

2022年03月23日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

66/46

公司基本资讯

產業別	医药生物		
A 股价(2022/3/23)	50.54		
上证指数(2022/3/23)	3271.03		
股價 12 個月高/低	91.69/36.46		
總發行股數(百萬)	2562.90		
A 股數(百萬)	2010.96		
A 市值(億元)	1016.34		
主要股東	上海复星高科技(集团)有限公司(36.60%)		
每股淨值(元)	15.29		
股價/賬面淨值	3.30		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-5.5	-16.3	141.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021/08/25	67.88	买进
2021/06/24	68.41	买进

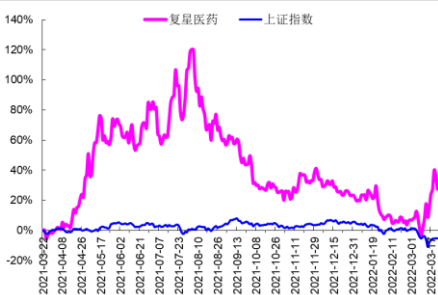
产品组合

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

2021 年扣非后净利同比增长 21%，符合预期，创新药增长明显

结论与建议：

- 公司业绩：**公司 2021 年实现营收 390.1 亿元，YOY+28.7%，录得净利润 47.4 亿元，YOY+29.3%，扣非后净利 32.8 亿元，YOY+20.6%，公司业绩略好于我们的预期，主要是亚能生物 29.02%股权转让收益及剩余股权按公允价值计量产生的投资收益，而扣非后净利增幅实际符合预期。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营收 80.6 亿元、89.0 亿元、101.0 亿元、119.6 亿元，分别 YOY+37%、+9.2%、+25.0%、45.7%，分别录得净利润 8.5 亿元、16.4 亿元、10.8 亿元、11.7 亿元，YOY+46.8%、+43.8%、+41.6%、-1.1%，扣非后分别 YOY+50.8%、+5.1%、+19.8%、+21.9%。此外，公司发布分红预案，拟每 10 股分红 5.6 元。
- 创新药上量，新冠疫苗贡献增量营收：**公司制药业务 2021 年实现营收 289.0 亿元，YOY+32.1%，集采消极因素及创新药上量、新冠疫苗销售等积极因素并存：（1）汉利康 2021 年实现营收 16.9 亿元，YOY+125.3%，而 2020 年三季度和年末进入医保的汉曲优及苏可欣也快速放量，分别实现营收 9.3 亿元和 4.3 亿元，创新药大品种不断上量；（2）在米卡芬净、依诺肝素及 13 个新品的推动下，Gland Pharma 2021 年营收同比增长 29.5%；（3）新冠疫苗复必泰（mRNA 疫苗）2021 年陆续在港澳台地区上市，年内共销售 2206 万剂，根据我们的估算，贡献营收超过 40 亿元。整体来看，制药业务板块毛利率为 52.1%，同比下降 8.3 个百分点，除集采因素外，也受复必泰新冠疫苗毛利率偏低及原材料价格上涨等因素拖累，板块共实现分部利润 26.3 亿元，同口径 YOY+22.0%。
- 器械增势较好，健康服务业务恢复性增长：**（1）2021 年器械与诊断业务贡献营收 59.4 亿元，录得分部利润 20.0 亿元，同口径下分别增长 21.3% 和 15.3%。器械板块主业高增长一方面是随着疫情控制，2021 年达芬奇机器人装机量同比增长 18 台至 73 台，手术量也有显著增长，另外 Sisram 在北美及亚太增长强劲；（2）随着疫情后医院诊疗恢复，公司健康服务业务实现营收 41.2 亿元，YOY+29.8%，由于加大数字化团队和线上化业务投入及新开医院前期亏损，该板块分部利润为-4.3 亿元，同比减少 5.4 亿元，但我们认为公司积极布局线上线下一体化服务模式推动互联网医疗转型将会为未来业绩增长奠定基础。
- 盈利预测：**展望未来，公司创新产品陆续进入收获期，mRNA 新冠疫苗、新冠小分子药物等具备较大的业绩弹性，国际化布局也为未来增长打开空间。我们预计公司 2022 年、2023 年实现净利润 58.3 亿元和 70.3 亿元，YOY 分别+23.0%、+20.7%，EPS 分别为 2.3 元、2.7 元，对应 A 股 PE 分别为 24 倍/20 倍，对应 H 股 PE 分别为 14 倍/11 倍，A 股估值合理，H 股估值偏低，我们继续给予 A/H 股“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		2019	2020	2021	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3322	3663	4735	5825	7033
同比增减	%	22.66	10.27	29.28	23.01	20.74
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.30	1.43	1.85	2.27	2.74
同比增减	%	21.50	10.00	29.37	22.85	20.74
A 股市盈率 (P/E)	X	41.70	37.91	29.30	23.85	19.75
H 股市盈率 (P/E)	X	23.68	21.52	16.64	13.54	11.22
股利 (DPS)	RMB 元	0.39	0.43	0.56	0.68	0.82
GON 股息率 (Yield)	%	0.72	0.79	1.03	1.26	1.52

【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	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业收入	28585	30307	39005	46829	55264
经营成本	11543	13431	20228	22912	25244
营业税金及附加	260	217	234	281	332
销售费用	9847	8464	9099	10771	13816
管理费用	2591	2962	3216	3793	4421
财务费用	865	724	464	375	553
资产减值损失	390			0	0
投资收益	3565	2284	4624	2750	3000
营业利润	4494	4721	6314	7190	8702
营业外收入	77	23	29	120	120
营业外支出	45	66	289	20	20
利润总额	4526	4678	6054	7290	8802
所得税	782	738	1066	1094	1320
少数股东损益	422	277	252	372	449
归属于母公司所有者的净利润	3322	3663	4735	5825	7033

附二：合并资产负债表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
货币资金	9533	9962	10308	10824	11365
存货	4368	4565	6029	7235	8682
应收账款	3941	5163	5472	6457	7620
流动资产合计	20403	25085	30425	35901	42363
长期股权投资	20930	22309	22684	23137	23600
固定资产	7410	8136	8919	9454	9832
无形资产及其他资产合计	3150	4122	3618	3075	2614
资产总计	55716	58601	62869	66641	70640
流动负债合计	76120	83686	93294	102542	113003
长期负债合计	17434	24872	29310	33706	38762
负债合计	19482	12829	15608	17637	19930
少数股东权益	36915	37702	44918	51344	58693
股东权益合计	7316	8989	9184	9367	9555
负债及股东权益合计	31888	36996	39192	41831	44756

附三：合并现金流量表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	3222	2580	3949	4,581	5,176
投资活动产生的现金流量净额	-172	-4706	-3857	-3364	-3653
筹资活动产生的现金流量净额	-1936	1467	-831	-1030	-1180
现金及现金等价物净增加额	1109	-959	-874	187	343

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)有限公司相信用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,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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。