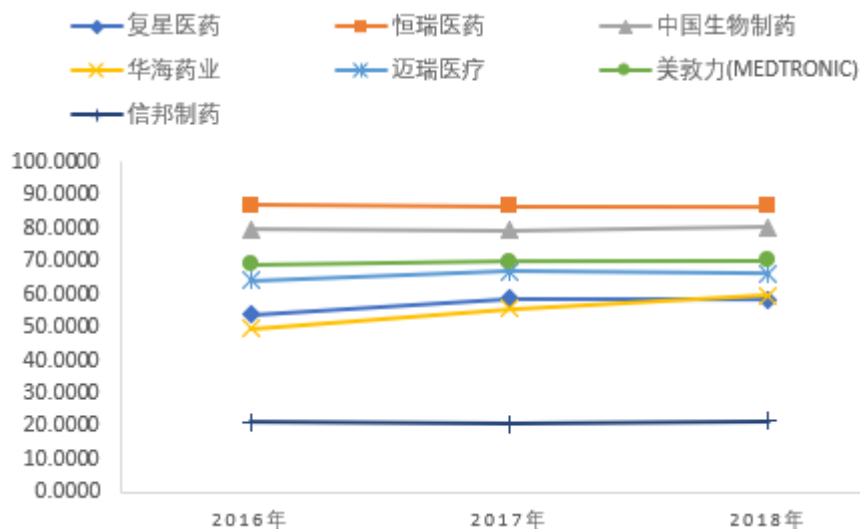
烧钱, 在何处



预测净利润首先预测 EBITDA, 我们将 EBITDA 率的预测拆分为四大块: 成本、管理费用、研发费用、销售费用。注意, 上述三部分的计算口径均剔除折旧、摊销。

1) **先来看成本**——从历史毛利率来看 (2016 年-2018 年分别为 54.07%、58.95%、58.4%) 整体呈上升趋势。从披露的 2019 年三季报数据来看, 其毛利率为 59.79%, 与上年同期 (58.27%) 较接近。

对比同行业来看, 复星医药的毛利率处于行业中等偏低的水平。这主要由于其业务范围比较多, 其中既包含了毛利率较高的制药业务, 也包括毛利率较低的原料药、医疗服务业务。而信邦制药的毛利率较低, 则主要由于其核心业务为毛利较低的医药流通和医疗服务业务。因此, 《并购优塾》假设其毛利率维持 2018 年水平。



图：毛利率（单位：%）

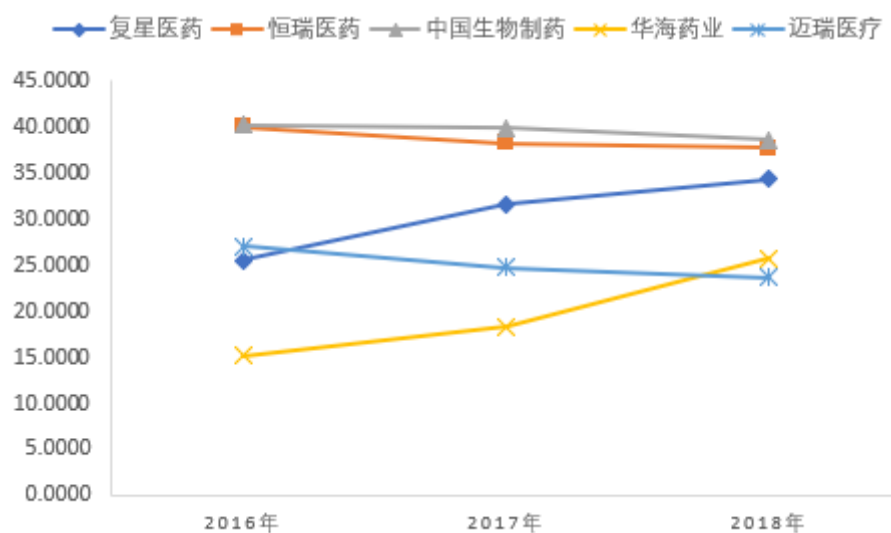
来源：并购优塾

2) **销售费用**——从历史销售费用率来看（2016 年-2018 年分别为 25.18%、31.1%、33.92%），整体呈上升趋势。主要由于，其加大对新品及次新品的市场推广所致。从 2019 年三季报数据来看，其销售费用率为 34.89%，较上年同期（32.86%）有小幅度的上涨。

对比同行业来看，其处于行业中等水平，2018 年，其销售费用率与恒瑞医药、中国生物制药相近。

销售能力方面，复星具有 5300 人的销售团队，其中还包括了超过 1000 人的海外营销队伍。同时，它的销售能力也获得了国内外巨头的认可，它和**直觉外科**、**吉利德**合作，分别取得了“达芬奇机器人”、CAR-T 疗法药品在中国的销售代理权。

因此，我们假设其销售费用率维持 2019 年三季度水平。

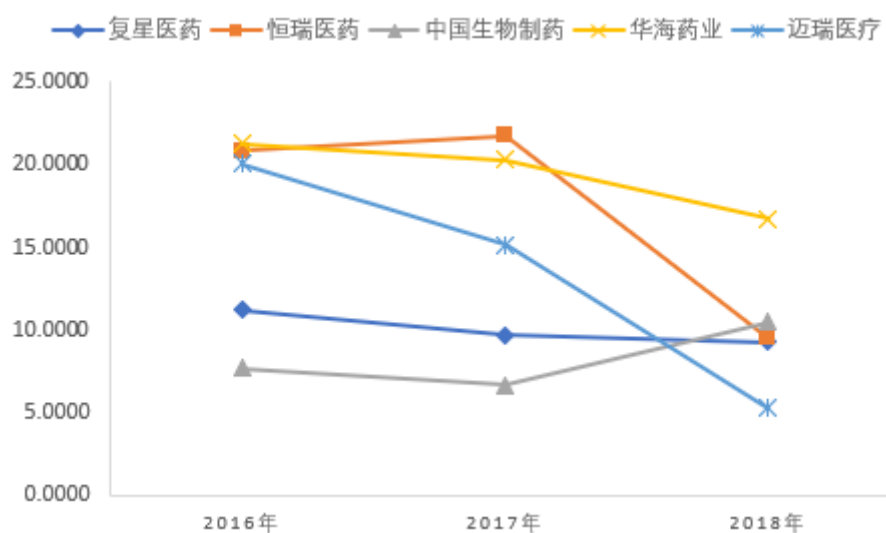


图：销售费用率（单位：%）

来源：并购优塾

3) 管理费用——从历史管理费用率来看（2016 年-2018 年分别为 9.49%、7.96%、7.07%），整体呈下降趋势。从 2019 年季报数据来看，其管理费用率为 14.56%，与上年同期（15.01%）较相近。对比同行业来看，其处于行业平均水平。

因此，我们假设其管理费用率维持 2018 年水平。



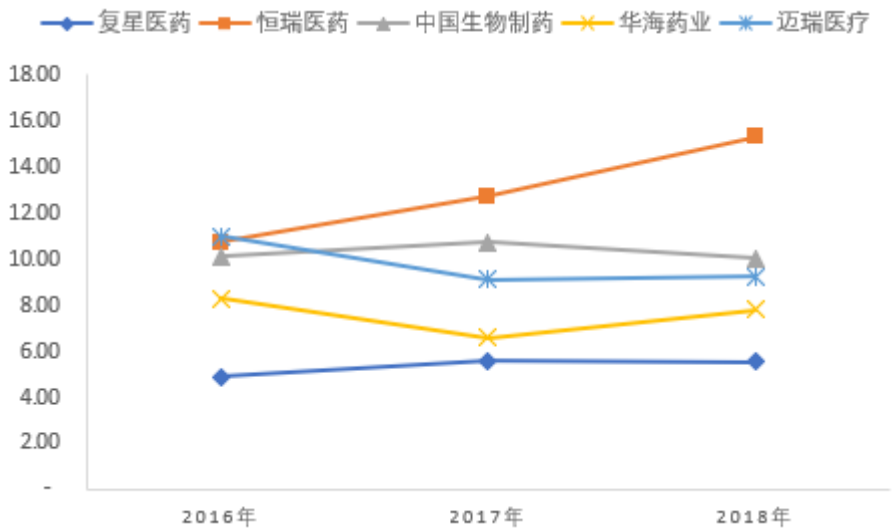
图：管理费用率（单位：%）

来源：并购优塾

4) 研发费用——从历史研发费用率来看（2016 年-2018 年分别为 4.86%、5.54%、5.55%），呈小幅度上升趋势。从 2019 年三季度数据来看，其研发费用率为 6.08%，与上年同期（6.14%）较接近。

对比同行业来看，其处于行业较低水平。一方面，由于其研发投入相对较少；另一方面，由于其资本化比例较高，2018 年达到 40%，高于其他同行公司。

考虑到其历史研发费用率比较稳定，因此，《并购优塾》假设其研发费用率维持 2018 年水平。



图：研发费用率（单位：%）

来源：并购优塾

单位：人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
主要假设															
主营业务收入/主营业务收入	根据历史几年毛利率水平上升状况，且2018年三季度毛利率水平上有所提升，因此，我们假设其毛利率水平维持2018年水平					38.43%	38.43%	38.43%	38.43%	38.43%	38.43%	38.43%	38.43%	38.43%	38.43%
税金及附加/主营业务收入	最近三年平均					0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
销售费用/主营业务收入	考虑到其近几年销售费用率持续提升，且2018年三季度销售费用率有所小幅下降，因此，我们假设其销售费用率维持2018年水平					18.97%	22.20%	25.86%	31.10%	33.92%	34.71%	34.71%	34.71%	34.71%	34.71%
管理费用/主营业务收入	考虑到其近几年管理费用率持续提升，且2018年三季度的销售费用率有所提升，因此我们假设其管理费用率维持2018年水平					8.33%	8.56%	9.49%	7.96%	7.07%	7.07%	7.07%	7.07%	7.07%	7.07%
研发费用/主营业务收入	考虑到其近几年研发投入持续稳定，因此，我们假设其研发投入率维持2018年水平					4.86%	5.54%	5.55%	5.55%	5.55%	5.55%	5.55%	5.55%	5.55%	5.55%
其他经营损益	根据历史几年水平					3.34	0.70	0.79	-0.80	-1.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非经营损益	根据历史几年水平					3.03	0.75	1.72	0.03	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税率	根据历史几年平均水平					12.81%	14.85%	9.80%	13.25%	13.45%	12.97%	12.97%	12.97%	12.97%	12.97%

图：成本费用预测

来源：并购优塾

到这里，关于复星医药的增速、投资收益、利润率三个重要的指标已经解决。接下来，我们来构建资产负债表。此处，涉及到影响企业自由现金流的两大关键假设——资本支出（Capex）、营运资本。

— 10 —



房屋，设备



复星医药的资本支出，主要由于购置房屋建筑物、设备等。2018 年投入的资本支出为 32.92 亿元，主要用于 GMP 更新改造、新建及扩建厂房、购置设备等。

从资产结构来看，2018 年其固定资产占总资产的比重为 10.04%，在建工程占比为 2.89%，无形资产占比为 10.14%，长期待摊费用占比为 0.13%，整体占比不高。

因此，《并购优塾》对资本支出做出合理假设：

1) 固定资产——由于其历史购入固定资产占收入的比重较低，因此，我们假设该比例维持近五年（剔除 2017 年因收购 Gland Pharma 导致固定资产较大增长）的平均水平。

2) 在建工程——考虑到其目前在建工程主要为厂房、办公楼等，未来可持续性不高。因此，我们假设，其新建在建工程占上一年固定资产净值的比重从目前水平逐渐下降至恒瑞医药的水平（7%）、在建工程转出占上一年在建工程的比重假设维持近五年平均水平。

3) 折旧——折旧分为已存固定资产+新增固定资产折旧，其中，我们假设已存固定资产折旧按照现存的折旧率 10%（按照折旧年限为 10 年，残值率为 5%）每年递减；新增固定资产按照直线法折旧，折旧年限为 10 年，残值率为 5%。

4) 无形资产——由于其历史购入无形资产占收入的比重较低，因此，我们假设该比例维持近五年（剔除 2017 年因收购 Gland Pharma 导致固定资产较大增长）的平均水平。

5) 无形资产摊销——取近五年平均水平。

6) 长期待摊费用——由于新增长期待摊费用较少，且稳定，因此我们假设新增长期待摊费用占收入的比重维持近四年平均水平；长期待摊费用摊销占期初长期待摊费用的比重维持近五年平均水平。

单位：亿元（特殊说明除外）		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
资本支出																
新增购入的固定资产/主营业务收入	由于2017年收购的Gland Pharma产能较大，导致新增固定资产增长较多，因此我们假设2014年至2018年（剔除2017年）历史长期待摊费用占收入比重主要对广告、办公、研发、临床可维持性不高，因此，我们假设其新增固定资产占上一年固定资产净值的比重从历史平均水平（17%）逐步下降至预测期的水平（17%）。	6%	2%	3%	11%	3%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
在建工程1：维持性资本支出/上一年固定资产净值		22%	9%	16%	23%	15%	17.00%	15.89%	14.78%	13.67%	12.56%	11.44%	10.33%	9.22%	8.11%	7.00%
在建工程2：新增在建工程																
在建工程转出/上一年在建工程	最近五年平均值	79%	46%	59%	50%	40%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
处置固定资产/期初固定资产	最近五年平均值	5%	4%	4%	6%	10%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
已计提固定资产折旧	在2018年固定资产折旧的基础上，每年按增长率折旧率递减	4.55	5.27	6.01	7.16	8.6	7.78	7.04	6.37	5.77	5.22	4.72	4.28	3.87	3.50	3.17
无形资产购置/主营业务收入	由于2017年收购的Gland Pharma产能较大，导致每年无形资产增长较多，因此我们假设2014年至2018年（剔除2017年）历史平均值	3.53%	3.62%	3.66%	26.15%	5.53%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
无形资产摊销/期初无形资产	最近五年平均值	3%	4%	4%	6%	6%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
新增长期待摊费用/主营业务收入	最近四年平均值	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用	最近五年平均值	19%	57%	46%	33%	73%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%

图：资本支出预测

来源：并购优塾

研究至此，资本支出、折旧摊销预测完毕，我们再来看自由现金流的另一大变量——本案的营运资本，以及在产业链上的话语权，到底是怎样的？



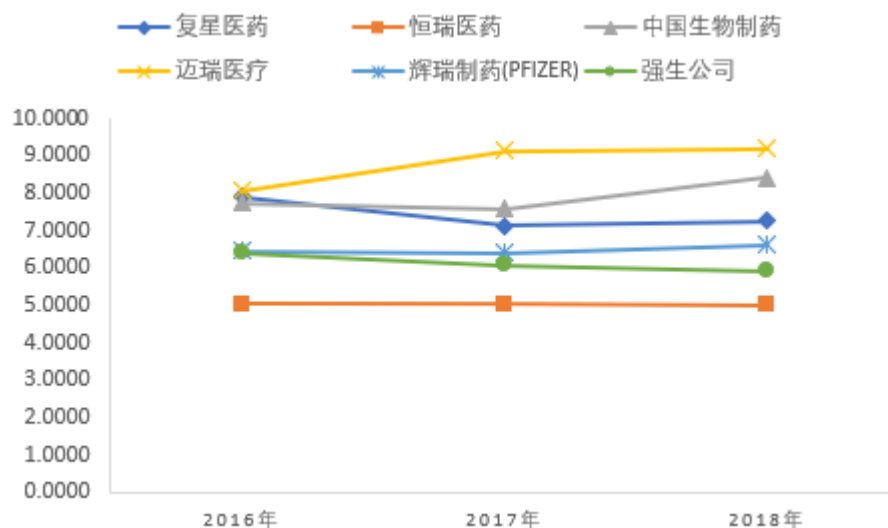
产业链，话语权



营运资本情况，我们分别来看：

1) 对下游话语权——主要看应收款项、预收账款。

从历史数据来看，其应收账款周转率较稳定。与同行业对比来看，其处于行业平均水平。因此，《并购优塾》假设，其应收款项占收入的比重，维持近五年平均水平。此外，由于预收款项占收入的比重不高，因此，我们假设其维持近五年平均水平。

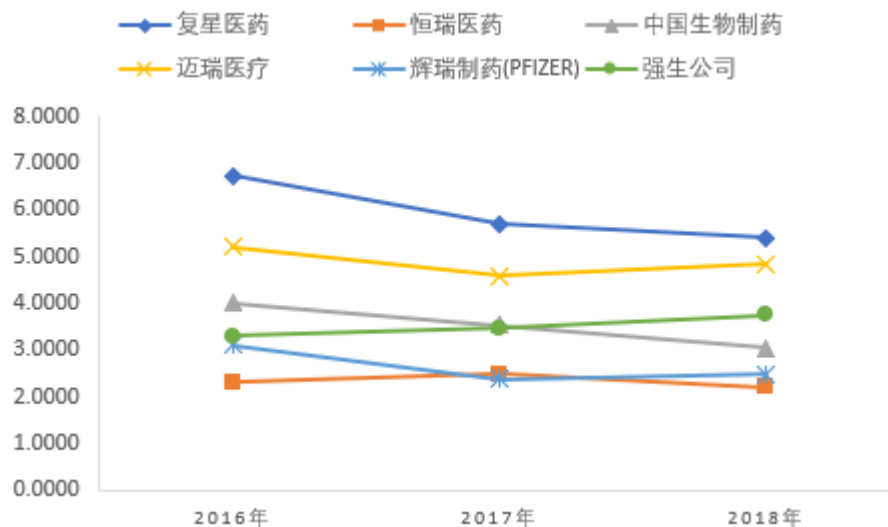


图：应收账款周转率（单位：次）

来源：并购优塾

2) 对上游话语权——主要看应付账款、预付账款

从历史数据来看，应付账款占成本的比重在 2017 年有加大幅度的提升，主要由于其 2017 年收购的印度注射剂药品生产制造企业 Gland Pharma 所致。对比同行业来看，其处于行业较高水平。



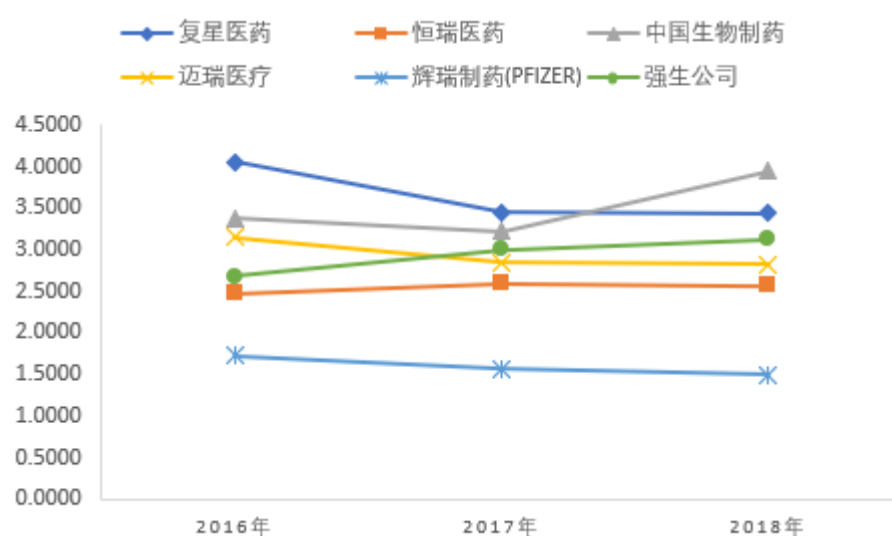
图：应付账款周转率（单位：次）

来源：并购优塾

因此，《并购优塾》假设，预测期应付账款占成本的比重维持近两年平均水平。此外，由于其预付款项占成本的比重不高，且较稳定，因此，我们假设预测期内该比重维持近五年平均水平。

看完了话语权，我们再来看它的营运效率到底如何——存货周转率。

从历史数据来看，受 2017 年并购影响，其存货占成本的比重有较大幅度的上升。对比同行业来看，其存货周转率处于行业较高水平，但整体差距不大。



图：存货周转率（单位：次）

来源：并购优塾

因此，我们假设预测期内，其存货占成本的比重维持近两年平均水平。

以上假设，浓缩为表格数字如下。研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行建模的表格 Excel 测算。

单位：亿元（特殊情况除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
基本假设															
应收账款/主营业务收入	16.44%	17.02%	16.34%	20.44%	17.41%	17.57%	17.57%	17.57%	17.57%	17.57%	17.57%	17.57%	17.57%	17.57%	17.57%
预付款项/主营业务收入	2.18%	2.78%	4.36%	3.93%	4.50%	3.63%	3.63%	3.63%	3.63%	3.63%	3.63%	3.63%	3.63%	3.63%	3.63%
存货/主营业务收入	25.34%	28.31%	26.90%	39.46%	34.14%	36.90%	36.90%	36.90%	36.90%	36.90%	36.90%	36.90%	36.90%	36.90%	36.90%
其他经营流动资产/主营业务收入	1.75%	2.35%	2.07%	2.73%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%
应付账款/主营业务收入	14.29%	17.99%	18.51%	25.48%	24.23%	24.96%	24.96%	24.96%	24.96%	24.96%	24.96%	24.96%	24.96%	24.96%	24.96%
预收款项/主营业务收入	2.22%	2.04%	2.64%	2.28%	2.13%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%
其他经营流动负债/营业收入	40.40%	39.44%	47.05%	54.96%	46.97%	46.97%	46.97%	46.97%	46.97%	46.97%	46.97%	46.97%	46.97%	46.97%	46.97%
归属母公司股东的分红/上一会计年度净利润	30.63%	30.10%	31.12%	31.17%	30.29%	30.66%	30.66%	30.66%	30.66%	30.66%	30.66%	30.66%	30.66%	30.66%	30.66%
归属少数股东的分红	无														

图：营运资本 来源：并购优塾

— 12 —



建模，如何操作？



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

- 1) 收入增速——从目前已上市的产品上来看，并无大单品。不过，近几年其核心子公司复宏汉霖的产品即将进入上市期，未来能够贡献较多的收入增速。
- 2) 收入驱动力——短期，主要看其现有产品的收入增长，以及复宏汉霖的新产品上市后放量情况；长期来看，由于其具有一定的并购预期，未来收入爆发式增长，仍需要依靠并购驱动。此外，尤其需要注意的是其在 Car-T，手术机器人领域的布局，属于典型的“全球资源，本地嫁接”，这样的产品嫁接能力，是其他医药公司很难具备的，未来相信类似模式的产品，会越来越多。
- 3) 回报分析——2016 年-2018 年，其 ROIC（剔除现金）分别为 13.06%、12.33%、8.93%。
- 4) 核心护城河——一是，在于其自身的研发能力；二是，在于其资本运作能力。
- 5) 风险因素——风险，也应该重点留意。一是，虽然其历史上通过股权收购的方式，为它贡献了较多的利润，但是由于收购带来的商誉也较高，其商誉占净资产的比重达到 26%，如果未来其收购的公司业绩不达标，将带来较多的商誉减值风险。二是，研发费用资本化，影响利润含金量。三是，投资收益确认背后的调节风险。

至此，根据以上所有的分析，我们进入本报告关键的部分——财务模型构建、财务报表配平、自由现金流预测、数据建模计算、以及 EXCEL 建模表格…………

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买专业版报告库，
以金山办公、九号智能、埃夫特为例，
估值建模部分，样图如下：

以金山办公为例，经配平后的资产负债表预测样图：

金山办公									
资产负债表 Balance Sheet									
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
本表假设									
非核心资产（流动）					10.48	10.48	10.48	10.48	10.48
非核心资产（非流动）					0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
其他长期经营性资产					0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
长期经营性负债					0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
货币资金	0.65	1.37	3.15	1.66	1.87	3.86	8.41	10.91	13.91
应收款项	0.68	1.36	1.55	1.76	2.27	2.84	3.42	4.07	4.81
预付款项	0.03	0.01	0.11	0.04	0.06	0.01	0.11	0.13	0.15
存货	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.02	0.03	0.03
其他经营性流动资产	1.00	0.49	0.21	0.15	0.21	0.28	0.34	0.41	0.48
非核心资产（流动）	1.83	2.05	3.86	8.49	10.48	10.48	10.48	10.48	10.48
流动资产合计	4.20	5.29	8.89	12.11	14.90	17.47	22.78	26.02	29.86

以九号智能为例，现金流量表预测样图：

九号智能						
现金流量表 Cash Flow Statement						
（单位为亿元人民币，特殊说明除外）	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E
经营活动现金流						
净利润				7.7	10.2	12.1
折旧				0.2	0.2	0.2
摊销				0.3	0.3	0.3
财务费用				1.2	0.9	0.6
（非经常性或非经营性损益）				0.0	0.0	0.0
经营性营运资金减少				-1.0	-1.4	-1.3
长期经营性负债增加				0.2	0.3	0.3
经营活动现金流				8.5	10.5	12.1

以埃夫特为例，利润表预测样图：

埃夫特							
利润表 Income Statement							
单位：亿元人民币（特殊说明除外）							
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
				1	2	3	4
本表假设							
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主营业成本/主营业务收入	82.74%	87.47%	85.54%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%
税金及附加/主营业务收入	0.79%	0.64%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%
销售费用/主营业务收入	5.36%	5.63%	4.57%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%
管理费用/主营业务收入	11.31%	11.89%	11.04%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
研发费用/主营业务收入	6.94%	6.52%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%
其他经营性损益	0.29	0.47	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
非经常性损益	-0.18	0.47	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
所得税率	-10.64%	0.00%	28.57%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	(0.01)	(0.09)	(0.03)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
主营业务收入	5.04	7.82	13.14	16.25	20.31	25.39	31.74
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总收入	5.04	7.82	13.14	16.25	20.31	25.39	31.74

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模**、**财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？
- 4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_dsj

— 13 —

除了这个案例，
你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将近5年来关于研究体系的思考历程，近3年来的数百家公司研究案例，以及精选的数百篇优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对上述机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。