

2021 年 04 月 01 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

52/42

公司基本资讯

產業別	医药生物
A 股价(2021/3/31)	39.79
上证指数(2021/3/31)	3441.91
股價 12 個月高/低	79.19/29.75
總發行股數(百萬)	2562.90
A 股數(百萬)	2010.96
A 市值(億元)	800.16
主要股東	上海复星高科技(集团)有限公司(39.24%)
每股淨值(元)	14.44
股價/賬面淨值	2.76
股價涨跌(%)	一个月 三个月 一年
	-11.0 -24.9 21.9

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
2020/12/17	56.78	买进
2020/10/30	56.06	买进

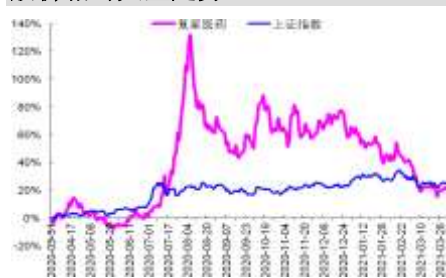
产品组合

药品制造与研发	61.4%
医疗器械及服务	15.1%
医药分销和零售	13.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.5%
一般法人	51.4%

股价相对大盘走势



复星医药(600196.SH/2196.HK)

buy 买进

2020 年扣非净利同比增长 22%，符合预期

结论及建议：

- **公司业绩：**公司发布年报，2020 年实现营收 303.1 亿元，YOY+6.0%，录得净利润 36.6 亿元，YOY+10.3%，扣非后净利润 27.2 亿元，YOY+21.7%，扣非后净利增速符合我们预期。分季度来看，Q4 单季度实现营收 82.0 亿元，YOY+11.5%，录得净利润 11.8 亿元，YOY-6.0%，扣非后净利润 6.6 亿元，YOY+28.4%。公司分红预案为拟每 10 股分红 4.3 元（税前），股息率为 1.1%。
- **创新品种上量，推动制药板块利润增长：**受疫情影响，公司制药板块受到了一定影响，但随着 Q2 疫情逐步控制后，公司业绩稳步恢复。全年制药板块实现营收 218.8 亿元，YOY+0.5%，录得分部利润 23.6 亿元，YOY+13.6%，净利润的增长主要受益于生物类药及小分子创新药上市放量：汉利康（利妥昔单抗）2019 获批上市，2020 年 4 月提升产能后销售不断放量，2020 年全年实现销售额 7.5 亿元（2019 年 1.5 亿元）；汉曲优（曲妥珠单抗）2020 年 7 月和 8 月分别于欧洲和中国获批上市，2020 年实现 1.4 亿销售，预计后续将持续放量；苏可欣（马来酸阿伐曲波帕片）2020 年 8 月上市，12 月纳入医保目录，实现 1.4 亿销售额，预计后续将不断放量。公司后续还有贝伐珠单抗以及 CAR-T 等产品将陆续上市，预计制药板块结构将进一步优化，利润增长将继续提速。
- **疫情推动器械与诊断服务业务高速增长：**受益于新冠疫情对病毒检测试剂盒、负压救护车以及呼吸机等产品需求的大幅增长，2020 年公司医疗器械与医学诊断业务实现营收 52.2 亿元，YOY+39.6%，并且由于抗疫产品毛利偏高，实现分部利润 9.1 亿元，同比增长 83.2%。另外，合资公司直观复星的“达芬奇手术机器人”装机量和手术量从 20Q2 开始也有所恢复。
- **医疗服务受疫情影响较多，医药分销及零售业务稳健：**2020 年公司医疗服务业务实现营收 31.7 亿元，YOY+4.3%，但由于上半年疫情防控影响以及新开医疗机构前期亏损影响，分部利润为 1.1 亿元，YOY-45.5%，目前诊疗活动基本恢复，我们预计 2021 年医疗服务业务将会不断恢复。2020 年国药控股实现营收 4564.2 亿元，YOY+7.3%，归属净利润 71.9 亿元，YOY+15.0%，实现稳健增长。
- **综合毛利率降低，期间费用率下降，净利率总体提升：**公司 2020 年综合毛利率为 55.7%，同比下降 3.9 个百分点，主要是疫情影响了制药及医疗服务业务的毛利率。但由于销售活动线下转线上，销售费用率同比下降 6.5 个百分点至 27.9%，管理费用率为 9.8%，同比增加 0.7 个百分点，研发费用率为 9.2%，同比增加 2.1 个百分点，主要是加大了对生物药及小分子创新药的投入，财务费用率为 2.4%，同比下降 0.6 个百分点，整体来看，期间费用率同比下降 4.4 个百分点，净利率同比提升 0.5 个百分点至 12.1%。
- **盈利预测：**展望未来，公司创新产品陆续进入收获期，收入结构将不断优化，国际化布局也为未来增长打开空间。我们预计公司 2021 年、2022 年实现净利润 44.4 亿元和 54.1 亿元，YOY 分别+21.3%、+21.8%，EPS 分别为 1.8 元/2.2 元，对应 A 股 PE 分别为 22 倍/18 倍，对应 H 股 PE 分别为 16 倍/13 倍，我们继续给予“买进”的投资评级。
- **风险提示：**疫苗获批及销售不及预期，新产品研发进度不及预期，并购企业业绩不达预期，商誉减值风险

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2708	3322	3663	4444	5411
同比增减	%	-13.33	22.66	10.27	21.33	21.75
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.07	1.30	1.43	1.78	2.17
同比增减	%	-15.75	21.50	10.00	24.55	21.75
A 股市盈率 (P/E)	X	37.19	30.61	27.83	22.34	18.35
H 股市盈率 (P/E)	X	26.65	21.94	19.94	16.01	13.15
股利 (DPS)	RMB 元	0.32	0.39	0.43	0.53	0.65
GON 股息率 (Yield)	%	0.80	0.98	1.08	1.34	1.63

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	24918	28585	30307	36835	44247
经营成本	10365	11543	13431	15175	17208
营业税金及附加	256	260	217	287	354
销售费用	8488	9847	8464	10314	12389
管理费用	2239	2591	2962	3426	4115
财务费用	724	865	724	774	885
资产减值损失	97	390		0	100
投资收益	1815	3565	2284	2350	2400
营业利润	3536	4494	4721	5711	7304
营业外收入	83	77	23	80	120
营业外支出	39	45	66	40	20
利润总额	3580	4526	4678	5751	7404
所得税	560	782	738	920	1185
少数股东损益	312	422	277	386	808
归属于母公司所有者的净利润	2708	3322	3663	4444	5411

附二：合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金	8547	9533	9962	11157	12496
存货	3624	4368	4565	5295	6142
应收账款	3287	3941	5163	6092	7189
流动资产合计	18002	20403	25085	28848	34329
长期股权投资	21428	20930	22309	23648	25303
固定资产	7083	7410	8136	8705	9489
无形资产及其他资产合计	2040	3150	4122	4699	5074
资产总计	52550	55716	58601	65633	76135
流动负债合计	70551	76120	83686	94481	110463
长期负债合计	17923	17434	24872	25121	25875
负债合计	19035	19482	12829	13086	13348
少数股东权益	36959	36915	37702	38207	39222
股东权益合计	5615	7316	8989	11865	15662
负债及股东权益合计	27978	31888	36996	44409	55579

附三：合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	2950	3222	2580	2,838	5,108
投资活动产生的现金流量净额	-5245	-172	-4706	-2453	-2606
筹资活动产生的现金流量净额	3138	-1936	1467	-1500	-1500
现金及现金等价物净增加额	825	1109	-959	-1115	1002

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。