

复星医药(600196)

点评报告

行业公司研究——生物制品行业

证券研究报告

符合预期，看好 H2 业绩表现

——复星医药 2021 年中报业绩点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：郭双喜
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

符合预期，看好下半年创新品种（mRNA 疫苗、利妥昔、曲妥珠等）加速放量，以及创新转型加速兑现下长期成长空间，维持“买入”评级。

投资要点

□ 业绩：符合预期，主业持续聚焦

公司公布 2021H1 业绩：分别实现收入、归母净利润和扣非后归母净利润 169.52 亿（YOY 20.85%）、24.82（YOY 44.77%）和 15.70 亿（YOY 9.19%），其中 Q2 分别实现收入、归母净利润和扣非后归母净利润 88.96 亿（YOY 9.19%）、16.35 亿（YOY 43.75%）和 9.12 亿（YOY 5.11%），整体符合我们预期。我们预计 Q2 归母净利润高速增长主要跟 2020Q2 参股 BioNTech 后股价表现较好有关。经营活动产生的现金流量净额为 17.07 亿（YOY 16.79%），显示出较好的经营质量。

此外，公司在 4 月 27 日公告拟处置佛山禅曦资产，8 月 23 日公告拟分批转让天津药业 25% 股权，可以看到公司不断聚焦自营主业，这也意味着公司基本面在持续发生积极变化。

□ 业务：三大业务均有不错表现，看好 H2 业绩及长期成长性

① **制药：趋势向好，H2 值得期待。** 2021H1 实现收入 122.48 亿（YOY 22.33%），主要是新药快速放量、mRNA 疫苗贡献以及 Gland 快速发展对冲了非布司他和匹伐他汀因集采带来销售额下降）。其中，2021H1 利妥昔、曲妥珠、阿伐曲泊帕片分别实现 7.24 亿、3.25 亿和 2.06 亿销售额，mRNA 疫苗在港澳实现收入 5 亿元+，截止 8 月 20 日港澳分别注射 430.4 万和 8.7 万剂。我们看到公司新上市创新药利妥昔、曲妥珠、阿伐曲泊帕仍处于快速放量周期内，为 H1 业绩增长贡献较为明显增量。考虑到以上创新药品种竞争优势以及临床未满足需求再叠加 H2 mRNA 疫苗在港澳和台湾收入确认的节奏，我们预计 H2 创新品种放量更值得期待。

② **医疗器械与医学诊断：基数影响导致收入增速放缓，看好长期成长。** 收入 28.37 亿（YOY 7.42%），剔除达芬奇机器人业务转入直观复星影响同口径收入 YOY 14.40%。收入和利润（同口径净利润 YOY 34.72%）高速增长主要来自于复锐医疗科技中美市场高速增长以及达芬奇机器人装机量和手术量显著增长，2020H1 抗疫相关产品销售高基数也导致 2021H1 收入同比增速有所放缓。考虑到复锐医疗中美业务持续发力，以及达芬奇机器人手术量和装机量持续增长，我们预计医疗器械与医学诊断板块长期仍具有较好的成长性。

③ **医疗健康服务：探索互联网化，看好长期发展。** 实现收入 18.44 亿（YOY 35.59%），我们预计高速增长主要是疫情结束后业务快速恢复以及 2020H1 低基数。公司不断加大数字化和线上业务投入，探索线上线下一体化服务模式，推动医疗互联网转型，看好未来互联网医疗体系优势及业务长期发展。

□ 转型：创新加速兑现，看好仿创转型

目前公司创新药品种进入加速商业化兑现期，预计 2021-2023 年会进入新一轮收获期，CAR-T、PD-1、mRNA 疫苗、贝伐珠单抗、Opicapone 胶囊、枸橼酸

评级

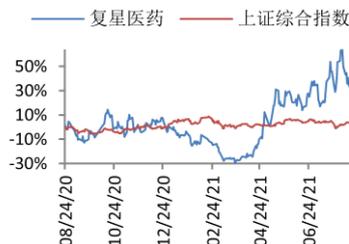
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥68.44

单季度业绩

元/股

2Q/2021 0.69
1Q/2021 0.38
4Q/2020 0.46
3Q/2020 0.33



公司简介

公司是在中国医药行业处于领先地位的上市公司，专注现代生物医药健康产业。

相关报告

- 《【浙商医药】复星医药：CAR-T 首家上市，先发优势奠定龙头地位》2021.06.23
- 《【浙商医药】复星医药 2021Q1：利润端略超预期，看好业绩向上加速拐点》2021.04.26
- 《【浙商医药】复星医药：符合预期，BD 和自主研发能力进入加速兑现期》2021.03.30
- 《复星医药 2020Q3 业绩点评：Q3 业绩持续恢复，2021 年有望进入业绩释放期》2020.10.31
- 《复星医药 2020 中报业绩点评：业绩拐点逐步确认，创新增量提速带动产品结构调整》2020.08.26

焦磷酸铁溶液等多个重磅有望陆续上市。存量创新药品种利妥昔单抗、曲妥珠单抗、阿伐曲泊帕、阿达木单抗持续放量带来业绩拉动，集采下仿制药品种收入占比也有望持续下降，看好公司加速创新转型以及估值提升。

□ 盈利预测及估值

考虑到公司扣非净利润符合我们预期，但是归母净利润略超我们预期，以及公司不断处置非主业资产（佛山禅曦和天津药业）有望带来下半年归母净利润超预期，我们对归母净利润进行上调。我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.95、2.40、2.94 元/股，2021 年 8 月 23 日收盘价对应 PE 为 35 倍（2022 年 28 倍 PE），我们认为公司创新增量处于快速兑现期，CAR-T、mRNA 疫苗等重磅品种上市有望带来估值提升，给予公司 2021 年 40-42 倍 PE，对应市值区间约 1995-2095 亿元，维持“买入”评级。

□ 风险提示

审评进度不及预期风险；产品销售不及预期；市场竞争风险；临床结果不及预期风险；政策风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	30307	35924	42366	50984
(+/-)	6.02%	18.53%	17.93%	20.34%
净利润	3663	4988	6164	7534
(+/-)	10.27%	36.18%	23.57%	22.23%
每股收益(元)	1.43	1.95	2.40	2.94
P/E	47.89	35.16	28.46	23.28

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	25085	29235	35290	43006	营业收入	30307	35924	42366	50984
现金	9962	7185	8473	10335	营业成本	13431	17449	20168	23822
交易性金融资产	1970	4000	4500	5000	营业税金及附加	217	251	254	255
应收账款	4807	6706	9417	12755	营业费用	8464	9340	11015	13256
其它应收款	306	1078	1271	1530	管理费用	2962	3592	4321	5302
预付账款	1495	1942	2245	2652	研发费用	2795	3377	4067	4996
存货	5163	6805	7664	8814	财务费用	724	608	726	707
其他	1382	1520	1720	1920	资产减值损失	253	251	254	255
非流动资产	58601	60060	63643	67355	公允价值变动损益	579	2000	2500	3000
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	2284	3000	3500	4000
长期投资	22309	23080	25430	27980	其他经营收益	399	450	500	550
固定资产	8136	9815	11285	12586	营业利润	4721	6504	8060	9940
无形资产	8670	8869	9068	9267	营业外收支	(43)	(9)	(26)	(44)
在建工程	4119	3280	3053	2902	利润总额	4678	6496	8034	9896
其他	15367	15017	14807	14620	所得税	738	1074	1298	1617
资产总计	83686	89295	98933	110361	净利润	3940	5422	6736	8279
流动负债	24872	25055	27934	31101	少数股东损益	277	434	573	745
短期借款	7916	6649	8024	7170	归属母公司净利润	3663	4988	6164	7534
应付款项	3289	4237	4313	5689	EBITDA	6721	8330	9983	11919
预收账款	0	1796	2118	2549	EPS (最新摊薄)	1.43	1.95	2.40	2.94
其他	13667	12373	13479	15692	主要财务比率				
非流动负债	12829	12834	12856	12840		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	7146	7146	7146	7146	成长能力				
其他	5683	5688	5710	5694	营业收入	6.02%	18.53%	17.93%	20.34%
负债合计	37702	37889	40790	43940	营业利润	5.06%	37.77%	23.91%	23.32%
少数股东权益	8989	9422	9995	10740	归属母公司净利润	10.27%	36.18%	23.57%	22.23%
归属母公司股东权益	36996	41984	48147	55681	获利能力				
负债和股东权益	83686	89295	98933	110361	毛利率	55.68%	51.43%	52.40%	53.27%
					净利率	13.00%	15.09%	15.90%	16.24%
					ROE	8.60%	10.24%	11.25%	12.10%
					ROIC	7.24%	9.83%	10.69%	11.64%
					偿债能力				
					资产负债率	45.05%	42.43%	41.23%	39.81%
					净负债比率	58.51%	49.15%	48.95%	45.19%
					流动比率	1.01	1.17	1.26	1.38
					速动比率	0.80	0.90	0.99	1.10
					营运能力				
					总资产周转率	0.38	0.42	0.45	0.49
					应收帐款周转率	6.79	7.78	8.69	9.54
					应付帐款周转率	5.27	5.19	5.32	5.37
					每股指标(元)				
					每股收益	1.43	1.95	2.40	2.94
					每股经营现金	1.01	1.11	0.95	1.62
					每股净资产	14.44	16.38	18.79	21.73
					估值比率				
					P/E	47.89	35.16	28.46	23.28
					P/B	4.74	4.18	3.64	3.15
					EV/EBITDA	21.71	23.20	19.37	16.08

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>