

疫情影响下，医疗生态彰显平衡风险能力 买入（维持）

2020年8月25日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	28,585	33,432	40,842	50,037
同比（%）	14.7%	17.0%	22.2%	22.5%
归母净利润（百万元）	3,322	3,867	4,933	6,378
同比（%）	24.0%	16.3%	27.4%	29.4%
每股收益（元/股）	1.30	1.51	1.92	2.49
P/E（倍）	40.88	35.12	27.53	21.29

投资要点

■ **公司公布 2020 年半年报：**集团实现收入 140.28 亿元，同比下降 1.02%；实现归母净利润 17.15 亿元，同比增长 13.10%；实现扣非归母净利润 13.04 亿元，同比增长 11.71%；实现经营性现金流净额 14.61 亿元，同比增长 0.77%。营业收入构成中，药品制造与研发业务、医疗器械与医学诊断业务、医疗服务业务分别实现营业收入 100.12 亿元、26.41 亿元、13.60 亿元，同比分别下降 8.11%、增长 46.96%、下降 6.83%。

■ **药品制造与研发业务和医疗服务业务受疫情影响逐步减小，核心产品驱动集团确定性成长。**一季度疫情因素对集团医疗服务、药品制造与研发板块注射剂业务等造成一定程度的影响，随着有序复工复产，20Q2 各项生产经营已恢复，20Q2 实现营业收入 81.48 亿元，较一季度环比增长 38.55%，较 2019 年二季度同比增长 9.47%。集团核心产品非布司他片（优立通®）、匹伐他汀片（邦之®）、草酸艾司西酞普兰（启程®）等收入保持高速增长，销量同比增长分别为 61.9%、109.6%和 244.5%，人用狂犬疫苗销量大幅提升；利妥昔单抗注射液（汉利康®）新增生产规模（2,000L）获批后销量快速提升，上半年实现收入 2.24 亿元，6 月当月收入突破亿元。受益于法规市场的需求，控股子公司 Gland Pharma 保持快速增长。

■ **疫情影响下，医疗器械与诊断业务因临床需要业绩实现高增长。**20H1 集团医疗器械与诊断业务实现高速增长，销售收入及净利润同比增长主要来自于新型冠状病毒核酸检测试剂盒、负压救护车及呼吸机等抗疫产品的贡献以及地中海贫血基因检测试剂盒的增长，其中 20H1 新冠检测试剂盒及相关产品贡献收入 5 亿余元。合资公司直观复星的“达芬奇手术机器人”装机量和手术量自二季度以来快速恢复，2020 年上半年装机量 30 台、于中国大陆及香港的手术量约 1.85 万例，同比已略有增长。

■ **研发投入持续加大，创新研发和国际化进程进一步加快。**集团 20H1 研发投入共计 16.89 亿元，同比增长 25.02%，其中研发费用为 12.04 亿元，同比增长 41.81%。集团共计 11 个产品在第三批药品集中带量采购招标中中标；控股子公司复星医药产业获 BioNTech 许可的用于预防新型冠状病毒肺炎的 mRNA 疫苗（BNT162b1）获 NMPA 批准于中国境内开展临床试验，并已于 2020 年 7 月启动 I 期临床试验；复宏汉霖研发的注射用曲妥珠单抗（Zercepac®，汉曲优®）已于欧盟及中国境内获批上市。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 20-22 年的收入分别为 334 亿、408 亿、500 亿元，增速分别为 17%、22%、23%，预计公司 20-22 年的净利润分别为 39 亿、49 亿、64 亿元，增速分别为 16%、27%、29%。预计公司 20-22 年的 EPS 分别为 1.51 元、1.92 元、2.49 元，当前股价对应估值分别为 35.12X、27.53X、21.29X。

■ **风险提示：**药品审评审批进度低于预期；研发管线进度低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.98
一年最低/最高价	24.50/75.60
市净率(倍)	4.258
流通 A 股市值(百万元)	106540.56

基础数据

每股净资产(元)	12.89
资本负债率(%)	50.29
总股本(百万股)	2562.90
流通 A 股(百万股)	2010.96

相关研究

1、《复星医药 (600196.SH)：医疗生态闭环的打造者》2020-08-04

复星医药三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	20,403	20,398	24,205	29,754	营业收入	28,585	33,432	40,842	50,037
现金	9,533	7,404	8,897	10,939	减:营业成本	11,543	13,169	15,967	19,447
应收账款	4,608	6,069	6,905	8,969	营业税金及附加	260	349	427	504
存货	3,941	4,368	5,770	6,657	营业费用	9,847	11,701	13,886	16,512
其他流动资产	2,322	2,557	2,633	3,190	管理费用	4,632	6,018	6,943	8,006
非流动资产	55,716	59,807	64,571	69,634	财务费用	865	1,030	1,226	1,458
长期股权投资	20,930	22,433	24,011	25,668	资产减值损失	-390	154	188	230
固定资产	7,410	8,727	10,506	12,525	加:投资净收益	3,565	3,765	3,976	4,199
在建工程	3,150	3,210	3,420	3,693	其他收益	313	354	401	453
无形资产	10,966	12,411	13,549	14,702	营业利润	4,494	5,144	6,594	8,545
其他非流动资产	13,260	13,027	13,084	13,047	加:营业外净收支	32	29	32	31
资产总计	76,120	80,205	88,776	99,388	利润总额	4,526	5,173	6,626	8,576
流动负债	17,434	20,275	25,871	32,139	减:所得税费用	782	818	1,078	1,397
短期借款	6,358	9,101	12,053	16,967	少数股东损益	422	489	615	801
应付账款	2,397	2,715	3,220	4,008	归属母公司净利润	3,322	3,867	4,933	6,378
其他流动负债	8,678	8,459	10,598	11,164	EBIT	5,455	5,774	7,351	9,427
非流动负债	19,482	17,370	15,732	13,835	EBITDA	6,836	7,210	9,130	11,615
长期借款	12,577	10,827	9,098	7,186					
其他非流动负债	6,905	6,543	6,634	6,649					
负债合计	36,915	37,646	41,603	45,974	重要财务与估值指 标				
少数股东权益	7,316	7,805	8,420	9,221		2019A	2020E	2021E	2022E
归属母公司股东权益	31,888	34,755	38,752	44,193	每股收益(元)	1.30	1.51	1.92	2.49
负债和股东权益	76,120	80,205	88,776	99,388	每股净资产(元)	12.44	13.56	15.12	17.24
					发行在外股份(百万 股)	2563	2563	2563	2563
					ROIC(%)	20.1%	18.1%	21.0%	23.0%
					ROE(%)	9.5%	10.2%	11.8%	13.4%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	59.6%	60.6%	60.9%	61.1%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	11.6%	11.6%	12.1%	12.7%
经营活动现金流	3,222	872	4,666	4,192	资产负债率(%)	48.5%	46.9%	46.9%	46.3%
投资活动现金流	-172	-1,778	-2,570	-3,026	收入增长率(%)	14.7%	17.0%	22.2%	22.5%
筹资活动现金流	-1,936	-3,656	-3,836	-3,950	净利润增长率(%)	24.0%	16.3%	27.4%	29.4%
现金净增加额	1109.00	-2129.00	1493.00	2041.00	P/E	40.88	35.12	27.53	21.29
折旧和摊销	1,381	1,437	1,778	2,188	P/B	4.26	3.91	3.50	3.07
资本开支	3,962	2,703	3,158	3,409	EV/EBITDA	23.19	22.46	17.81	14.17
营运资本变动	-485	-2,156	106	-2,426					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>