

复星医药 (600196.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

制药收入结构优化，创新蓄势待发

事件

2023年3月27日，公司公告2022年全年业绩，实现收入439.52亿元，同比增长12.66%；扣非后归母净利润38.73亿元，同比增长18.17%。业绩符合预期。

点评

制药板块结构优化，新品占比超30%。 (1) 营收端，分板块来看，制药板块营收308亿元，同比增加6.6%，占总收入比重达70%；医疗器械与医学诊断板块营收69.49亿元，同比增加17.03%，占总收入比重达15.81%；医疗健康服务板块营收60.8亿元，同比增加47.64%，占总收入比重达13.83%。公司综合毛利率为47.3%，同比小幅下降0.8%，制药/器械诊断/健康服务的毛利分别为55.08%/38.28%/18.67%，同比分别变动2.96%/-10.49%/-0.39%。

(2) 制药板块结构优化，创新药收入放量。创新药板块新品及次新品保持快速增长，在制药业务中占比超30%，同比增长超25%，主要是新上市产品汉斯状、捷倍安的收入贡献以及次新品汉曲优、苏可欣营收增长贡献所致。公司持续提升管线价值，推动更多FIC与BIC产品的研发及商业化。(3) 分地域来看，中国大陆地区收入300.14亿元，占比总收入68.29%；大陆以外地区和国家的收入139.38亿元，占比总收入31.71%，同比上升2.49%，在去年疫情带来诸多挑战的情况下，公司国际化战略稳步推进。去年多项BD合作落地，与安进就欧泰乐(阿普米司特片)和Parsabiv(盐酸依特卡肽注射液)达成中国境内的独家商业化合作，又相继向Organon、Eurofarma、Abbott等公司授出多款产品境外权益许可，首付款合计7800万美元。

继汉曲优等重点新品上市后，多项创新在研管线获积极进展。 公司制药板块研发投入增长强劲，同比上升13.62%至50.97亿元产品管线中，汉斯状、奕凯达、汉利康等都具有超20亿元市场潜力；在研管线中，创新药项目90项，超30个分子实体，涵盖肿瘤免疫、慢病以及CNS等领域，管线中FIC+BIC产品比例超过80%。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司之后创新药有望持续贡献业绩增量，我们预计2023/24/25年营收516/594/685亿元，同比增长17.34%/15.14%/15.34%；归母净利润46/54/65亿元，同比增长23%/19%/20%。当前股价对应2023/24/25年19/16/13X PE，维持“买入”评级。

风险提示

新品研发及销售不及预期、产品竞争加剧风险、出海进程不及预期风险、生物创新药集采降价风险、BD受阻风险、股东减持风险。

医药组

分析师：赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：32.30 元

相关报告：

- 《复星医药点评-复必泰进入中国大陆，在华德籍公民接种》，2022.12.23
- 《复星医药复必泰EUA点评-抗疫品种添新元，复必泰二价苗中国香...》，2022.11.20
- 《复星医药点评-取得汉斯状美国权益，试水PD-1出海》，2022.11.19



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	39,005	43,952	51,574	59,383	68,493
营业收入增长率	28.70%	12.68%	17.34%	15.14%	15.34%
归母净利润(百万元)	4,735	3,731	4,578	5,426	6,470
归母净利润增长率	29.28%	-21.21%	22.70%	18.54%	19.22%
摊薄每股收益(元)	1.848	1.396	1.713	2.031	2.421
每股经营性现金流净额	1.52	1.56	0.89	1.49	1.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.08%	8.37%	9.63%	10.58%	11.55%
P/E	26.49	25.24	18.85	15.91	13.34
P/B	3.20	2.11	1.81	1.68	1.54

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	30,307	39,005	43,952	51,574	59,383	68,493
增长率	28.7%	12.7%	12.7%	17.3%	15.1%	15.3%
主营业务成本	-13,431	-20,228	-23,170	-27,334	-31,473	-36,301
%销售收入	44.3%	51.9%	52.7%	53.0%	53.0%	53.0%
毛利	16,876	18,777	20,782	24,240	27,910	32,192
%销售收入	55.7%	48.1%	47.3%	47.0%	47.0%	47.0%
营业税金及附加	-217	-234	-228	-268	-297	-342
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-8,464	-9,099	-9,171	-12,378	-14,252	-15,890
%销售收入	27.9%	23.3%	20.9%	24.0%	24.0%	23.2%
管理费用	-2,962	-3,216	-3,828	-4,642	-4,929	-5,616
%销售收入	9.8%	8.2%	8.7%	9.0%	8.3%	8.2%
研发费用	-2,795	-3,834	-4,302	-4,951	-5,701	-6,507
%销售收入	9.2%	9.8%	9.8%	9.6%	9.6%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	2,437	2,393	3,253	2,001	2,732	3,836
%销售收入	8.0%	6.1%	7.4%	3.9%	4.6%	5.6%
财务费用	-724	-464	-647	-1,342	-1,286	-1,177
%销售收入	2.4%	1.2%	1.5%	2.6%	2.2%	1.7%
资产减值损失	-253	-904	-338	0	0	0
公允价值变动收益	579	352	-2,498	0	0	0
投资收益	2,284	4,624	4,378	4,500	4,700	4,700
%税前利润	48.8%	76.4%	95.7%	80.7%	71.6%	60.4%
营业利润	4,721	6,314	4,657	5,669	6,656	7,869
营业利润率	15.6%	16.2%	10.6%	11.0%	11.2%	11.5%
营业外收支	-43	-260	-82	-90	-90	-90
税前利润	4,678	6,054	4,574	5,579	6,566	7,779
利润率	15.4%	15.5%	10.4%	10.8%	11.1%	11.4%
所得税	-738	-1,066	-627	-781	-919	-1,089
所得税率	15.8%	17.6%	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	3,940	4,987	3,947	4,798	5,646	6,690
少数股东损益	277	252	217	220	220	220
归属于母公司的净利润	3,663	4,735	3,731	4,578	5,426	6,470
净利率	12.1%	12.1%	8.5%	8.9%	9.1%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,940	4,987	3,947	4,798	5,646	6,690
少数股东损益	277	252	217	220	220	220
非现金支出	1,981	2,852	2,785	1,819	2,009	2,190
非经营收益	-2,112	-4,165	-1,370	-2,963	-3,155	-3,217
营运资金变动	-1,285	210	-1,199	-1,263	-520	-625
经营活动现金净流	2,525	3,884	4,163	2,391	3,981	5,038
资本开支	-4,428	-4,875	-5,782	-4,444	-2,655	-2,855
投资	254	463	1,842	0	0	0
其他	-532	556	-125	4,500	4,700	4,700
投资活动现金净流	-4,706	-3,857	-4,064	56	2,045	1,845
股权募资	1,248	952	4,637	0	0	0
债权募资	2,254	1,809	3,747	-676	-506	-1,123
其他	-2,034	-3,593	-3,956	-3,235	-3,264	-3,255
筹资活动现金净流	1,467	-831	4,428	-3,911	-3,770	-4,378
现金净流量	-1,015	-939	4,656	-1,464	2,256	2,505

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,962	10,308	16,241	14,573	16,681	19,078
应收款项	5,762	7,316	8,771	9,675	11,140	12,849
存货	5,163	5,472	6,882	7,264	8,364	9,647
其他流动资产	4,199	7,328	3,385	4,024	4,326	4,679
流动资产	25,085	30,425	35,279	35,537	40,512	46,254
%总资产	30.0%	32.6%	32.9%	32.3%	35.0%	37.9%
长期投资	23,771	23,998	25,641	25,641	25,641	25,641
固定资产	12,257	12,537	15,165	15,172	15,248	15,368
%总资产	14.6%	13.4%	14.2%	13.8%	13.2%	12.6%
无形资产	20,499	23,308	26,817	29,568	30,214	30,833
非流动资产	58,601	62,869	71,885	74,542	75,223	75,922
%总资产	70.0%	67.4%	67.1%	67.7%	65.0%	62.1%
资产总计	83,686	93,294	107,164	110,079	115,734	122,176
短期借款	14,912	14,548	17,403	16,737	16,230	15,108
应付款项	7,405	10,060	11,637	13,071	14,996	17,207
其他流动负债	2,556	4,702	4,258	3,485	3,907	4,415
流动负债	24,872	29,310	33,298	33,293	35,133	36,730
长期贷款	7,146	6,694	11,600	11,600	11,600	11,600
其他长期负债	5,683	8,914	8,156	7,882	7,734	7,626
负债	37,702	44,918	53,055	52,775	54,467	55,956
普通股股东权益	36,996	39,192	44,582	47,557	51,300	56,033
其中：股本	2,563	2,563	2,672	2,672	2,672	2,672
未分配利润	17,505	21,040	23,217	26,191	29,934	34,667
少数股东权益	8,989	9,184	9,526	9,746	9,966	10,186
负债股东权益合计	83,686	93,294	107,164	110,079	115,734	122,176

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.429	1.848	1.396	1.713	2.031	2.421
每股净资产	14.435	15.292	16.684	17.797	19.198	20.969
每股经营现金净流	0.985	1.516	1.558	0.895	1.490	1.885
每股股利	0.430	0.560	0.600	0.600	0.630	0.650
回报率						
净资产收益率	9.90%	12.08%	8.37%	9.63%	10.58%	11.55%
总资产收益率	4.38%	5.08%	3.48%	4.16%	4.69%	5.30%
投入资本收益率	2.84%	2.63%	3.23%	1.92%	2.53%	3.41%
增长率						
主营业务收入增长率	6.02%	28.70%	12.68%	17.34%	15.14%	15.34%
EBIT增长率	5.80%	-1.78%	35.92%	-38.48%	36.51%	40.41%
净利润增长率	10.27%	29.28%	-21.21%	22.70%	18.54%	19.22%
总资产增长率	9.94%	11.48%	14.87%	2.72%	5.14%	5.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.8	49.6	56.5	56.5	56.5	56.5
存货周转天数	123.7	96.0	97.3	97.0	97.0	97.0
应付账款周转天数	69.2	67.3	78.3	78.0	78.0	78.0
固定资产周转天数	98.0	83.5	85.3	70.6	59.9	51.0
偿债能力						
净负债/股东权益	24.91%	18.70%	22.79%	23.27%	17.50%	10.87%
EBIT利息保障倍数	3.4	5.2	5.0	1.5	2.1	3.3
资产负债率	45.05%	48.15%	49.51%	47.94%	47.06%	45.80%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-26	买入	48.94	N/A
2	2022-07-27	买入	47.42	N/A
3	2022-08-01	买入	43.90	N/A
4	2022-08-30	买入	40.61	N/A
5	2022-10-31	买入	30.91	N/A
6	2022-11-19	买入	38.44	N/A
7	2022-11-20	买入	38.44	N/A
8	2022-12-23	买入	35.70	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402