

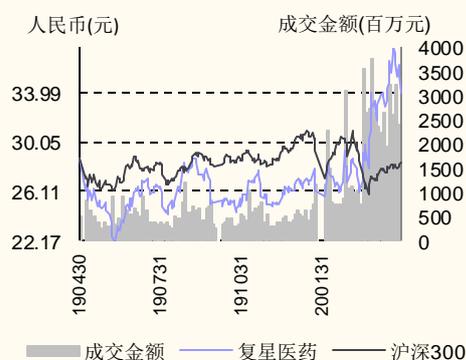
复星医药 (600196.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 34.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	25.63
已上市流通 A 股(亿股)	20.11
流通港股(亿股)	5.52
总市值(亿元)	871.39
年内股价最高最低(元)	37.58/31.66
沪深 300 指数	3867
上证指数	2822



短期受疫情影响，期待新药放量驱动业绩拐点

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.057	1.296	1.314	1.581	1.904
每股净资产(元)	10.92	12.44	13.76	15.34	17.24
每股经营性现金流(元)	1.11	1.12	1.11	1.57	1.98
市盈率(倍)	32.18	26.23	25.87	21.51	17.86
净利润增长率(%)	-13.33%	22.66%	1.42%	20.25%	20.47%
净资产收益率(%)	9.68%	10.42%	9.55%	10.31%	11.04%
总股本(百万股)	2,563.06	2,562.90	2,562.90	2,562.90	2,562.90

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 近期，公司发布 2019 年报及 20Q1 季报，年报收入 285.9 亿元，同比增 14.7%，归母净利 33.2 亿元，同比增 22.7；20Q1 收入 58.8 亿元，同比降 12.6%；归母净利 5.8 亿元，同比降 19%。年报业绩符合预期，Q1 受疫情影响，预计疫情后逐步恢复，期待今年创新药放量驱动业绩。

经营分析

■ 年报业绩符合预期，Q1 受疫情影响，期待今年创新药放量驱动业绩：公司 2019 年制剂板块、器械板块、医疗服务板块分别收入约 217.7 亿元、37.4 亿元、30.4 亿元，分别同比增 16.5%、2.7%、18.6%；医疗器械同口径增速约 28.5%，内生增长强劲，符合预期。其次，公司 Q4 归母大幅提升预计与年出售 HHH 资产确认投资收益有关。20Q1 受疫情影响，公司医疗服务预计受负面影响较重，其次为医疗器械板块及制剂板块，预计疫情后逐步恢复，期待今年创新药陆续获批上市，并快速放量驱动业绩拐点。

■ 工业板块 Gland 及万邦表现较好，器械及医疗服务稳定，Q1 医疗服务受挫较重：整个工业板块年报表现稳健，其中 Gland 及万邦子公司表现亮眼，预计 Gland 年报净利润同比增 52.2%，江苏万邦年报净利润同比增 44.8%，预计非布司他片、匹伐他汀钙片、依诺肝素注射液增速较高。器械板块年报表现稳定，达芬奇机器人装机量 60 台，中国大陆及香港手术量超 4 万例；另外 Sisram 同比收入增 12.73%，稳健增长。医疗服务板块年报表现较好，门急诊人次、出院人次、手术例数均稳健增长，20Q1 受疫情影响严重，预计 Q2 开始逐步恢复，全年医疗服务板块有望正增长。

■ 研发投入加大，创新进展顺利，新品种驱动业绩拐点：公司 2019 年研发投入约 34.6 亿元，占收入比例约 12.12%，资本化比例约 41.05%，研发费用约 20.41 亿元；20Q1 研发费用约 4.9 亿元，占收入比例约 8.4%。目前公司新药研发领域主要平台为复宏汉霖、复创等研发平台，生物类似物申报进展顺利。潜在在研品种，例如曲妥珠单抗类似物（有望 Q2 获批）、PD-1（三期临床）及其联合用药方案（一期临床）、抗 VEGF 生物类似物（三期临床）、CAR-T 产品（今年 3 月报生产）等，临床进展顺利，推进速度较快。

盈利预测及投资建议

■ 我们给予 2020-2022 年 EPS 分别为 1.31/1.58/1.90 元，对应 PE 估值分别 25.9/21.5/17.9 倍。（受新冠疫情影响，2020 年 EPS 下调约 6.4%）

风险提示

■ 辅助用药目录、医保调出品种目录、带量采购等影响对业绩的风险；研发不达预期的风险；创新药上市销售不及预期的风险；财务费用下降不确定。

相关报告

- 1.《中国首个 CAR-T 报产，复星凯特拔得头筹-复星医药事件点评》，2020.2.25
- 2.《业绩符合预期，扣非 Q3 单季增速较好-复星医药 2019Q3 点评》，2019.10.30
- 3.《费用上升研发多投，新药开始收获，期待拐点-复星医药 2019 中...》，2019.9.28

王麟

分析师 SAC 执业编号：S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

图表 1：复星医药国外临床进度整理（截止 2020.4）

类型	产品名称	适应症	临床前研究	临床申请	获批临床	开展临床	II期临床	III期临床	上市申请	获批上市	备注
小分子化学药	丁二酸复瑞替尼胶囊	非小细胞肺癌									美国
	FN-1501	白血病									美国、澳大利亚
	FCN-437	实体瘤									美国
	ORIN1001	晚期实体瘤、复发难治和转移性乳腺癌									美国；已获得美国 FDA Fast Track Development Program（即快速通道审评）认定；截至报告期末，乳腺癌适应症已于乌克兰、波兰、菲律宾开展临床 III 期试验；
生物类似药	注射用曲妥珠单抗	转移性乳腺癌、转移性胃癌									截至报告期末，乳腺癌适应症已于乌克兰、波兰、菲律宾开展临床 III 期试验；此外，截至报告期末已获美国 FDA 临床试验批准。
生物创新药	重组抗 VEGFR2 全人单克隆抗体注射液										截至报告期末已获国家药监局、美国 FDA 临床试验批准。
	重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体注射液										此外，截至报告期末已获美国 FDA 临床试验批准。
	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液										澳大利亚

来源：公司公告，ClinicalTrials，国金证券研究所

图表 2：复星医药国内临床进度整理（截止 2020.4）

类型	产品名称	适应症	临床前研究	临床申请	获批临床	开展临床	II期临床	III期临床	上市申请	获批上市	备注	
小分子化学药	丁二酸复瑞替尼胶囊	非小细胞肺癌										
	FCN-411	非小细胞肺癌										
	FN-1501	白血病										
	FCN-437	实体瘤										
	万格列净片											
	FCN-159	黑色素瘤										
	ORIN1001	晚期实体瘤、复发难治和转移性乳腺癌									已获得美国 FDA Fast Track Development Program（即快速通道审评）认定；截至 2020 年 1 月在中国境内尚未试验批准	
	注射用多西他赛聚合物胶束											
生物类似药	利妥昔单抗注射液	非霍奇金淋巴瘤									2019 年 2 月 22 日，国家药监局批准利妥昔单抗注射液（义利康）的上市注册申请	
	注射用曲妥珠单抗	转移性乳腺癌、转移性胃癌										
	阿达木单抗注射液	斑状状银屑病、类风湿性关节炎										
	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	结直肠癌										
	重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体注射液											
	重组抗 HER2 结构域 II 人源化单克隆抗体注射液	乳腺癌										
	重组抗 VEGFR2 结构域 III 全人单克隆抗体注射液	实体瘤										
生物创新药	重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液	类风湿性关节炎									用于类风湿性关节炎适应症于中国境内处于 III 期临床试验中	
	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液											
	重组抗 VEGFR2 全人单克隆抗体注射液										于中国台湾地区开展 I 期临床试验中；此外，截至报告期末已获国家药监局、美国 FDA 临床试验批准。	
	重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体注射液										于中国大陸、台湾地区分别开展 Ib/II 期、Ia 期临床试验中；	
	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液	用于经标准治疗失败的、不可切除或转移性高度侵袭性不稳定型或错配修复缺陷型实体瘤									台湾	
		慢性乙型肝炎										台湾
	重组抗 PD-1 L1 全人单克隆抗体注射液	实体瘤										
	HLX22 单抗注射液											
		注射用 HLX55 单抗	转移性或复发性实体瘤									
		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的治疗方案	用于转移性非鳞状非小细胞肺癌									
联合治疗		用于晚期肝癌										
		重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液联合重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体注射液的治疗方案	复发或转移性头颈部鳞状细胞癌									
		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									
		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									
		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									
		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									
		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									
化学药品	PA-824	用于无法耐受治疗/疗效不佳的广泛耐药结核病（XDR-TB）或耐多药结核病										
	阿伐曲泊帕片	肿瘤化疗引起的血小板减少症										
		择期行诊断性操作或手术的成年慢性肝病患者相关的心血管减少症										
		免疫性血小板减少症										
		便秘性肠易激综合征										
	Tenapanor 片	终末期肾病透析患者高磷血症										
	Bremelanotide 注射液	机能减退女性性欲障碍										
	Opicapone 胶囊	帕金森综合征										
枸橼酸铁铵注射液	透析患者铁替代药											
Fortacin 喷雾	早泄											
治疗用生物制品 1 类	RT002	成人中重度自闭症										
		成人孤立性肌张力障碍										

来源：公司公告，ClinicalTrials，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	18,534	24,918	28,585	31,814	37,238	42,972	货币资金	7,249	8,547	9,533	10,080	11,593	13,251
增长率		34.4%	14.7%	11.3%	17.0%	15.4%	应收账款	4,249	4,784	5,458	5,731	6,633	7,586
主营业务成本	-7,609	-10,365	-11,543	-12,567	-14,448	-16,329	存货	2,751	3,287	3,941	4,431	5,095	5,758
%销售收入	41.1%	41.6%	40.4%	39.5%	38.8%	38.0%	其他流动资产	808	1,384	1,472	1,735	1,829	1,923
毛利	10,925	14,553	17,042	19,247	22,790	26,643	流动资产	15,056	18,002	20,403	21,978	25,150	28,518
%销售收入	58.9%	58.4%	59.6%	60.5%	61.2%	62.0%	%总资产	24.3%	25.5%	26.8%	28.0%	30.7%	33.5%
营业税金及附加	-223	-256	-260	-286	-186	-215	长期投资	21,124	24,060	23,021	23,021	23,021	23,021
%销售收入	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	0.5%	0.5%	固定资产	8,316	9,123	10,560	11,035	11,159	11,142
销售费用	-5,791	-8,488	-9,847	-10,817	-12,549	-14,396	%总资产	13.4%	12.9%	13.9%	14.0%	13.6%	13.1%
%销售收入	31.2%	34.1%	34.4%	34.0%	33.7%	33.5%	无形资产	16,691	18,141	20,141	20,320	20,293	20,265
管理费用	-2,749	-2,239	-2,591	-2,863	-3,165	-3,438	非流动资产	46,829	52,550	55,716	56,601	56,698	56,653
%销售收入	14.8%	9.0%	9.1%	9.0%	8.5%	8.0%	%总资产	75.7%	74.5%	73.2%	72.0%	69.3%	66.5%
研发费用	0	-1,480	-2,041	-2,386	-2,793	-3,352	资产总计	61,886	70,551	76,120	78,578	81,847	85,171
%销售收入	0.0%	5.9%	7.1%	7.5%	7.5%	7.8%	短期借款	10,478	10,537	8,921	9,258	6,605	2,995
息税前利润 (EBIT)	2,162	2,091	2,303	2,895	4,096	5,243	应付款项	5,006	5,571	6,304	6,670	7,674	8,710
%销售收入	11.7%	8.4%	8.1%	9.1%	11.0%	12.2%	其他流动负债	1,116	1,816	2,210	2,653	3,006	3,403
财务费用	-555	-724	-865	-706	-609	-419	流动负债	16,600	17,923	17,434	18,581	17,285	15,109
%销售收入	3.0%	2.9%	3.0%	2.2%	1.6%	1.0%	长期贷款	5,580	8,631	7,293	5,493	5,493	5,493
资产减值损失	-62	-97	-390	-45	-7	-7	其他长期负债	10,050	10,405	12,189	11,503	11,503	11,503
公允价值变动收益	44	204	-353	0	0	0	负债	32,230	36,959	36,915	35,578	34,281	32,105
投资收益	2,307	1,815	3,565	2,400	2,000	1,800	普通股股东权益	25,327	27,978	31,888	35,257	39,308	44,188
%税前利润	56.8%	50.7%	78.8%	52.5%	36.4%	27.2%	其中：股本	2,495	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
营业利润	4,075	3,536	4,494	4,544	5,481	6,616	未分配利润	11,112	12,772	15,126	18,494	22,545	27,426
营业利润率	22.0%	14.2%	15.7%	14.3%	14.7%	15.4%	少数股东权益	4,415	5,615	7,316	7,744	8,259	8,878
营业外收支	-13	44	32	30	20	10	负债股东权益合计	61,971	70,551	76,120	78,578	81,847	85,171
税前利润	4,062	3,580	4,526	4,574	5,501	6,626							
利润率	21.9%	14.4%	15.8%	14.4%	14.8%	15.4%							
所得税	-476	-560	-782	-778	-935	-1,126							
所得税率	11.7%	15.6%	17.3%	17.0%	17.0%	17.0%							
净利润	3,585	3,020	3,744	3,797	4,566	5,500							
少数股东损益	461	312	422	428	515	620							
归属于母公司的净利润	3,124	2,708	3,322	3,369	4,051	4,880							
净利率	16.9%	10.9%	11.6%	10.6%	10.9%	11.4%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,585	3,020	3,744	3,797	4,566	5,500	每股指标						
少数股东损益	461	312	422	428	515	620	每股收益	1.252	1.057	1.296	1.314	1.581	1.904
非现金支出	1,008	1,444	1,771	941	960	1,001	每股净资产	10.151	10.916	12.442	13.757	15.337	17.241
非经营收益	-1,884	-1,226	-2,153	-1,626	-1,187	-1,133	每股经营现金净流	1.030	1.112	1.122	1.112	1.572	1.984
营运资金变动	-139	-387	-485	-262	-310	-283	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	2,570	2,851	2,876	2,850	4,029	5,085	回报率						
资本开支	-2,070	-3,146	-3,928	-1,699	-1,030	-940	净资产收益率	12.34%	9.68%	10.42%	9.55%	10.31%	11.04%
投资	-9,333	-2,053	3,011	0	0	0	总资产收益率	5.04%	3.84%	4.36%	4.29%	4.95%	5.73%
其他	899	-46	745	2,400	2,000	1,800	投入资本收益率	3.60%	2.95%	2.99%	3.64%	5.01%	6.24%
投资活动现金净流	-10,504	-5,245	-172	701	970	860	增长率						
股权募资	3,018	4,851	3,190	0	0	0	主营业务收入增长率	26.69%	34.45%	14.72%	11.30%	17.05%	15.40%
债权募资	8,929	2,391	-2,441	-2,095	-2,653	-3,610	EBIT增长率	24.10%	-3.30%	10.16%	25.71%	41.49%	27.99%
其他	-2,210	-4,122	-2,691	-909	-833	-677	净利润增长率	11.36%	-13.33%	22.66%	1.42%	20.25%	20.47%
筹资活动现金净流	9,736	3,119	-1,941	-3,004	-3,486	-4,287	总资产增长率	41.59%	13.85%	7.89%	3.23%	4.16%	4.06%
现金净流量	1,802	725	763	547	1,513	1,658	资产管理能力						
							应收账款周转天数	51.3	50.3	51.0	52.0	52.0	52.0
							存货周转天数	106.0	106.3	114.3	130.0	130.0	130.0
							应付账款周转天数	64.2	67.5	68.6	70.0	70.0	70.0
							固定资产周转天数	129.1	103.8	94.6	87.0	72.6	61.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	43.12%	41.81%	29.35%	22.09%	11.21%	0.12%
							EBIT利息保障倍数	3.9	2.9	2.7	4.1	6.7	12.5
							资产负债率	52.01%	52.39%	48.50%	45.28%	41.88%	37.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	9
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.36

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-05-25	买入	44.16	N/A
2	2018-06-08	买入	44.43	57.00~66.00
3	2018-06-12	买入	42.89	N/A
4	2018-08-29	买入	32.69	N/A
5	2018-10-30	买入	25.62	N/A
6	2019-08-28	买入	28.25	N/A
7	2019-10-30	买入	25.57	N/A
8	2020-02-25	买入	26.79	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH