

2020 年年报点评：创新产品加速转化落地，医疗器械板块  
迎来新机遇  
买入（维持）

2021 年 04 月 01 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	30,307	37,646	47,566	54,559
同比（%）	6.0%	24.2%	26.4%	14.7%
归母净利润（百万元）	3,663	4,922	6,265	7,150
同比（%）	10.3%	34.4%	27.3%	14.1%
每股收益（元/股）	1.43	1.92	2.44	2.79
P/E（倍）	27.84	20.72	16.28	14.26

投资要点

- **事件：**集团实现收入 303.07 亿元，同比增长 6.02%；实现归母净利润 36.63 亿元，同比增长 10.27%；实现扣非归母净利润 27.18 亿元，同比增长 21.65%；实现经营性现金流净额 25.80 亿元，同比下降 19.94%，剔除 2020 年末向 BioNTech 支付 1.25 亿欧元 mRNA 新冠疫苗首付款影响后，同口径增长 11.19%。疫情影响下，医疗器械与诊断增速明显，制药与医疗服务保持稳定。
- **研发投入持续加大，多个创新产品上市加速转化落地：**2020 年累计研发投入 40.03 亿元，同比增长 15.59%，研发投入占比达到 13.21%，其中研发费用为 27.95 亿元，同比增长 36.94%。公司以创新研发为核心驱动，通过“自主研发、合作开发、许可引进、深度孵化”的方式，围绕肿瘤及免疫调节、四高及并发症、中枢神经系统等重点疾病领域布局公司研发管线。汉利康、苏可欣、汉曲优等多款产品成功在国内上市并放量销售，汉利康 2020 年全年实现销售收入 7.5 亿元，在新患者的使用比例超过 50%。2020 年 8 月开始销售的新产品苏可欣、汉曲优上市后加速市场准入，积极推动纳入医保目录，实现收入均为约 1.4 亿元。同时也有多个产品进入上市申请阶段，HLX04（重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液）用于转移性结直肠癌及晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌的上市申请获得 NMPA 受理；甘精胰岛素注射液及重组赖脯胰岛素注射液用于治疗糖尿病的上市申请获得 NMPA 受理。
- **创新产品出口海外，国际化进程进一步加快：**公司自主研发的 BCL-2 选择性小分子抑制剂 FCN-338 成功授权礼来在海外研发、注册、生产和商业化，公司 License out 进入新的阶段，公司业绩增长的核心驱动力进入四驱时代。此外，公司与 Accord 通过注射用曲妥珠单抗 HLX02 战略合作，实现在英国、德国、葡萄牙的上市销售，与 ESSEX 签订关于 HLX04 用于眼病治疗领域的全球化合作。同时，集团控股子公司 Gland Pharma 现已建有并运行通过美国、欧盟、日本、澳大利亚等主流法规地区 GMP 认证的多条生产线，深耕海外市场。
- **全球商业化能力显著，营销体系不断扩建：**公司持续强化营销体系的建设与整合，目前商业化团队近 6,000 人，包括创新药商业化团队、OTC 及线上渠道的新零售团队、非洲及欧美海外专业营销团队、事业部制产品管理团队，以及临床医学、市场准入、品牌推广等全方位支持体系，共覆盖超过 2,000 家三级医院，10,000 家一、二级医院。
- **盈利预测与投资评级：**随着公司产品放量加速，创新产品的研发成果不断兑现及研发投入持续加大，以及海外国际化进程不断加快，我们调整公司 21-22 年的 EPS 至 1.92 (+0.14) / 2.44 (+0.14) 元，预计 2023 年 EPS 为 2.79 元，当前股价对应估值分别为 21X、16X、14X。
- **风险提示：**原材料供应风险；市场竞争加剧风险；新业务拓展风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.79
一年最低/最高价	29.75/79.19
市净率(倍)	2.76
流通 A 股市值(百万元)	80016.02

基础数据

每股净资产(元)	14.44
资产负债率(%)	45.05
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）：业绩符合预期，创新药物成功出海！》2020-10-29
- 2、《复星医药（600196.SH）：疫情影响下，医疗生态彰显平衡风险能力》2020-08-26
- 3、《复星医药（600196.SH）：复星医药：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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>25,085</b>	<b>21,804</b>	<b>21,895</b>	<b>23,224</b>	<b>营业收入</b>	<b>30,307</b>	<b>37,646</b>	<b>47,566</b>	<b>54,559</b>
现金	9,962	3,774	451	845	减:营业成本	13,431	16,284	19,602	21,784
应收账款	4,807	7,364	8,014	9,624	营业税金及附加	217	363	430	477
存货	5,163	5,874	7,412	7,353	营业费用	8,464	9,652	12,196	13,989
其他流动资产	5,153	4,793	6,018	5,402	管理费用	5,758	7,269	9,456	11,436
<b>非流动资产</b>	<b>58,601</b>	<b>64,776</b>	<b>71,741</b>	<b>76,496</b>	研发费用	2,795	3,599	4,652	5,434
长期股权投资	22,309	25,117	27,944	30,795	财务费用	724	521	634	633
固定资产	8,136	10,412	13,065	14,398	资产减值损失	-148	0	0	0
在建工程	4,122	4,102	4,306	4,203	加:投资净收益	2,284	2,493	2,539	2,720
无形资产	11,499	12,642	13,961	14,684	其他收益	394	281	316	326
其他非流动资产	12,536	12,504	12,464	12,416	资产处置收益	6	14	9	12
<b>资产总计</b>	<b>83,686</b>	<b>86,580</b>	<b>93,636</b>	<b>99,720</b>	<b>营业利润</b>	<b>4,721</b>	<b>6,463</b>	<b>8,249</b>	<b>9,419</b>
<b>流动负债</b>	<b>24,872</b>	<b>21,681</b>	<b>23,547</b>	<b>24,398</b>	加:营业外净收支	-43	5	9	1
短期借款	7,916	7,916	7,916	7,916	<b>利润总额</b>	<b>4,678</b>	<b>6,468</b>	<b>8,259</b>	<b>9,420</b>
应付账款	3,289	3,663	4,753	4,657	减:所得税	738	977	1,317	1,510
其他流动负债	13,667	10,102	10,879	11,825	少数股东损益	277	570	677	760
<b>非流动负债</b>	<b>12,829</b>	<b>14,526</b>	<b>13,748</b>	<b>12,045</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,663</b>	<b>4,922</b>	<b>6,265</b>	<b>7,150</b>
长期借款	8,476	7,744	6,966	5,263	EBIT	5,418	7,010	8,918	10,082
其他非流动负债	4,354	6,782	6,782	6,782	EBITDA	6,979	8,587	10,949	12,536
<b>负债合计</b>	<b>37,702</b>	<b>36,207</b>	<b>37,295</b>	<b>36,442</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	8,989	9,558	10,235	10,995	每股收益(元)	1.43	1.92	2.44	2.79
归属母公司股东权益	36,996	40,815	46,106	52,282	每股净资产(元)	14.44	15.93	17.99	20.40
<b>负债和股东权益</b>	<b>83,686</b>	<b>86,580</b>	<b>93,636</b>	<b>99,720</b>	发行在外股份(百万股)	2563	2563	2563	2563
					ROIC(%)	18.7%	21.1%	22.4%	24.3%
					ROE(%)	8.6%	10.9%	12.3%	12.5%
					毛利率(%)	55.7%	56.7%	58.8%	60.1%
					销售净利率(%)	12.1%	13.1%	13.2%	13.1%
					资产负债率(%)	45.1%	41.8%	39.8%	36.5%
					收入增长率(%)	6.0%	24.2%	26.4%	14.7%
					净利润增长率(%)	5.2%	39.4%	26.4%	14.0%
					P/E	27.84	20.72	16.28	14.26
					P/B	2.76	2.50	2.21	1.95
					EV/EBITDA	17.76	14.83	11.95	10.34

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>