

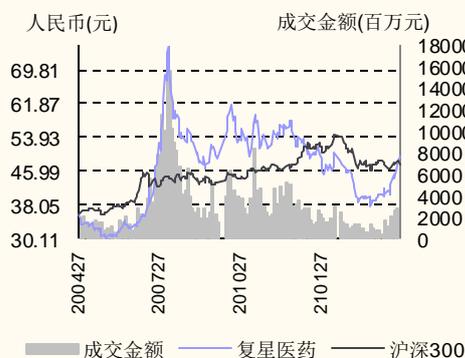
复星医药 (600196.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 49.48 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)	1,268.12
年内股价最高最低(元)	75.60/30.11
沪深 300 指数	5077
上证指数	3441



创新药驱动成长，创新疫苗带来高弹性空间

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	1.296	1.429	1.735	2.104	2.515
每股净资产(元)	12.44	14.44	16.17	18.27	20.79
每股经营性现金流(元)	1.12	0.76	0.63	2.08	2.52
市盈率(倍)	20.52	37.78	28.52	23.52	19.68
净利润增长率(%)	22.66%	10.27%	21.37%	21.29%	19.52%
净资产收益率(%)	10.42%	9.90%	10.73%	11.51%	12.10%
总股本(百万股)	2,562.90	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

- 2021 年 4 月 26 日，复星医药发布一季报，实现营收、归母净利润和扣非净利润分别为 80.56 亿、8.47 亿和 6.58 亿元，同比增长 37%、47% 和 51%。业绩符合预期。
- 同时，公司公告，控股子公司禅城医药及复星医疗拟转让其持有的佛山禅曦全部股权与债务给豫园股份，转让总价为人民币 5.5 亿元。

经营分析

- **疫情后业绩复苏，新品和次新品贡献主要增长。**(1) 公司 1 季度，医疗服务板块已完全走出去年同期受到的疫情影响，全面恢复；而非布司他、匹伐他汀等品种受集采降价影响带来的压力已经被新品与次新品快速放量增长所抵消。(2) 我们预计，在新增产能后，仅汉利康(利妥昔单抗注射液)、苏可欣(马来酸阿伐曲泊帕片)、汉曲优(注射用曲妥珠单抗)，在 2021 年的营收将可达近三十亿元；全年药品端增速将达 25-30%。产品结构的优化，将使公司盈利增速更高。(3) 器械设备端与医疗服务板块的全年业绩，与疫情相关性较大，有待观望。
- **前瞻布局国际领先的 mRNA 新冠疫苗，2021 年或带来高弹性盈利空间。**(1) 公司与辉瑞 BioNTech 疫苗合作引入的新冠疫苗，已在全球 71 个国家与地区获批使用。以色列全民接种的主要品种为辉瑞 BioNTech 疫苗，数据显示对变种有效。(2) 目前，全球疫情因疫苗接种率低以及变种传播等原因，自 3 月开始快速反弹，印度已达日新增确诊人数 35 万人的历史新高。(3) 公司若在近期成功引入辉瑞 BioNTech 疫苗在中国内地上市销售，或带来较大利润空间。
- **剥离房地产相关资产，聚焦医药主业；持续高研发投入，专注创新。**公司公告，将把子公司的房地产相关资产佛山禅曦全部全部股权与债务转入给豫园股份。同时，公司持续加大研发投入，已达年投入 40 亿元。我们认为，聚焦主业与研发高投入，将使公司产品结构日益优化，利润率快速上升。

盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测，预计公司 2021/22/23 年营收 360.92/421.53/493.9 亿元，归属母公司净利润 44.46/53.9/64.45 亿元，EPS1.74/2.10/2.52 元。；目前股价对应 21/22/23 年 27/24/20xPE，维持“买入”评级。

风险提示

- 新药研发及新品上市进程不达预期的风险。
- 国家集采等政策影响带来药品总体盈利减少的风险。

相关报告

1. 《复星医药点评-创新疫苗国际领先，创新药接棒驱动成长》，2021.4.2
2. 《疫情影响逐步恢复，自主研发及战略合作顺利-复星医药 2020Q...》，2020.10.30
3. 《疫情影响逐步恢复，新药获批+放量值得期待-复星医药 2020H...》，2020.8.26
4. 《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

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	24,918	28,585	30,307	36,092	42,153	49,390	货币资金	8,547	9,533	9,962	9,588	10,989	12,811
增长率		14.7%	6.0%	19.1%	16.8%	17.2%	应收款项	4,784	5,458	5,578	6,442	7,449	8,652
主营业务成本	-10,365	-11,543	-13,431	-15,159	-17,283	-20,250	存货	3,287	3,941	5,163	5,345	6,094	7,140
%销售收入	41.6%	40.4%	44.3%	42.0%	41.0%	41.0%	其他流动资产	1,384	1,472	4,382	3,378	3,484	3,633
毛利	14,553	17,042	16,876	20,934	24,870	29,140	流动资产	18,002	20,403	25,085	24,753	28,017	32,235
%销售收入	58.4%	59.6%	55.7%	58.0%	59.0%	59.0%	%总资产	25.5%	26.8%	30.0%	30.0%	32.6%	35.9%
营业税金及附加	-256	-260	-217	-260	-304	-356	长期投资	24,060	23,021	23,771	23,771	23,771	23,771
%销售收入	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	%总资产	9.12%	10,560	12,257	12,674	12,739	12,665
销售费用	-8,488	-9,847	-8,464	-10,106	-11,803	-13,829	%总资产	12.9%	13.9%	14.6%	15.3%	14.8%	14.1%
%销售收入	34.1%	34.4%	27.9%	28.0%	28.0%	28.0%	无形资产	18,141	20,141	20,499	20,630	20,561	20,495
管理费用	-2,239	-2,591	-2,962	-3,537	-4,131	-4,840	非流动资产	52,550	55,716	58,601	57,821	57,818	57,676
%销售收入	9.0%	9.1%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	%总资产	74.5%	73.2%	70.0%	70.0%	67.4%	64.1%
研发费用	-1,480	-2,041	-2,795	-2,996	-3,077	-3,210	资产总计	70,551	76,120	83,686	82,575	85,834	89,912
%销售收入	5.9%	7.1%	9.2%	8.3%	7.3%	6.5%	短期借款	10,537	8,921	14,912	14,606	10,690	5,970
息税前利润 (EBIT)	2,091	2,303	2,437	4,035	5,556	6,905	应付款项	5,571	6,304	7,405	7,662	8,741	10,187
%销售收入	8.4%	8.1%	8.0%	11.2%	13.2%	14.0%	其他流动负债	1,816	2,210	2,556	2,276	2,668	3,152
财务费用	-724	-865	-724	-764	-778	-528	流动负债	17,923	17,434	24,872	24,544	22,099	19,309
%销售收入	2.9%	3.0%	2.4%	2.1%	1.8%	1.1%	长期贷款	8,631	7,293	7,146	5,346	5,346	5,346
资产减值损失	-97	-390	148	-54	-8	-11	其他长期负债	10,405	12,189	5,683	1,957	1,957	1,957
公允价值变动收益	204	-353	579	0	0	0	负债	36,959	36,915	37,702	31,847	29,402	26,612
投资收益	1,815	3,565	2,284	2,400	2,000	1,800	普通股股东权益	27,978	31,888	36,996	41,441	46,833	53,278
%税前利润	50.7%	78.8%	48.8%	42.5%	29.5%	22.0%	其中：股本	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
营业利润	3,536	4,494	4,721	5,617	6,771	8,166	未分配利润	12,772	15,126	17,505	21,951	27,343	33,788
营业利润率	14.2%	15.7%	15.6%	15.6%	16.1%	16.5%	少数股东权益	5,615	7,316	8,989	9,287	9,599	10,022
营业外收支	44	32	-43	30	20	10	负债股东权益合计	70,551	76,120	83,686	82,575	85,834	89,912
税前利润	3,580	4,526	4,678	5,647	6,791	8,176	比率分析						
利润率	14.4%	15.8%	15.4%	15.6%	16.1%	16.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-560	-782	-738	-904	-1,087	-1,308	每股指标						
所得税率	15.6%	17.3%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	1.057	1.296	1.429	1.735	2.104	2.515
净利润	3,020	3,744	3,940	4,744	5,704	6,868	每股净资产	10.916	12.442	14.435	16.170	18.274	20.788
少数股东损益	312	422	277	298	312	423	每股经营现金净流	1.112	1.122	0.763	0.627	2.083	2.519
归属于母公司的净利润	2,708	3,322	3,663	4,446	5,392	6,445	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	10.9%	11.6%	12.1%	12.3%	12.8%	13.0%	回报率						
							净资产收益率	9.68%	10.42%	9.90%	10.73%	11.51%	12.10%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.84%	4.36%	4.38%	5.38%	6.28%	7.17%
							投入资本收益率	2.95%	2.99%	2.84%	4.71%	6.32%	7.64%
净利润	3,020	3,744	3,940	4,744	5,704	6,868	增长率						
少数股东损益	312	422	277	298	312	423	主营业务收入增长率	34.45%	14.72%	6.02%	19.09%	16.79%	17.17%
非现金支出	1,444	1,771	1,412	1,055	1,061	1,102	EBIT 增长率	-3.30%	10.16%	5.80%	65.61%	37.69%	24.28%
非经营收益	-1,226	-2,153	-2,112	-4,072	-1,029	-1,035	净利润增长率	-13.33%	22.66%	10.27%	21.37%	21.29%	19.52%
营运资金变动	-387	-485	-1,285	-119	-398	-479	总资产增长率	13.85%	7.89%	9.94%	-1.33%	3.95%	4.75%
经营活动现金净流	2,851	2,876	1,956	1,608	5,338	6,456	资产管理能力						
资本开支	-3,146	-3,928	-4,428	-436	-1,030	-940	应收账款周转天数	50.3	51.0	53.8	52.0	52.0	52.0
投资	-2,053	3,011	254	0	0	0	存货周转天数	106.3	114.3	123.7	130.0	130.0	130.0
其他	-46	745	-532	2,400	2,000	1,800	应付账款周转天数	67.5	68.6	69.2	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-5,245	-172	-4,706	1,964	970	860	固定资产周转天数	103.8	94.6	98.0	83.5	69.4	57.2
股权募资	4,851	3,190	1,248	0	0	0	偿债能力						
债权募资	2,391	-2,441	2,254	-2,979	-3,916	-4,719	净负债/股东权益	41.81%	29.35%	24.91%	19.17%	7.81%	-3.37%
其他	-4,122	-2,691	-2,335	-966	-991	-775	EBIT 利息保障倍数	2.9	2.7	3.4	5.3	7.1	13.1
筹资活动现金净流	3,119	-1,941	1,167	-3,946	-4,907	-5,494	资产负债率	52.39%	48.50%	45.05%	38.57%	34.25%	29.60%
现金净流量	725	763	-1,584	-374	1,401	1,822							

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	9	11	17	37
增持	0	4	6	10	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.31	1.35	1.37	1.08

来源：聚源数据

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	2019-08-28	买入	28.25	N/A
2	2019-10-30	买入	25.57	N/A
3	2020-02-25	买入	26.79	N/A
4	2020-04-30	买入	34.00	N/A
5	2020-08-26	买入	52.98	N/A
6	2020-10-30	买入	56.06	N/A
7	2021-04-02	买入	40.15	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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402