

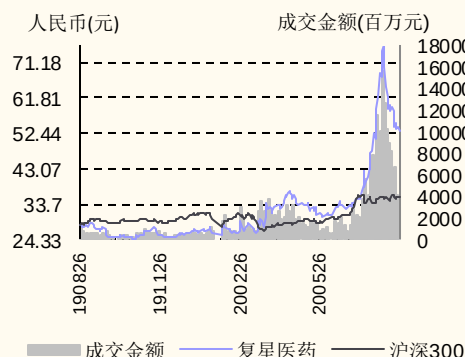
复星医药 (600196.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 52.98 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)	1,357.82
年内股价最高最低(元)	75.60/50.92
沪深 300 指数	4762
上证指数	3374



相关报告

- 1.《短期受疫情影响，期待新药放量驱动业绩拐点-复星医药 2019+...》，2020.4.30
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《费用上升研发多投，新药开始收获，期待拐点-复星医药 2019 中...》，2019.8.28

疫情影响逐步恢复，新药获批+放量值得期待

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	1.372	1.627	1.947
每股净资产(元)	10.92	12.44	13.81	15.44	17.39
每股经营性现金流(元)	1.11	1.12	1.17	1.63	2.02
市盈率(倍)	50.15	40.88	38.62	32.57	27.21
净利润增长率(%)	-13.33%	22.66%	5.84%	18.58%	19.68%
净资产收益率(%)	9.68%	10.42%	9.93%	10.53%	11.20%
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

- 8月25日，公司发布2020中报，收入140.3亿元，同比降1%，归母净利润17.14亿元，同比增13.1%；扣非归母净利润约13.04亿元，同比增11.7%。中报业绩符合预期，药品受疫情负面影响逐步恢复，检测+呼吸机等器械版块业务受益于疫情，创新药获批及销售放量逐步兑现，未来可期。

经营分析

- 业绩符合预期，药品受疫情影响逐步恢复，创新药业务兑现：2020H1 制剂、器械、医疗服务版块分别收入约 100.1 亿元、26.4 亿元、13.6 亿元，分别同比增-8%、47%、-7%；疫情影响逐步恢复，药品及医疗服务版块逐季改善，器械版块受益于疫情。另，2020H1 药品版块核心品种非布司他、匹伐他汀、草酸艾司西酞普兰分别增速约 62%、110%、245%，加速推动业绩恢复。其次，公司创新药获批及销售符合预期，扩产后，利妥昔单抗类似物汉利康 H1 收入 2.24 亿元，6 月单月收入破亿元，预计全年销售可达 5-10 亿元；另外汉优曲获批上市，预计 H2 贡献业绩，峰值预计超 10 亿元。
- 医疗器械版块受益于疫情快速放量，医疗服务疫情后有望恢复：器械板块中报表现抢眼，达芬奇机器人装机量及手术量快速恢复，上半年装机 30 台，手术量 1.85 万例，同比已为正；另，H1 新冠检测试剂盒及相关产品收入约 5 亿元，负压救护车及呼吸机均快速放量；复锐科技 (Sisram) 受疫情影响，同比略有下降，积极拓展新兴市场，疫情后恢复可期。医疗服务板块 20Q1 受疫情影响严重，Q2 逐步恢复，预计门急诊人次、出院人次、手术例数均稳健增长，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，新冠疫苗进展顺利值得期待：公司 H1 年研发投入约 16.7 亿元，同比增约 25%，研发费用约 12.04 亿元，同比增速超 40%，占收入比例约 8.6%。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 PD-1 (3 期临床) 及其联合用药方案 (3 期临床)、抗 VEGF 生物类似物 (3 期临床)、CAR-T 产品 (今年 3 月报生产) 等。另，与 BioNTech 合作新冠 mRNA 疫苗 7 月份进入临床 I 期，进展顺利，未来临床结果值得期待。

盈利预测及投资建议

- 我们给予 2020-2022 年 EPS 分别为 1.37/1.63/1.95 元，对应 PE 估值分别 38.6/32.6/27.2 倍。

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。

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 2020.8）

类型	产品名称	适应症	临床前研究	临床申请	获批临床	I期临床	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）认证，并于 2020 年 1 月获中国境内临床试验批准。 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；2018 年 6 月，新西兰获批 Accord Healthcare Limited 在境内（新西兰地区）临床试验，该截至报告期末已获国家药监局、美国 FDA 临床试验批准。
生物类似药	注射用曲妥珠单抗	转移性乳腺癌、转移性胃癌									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										
	重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体注射液										
	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液										
	重组抗 PD-L1 全人单克隆抗体注射液	实体瘤									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 2020.8）

类型	产品名称	适应症	临床前研究	临床申请	获批临床	I期临床	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）认证，并于 2020 年 1 月获中国境内临床试验批准。
生物类似药	注射用多西他赛注射液										
	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（仪利康）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	类风湿性关节炎、银屑病、克罗恩病、溃疡性结肠炎									
	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									
生物创新药	重组抗 VEGFR2 结构域 II-III 全人单克隆抗体注射液	实体瘤									
	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										于中国大陆、台湾地区分别开展 Ib/II 期、IIa 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、不可切除或转移的实体瘤									台湾
	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液	慢性乙型肝炎									台湾
	重组抗 PD-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	转移性乳腺癌及实体瘤									
联合治疗	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									
	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联合化疗（卡铂+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（卡铂-白蛋白紫杉醇）	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）	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）	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）	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									
	阿伐曲泊帕片	择期行诊断性操作或者手术的成年慢性肝免疫性血小板减少症									
	Tenapanor 片	便秘性肠易激综合征									
	Bremelanotide 注射液	绝经后女性性高潮障碍									
	Opicapone 胶囊	帕金森综合征									
	枸橼酸铁磷酸铁溶液	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									

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)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	18,534	24,918	28,585	32,214	37,238	42,972
增长率		34.4%	14.7%	12.7%	15.6%	15.4%
主营业务成本	-7,609	-10,365	-11,543	-12,725	-14,448	-16,329
%销售收入	41.1%	41.6%	40.4%	39.5%	38.8%	38.0%
毛利	10,925	14,553	17,042	19,489	22,790	26,643
%销售收入	58.9%	58.4%	59.6%	60.5%	61.2%	62.0%
营业税金及附加	-223	-256	-260	-290	-186	-215
%销售收入	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	0.5%	0.5%
销售费用	-5,791	-8,488	-9,847	-10,953	-12,475	-14,267
%销售收入	31.2%	34.1%	34.4%	34.0%	33.5%	33.2%
管理费用	-2,749	-2,239	-2,591	-2,738	-3,091	-3,438
%销售收入	14.8%	9.0%	9.1%	8.5%	8.3%	8.0%
研发费用	0	-1,480	-2,041	-2,416	-2,793	-3,352
%销售收入	0.0%	5.9%	7.1%	7.5%	7.5%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	2,162	2,091	2,303	3,093	4,245	5,372
%销售收入	11.7%	8.4%	8.1%	9.6%	11.4%	12.5%
财务费用	-555	-724	-865	-704	-598	-400
%销售收入	3.0%	2.9%	3.0%	2.2%	1.6%	0.9%
资产减值损失	-62	-97	-390	-45	-6	-7
公允价值变动收益	44	204	-353	0	0	0
投资收益	2,307	1,815	3,565	2,400	2,000	1,800
%税前利润	56.8%	50.7%	78.8%	50.3%	35.3%	26.6%
营业利润	4,075	3,536	4,494	4,744	5,641	6,765
营业利润率	22.0%	14.2%	15.7%	14.7%	15.1%	15.7%
营业外收支	-13	44	32	30	20	10
税前利润	4,062	3,580	4,526	4,774	5,661	6,775
利润率	21.9%	14.4%	15.8%	14.8%	15.2%	15.8%
所得税	-476	-560	-782	-812	-962	-1,152
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	3,962	4,698	5,623
少数股东损益	461	312	422	447	530	634
归属于母公司的净利润	3,124	2,708	3,322	3,516	4,169	4,989
净利率	16.9%	10.9%	11.6%	10.9%	11.2%	11.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,585	3,020	3,744	3,962	4,698	5,623
少数股东损益	461	312	422	447	530	634
非现金支出	1,008	1,444	1,771	941	959	1,001
非经营收益	-1,884	-1,226	-2,153	-1,627	-1,197	-1,154
营运资金变动	-139	-387	-485	-286	-283	-282
经营活动现金净流	2,570	2,851	2,876	2,990	4,178	5,189
资本开支	-2,070	-3,146	-3,928	-1,699	-1,030	-940
投资	-9,333	-2,053	3,011	0	0	0
其他	899	-46	745	2,400	2,000	1,800
投资活动现金净流	-10,504	-5,245	-172	701	970	860
股权募资	3,018	4,851	3,190	0	0	0
债权募资	8,929	2,391	-2,441	-2,154	-2,937	-3,728
其他	-2,210	-4,122	-2,691	-908	-823	-656
筹资活动现金净流	9,736	3,119	-1,941	-3,061	-3,760	-4,384
现金净流量	1,802	725	763	630	1,388	1,665

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	7,249	8,547	9,533	10,163	11,551	13,215
应收账款	4,249	4,784	5,458	5,798	6,633	7,586
存货	2,751	3,287	3,941	4,487	5,095	5,758
其他流动资产	808	1,384	1,472	1,743	1,829	1,923
流动资产	15,056	18,002	20,403	22,190	25,107	28,482
%总资产	24.3%	25.5%	26.8%	28.2%	30.7%	33.5%
长期投资	21,124	24,060	23,021	23,021	23,021	23,021
固定资产	8,316	9,123	10,560	11,035	11,159	11,142
%总资产	13.4%	12.9%	13.9%	14.0%	13.6%	13.1%
无形资产	16,691	18,141	20,141	20,320	20,293	20,265
非流动资产	46,829	52,550	55,716	56,601	56,698	56,653
%总资产	75.7%	74.5%	73.2%	71.8%	69.3%	66.5%
资产总计	61,886	70,551	76,120	78,791	81,805	85,135
短期借款	10,478	10,537	8,921	9,199	6,262	2,534
应付款项	5,006	5,571	6,304	6,731	7,653	8,692
其他流动负债	1,116	1,816	2,210	2,699	3,029	3,425
流动负债	16,600	17,923	17,434	18,629	16,944	14,651
长期贷款	5,580	8,631	7,293	5,493	5,493	5,493
其他长期负债	10,050	10,405	12,189	11,503	11,503	11,503
负债	32,230	36,959	36,915	35,625	33,940	31,647
普通股股东权益	25,327	27,978	31,888	35,404	39,572	44,562
其中：股本	2,495	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
未分配利润	11,112	12,772	15,126	18,641	22,810	27,799
少数股东权益	4,415	5,615	7,316	7,763	8,292	8,926
负债股东权益合计	61,971	70,551	76,120	78,791	81,805	85,135

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.252	1.057	1.296	1.372	1.627	1.947
每股净资产	10.151	10.916	12.442	13.814	15.440	17.387
每股经营现金净流	1.030	1.112	1.122	1.167	1.630	2.025
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.34%	9.68%	10.42%	9.93%	10.53%	11.20%
总资产收益率	5.04%	3.84%	4.36%	4.46%	5.10%	5.86%
投入资本收益率	3.60%	2.95%	2.99%	3.88%	5.19%	6.39%
增长率						
主营业务收入增长率	26.69%	34.45%	14.72%	12.69%	15.60%	15.40%
EBIT增长率	24.10%	-3.30%	10.16%	34.29%	37.27%	26.53%
净利润增长率	11.36%	-13.33%	22.66%	5.84%	18.58%	19.68%
总资产增长率	41.59%	13.85%	7.89%	3.51%	3.82%	4.07%
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	85.9	72.6	61.1
偿债能力						
净负债/股东权益	43.12%	41.81%	29.35%	21.68%	10.51%	-0.67%
EBIT利息保障倍数	3.9	2.9	2.7	4.4	7.1	13.4
资产负债率	52.01%	52.39%	48.50%	45.21%	41.49%	37.17%

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-08-29	买入	32.69	N/A
2	2018-10-30	买入	25.62	N/A
3	2019-08-28	买入	28.25	N/A
4	2019-10-30	买入	25.57	N/A
5	2020-02-25	买入	26.79	N/A
6	2020-04-30	买入	34.00	N/A

来源：国金证券研究所

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


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，不作为或被视为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