

复星医药 (600196.SH) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2023年08月30日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 28.91

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 张楠

执业证书编号: S0740523070005

Email: zhangnan03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

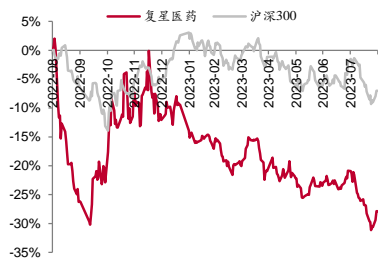
| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 39,005 | 43,952 | 45,353 | 52,757 | 61,408 |
| 增长率 yoy% | 28.72% | 12.68% | 3.19% | 16.33% | 16.40% |
| 净利润 (百万元) | 4,729 | 3,731 | 3,776 | 4,681 | 5,588 |
| 增长率 yoy% | 29.10% | -21.10% | 1.22% | 23.94% | 19.39% |
| 每股收益 (元) | 1.77 | 1.40 | 1.41 | 1.75 | 2.09 |
| 每股现金流量 | 1.47 | 1.58 | 0.79 | 0.75 | 0.96 |
| 净资产收益率 | 12.06% | 8.37% | 7.80% | 8.82% | 9.52% |
| P/E | 18.11 | 22.96 | 22.68 | 18.30 | 15.33 |
| PEG | 0.62 | -1.09 | 18.52 | 0.76 | 0.79 |
| P/B | 2.19 | 1.92 | 1.77 | 1.61 | 1.46 |

备注: 数据截止 2023.8.29

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 2,672 |
| 流通股本(百万股) | 1,232 |
| 市价(元) | 28.91 |
| 市值(亿元) | 77,252 |
| 流通市值(亿元) | 35,621 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **事件:** 2023年8月29日, 公司发布2023年半年报。2023年上半年实现营业总收入213.95亿元, 同比增长0.26%; 归母净利润17.78亿元, 同比增长14.87%; 扣非归母净利润13.73亿元, 同比下滑26.28%。
- **分季度看,** 2023Q2实现收入105.24亿元 (-3.96%), 归母净利润7.91亿元 (-27.13%), 扣非归母净利润4.53亿元 (-57.27%)。
- **医药工业维持稳健, 创新投入持续加大。** 2023年上半年医药工业实现营收159.95亿元 (+11.64%), 毛利率55.52% (+0.95pp)。汉斯状实现收入5.56亿元, 汉曲优收入12.77亿元 (+57.1%)、苏可欣收入4.78亿元 (+32.7%), 新品和次新品收入保持快速增长。其中, 但复必泰 (mRNA 新冠疫苗) 销量同比显著下降。医药工业的研发投入25.19亿元 (+22.16%), 占医药工业收入的15.75%。
- **器械诊断、医疗服务占比维持25%-30%。** 2023年上半年器械诊断实现营业收入22.18亿元 (-45.14%), 毛利率52.57% (+18.12pp), 体外诊断受抗疫产品影响承压。医疗服务实现营业收入31.30亿元 (+7.27%), 毛利率20.64% (+2.96pp), 线下医院收入恢复、线上业务进一步聚焦、优化支出。
- **在研品种进展顺利, 创新转型进行时。** 自2020年以来, 公司新品占比不断提升, 研发项目推进顺利, 逐步进入收获期。重点在研品种进展顺利, 1) PD-1抑制剂斯鲁单抗 (汉斯状): 先后获批三项适应症 (MSI-H 实体瘤、鳞状非小细胞肺癌、广泛期小细胞肺癌), 第四项适应症 (食管鳞状细胞癌) 在中国境内的上市申请已受理。2) 目前覆盖1500家医院, 2019年授予KG Bio 汉斯状单药疗法及两项联合疗法在东南亚10个国家的独家开发和商业化权。2) CAR-T产品: 1) 首个产品奕凯达 (阿基仑赛注射液) 21.6 中国获批上市, 治疗既往接受二线或以上系统性治疗后复发或难治性大B细胞淋巴瘤 (r/r LBCL) 成人患者; 其他两项适应症处于临床阶段。第二款CAR-T产品FKC889两项适应症于22.3、22.12 中国获批临床。
- **盈利预测与投资建议:** 结合公司半年度业绩, 考虑到抗疫产品显著下降、Gland 产线调整影响, 我们调整2023-2025年营业收入分别为453.53、527.57、614.08亿元 (调整前值为513、602、715亿元), 同比增长3.19%、16.33%、16.40%; 归母净利润分别为37.76、46.81、55.88亿元 (调整前值为49、58、68亿元), 同比增长1.22%、23.94%、19.39%。公司是国内创新药龙头企业之一, 创新药进入集中收获期、主业结构性改善重回增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 外延并购不达预期; 新药研发失败的风险; 化学仿制药带量采购降幅和范围超预期的风险; 研报使用的信息数据更新不及时的风险

| | | |
|--------------------|--------------------------------------|-------|
| 内容目录 | 净利润增长稳健，创新产品如火如荼 | - 3 - |
| | 净利润增速稳健，抗疫产品下滑明显 | - 3 - |
| 制药转型成效进行时，研发投入持续加大 | | - 6 - |
| | 医药工业收入 159.95 亿元 (+11.64%)，核心子公司稳健增长 | - 6 - |
| | 器械诊断收 22.18 亿元 (-45.14%)，抗疫产品下滑明显 | - 7 - |
| | 医疗服务收入 31.30 亿元 (+7.27%)，线下恢复、线上聚焦 | - 8 - |
| 风险提示 | | - 8 - |

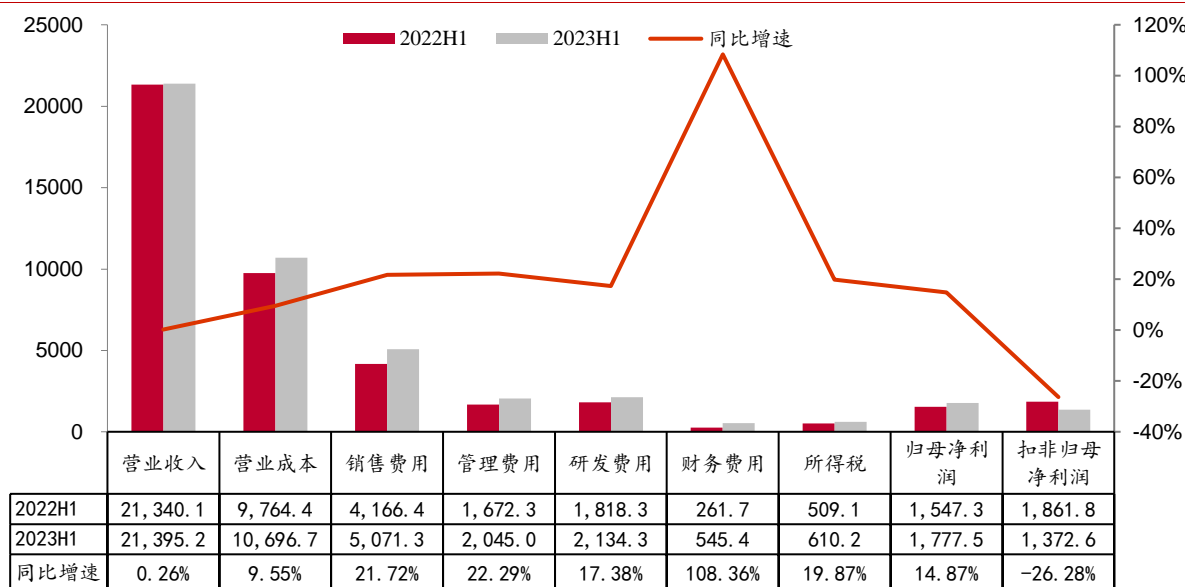
| | | |
|------|--------------------------------------|-------|
| 图表目录 | 图表 1: 复星医药主要财务指标 (单位: 百万元, %) | - 3 - |
| | 图表 2: 复星医药分季度财务数据 (单位: 百万元, %) | - 3 - |
| | 图表 3: 复星医药分季度收入情况 (单位: 百万元, %) | - 3 - |
| | 图表 4: 复星医药分季度归母净利润情况 (单位: 百万元, %) | - 3 - |
| | 图表 5: 复星医药分季度扣非归母净利润情况 (单位: 百万元, %) | - 4 - |
| | 图表 6: 复星医药分板块收入构成 (单位: %) | - 4 - |
| | 图表 7: 复星医药分板块毛利构成 (单位: %) | - 4 - |
| | 图表 8: 复星医药盈利水平 (单位: %) | - 5 - |
| | 图表 9: 复星医药期间费率情况 (单位: %) | - 5 - |
| | 图表 10: 复星医药研发投入情况 (单位: 百万元, %) | - 5 - |
| | 图表 11: 复星医药 23H1 重要研发进展 | - 5 - |
| | 图表 12: 复星医药医药工业收入&毛利率情况 (单位: 百万元, %) | - 6 - |
| | 图表 13: 复星医药医药工业核心子公司一览 (单位: 百万元, %) | - 7 - |
| | 图表 14: 复星医药诊断器械收入&毛利率情况 (单位: 百万元, %) | - 7 - |
| | 图表 15: 复星医药医疗服务收入&毛利率情况 (单位: 百万元, %) | - 8 - |
| | 图表 16: 复星医药财务模型预测 | - 9 - |

净利润增长稳健，创新产品如火如荼

净利润增速稳健，抗疫产品下滑明显

- 2023年上半年实现营业总收入 213.95 亿元，同比增长 0.26%；归母净利润 17.78 亿元，同比增长 14.87%；扣非归母净利润 13.73 亿元，同比下滑 26.28%。

图表 1: 复星医药主要财务指标 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 分季度看, 2023Q2 实现收入 105.24 亿元 (-3.96%), 归母净利润 7.91 亿元 (-27.13%), 扣非归母净利润 4.53 亿元 (-57.27%)。

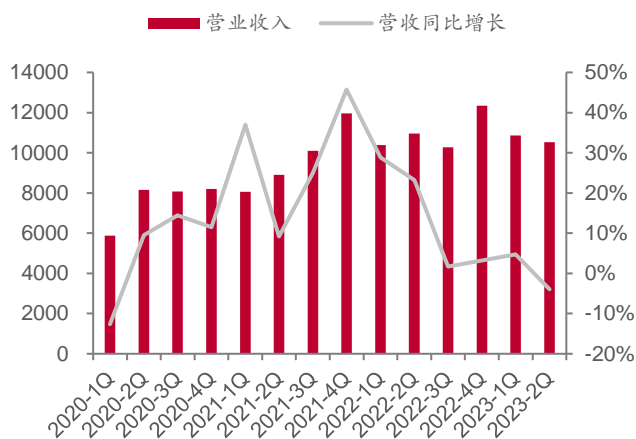
图表 2: 复星医药分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

| 指标 | 2020-1Q | 2020-2Q | 2020-3Q | 2020-4Q | 2021-1Q | 2021-2Q | 2021-3Q | 2021-4Q | 2022-1Q | 2022-2Q | 2022-3Q | 2022-4Q | 2023-1Q | 2023-2Q |
|-----------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 5880.51 | 8147.66 | 8,074.58 | 8,204.24 | 8,056.12 | 8,896.28 | 10,095.88 | 11,956.81 | 10,381.94 | 10,958.11 | 10,270.02 | 12,341.48 | 10,870.72 | 10,524.47 |
| 营收同比增长 | -12.62% | 9.47% | 14.45% | 11.51% | 37.00% | 9.19% | 25.03% | 45.74% | 28.87% | 23.18% | 1.72% | 3.22% | 4.71% | -3.96% |
| 营收环比增长 | -20.07% | 38.55% | -0.90% | 1.61% | -1.81% | 10.43% | 13.48% | 18.43% | -13.17% | 5.55% | -6.28% | 20.17% | -11.92% | -3.19% |
| 营业成本 | 2638.65 | 3577.22 | 3538.65 | 3676.66 | 3824.21 | 4286.66 | 5,271.21 | 6,846.19 | 5,861.10 | 5,714.56 | 5,332.26 | 6,261.77 | 5,294.79 | 5,403.73 |
| 毛利率 | 55.13% | 56.10% | 56.18% | 55.19% | 52.53% | 51.82% | 47.79% | 42.74% | 43.55% | 47.85% | 48.08% | 49.26% | 51.29% | 48.66% |
| 销售费用 | 1681.05 | 2250.02 | 2351.01 | 2181.86 | 2139.51 | 2217.47 | 2,455.70 | 2,286.22 | 2,066.84 | 2,099.56 | 2,316.39 | 2,688.39 | 2,515.25 | 2,556.05 |
| 管理费用 | 586.46 | 701.62 | 714.4 | 960.02 | 673.66 | 791.11 | 785.99 | 965.07 | 785.52 | 886.80 | 945.02 | 1,210.76 | 991.09 | 1,053.92 |
| 研发费用 | 492.63 | 711.79 | 673.28 | 917.79 | 640.84 | 921.05 | 851.90 | 1,420.70 | 805.34 | 1,012.99 | 1,030.21 | 1,453.55 | 968.87 | 1,165.41 |
| 财务费用 | 134.6 | 153.87 | 198.64 | 237.17 | 128.47 | 154.52 | 110.47 | 70.60 | 106.80 | 154.94 | 115.88 | 269.79 | 261.26 | 284.11 |
| 营业利润 | 789.58 | 1532.45 | 1067.94 | 1331.17 | 1159.46 | 2168.27 | 1,371.48 | 1,614.52 | 895.95 | 1,650.79 | 1,045.79 | 1,064.12 | 1,427.14 | 1,255.47 |
| 利润总额 | 769.36 | 1532.33 | 1058.57 | 1317.58 | 1145.17 | 2159.05 | 1,361.98 | 1,387.63 | 887.65 | 1,484.76 | 1,030.43 | 1,171.54 | 1,384.76 | 1,270.71 |
| 所得税 | 120.87 | 271.21 | 218.29 | 127.49 | 166.52 | 384.13 | 180.62 | 335.13 | 243.36 | 265.73 | 102.45 | 15.37 | 270.51 | 339.73 |
| 归母净利润 | 577.2 | 1137.51 | 764.27 | 1183.83 | 847.19 | 1635.19 | 1,082.36 | 1,170.54 | 462.51 | 1,084.82 | 907.03 | 1,276.44 | 986.97 | 790.50 |
| 归母净利润同比 | -18.97% | 41.51% | 39.57% | -5.89% | 46.78% | 43.75% | 41.62% | -1.12% | -45.41% | -33.66% | -16.20% | 9.05% | 113.39% | -27.13% |
| 净利率 | 9.82% | 13.96% | 9.47% | 14.43% | 10.52% | 18.38% | 10.72% | 9.79% | 4.45% | 9.90% | 8.83% | 10.34% | 9.08% | 7.51% |
| 扣非归母净利润 | 436.42 | 867.93 | 755.19 | 657.97 | 657.95 | 912.28 | 905.04 | 802.03 | 800.95 | 1060.89 | 997.23 | 1013.69 | 919.32 | 453.31 |
| 扣非归母净利润同比 | -17.59% | 36.03% | 36.12% | 28.62% | 50.76% | 5.11% | 19.84% | 21.89% | 21.73% | 16.29% | 10.19% | 26.39% | 14.78% | -57.27% |
| 扣非净利率 | 7.42% | 10.65% | 9.35% | 8.02% | 8.17% | 10.25% | 8.96% | 6.71% | 7.71% | 9.68% | 9.71% | 8.21% | 8.46% | 4.31% |

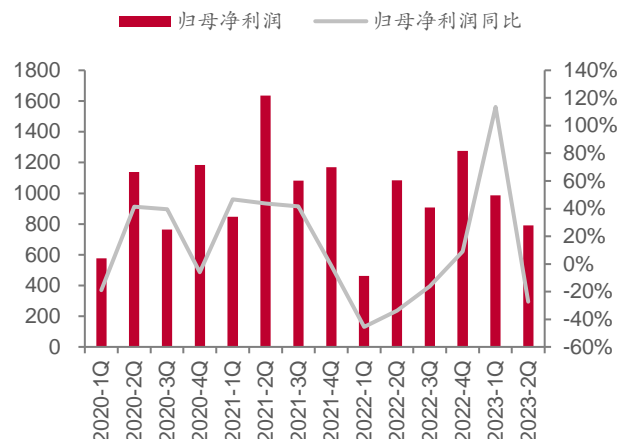
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 复星医药分季度收入情况 (单位: 百万元, %)

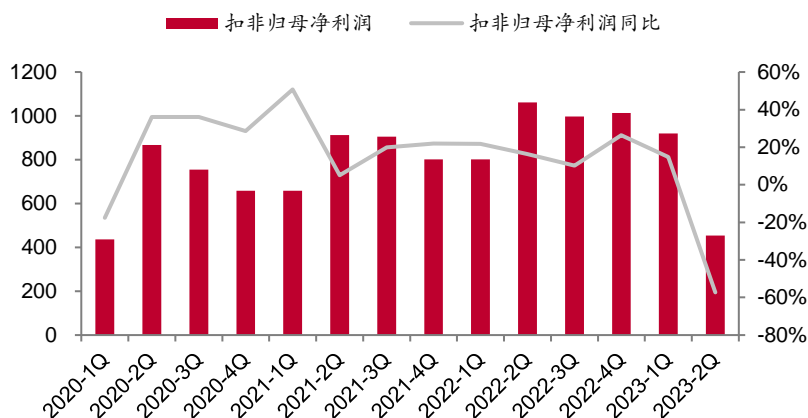
图表 4: 复星医药分季度归母净利润情况 (单位: 百万元, %)



来源：公司公告，中泰证券研究所

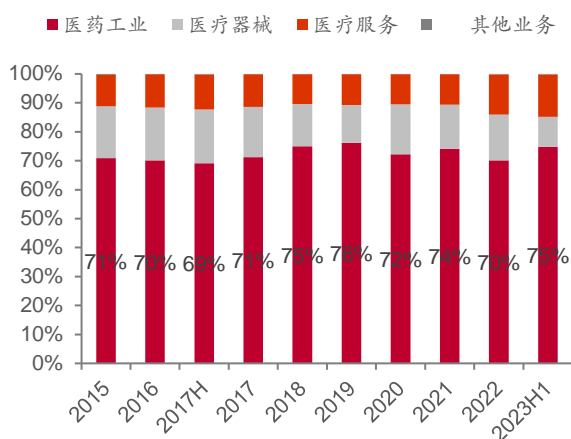


来源：公司公告，中泰证券研究所

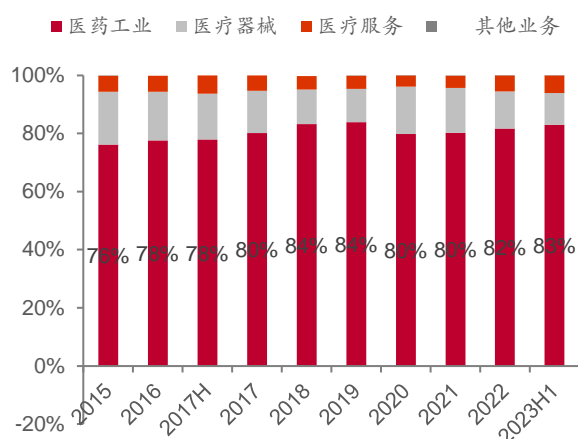
图表 5：复星医药分季度扣非归母净利润情况（单位：百万元，%）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **医药工业 75%收入占比、83%毛利占比。**2023 年上半年医药工业、器械诊断、医疗服务收入占比分别约为 74.76%、10.37%和 14.63%；占毛利比重分别为 83.02%、10.90%和 6.04%。

图表 6：复星医药分板块收入构成（单位：%）


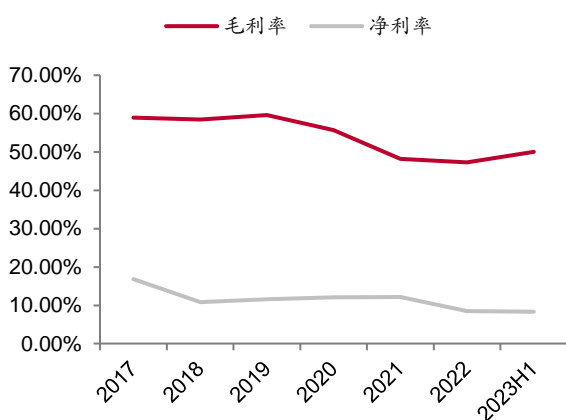
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：复星医药分板块毛利构成（单位：%）


来源：公司公告，中泰证券研究所

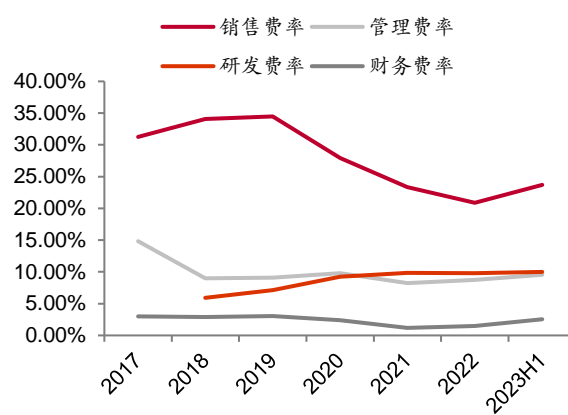
- **销售费用增加明显，研发费率维持稳定。**2023年上半年销售费用 50.71 亿元 (+21.72%)，销售费率 23.70% (+4.18pp)。管理费用 20.45 亿元 (+22.29%)，管理费率 9.56% (+1.72pp)。研发费用 21.34 亿元 (+17.38%)，研发费率 9.98% (+1.45pp)，公司继续加大对创新药的研发投入，为下一阶段增长增添动力。财务费用 5.45 亿元(+108.36%)，财务费率 2.55% (+1.32pp)。
- **2023 年上半年研发投入 28.84 亿元 (+20.22%)，费用化 21.34 亿元 (+17.38%)，**其中医药工业的研发投入 25.19 亿元 (+22.16%)，占医药工业收入的 15.75%。目前公司拥有在研创新药、生物类似药超 70 项，其中创新药 64 项、生物类似药 9 项。

图表 8: 复星医药盈利水平 (单位: %)



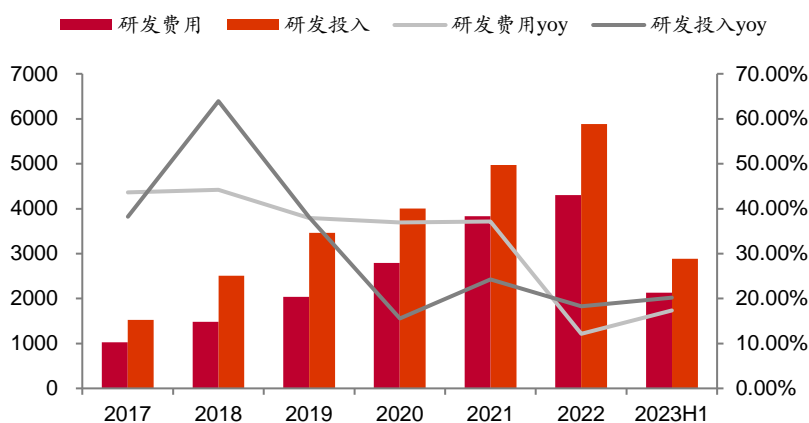
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 复星医药期间费率情况 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 复星医药研发投入情况 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 复星医药 23H1 重要研发进展

| 23H1进展 | 药品名称/代号 | 靶点/机制 | 药品类型注 | 适应症 | 备注 |
|---------------|---|------------|---------|---|---------------------|
| NDA 获批 (5项) | 汉斯状 (斯鲁单抗注射液) | PD-1 | 治疗用生物制品 | 一线治疗广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC) | 联合化疗 (卡铂和依托泊苷) |
| | 类凯达 (阿基仑赛注射液) | CD19 | 治疗用生物制品 | 治疗一线免疫化疗无效或在一线免疫化疗后12个月内复发的成人B细胞淋巴瘤 (r/r LBCL) | - |
| | 倍稳 (盐酸凯普拉生片) | P-CAB | 化学药品 | 十二指肠溃疡 (DU) | - |
| | | P-CAB | 化学药品 | 反流性食管炎 (RE) | - |
| | 复必泰二价疫苗 (mRNA新冠疫苗原始株/Omicron变异株BA.4-S蛋白5二价疫苗) | - | - | 预防由新型冠状病毒 (SARS-CoV-2) 感染所致疾病 (COVID-19) | - |
| NDA 获受理 (4项) | 斯鲁单抗注射液 | PD-1 | - | 一线治疗广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC) | 联合化疗 (卡铂和依托泊苷) |
| | DaxibotulinumtoxinA型肉毒杆菌毒素 (RT002) | / | 治疗用生物制品 | 暂时性改善成人因皱眉肌/或降眉间肌活动引起的中度至重度皱眉纹 | - |
| | 盐酸替纳帕诺片 (Tenapanor) | NHE3 | - | 便秘型肠易激综合症 | - |
| | 注射用曲妥珠单抗注6 (中国境内商品名: 汉曲优、欧盟商品名: Zerceptac) | HER2 | - | (1)辅助治疗HER2过表达乳腺癌; (2)治疗HER2过表达转移性乳腺癌; (3)治疗HER2过表达转移性胃腺癌或胃食管交界腺癌 | - |
| 进入III期临床 (1项) | FS-1502 (注射用重组HER2人源化单克隆抗体单甲基奥瑞他汀F偶联剂) | HER2 | 治疗用生物制品 | HER2阳性局部晚期或转移性乳腺癌 | - |
| 进入II期临床 (2项) | HLX26 (重组抗LAG-3人源化单克隆抗体注射液) | LAG-3 | 治疗用生物制品 | 转移性结直肠癌 (mCRC) | 联合汉斯状 (斯鲁单抗注射液) 和化疗 |
| | HLX208 (BRAF V600E抑制剂) | BRAF V600E | 化学药品 | 非小细胞肺癌 (NSCLC) | 联合汉斯状 (斯鲁单抗注射液) |
| 进入I期临床 (1项) | HLX15 (重组抗CD38全人单克隆抗体注射液) | CD38 | 治疗用生物制品 | 多发性骨髓瘤 (MM) | - |
| IND 获批 (7项) | HLX51 (注射用重组抗OX40人源化单克隆抗体) | OX40 | 治疗用生物制品 | 晚期/转移性实体瘤和淋巴瘤 | - |
| | HLX26 (重组抗LAG-3人源化单克隆抗体注射液) | LAG-3 | 治疗用生物制品 | 一线治疗晚期非小细胞肺癌 (NSCLC) | 联合汉斯状 (斯鲁单抗注射液) 和化疗 |
| | HLX13 (重组抗CTLA-4全人单克隆抗体注射液) | CTLA-4 | 治疗用生物制品 | 肝癌 | - |
| | FCN-159 | MEK1/2 | 化学药品 | 儿童朗格汉斯细胞组织细胞增生症 | - |
| | FCN-338 | BCL-2 | 化学药品 | 治疗髓系恶性血液疾病 | 联合阿扎胞苷或化疗 |
| | FCN-016 | ROCK | 化学药品 | 青光眼或高血压 | - |
| | SZEY-2108 | PBPs | 化学药品 | 耐碳青霉烯类肠杆菌科细菌 (CRE) 感染 | - |

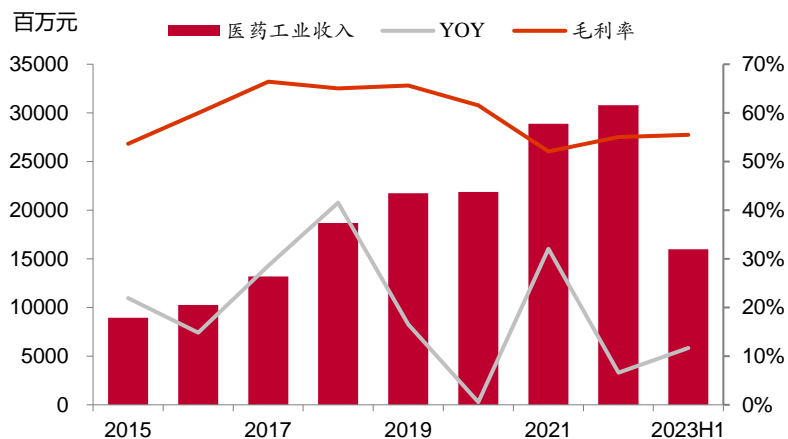
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

制药转型成效进行时, 研发投入持续加大

医药工业收入 159.95 亿元 (+11.64%), 核心子公司稳健增长

- **2023 年上半年医药工业实现营业收入 159.95 亿元 (+11.64%)**, 实现分部业绩 16.60 亿元 (-12.17%), 分部利润 14.22 亿元 (-9.60%), 毛利率 55.52% (+0.95pp)。
- **产品结构来看**, 汉斯状 (斯鲁单抗注射液)、汉曲优 (注射用曲妥珠单抗) 及曲妥珠单抗原液、苏可欣 (马来酸阿伐曲泊帕片) 等新品和次新品收入保持快速增长。其中汉斯状于实现收入 5.56 亿元, 汉曲优收入同比增长 57.1%、苏可欣收入同比增长 32.7%, 复必泰 (mRNA 新冠疫苗) 销量同比显著下降。
- **核心子公司来看**, 核心子公司重庆药友利润实现增长, 江苏万邦收入利润实现快速恢复。

图表 12: 复星医药医药工业收入&毛利率情况 (单位: 百万元, %)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13: 复星医药医药工业核心子公司一览 (单位: 百万元, %)

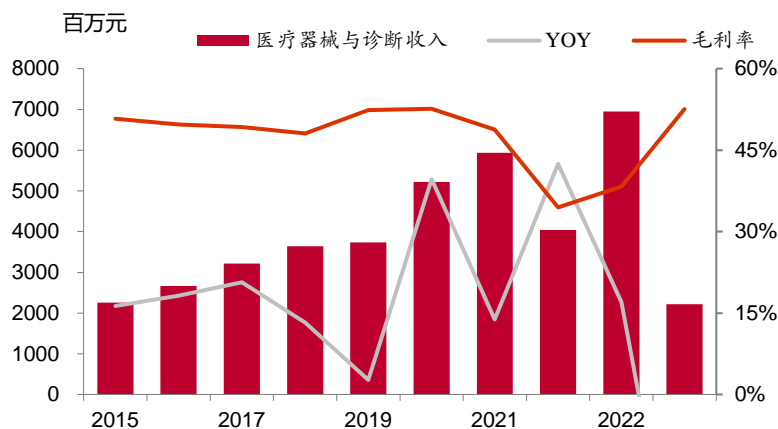
| 核心子公司 | 主要产品 | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H | 2020 | 2021 | 2022 | 2023H1 |
|-------|----------------------------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 重庆药友 | 阿托莫兰、优帝尔、炎琥宁等 | 收入 | 3,919.27 | 5,734.35 | 6,143.63 | 2,433.35 | 5,426.00 | 5,749.00 | 5,063.00 | 2,974.00 |
| | | YOY | 25.36% | 46.31% | 7.14% | -22.34% | -11.68% | 5.95% | -11.93% | 16.04% |
| | | 净利润 | 464.10 | 705.06 | 806.21 | 415.95 | 809.00 | 809.00 | 805.00 | 433.00 |
| | | YOY | 48.84% | 51.92% | 14.35% | 2.47% | 0.35% | 0.00% | -0.49% | 5.61% |
| 江苏万邦 | 优立通、万苏林、万苏平、西黄胶囊、EPO、肝素系列等 | 收入 | 3,190.88 | 4,006.62 | 5,400.70 | 2,849.20 | 6,875.00 | 7,040.00 | 7,986.00 | 4,166.00 |
| | | YOY | 13.90% | 25.56% | 34.79% | 14% | 27.30% | 2.40% | 13.44% | 8.66% |
| | | 净利润 | 341.22 | 451.67 | 653.86 | 368.70 | 774.00 | 501.00 | 737.00 | 434.00 |
| | | YOY | 8.28% | 32.37% | 44.76% | 15% | 18.37% | -35.27% | 47.11% | 20.89% |
| Gland | 万古霉素、依诺肝素钠、卡泊芬净等 | 收入 | 1492.00 | 1912.92 | 2506.80 | 1477.25 | 3026.00 | 3658.00 | 3371.00 | 1690.00 |
| | | YOY | 9.87% | 26.62% | 31.05% | 24% | 20.71% | 20.89% | -7.85% | 1.38% |
| | | 净利润 | 413.70 | 283.25 | 512.97 | 419.25 | 719.00 | 879.00 | 689.00 | 137.00 |
| | | YOY | 31.92% | 39.92% | 81.10% | 99% | 40.16% | 22.25% | -21.62% | -61.94% |

来源：公司公告，中泰证券研究所

器械诊断收 22.18 亿元 (-45.14%)，抗疫产品下滑明显

- **2023 年上半年器械诊断实现营业收入 22.18 亿元 (-45.14%)，实现分部业绩 0.56 亿元 (-87.27%)，分部利润 1.14 亿元 (-83.69%)，毛利率 52.57% (+18.12pp)。**
- **1) 医疗美容:** 复锐医疗科技 (Sisram) 实现营收 1.72 亿美元 (-1.71%)、净利润 1878 万美元 (-8.50%)，收入变动主要受欧洲、中东及非洲等区域业务的周期性波动、部分区域从分销模式向直销模式转型过程中阶段性影响所致。**2) 呼吸健康:** Breas 深耕欧洲，拓展中美。Vivo 1、2、3 型呼吸机均获批于中国境内上市，并已启动新一代呼吸健康产品的研发。**3) 专业医疗:** 布局肿瘤诊疗、骨科、神经科三大领域，联营公司直观复星“达芬奇手术机器人”2023 年上半年装机量为 34 台。**4) 诊断业务:** 新冠抗原、核酸检测试剂收入显著下降，收入及利润短期影响明显。随着新冠疫情不再构成“国际关注的突发公共卫生事件”，医学诊断业务重心向非抗疫产品调整。

图表 14: 复星医药诊断器械收入&毛利率情况 (单位: 百万元, %)

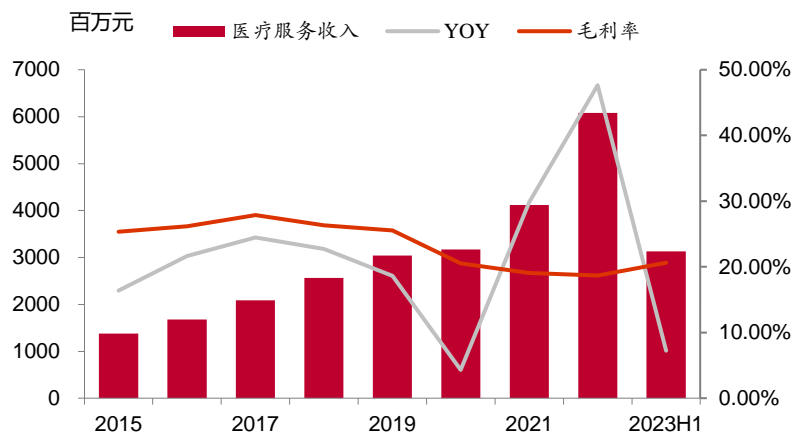


来源：公司公告，中泰证券研究所

医疗服务收入 31.30 亿元 (+7.27%)，线下恢复、线上聚焦

- 医疗服务实现营业收入 31.30 亿元(+7.27%)，毛利率 20.64%(+2.96pp)。线下医院收入恢复以及线上业务进一步聚焦、优化支出，实现分部业绩 -1.51 亿元，同比减少亏损 2.36 亿元，分部利润-2.68 亿元，同比减少亏损 1.74 亿元。

图表 15: 复星医药医疗服务收入&毛利率情况 (单位: 百万元, %)



来源：公司公告，中泰证券研究所

风险提示

- **外延并购不达预期。**公司近年来成功完成 Gland Pharma 等重大并购项目，但外部市场环境和政策变化大，未来可能的外延并购存在不达预期的风险。
- **新药研发失败的风险。**公司在研管线丰富，生物类似药、小分子创新药等多个平台推进。但药品研发是一个高风险行业，存在进度不及预期及研发失败的风险。
- **化学仿制药带量采购降幅和范围超预期的风险。**随着一致性评价和带量采购的逐步推进，预计未来更多的品种会进入带量采购目录。未来公司传统化学仿制药业务存在进入带量采购降价的风险。

图表 16: 复星医药财务模型预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 35279 | 41948 | 50101 | 59413 | 营业收入 | 43952 | 45353 | 52757 | 61408 |
| 现金 | 16241 | 20852 | 26473 | 33068 | 营业成本 | 23170 | 23479 | 27272 | 31694 |
| 应收账款 | 7588 | 7195 | 8354 | 9867 | 营业税金及附加 | 228 | 254 | 284 | 337 |
| 其他应收款 | 599 | 717 | 848 | 957 | 营业费用 | 9171 | 11338 | 13189 | 15352 |
| 预付账款 | 1607 | 1914 | 2133 | 2467 | 管理费用 | 3828 | 4535 | 5276 | 6141 |
| 存货 | 6882 | 7520 | 8606 | 9537 | 财务费用 | 647 | 1493 | 1432 | 1415 |
| 其他流动资产 | 2361 | 3751 | 3687 | 3516 | 资产减值损失 | -272 | -438 | -448 | -415 |
| 非流动资产 | 71885 | 69796 | 70842 | 71593 | 公允价值变动收益 | -2498 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 23145 | 22852 | 22921 | 22935 | 投资净收益 | 4378 | 4500 | 4500 | 4500 |
| 固定资产 | 10268 | 12211 | 12866 | 12879 | 营业利润 | 4657 | 4788 | 5849 | 6981 |
| 无形资产 | 12471 | 13430 | 14480 | 15527 | 营业外收入 | 35 | 32 | 34 | 33 |
| 其他非流动资产 | 26001 | 21304 | 20575 | 20252 | 营业外支出 | 118 | 203 | 160 | 182 |
| 资产总计 | 107164 | 111744 | 120943 | 131006 | 利润总额 | 4574 | 4617 | 5722 | 6832 |
| 流动负债 | 33298 | 31182 | 32718 | 34014 | 所得税 | 627 | 633 | 784 | 936 |
| 短期借款 | 11932 | 10425 | 10760 | 10844 | 净利润 | 3947 | 3984 | 4938 | 5896 |
| 应付账款 | 5426 | 5335 | 6242 | 7264 | 少数股东损益 | 217 | 208 | 258 | 307 |
| 其他流动负债 | 15940 | 15422 | 15717 | 15907 | 归属母公司净利润 | 3731 | 3776 | 4681 | 5588 |
| 非流动负债 | 19757 | 22416 | 25140 | 28012 | EBITDA | 7537 | 7748 | 8884 | 10064 |
| 长期借款 | 11600 | 13878 | 16578 | 19504 | EPS (元) | 1.40 | 1.41 | 1.75 | 2.09 |
| 其他非流动负债 | 8156 | 8537 | 8563 | 8507 | | | | | |
| 负债合计 | 53055 | 53598 | 57858 | 62026 | | | | | |
| 少数股东权益 | 9526 | 9734 | 9992 | 10299 | | | | | |
| 股本 | 2672 | 2672 | 2672 | 2672 | | | | | |
| 资本公积 | 16992 | 16992 | 16992 | 16992 | | | | | |
| 留存收益 | 26170 | 28748 | 33428 | 39017 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 44582 | 48412 | 53093 | 58681 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 107164 | 111744 | 120943 | 131006 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 4218 | 2107 | 2003 | 2559 |
| 净利润 | 3947 | 3984 | 4938 | 5896 |
| 折旧摊销 | 2233 | 1466 | 1602 | 1668 |
| 财务费用 | 647 | 1493 | 1432 | 1415 |
| 投资损失 | -4378 | -4500 | -4500 | -4500 |
| 营运资金变动 | -1199 | -1420 | -1360 | -1782 |
| 其他经营现金流 | 2967 | 1084 | -110 | -138 |
| 投资活动现金流 | -4064 | 2275 | 2214 | 2492 |
| 资本支出 | 5889 | 121 | 133 | 146 |
| 长期投资 | 2330 | -293 | 70 | 14 |
| 其他投资现金流 | 4155 | 2103 | 2416 | 2653 |
| 筹资活动现金流 | 4428 | 228 | 1405 | 1544 |
| 短期借款 | 2511 | -1506 | 335 | 84 |
| 长期借款 | 4906 | 2278 | 2699 | 2927 |
| 普通股增加 | 109 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2952 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -6050 | -543 | -1629 | -1467 |
| 现金净增加额 | 4710 | 4610 | 5622 | 6595 |

| 主要财务比率 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 12.7% | 3.2% | 16.3% | 16.4% |
| 营业利润 | -26.1% | 2.8% | 22.2% | 19.3% |
| 归属于母公司净利润 | -21.1% | 1.2% | 23.9% | 19.4% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 47.3% | 48.2% | 48.3% | 48.4% |
| 净利率(%) | 8.5% | 8.3% | 8.9% | 9.1% |
| ROE(%) | 8.4% | 7.8% | 8.8% | 9.5% |
| ROIC(%) | 10.3% | 11.9% | 13.2% | 14.5% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 49.5% | 48.0% | 47.8% | 47.3% |
| 净负债比率(%) | 54.67% | 55.81% | 56.73% | 57.83% |
| 流动比率 | 1.06 | 1.35 | 1.53 | 1.75 |
| 速动比率 | 0.85 | 1.10 | 1.26 | 1.46 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.44 | 0.41 | 0.45 | 0.49 |
| 应收账款周转率 | 6 | 6 | 7 | 7 |
| 应付账款周转率 | 4.66 | 4.36 | 4.71 | 4.69 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.40 | 1.41 | 1.75 | 2.09 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.58 | 0.79 | 0.75 | 0.96 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 16.68 | 18.12 | 19.87 | 21.96 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 22.96 | 22.68 | 18.30 | 15.33 |
| P/B | 1.92 | 1.77 | 1.61 | 1.46 |
| EV/EBITDA | 11 | 11 | 9 | 8 |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。