



创新药板块表现出色，持续转型升级

——复星医药深度报告

2024年08月28日

- 事件：**2024.8.27 公司发布半年报，2024H1 营收 204.63 亿元，同比下滑 4%，不含新冠产品同比增加 5%；归母净利润 12.25 亿元，同比下降 31%；扣非 12.54 亿元，同比下降 9%。24Q2 营收 103.06 亿元，同比下降 2%；归母净利润 6.15 亿元，同比下降 22%，由于 24Q2 金融资产公允价值变动为-2.6 亿元，同比下滑 8 亿元；扣非归母净利润 6.46 亿元，同比增加 42%。
- 24H1 创新药品收入稳健增长，器械和服务板块利润承压。**1) 制药业务营收 147 亿元，同比下滑 8%，占比 72%，不含新冠营收同比增加 1.89%，利润 15.71 亿元，同比增加 10%。抗肿瘤产品营收 41 亿元，同比增加 10%，主要是曲妥珠单抗、斯鲁利单抗等产品销售增长；抗感染产品营收 14.53 亿元，同比下滑 56%，由于阿兹夫定片等销售减少；心血管产品营收 10 亿元，同比增加 22%，由于肝素制剂海外市场及一心坦销售增长。2) 医疗器械与医学诊断营收 21 亿元，同比下滑 7%，不含新冠营收同比增加 5%，利润-0.54 亿元，同比减少 1.68 亿元，主要是新冠抗原、核酸检测试剂收入大幅下降，医学诊断产品销售未达预期，复锐医疗部分区域转直销成本上升。3) 医疗健康服务营收 37 亿元，同比增加 17%，利润-1.40 亿元，同比减少亏损 1.28 亿元，减亏由于线上业务聚焦、优化支出及药械集采的降本效益。
- 费用管控良好，整体费用率下降。**24H1 销售费用率 21%，同比下滑 3pct；管理费用率 10%，同比增加 0.5pct，剔除新并购企业的影响，管理费用下降约 2 亿元；研发费用率 9%，同比下滑 1pct，研发投入共计 27.37 亿元，包含研发费用 18.62 亿元，制药板块研发费用 15.72 亿元，公司在创新研发投入持续加大。
- 研发及 BD 创新药持续获批，创新药增长动能提升。**24H1 自主研发及许可引进的 4 个创新药/生物类似药共 9 项适应症获批上市。曲妥珠单抗美国上市，狂犬疫苗（Vero 细胞）中国上市，阿达木单抗 4 项新增适应症中国获批，马来酸阿伐曲泊帕片第二项适应症中国获批。
- 投资建议：**公司上市产品丰富，覆盖领域广泛，随着抗肿瘤产品的上市，高毛利生物药销售额和销售占比逐步提升，同时公司持续布局大分子和小分子研发和引进，创新化和国际化为公司贡献新增量。我们预计 2024-2026 年公司营收 447/495/545 亿元，同比增速 8%/11%/10%，归母净利润 28/35/42 亿元，同比增速 18%/23%/22%，对应 PE 为 21/17/14X，对标同类公司估值均值，公司当前盈利预测对应 24 年 PE 已处于合理水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格上涨的风险；汇率波动影响公司汇兑收益的风险；下游需求恢复不及预期的风险；产品销售不及预期风险；研发进度不及预期的风险。

复星医药 (600196.SH)

推荐 首次覆盖

分析师

程培

☎: 021-2025-7805

✉: chengpei_lyj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

宋丽莹

✉: songliying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524050001

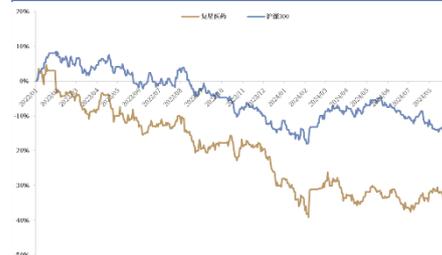
市场数据

2024-08-28

股票代码	600196.SH
A 股收盘价(元)	22.36
上证指数	2837.43
总股本	267239.87
实际流通 A 股(万股)	211848.88
流通 A 股市值(亿元)	473.69

相对沪深 300 表现图

2024-08-28



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41399.54	44730.16	49460.90	54528.18
收入增长率%	-5.81	8.05	10.58	10.25
归母净利润(百万元)	2386.27	2822.11	3468.47	4225.05
利润增速%	-36.04	18.26	22.90	21.81
毛利率%	47.84	48.17	48.55	48.90
摊薄EPS(元)	0.89	1.06	1.30	1.58
PE	25.04	21.17	17.23	14.14
PB	1.31	1.25	1.19	1.13
PS	1.44	1.34	1.21	1.10

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

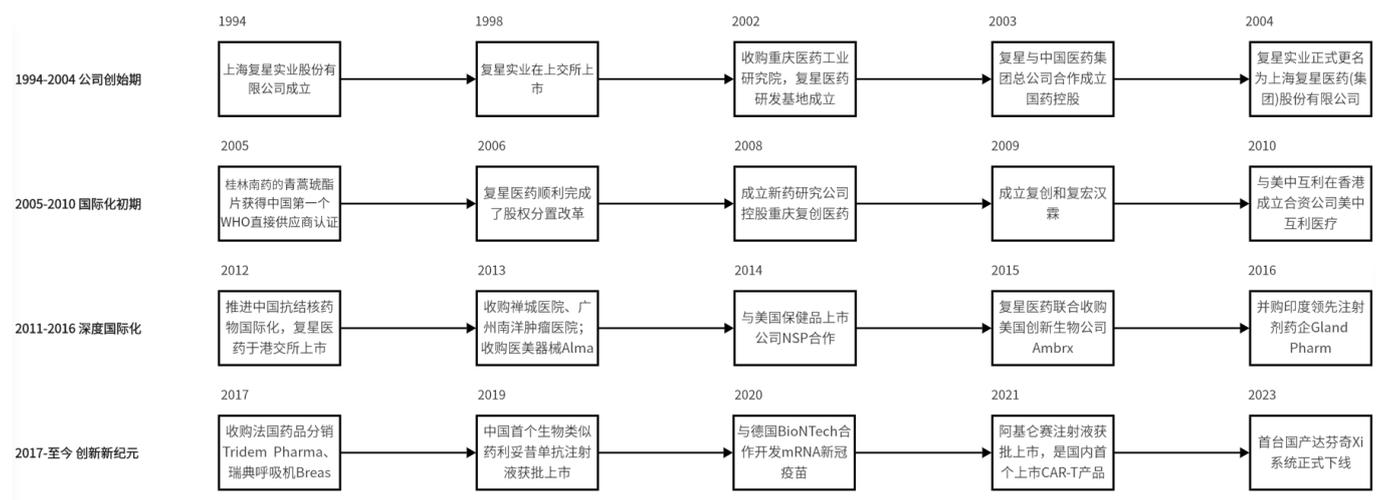
Catalog

一、 复星医药：创新驱动下的医药行业领军者	4
二、 创新产品稳定增长，国际化和创新化持续推进	9
(一) 制药板块：新产品上市带动抗肿瘤及免疫调节板块增长	9
(二) 医疗器械与诊断板块：医疗器械推陈出新，医学诊断业务短期承压	13
(三) 医疗服务减亏，医药流通贡献稳定利润	15
三、 盈利预测与估值	17
(一) 业务拆分	17
(二) 投资建议	17
四、 风险提示	19

一、复星医药：创新驱动下的医药行业领军者

上海复星医药（集团）股份有限公司成立于1994年，经历20多年的发展，已经成为全球化医药健康产业集团。复星医药原名复星实业，是复星系第一家上市公司，1998年在上交所上市，2012年在H股发售。2004年12月正式更名为复星医药，对旗下医药企业进行合理的股权梳理，整合复星系医药资源，对其他产业逐步剥离。

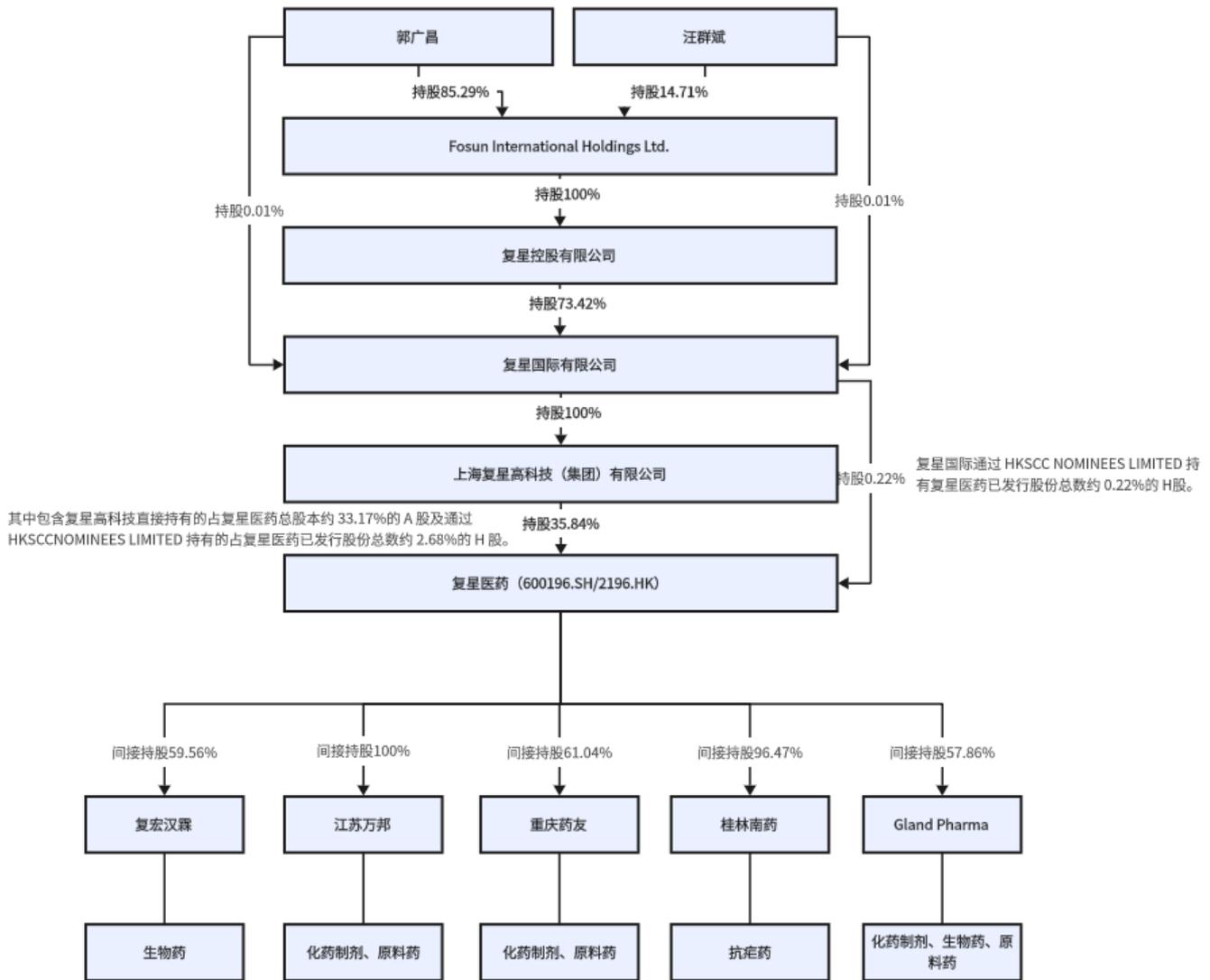
图1：复星医药发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院绘制

实控人明确，控股子公司众多。公司实控人为郭广昌先生，通过直接和间接持股复星医药22.45%的股权。复星医药旗下子公司众多，包括制药板块复宏汉霖、江苏万邦、桂林南药、重庆药友、Gland Pharma等，医疗器械与医学诊断板块复锐医疗科技（Sisram）、博毅雅（Breas）、直观复星等，医疗健康服务板块佛山复星禅诚医院等。

图2: 复星医药股权结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司主营业务丰富, 覆盖制药、医疗器械和医学诊断、医疗健康服务, 并通过参股国药控股覆盖医药商业领域。具体来看, 制药板块营收占比最大, 主要销售产品包括抗肿瘤及免疫调节产品、抗感染产品、代谢及消化系统产品、心血管系统产品、中枢神经系统产品、原料药和中间体产品等。其中 2023 年销售额最高的为抗肿瘤及免疫调节产品, 其核心产品销售额 76 亿元, 同比增长 38%。

图3: 复星医药主要业务



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司通过自主研发、合作开发、许可引进、深度孵化的方式, 持续丰富创新产品管线, 提升新药物的研究与临床开发能力, 加快创新技术和产品的研发和转化落地。公司聚焦肿瘤(实体瘤、血液

瘤)、自身免疫、中枢神经、慢病(肝病/代谢/肾病)等核心治疗领域,重点强化小分子、抗体/ADC、细胞治疗、RNA 核心技术平台,打造开放式、全球化的创新研发体系,并积极探索肿瘤疫苗、AI 药物研发等前沿技术的布局,持续提升核心研发能力和管线价值,以推动更多 FIC (First-inclass) 与 BIC (Best-in-class) 产品的研发及商业化。

图4: 创新产品和管线梯队

	小分子	抗体/ADC	其他技术平台
获批品种	<ul style="list-style-type: none"> 倍德®(盐酸凯普拉生片) <ul style="list-style-type: none"> 十二指肠溃疡(DU)和反流性食管炎(RE) 珮金®(拓培非格司亭注射液) <ul style="list-style-type: none"> 肿瘤化疗相关中性粒细胞减少症 旁必福®(盐酸依特卡肽注射液) <ul style="list-style-type: none"> 治疗CKD接受血液透析的成人患者的SHPT 一心坦®(沙库巴曲缬沙坦钠片) <ul style="list-style-type: none"> 慢性心力衰竭 	<ul style="list-style-type: none"> 汉斯状®(斯鲁利单抗) <ul style="list-style-type: none"> 广泛期小细胞肺癌(ES-SCLC) 食管鳞癌(ESCC) 印度尼西亚获批(商品名: Zerpidio) 汉曲优®(曲妥珠单抗)* <ul style="list-style-type: none"> 美国上市许可申请(BLA)获FDA受理 	<ul style="list-style-type: none"> 奕凯达®(阿基仑赛注射液) <ul style="list-style-type: none"> 二线适应症(r/r LBCL)于中国境内和澳门获批上市 冻干人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)* <ul style="list-style-type: none"> 狂犬病预防
关键临床/ 审批阶段	<p>NDA/BLA</p> <ul style="list-style-type: none"> 苏可欣®(阿伐曲泊帕) <ul style="list-style-type: none"> 慢性免疫性血小板减少症 FCN-437c(CDK4/6抑制剂) <ul style="list-style-type: none"> 2L乳腺癌 Tenapanor(盐酸普纳帕诺片) <ul style="list-style-type: none"> 高磷血症 Opicapone(奥吡卡朋胶囊) <ul style="list-style-type: none"> 帕金森综合征 普托马尼片(Pretomanid片) <ul style="list-style-type: none"> 广泛耐药(XDR)、不受或无缓解的耐多药肺结核病(MDR-TB) <p>III期临床</p> <ul style="list-style-type: none"> FCN-437c(CDK4/6抑制剂) <ul style="list-style-type: none"> 1L乳腺癌 FCN-159(MEK1/2抑制剂) <ul style="list-style-type: none"> 成人型神经纤维瘤 SAF-189(ALK抑制剂) <ul style="list-style-type: none"> 非小细胞肺癌(ALK+) ET-26 <ul style="list-style-type: none"> 麻群 	<p>NDA/BLA</p> <ul style="list-style-type: none"> 汉斯状®(斯鲁利单抗) <ul style="list-style-type: none"> 非鳞状非小细胞肺癌NDA获受理 欧洲上市许可申请(MAA)获EMA受理 RT002(长效内毒素) <ul style="list-style-type: none"> 成人颈动脉粥样硬化和中度至重度皱褶纹 Profnilo(注射用透明质酸钠溶液) <ul style="list-style-type: none"> 刺激天然胶原蛋白和弹性蛋白新生 <p>III期/桥接临床</p> <ul style="list-style-type: none"> 汉斯状®(斯鲁利单抗) <ul style="list-style-type: none"> 已在美国启动ES-SCLC头对头桥接临床 胃癌新辅助/辅助 局限期小细胞肺癌 转移性结直肠癌 FS-1502(HER2-ADC) <ul style="list-style-type: none"> HER2阳性乳腺癌 HLX04-O(重组抗VEGF人源化单克隆抗体注射液) <ul style="list-style-type: none"> 湿性年龄相关性黄斑变性(wAMD) HLX11(HER2单抗) <ul style="list-style-type: none"> 乳腺癌 新辅助 HLX14(RANKL单抗) <ul style="list-style-type: none"> 骨质疏松症(OP) 	<p>III期/桥接临床</p> <ul style="list-style-type: none"> 13价肺炎球菌结合疫苗 <ul style="list-style-type: none"> 已完成III期临床入组 奕凯达®(阿基仑赛注射液) <ul style="list-style-type: none"> 用于治疗复发或难治性青性非霍奇金淋巴瘤(r/r iNHL),包含滤泡性淋巴瘤和边缘区淋巴瘤的成人患者 FKC889 <ul style="list-style-type: none"> 用于治疗既往接受过二线及以上治疗后复发或难治性套细胞淋巴瘤(r/r MCL)成人患者 复发或难治性成人前体B细胞急性淋巴细胞白血病,成人r/r ALL
突破性疗法/ 快速通道	<ul style="list-style-type: none"> FCN-159(MEK1/2抑制剂) <ul style="list-style-type: none"> 用于组织细胞肿瘤治疗、用于治疗无法手术或术后残留/复发的NF1(即型神经纤维瘤)相关的丛状神经纤维瘤成人患者两项适应症先后被纳入突破性药物治疗程序 	<ul style="list-style-type: none"> HLX208(BRAFV600E) <ul style="list-style-type: none"> 突变的成人朗格汉斯细胞组织细胞增生症(LCH)和Erdheim-Chester病(ECD) HLX42(EGFR ADC) <ul style="list-style-type: none"> 第三代EGFR酪氨酸激酶抑制剂治疗疾病进展的EGFR突变的晚期或转移性非小细胞肺癌 	<ul style="list-style-type: none"> 奕凯达®(阿基仑赛注射液) <ul style="list-style-type: none"> 用于治疗复发或难治性青性非霍奇金淋巴瘤(r/r iNHL),包含滤泡性淋巴瘤和边缘区淋巴瘤的成人患者

资料来源: 复星医药 2024Q1 宣讲材料, 中国银河证券研究院

非新冠收入整体表现平稳。2024H1 实现营业收入 204 亿元, 同比下滑 4.36%, 营业收入下降是因为新冠相关产品(包括复必泰(mRNA 新冠疫苗)、捷倍安(阿兹夫定片)、新冠抗原及核酸检测试剂等)收入同比大幅下降的影响。不含新冠相关产品, 2023 年营业收入同比增长约 12%, 24H1 营业收入同比增长 5%。

图5: 2018-2024H1 公司营业收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

利润端受计提减值和公允价值变动影响较大。2023 年利润减少主要由于 1) 新冠相关产品和资产进行处置及计提减值准备共计约 6.83 亿元;2)新冠相关产品收入大幅下降导致相应的利润减少。2024H1 实现归母净利润 12.25 亿元, 同比下滑 31.09%; 扣非归母净利润 12.54 亿元, 同比下滑 8.64%。24Q2 归母净利润下滑主要由于 24Q2 金融资产公允价值变动为-2.6 亿元, 同比下滑 8 亿元。

图6: 2018-2024H1 公司归母净利润



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 2018-2024H1 公司扣非归母净利润

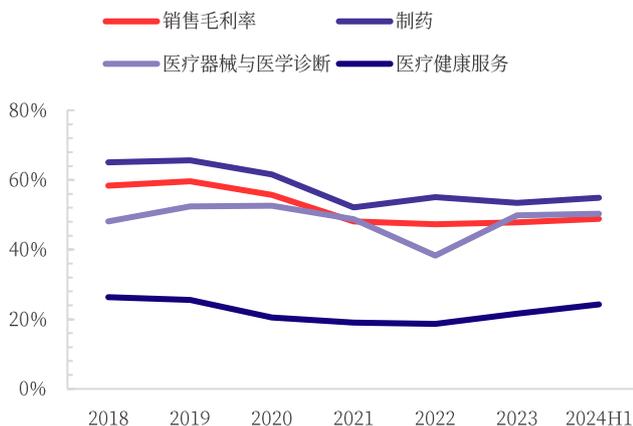


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

销售毛利率出现下滑, 制药板块毛利率较高。2018-2023 年公司综合毛利率逐年下滑, 主要由于制药板块毛利率影响。2024H1 公司综合毛利率为 48.87%, 同比下滑 3pct; 制药板块毛利率为 54.89%, 是目前毛利率最高的板块。

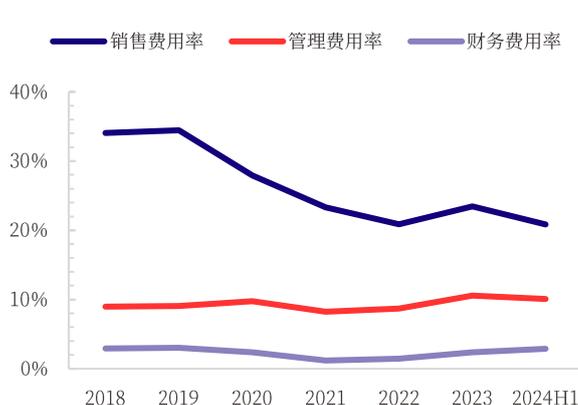
销售费用率逐步下降至稳定阶段, 财务、管理费用率基本稳定。2018 年到 2023 年销售费用率逐步下降至稳定阶段, 2019-2022 年销售费用率下滑较多, 主要由于集采中标产品销售费用下降, 公司持续加强销售费用管控。2020-2023 年销售费用率稳定在 25%左右。财务费用率和管理费用率相对稳定。2024H1 销售费用率为 20.85%, 财务费用率为 2.88%, 管理费用率为 10.09%。

图8: 2018-2024H1 公司毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

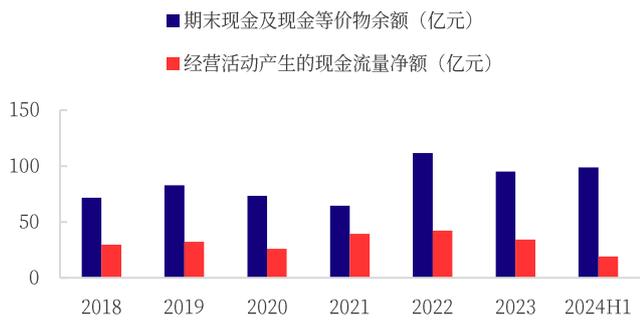
图9: 2018-2024H1 公司费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

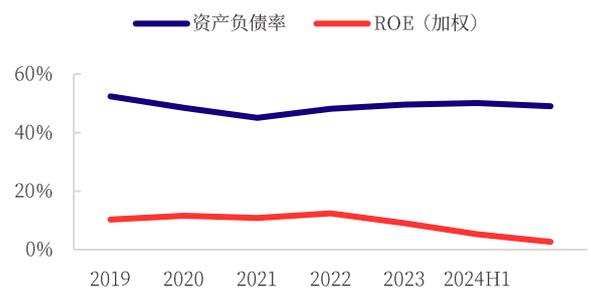
经营性现金流基本稳定, 负债水平总体健康。2018 年以来, 公司经营性现金流量与营收规模基本匹配。从 2018 年至 2023 年, 公司资产负债率维持在 50%左右, 整体负债水平健康; ROE 维持在 5-13%区间, 股东收益水平较好。2024H1 公司资产负债率为 49.05%, ROE 为 2.66%。

图10: 2018-2024H1 公司现金流



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 2018-2024H1 公司资产负债率和 ROE

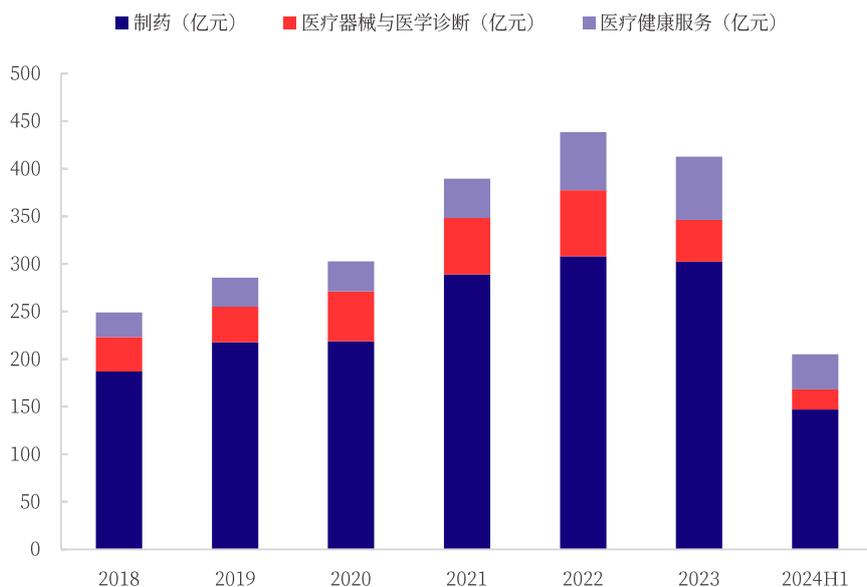


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、创新产品稳定增长，国际化和创新化持续推进

三大业务仍处于调整阶段，创新产品稳定增长。1) 制药业务，汉斯状（斯鲁利单抗）、注射用曲妥珠单抗、苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕片）等重点品种收入保持快速增长，2024H1 公司制药板块实现收入 147 亿元，同比下降 8%，毛利率 55%。2) 医疗器械业务由于新冠抗原、核酸检测试剂收入大幅下降，2024H1 实现收入 21 亿元，同比下滑 7%，毛利率 50%。3) 医疗健康服务维持上涨，2024H1 实现收入 37 亿元，同比增长 17%，毛利率 24%。

图12：2018-2023 年公司不同品类营收

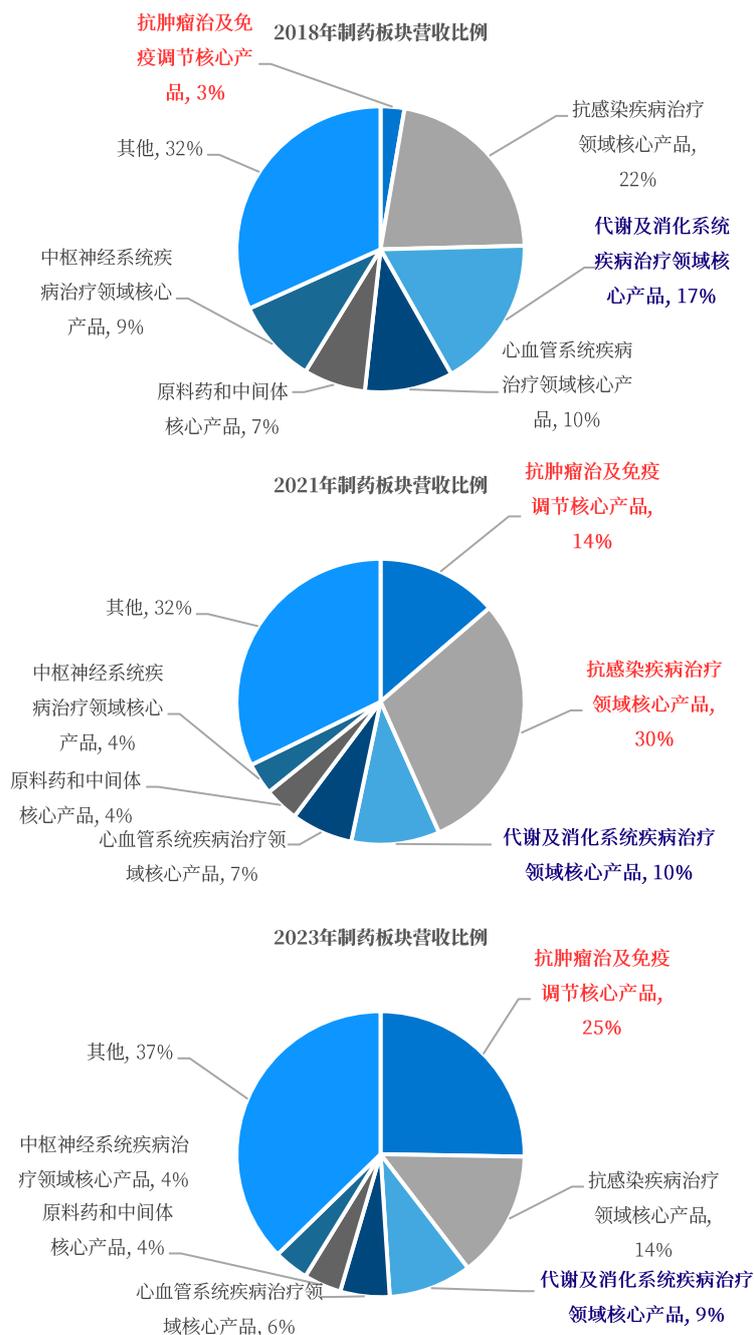


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（一）制药板块：新产品上市带动抗肿瘤及免疫调节板块增长

制药板块产品结构发生显著变化，抗肿瘤及免疫调节板块跃居首位。2018-2023 年制药板块营收占比发生较大变化，以化学仿制药为主的代谢及消化系统等领域核心产品受到集采、产品结构调整等因素的影响，其销售占比有所下滑；2021 年抗感染领域受到新冠产品销售影响，占比迅速提升至制药板块的 30%，2023 年已回落至 14%；由于近年来新产品持续上市销售，抗肿瘤及免疫调节板块营收快速增长，制药板块的营收占比由 2018 年的 3% 迅速提升至 2023 年的 25%。

图13: 2018、2021、2023年公司制药板块营收比例

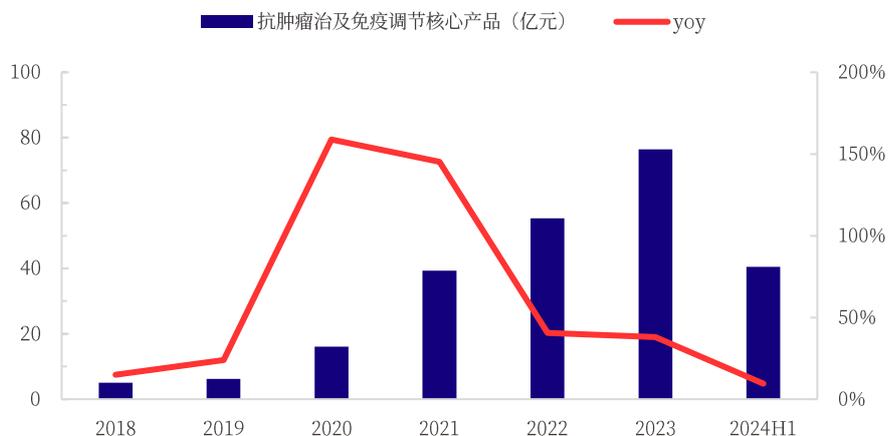


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

1.抗肿瘤及免疫调节领域核心产品销售收入保持上涨趋势。抗肿瘤及免疫调节核心产品包括：汉曲优（注射用曲妥珠单抗）、汉利康（利妥昔单抗注射液）、汉斯状（斯鲁利单抗注射液）、苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕片）等，其中汉曲优（注射用曲妥珠单抗）2023年销售额分别为27.49亿元，同比增长58.19%；汉斯状（斯鲁利单抗注射液）2023年销售额分别为27.49亿元，同比增长230.20%；苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕片）2023年销售额分别为9.22亿元，同比增长19.67%。公司重点围绕抗肿瘤及免疫等治疗领域，开展医药创新研发。由于汉利康(利妥昔单抗注射液)、汉曲优(注射用曲妥珠单抗)、苏可欣(马来酸阿伐曲泊帕片)的增长贡献，2020-2021年抗肿瘤及免疫调节核心产品的营业收入同比增长均在140%左右，2022年3月汉斯状（斯鲁利单抗注射液）上市，多

款新品和次新品销售，使 2022-2023 年抗肿瘤及免疫调节板块保持上涨趋势。2024H1 实现营收 40.51 亿元，同比增长 9.52%，由于曲妥珠单抗、斯鲁利单抗等产品销售增长。

图14: 2018-2024H1 抗肿瘤治疗领域核心产品销售收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

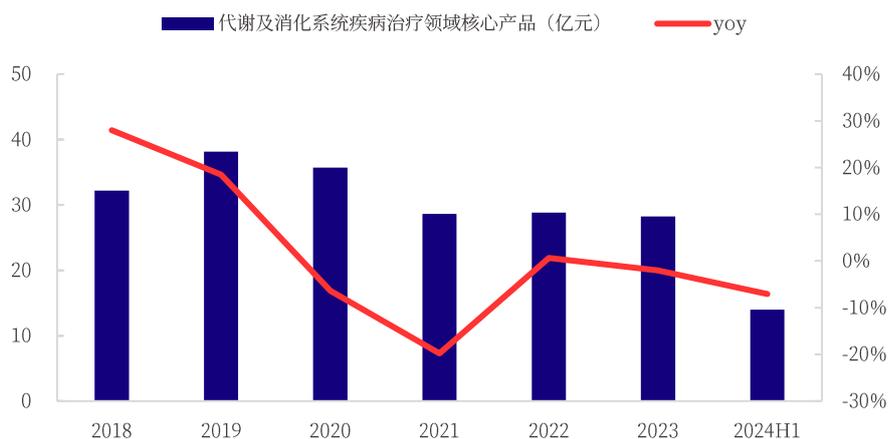
表1: 抗肿瘤及免疫调节部分产品销售额 (亿元) 及同比增速

产品	2022 年	2023 年	上市时间
汉斯状 (斯鲁利单抗注射液)	3.4	11.2	2022 年 3 月
Yoy	/	230.20%	
汉曲优 (注射用曲妥珠单抗)	17.38	27.49	2020 年 7-8 月
Yoy	/	58.19%	
苏可欣 (马来酸阿伐曲泊帕片)	7.70	9.22	2020 年
Yoy	/	19.67%	
汉利康 (利妥昔单抗注射液)	10+	10+	2019 年 2 月
Yoy	/	/	

资料来源: 复星医药 2022-2023 年宣讲材料, 中国银河证券研究院

2、代谢及消化系统疾病治疗领域核心产品销售收入维稳，凯普拉生有望贡献新增量。代谢及消化系统核心产品包括优立通（非布司他片）、阿拓莫兰（谷胱甘肽片）、倍稳（盐酸凯普拉生片）等。2021 年代谢及消化系统核心产品的营业收入同比减少 19.79%，主要由于优立通（非布司他片）于集采执行后销售单价下降的影响。在 2022-2023 年，营业收入保持稳定，2023 年倍稳（盐酸凯普拉生片）国内上市，并进入 2023 年医保目录，2024 年有望为代谢及消化系统板块补充增量。2024H1 实现营收 13.98 亿元，同比下降 7%。

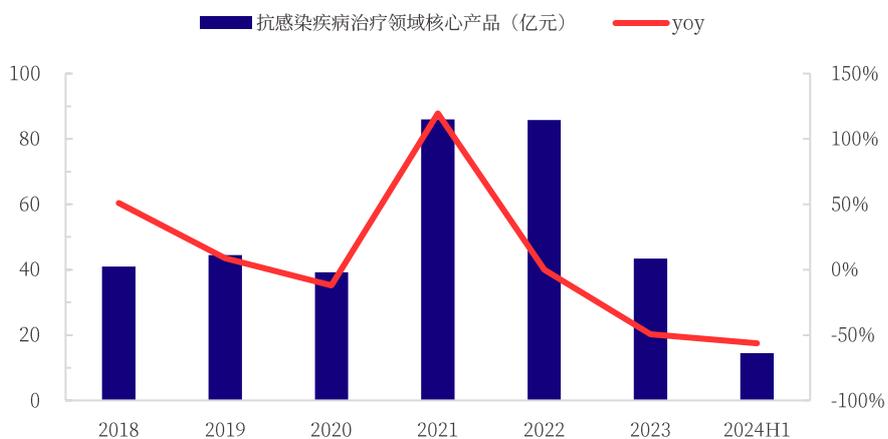
图15: 2018-2024H1 代谢及消化系统疾病治疗领域核心产品销售收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3、抗感染疾病治疗领域核心产品销售收入近年来受新冠相关产品扰动较大，2024H1 继续调整。2021 年复必泰(mRNA 新冠疫苗)的收入以及米卡芬净和美士灵(注射用头孢米诺钠)的销售收入大幅增长，抗感染核心产品的营业收入同比增加 119.54%。2023 年复必泰、捷倍安(阿兹夫定片)销售大幅下降，抗感染核心产品的营业收入同比减少 49.43%。2024H1 实现营收 14.53 亿元，同比下滑 56%，由于阿兹夫定片等销售减少。

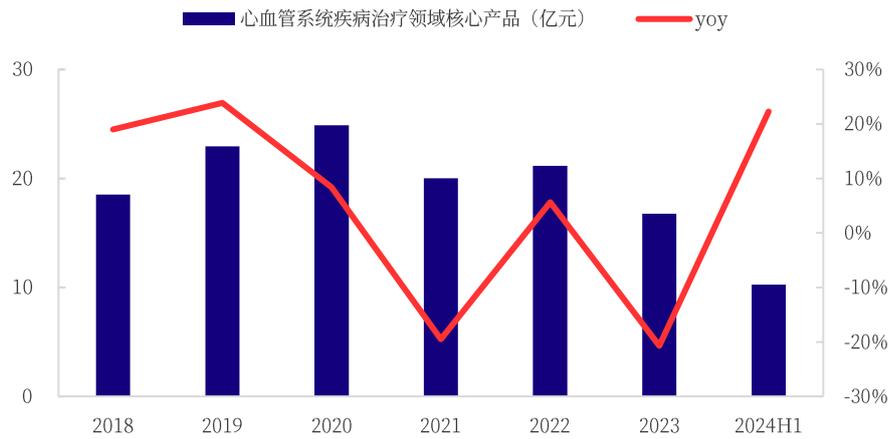
图16: 2018-2024H1 抗感染疾病治疗领域核心产品销售收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4、心血管系统疾病治疗领域核心产品 2023 年收入下挫，24H1 新品带动增长。心血管系统核心产品包括肝素系列制剂、邦之（匹伐他汀钙片）、一心坦（沙库巴曲缬沙坦钠片）等。2021 年由于邦之(匹伐他汀钙片)于集采执行后销售数量及单价均下降，营业收入同比下降 19.50%。2022 年由于肝素系列制剂销售数量增加，营业收入同比增长 6.12%。2023 年肝素系列制剂海外市场销售下降，营业收入同比减少 20.71%，2023 年创新产品一心坦上市。2024H1 实现营收 10 亿元，同比增加 22%，由于肝素制剂海外市场及一心坦销售增长。

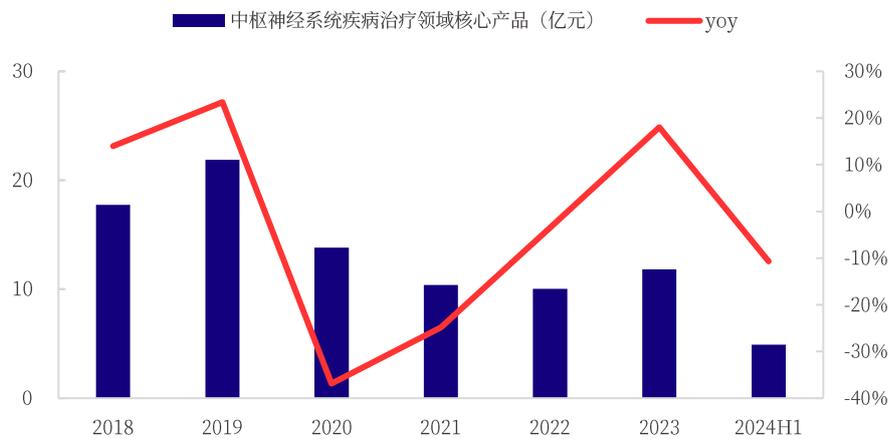
图17: 2019-2024H1 心血管系统疾病治疗领域核心产品销售收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

5、中枢神经系统疾病治疗领域核心产品收入区间震荡。中枢神经系统核心产品包括长托宁（盐酸戊乙奎醚注射液）、启维（富马酸喹硫平片）、奥德金（小牛血清去蛋白注射液）等。2020-2022年，由于奥德金(小牛血清去蛋白注射液)销量持续下降，该系列产品销售收入持续下降。2023年长托宁(盐酸戊乙奎醚注射液)的销售增长，中枢神经系统核心产品销售收入停止下跌。2024H1实现营收5亿元，同比下滑11%。

图18: 2018-2024H1 中枢神经系统疾病治疗领域核心产品销售收入

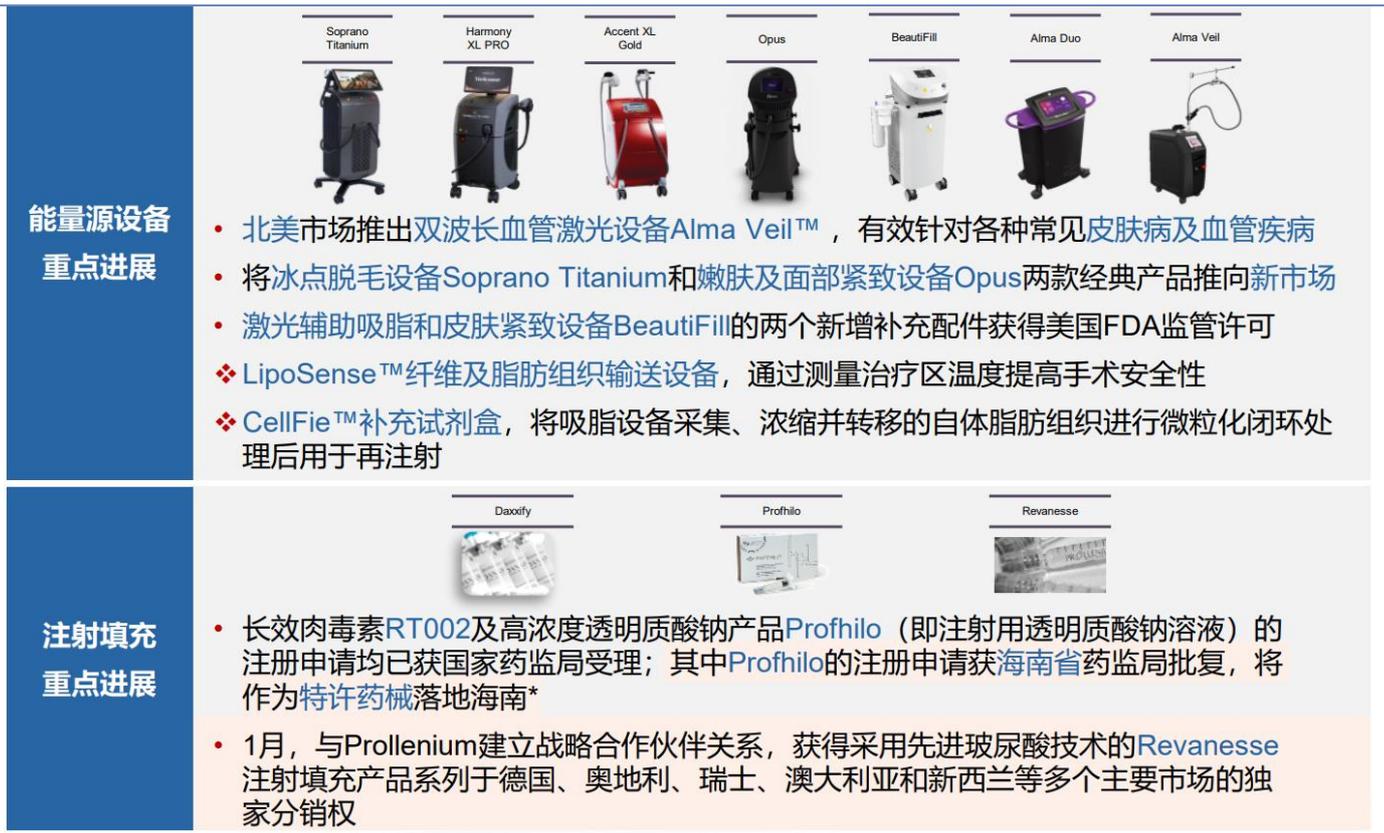


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（二）医疗器械与诊断板块：医疗器械推陈出新，医学诊断业务短期承压

医疗器械部分包含医疗美容、呼吸健康、专业设备和耗材三大部分，其中 1) 医美平台子公司为复锐医疗科技（Sisram），是全球能量源医美器械领导者之一，向北美市场推出双波长血管激光设备 Alma Veil，代理的长效肉毒素 Daxxify 及高浓度透明质酸钠产品 Profhilo 的注册申请均已获得国家药监局受理，同时复锐医疗科技已经完成对中国直销渠道的收购，实现医美业务的中国市场直销布局，直销收入占比提升至78%。2023年复锐医疗科技营收3.59亿美元，同比增长1.41%，净利润0.33亿美元，同比下滑17.50%；2024H1营收1.69亿美元，净利润0.13亿美元。

图19: 医美平台产品



资料来源：复星医药 2024Q1 宣讲材料，中国银河证券研究院

2) 呼吸健康平台包括博毅雅（Breas），开拓家用、医用呼吸机市场，营销网络覆盖欧洲、美国、中国、日本、印度和澳大利亚等市场，持续深化中国本土化。

3) 专业设备和耗材平台为直观复星等，2023年10月本土化生产的达芬奇手术机器人正式下线，2024年3月Ion支气管导航操作系统获NMPA批准。

图20: 专业设备和耗材平台产品

主要产品

达芬奇手术机器人

- 2023年国内装机量55台，装机总量超350台，超3,000位医疗专业人士于达芬奇创新中心接受过达芬奇手术系统的使用培训
- 截至2023年末，全球累计装机8,606台，超76,000位医疗专业人士接受过达芬奇手术系统的使用培训，手术量超1,420万台



Ion肺癌早筛诊断机器人

- 3月获NMPA批准，用于肺癌早期微创诊断和治疗
- 采用形状感知技术的柔性机器人，可通过支气管对肺外周病灶进行精准诊疗操作
- 进口Ion系统；国产化部分活检针



SP内窥镜单孔手术系统

- 2月进入NMPA创新医疗器械特别审查程序
- 优势：通道建立时间、对接角度，创伤面积，手术美观性、术后恢复等方面，尤其适合于狭小体腔内的操作



资料来源：复星医药 2024Q1 宣讲材料，中国银河证券研究院

诊断板块短期业绩承压。2023年新冠抗原、核酸检测试剂收入显著下降，对医学诊断业务收入及利润短期影响明显。2024年公司自主研发的 F-i6000 全自动化学发光免疫分析仪获批上市，F-i6000 为超高速免疫分析仪，具有完全自主知识产权，可接入实验室自动化系统，提供整体解决方案。

(三) 医疗服务减亏，医药流通贡献稳定利润

医疗服务营收逐年增长，净利润短期承压。截至 2023 年末，控股医院（不包括健嘉医疗控股医院）合计床位 6548 张；持有 8 家互联网医院牌照。珠三角大湾区主要医院以佛山禅城医院为核心，辐射大湾区，协同医疗资源，推广区域医疗医联体线上线下一体化服务模式。复星医药持有禅诚医院 87.41% 股权，禅城医院是大型综合性三级医院，核定床位 1750 张。佛山禅城医院是佛山首家“港澳药械通”指定医疗机构。2018-2023 年复星医药医疗服务板块营收持续增长，CAGR 为 21%，2023 年收入 66.7 亿元，同比增长 9.74%，净利润-2 亿元，同比减亏 4.2 亿元；2024H1 医疗服务板块收入 37 亿元，同比增长 17%，净利润-1.4 亿元，同比减亏 1.28 亿元，尽管短期净利润承压，但净利润亏损缩小，未来有望扭亏为盈。

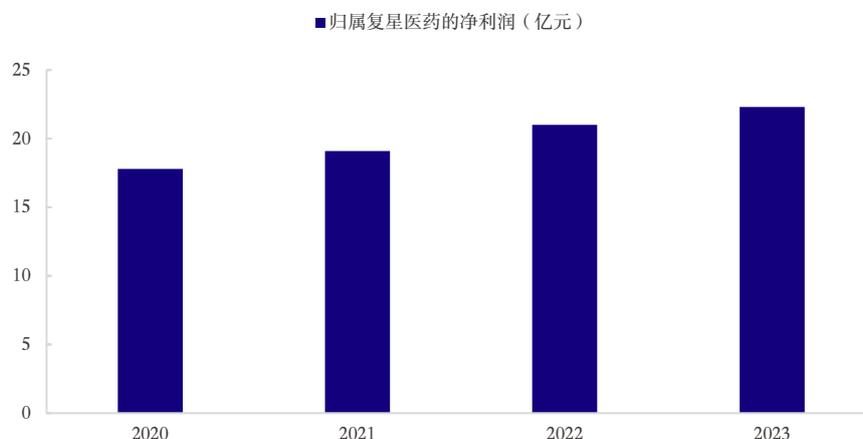
图21: 复星医药医疗健康服务业务



资料来源: 复星医药 2024Q1 宣讲材料, 中国银河证券研究院

流通业务, 国药控股持续拓展覆盖面, 贡献稳定净利润。复星医药通过直接和间接持股国药控股 (1099.HK) 24.7%的股权 (复星医药持股国药产业投资有限公司 49%的股权, 国药产业投资有限公司持股国药控股 50.36%的股权), 2023 年总营收 5965.7 亿元, 同比增长 8.1%, 其中医药分销业务收入约 4411 亿元, 同比增长 8.47%; 医疗器械业务收入约 1302 亿元, 同比增长 7.75%; 医药零售业务收入约 357 亿元, 同比增长 8.22%。归母净利润 90.5 亿元, 同比增长 6.2%, 归属复星医药的净利润 22.3 亿元。24H1 营收 2947.27 亿元, 同比下滑 2%, 归母净利润 37.04 亿元, 同比下滑 10%, 归属复星净利润 9.12 亿元。

图22: 国药控股归属复星医药的净利润



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、盈利预测与估值

(一) 业务拆分

1) 医药制造与研发：随着抗肿瘤等创新产品的上市，高毛利生物药等创新产品销售额和销售占比逐步提升，预计公司医药制造与研发业务 2024-2026 年营收增速分别为 10%/12%/12%，毛利率分别为 53%/53%/53%。

2) 医学诊断与医疗器械：由于医疗诊断与医疗器械板块受新冠产品销售额影响基数较高，预计 2024-2026 年营收增速各为 5%/5%/5%，毛利率分别为 50%/50%/50%。

3) 医疗服务：公司控股佛山禅城医院，辐射大湾区，协同医疗资源，考虑到线上业务调整，预计 2024-2026 年增速分别为 0%/5%/5%，毛利率分别为 22%/23%/24%。

4) 其他业务：考虑到整体经济环境变化，其他服务收入增速我们给予持平的预测，毛利率分别为 35%/35%/35%。

表2：分业务收入预测

单位：百万人民币	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	39005.09	43951.55	41399.54	44730.16	49460.90	54528.18
YoY	29%	13%	-6%	8%	11%	10%
毛利率	48%	47%	48%	48%	48%	49%
1.医药制造与研发	28904.00	30812.00	30222.47	33333.59	37500.27	41975.29
YoY	32%	7%	-2%	10%	12%	12%
毛利率	52%	55%	53%	53%	53%	53%
2.医学诊断与医疗器械	5938.00	6949.00	4389.99	4609.49	4839.96	5081.96
YoY	14%	17%	-37%	5%	5%	5%
毛利率	49%	38%	50%	50%	50%	50%
3.医疗服务	4118.00	6080.00	6671.75	6671.75	7005.34	7355.61
YoY	30%	48%	10%	0%	5%	5%
毛利率	19%	19%	22%	22%	23%	24%
4.其他业务	45.09	110.55	115.33	115.33	115.33	115.33
YoY	19%	145%	4%	0%	0%	0%
毛利率	71%	13%	36%	35%	35%	35%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 投资建议

公司上市产品丰富，覆盖领域广泛，随着抗肿瘤产品的上市，高毛利生物药销售额和销售占比逐步提升，同时公司持续布局大分子和小分子研发和引进，创新化和国际化为公司贡献新增量。我们预计 2024-2026 年公司营收 447/495/545 亿元，同比增速 8%/11%/10%，归母净利润 28/35/42 亿元，同比增速 18%/23%/22%，对应 PE 为 21/17/14X，对标同类公司估值均值，公司当前盈利预测对应 24 年 PE 已处于合理水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表3: 同行业公司盈利情况及估值预测 (以8月28日收盘价计算)

代码	公司	总市值 (亿)	归母净利润预测 (亿元)			PE (X)		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600276.SH	恒瑞医药	2,774.87	43.02	58.73	67.22	64	47	41
000963.SZ	华东医药	515.07	28.39	33.59	38.82	18	15	13
600079.SH	人福医药	326.78	21.34	23.30	26.91	15	14	12
002422.SZ	科伦药业	521.96	24.56	29.43	33.52	21	18	16
平均			29.33	36.26	41.62	30	24	21
600196.SH	复星医药	597.55	23.86	28.22	34.68	25	21	17

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、风险提示

原材料价格上涨的风险；汇率波动影响公司汇兑收益的风险；下游需求恢复不及预期的风险；产品销售不及预期风险；研发进度不及预期的风险。

图表目录

图 1: 复星医药发展历程.....	4
图 2: 复星医药股权结构.....	5
图 3: 复星医药主要业务.....	5
图 4: 创新产品和管线梯队	6
图 5: 2018-2024H1 公司营业收入	6
图 6: 2018-2024H1 公司归母净利润	7
图 7: 2018-2024H1 公司扣非归母净利润	7
图 8: 2018-2024H1 公司毛利率	7
图 9: 2018-2024H1 公司费用率	7
图 10: 2018-2024H1 公司现金流.....	8
图 11: 2018-2024H1 公司资产负债率和 ROE	8
图 12: 2018-2023 年公司不同品类营收.....	9
图 13: 2018、2021、2023 年公司制药板块营收比例.....	10
图 14: 2018-2024H1 抗肿瘤治疗领域核心产品销售收入.....	11
图 15: 2018-2024H1 代谢及消化系统疾病治疗领域核心产品销售收入	12
图 16: 2018-2024H1 抗感染疾病治疗领域核心产品销售收入.....	12
图 17: 2019-2024H1 心血管系统疾病治疗领域核心产品销售收入	13
图 18: 2018-2024H1 中枢神经系统疾病治疗领域核心产品销售收入	13
图 19: 医美平台产品	14
图 20: 专业设备和耗材平台产品.....	15
图 21: 复星医药医疗健康服务业务.....	16
图 22: 国药控股归属复星医药的净利润	16
表 1: 抗肿瘤及免疫调节部分产品销售额（亿元）及同比增速	11
表 2: 分业务收入预测.....	17
表 3: 同行业公司盈利情况及估值预测（以 8 月 28 日收盘价计算）	18

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	33792.57	35346.05	39149.08	44064.89
现金	13693.59	12098.24	13304.68	15488.95
应收账款	7643.74	8258.68	9132.13	10067.72
其它应收款	626.66	677.07	748.68	825.38
预付账款	884.58	949.56	1042.30	1141.45
存货	7537.77	8091.44	8881.69	9726.64
其他	3406.23	5271.06	6039.59	6814.74
非流动资产	79677.04	86179.93	91412.45	96324.96
长期投资	23919.40	24319.40	24719.40	25119.40
固定资产	15129.37	16629.54	17809.71	18669.88
无形资产	13482.02	15014.06	16546.11	18078.16
其他	27146.25	30216.93	32337.22	34457.51
资产总计	113469.60	121525.98	130561.52	140389.85
流动负债	33757.58	37688.75	41960.00	46334.91
短期借款	14728.45	17525.37	20322.29	23119.21
应付账款	5507.37	5911.90	6489.29	7106.64
其他	13521.76	14251.47	15148.42	16109.07
非流动负债	23095.76	24575.35	26180.41	27785.46
长期借款	13504.92	15409.41	17313.90	19218.38
其他	9590.84	9165.94	8866.51	8567.08
负债合计	56853.34	62264.10	68140.40	74120.37
少数股东权益	10931.50	11533.23	12272.77	13173.63
归属母公司股东权益	45684.76	47728.66	50148.35	53095.84
负债和股东权益	113469.60	121525.98	130561.52	140389.85

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3414.22	3708.16	4849.82	5799.26
净利润	2895.06	3423.84	4208.01	5125.91
折旧摊销	3118.68	3731.37	4051.37	4371.37
财务费用	1169.25	1285.16	1457.31	1629.46
投资损失	-3501.99	-3783.73	-4183.90	-4612.55
营运资金变动	-900.69	-966.61	-722.25	-753.54
其它	633.91	18.13	39.29	38.61
投资活动现金流	-3819.29	-6893.13	-5539.27	-5109.95
资本支出	-5327.70	-9028.30	-8667.62	-8666.94
长期投资	-6.40	-830.98	-830.98	-830.98
其他	1514.81	2966.16	3959.33	4387.97
筹资活动现金流	-1336.25	1566.18	1895.89	1494.97
短期借款	2796.92	2796.92	2796.92	2796.92
长期借款	1904.49	1904.49	1904.49	1904.49
其他	-6037.65	-3135.23	-2805.52	-3206.44
现金净增加额	-1667.68	-1595.35	1206.44	2184.27

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	41399.54	44730.16	49460.90	54528.18
营业成本	21595.31	23181.56	25445.59	27866.31
营业税金及附加	271.26	293.08	324.07	357.28
营业费用	9712.24	10287.94	11376.01	12268.84
管理费用	4374.91	4920.32	5045.01	5452.82
财务费用	984.32	942.82	1154.85	1296.84
资产减值损失	-219.74	-3.00	-3.00	-3.00
公允价值变动收益	-427.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3501.99	3783.73	4183.90	4612.55
营业利润	3307.51	3903.78	4788.03	5823.08
营业外收入	57.12	57.12	57.12	57.12
营业外支出	100.06	100.06	100.06	100.06
利润总额	3264.57	3860.84	4745.09	5780.14
所得税	369.50	436.99	537.08	654.23
净利润	2895.06	3423.84	4208.01	5125.91
少数股东损益	508.80	601.73	739.54	900.86
归属母公司净利润	2386.27	2822.11	3468.47	4225.05
EBITDA	4428.74	8535.02	9951.31	11448.35
EPS (元)	0.89	1.06	1.30	1.58

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	-5.81%	8.05%	10.58%	10.25%
营业利润	-28.97%	18.03%	22.65%	21.62%
归属母公司净利润	-36.04%	18.26%	22.90%	21.81%
毛利率	47.84%	48.17%	48.55%	48.90%
净利率	5.76%	6.31%	7.01%	7.75%
ROE	5.22%	5.91%	6.92%	7.96%
ROIC	1.27%	4.34%	4.95%	5.51%
资产负债率	50.10%	51.24%	52.19%	52.80%
净负债比率	37.83%	45.16%	48.00%	48.56%
流动比率	1.00	0.94	0.93	0.95
速动比率	0.73	0.64	0.64	0.65
总资产周转率	0.38	0.38	0.39	0.40
应收账款周转率	5.44	5.63	5.69	5.68
应付账款周转率	3.95	4.06	4.10	4.10
每股收益	0.89	1.06	1.30	1.58
每股经营现金	1.28	1.39	1.81	2.17
每股净资产	17.10	17.86	18.77	19.87
P/E	25.04	21.17	17.23	14.14
P/B	1.31	1.25	1.19	1.13
EV/EBITDA	19.94	10.14	9.02	8.03
P/S	1.44	1.34	1.21	1.10

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，医药行业首席分析师。上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

宋丽莹，复旦大学公共卫生硕士，2024 年入职银河证券研究院，在中医药、生物制品、创新药产业链等领域有深度的研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn