

复星医药 (600196) \ 医药生物

——业绩符合预期，二季度改善明显

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**52.98元**

事件：

复星医药发布半年报，上半年实现营收140.28亿，同比下降1.02%，实现归母净利润17.15亿，同比增长13.10%。实现扣非归母净利润13.04亿，同比增长11.71%。业绩符合预期。

投资要点：

➤ 二季度收入改善明显，器械和诊断板块增长高。

Q2实现收入81.48亿，环比增长38.55%，同比增长9.47%，较Q1改善。

分业务来看，上半年器械和诊断板块增长较快，实现收入26.41亿，同比增加46.96%，主要是由于疫情相关的检测试剂盒带动的约5个亿销售，以及呼吸机等相关抗疫产品销售提升。达芬奇机器人上半年装机量30台。制药业务有所分化，印度药企Gland pharma收入14.77亿，同比增长23.59%，利润接近翻倍，注射剂出口持续发力。汉利康上半年销售额2.24亿，6月当月销售突破亿元。医疗服务业务受疫情影响，有所下滑，二季度业务已逐步恢复，当季收入环比增长37.8%。除主营外，对外投资方面，上半年对BioNTech进行的股权投资贡献的收益较多。

➤ 各项研发取得成果。

上半年研发投入16.89亿，同比增长25.02%，费用化投入12.04亿，同比增加41.81%。8月公司的曲妥珠单抗获批；7月汉利康新增2项适应症。制药子公司Gland Pharma 12个仿制药品种获得FDA批准。

➤ 维持“推荐”评级。

复星医药研发领先，专业投资能力持续给公司贡献投资标的和收益，看好公司长期发展。预计2020-2022年EPS分别为1.41、1.60、1.87元，对应8月25日收盘价，PE分别为38、33、28倍，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

销售研发不及预期；贸易摩擦超预期；疫情影响超预期

夏禹 分析师

执业证书编号：S0590518070004

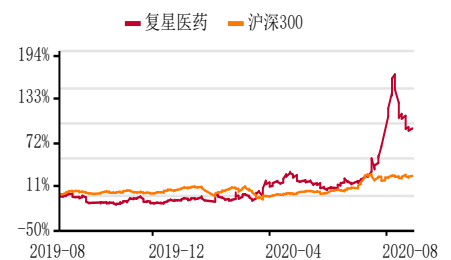
电话：0510-82832787

邮箱：yuxia@glsc.com.cn

基本数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 2,563/2,011 |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 109,215 |
| 每股净资产 (元) | 12.77 |
| 资产负债率 (%) | 48.97 |
| 一年内最高/最低 (元) | 79.19/23.99 |

一年内股价相对走势



| 财务数据和估值 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 24,918.27 | 28,585.15 | 32,278.10 | 37,062.72 | 43,136.40 |
| 增长率 (%) | 34.14% | 14.72% | 12.92% | 14.82% | 16.39% |
| EBITDA (百万元) | 5,444.63 | 6,483.29 | 7,649.87 | 8,194.58 | 9,184.36 |
| 净利润 (百万元) | 2,707.92 | 3,321.62 | 3,616.41 | 4,089.25 | 4,784.19 |
| 增长率 (%) | 18.45% | 22.82% | 8.87% | 13.07% | 16.99% |
| EPS (元/股) | 1.06 | 1.30 | 1.41 | 1.60 | 1.87 |
| 市盈率 (P/E) | 53.89 | 43.73 | 37.55 | 33.20 | 28.38 |
| 市净率 (P/B) | 4.85 | 4.26 | 3.94 | 3.64 | 3.34 |
| EV/EBITDA | 29.22 | 24.92 | 21.12 | 19.66 | 17.49 |

数据来源：公司公告，国联证券研究所

相关报告

- 1、《复星医药 (600196) \ 医药生物行业》
《创新研发+医药专业投资，布局优势显现》

1. 各板块业务情况

分板块来看，制药业务实现收入 100.12 亿，同比减少 8.11%，器械和诊断业务实现收入 26.41 亿，同比增加 46.96%，医疗服务实现收入 13.60 亿，同比减少 6.83%。

1.1. 制药业务

制药业务实现收入 100.12 亿，同比减少 8.11%，研发投入 15.41 亿，同比增长 27.92%，研发费用 10.59 亿，同比增加 3.35 亿。

各子公司方面，Gland Pharma 增长带动制药板块的业绩，上半年实现收入 14.77 亿，同比增长 23.59%，实现净利润 4.19 亿，同比增长接近 100%。Gland Pharma 是优秀的注射剂出口企业，受益于法规市场的需求，实现快速增长。上半年 Gland Pharma 12 个仿制药品种获得 FDA 上市批准，3 个产品（伊立替康、右雷佐生、唑来膦酸）报进口注册上市申请，3 各产品（唑来膦酸、卡泊芬净、替加环素）报进口注册临床试验申请。江苏万邦实现收入 28.49 亿，同比增长 14%，实现净利润 3.69 亿，同比增长 15.31%。

产品方面，单抗产品利妥昔单抗在新产能获批后，销量快速提升，上半年累计实现收入 2.24 亿，6 月当月销售突破亿元。主要品种非布司他、匹伐他汀、草酸艾司西酞普兰销量增长明显。主要品种中，非布司他、匹伐他汀、喹硫平参与第三批国家带量采购并中选。

图表 1：制药板块情况（单位：亿元）

| 主要子公司 | | 2019H1 | 2020H1 |
|--------------|----------|--------|--------|
| 重庆药友 | 收入 | 31.34 | 24.33 |
| | 51% 净利润 | 4.06 | 4.16 |
| 江苏万邦 | 收入 | 24.97 | 28.49 |
| | 100% 净利润 | 3.2 | 3.69 |
| 奥鸿药业 | 收入 | 12.43 | 6.03 |
| | 100% 净利润 | 1.63 | 0.61 |
| Gland Pharma | 收入 | 11.95 | 14.77 |
| | 74% 净利润 | 2.11 | 4.19 |

来源：国联证券研究所

1.2. 器械和医疗诊断

器械和诊断业务实现收入 26.41 亿，同比增加 46.96%，实现分部业绩 5.10 亿，同比增长 74.69%，实现分部利润 4.34 亿，同比增长 88.22%。收入增长主要来源于新冠核酸检测试剂盒、负压救护车、呼吸机等抗疫产品、地中海贫血基因检测试剂盒的增长。

核酸检测试剂方面，荧光 PCR 法的新冠核酸检测试剂盒通过药监局应急审批，并有若干新冠病毒检测试剂盒取得美国、欧盟、澳大利亚等国家和地区的相关资质和认证。新冠检测试剂盒贡献收入约 5 亿元，是该板块的主要业绩驱动力。

医疗美容器械方面，受海外疫情影响，复锐医疗科技的收入、利润下滑，上半年实现收入、利润分别为 7174 万、574 万美元。复锐上半年推出 Derma Clear、Harmony XL Pro、Opus Plasma（北美版）三款新产品。在海外疫情消退后，复锐医疗有望迎来增长。

此外，达芬奇机器人业务二季度增速明显。上半年装机量 30 台，大陆、香港地区手术量 1.85 万例，同比略有增长。

1.3. 医疗服务

医疗服务实现收入 13.60 亿，同比减少 6.83%。由于医院运营成本高、新开机构亏损，医疗服务上半年表现不佳。分部业绩 3137 万，同比减少 81%，分部利润 161 万，同比减少 98%。二季度业务已逐步恢复，当季收入环比增长 37.8%。

下半年，公司将推进宿迁钟吾医院、岳阳广济医院的改扩建项目，以及重庆星荣整形医院、徐州妇儿医院、上海星晨儿童医院等新建项目，并寻求新的医疗服务并购机会。

2. 投资

对外投资方面，复星实业和 BioNtech 签订协议，复星以 31.63 美元认购 BioNtech 股份（约 5000 万美元），报告期末，BioNtech 股价为 66.74 美元。该部分股权划入交易性金融资产中，报告期内，BioNtech 为上市公司贡献的利润为 3.34 亿元，公司确认较多的公允价值变动收益。

图表 2: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 4,108.83 | 4,772.83 | 6,455.62 | 7,412.54 | 8,627.28 | 营业收入 | 24,918.2 | 28,585.1 | 32,278.1 | 37,062.7 | 43,136.4 |
| 应收账款+票据 | 4,752.19 | 4,972.80 | 6,008.58 | 6,600.58 | 8,074.91 | 营业成本 | 10,365.3 | 11,543.4 | 12,857.8 | 14,579.5 | 16,421.6 |
| 预付账款 | 472.14 | 415.68 | 573.24 | 548.10 | 714.92 | 营业税金及附 | 255.84 | 259.84 | 293.40 | 336.90 | 392.11 |
| 存货 | 3,287.39 | 3,940.54 | 4,110.42 | 5,018.61 | 5,263.84 | 营业费用 | 8,487.53 | 9,846.76 | 11,168.2 | 13,157.2 | 15,529.1 |
| 其他 | 295.96 | 599.49 | 599.49 | 599.49 | 599.49 | 管理费用 | 2,239.44 | 2,590.78 | 2,910.19 | 3,343.06 | 3,968.55 |
| 流动资产合计 | 13,532.6 | 15,157.9 | 18,204.0 | 20,635.9 | 23,737.0 | 财务费用 | 724.19 | 865.44 | 1,003.84 | 954.22 | 889.98 |
| 长期股权投资 | 21,427.5 | 20,929.7 | 22,529.7 | 24,369.7 | 26,399.7 | 资产减值损失 | 97.19 | 389.97 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 固定资产 | 7,083.25 | 7,410.37 | 9,634.87 | 9,343.02 | 9,043.17 | 公允价值变动 | 204.36 | -353.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 2,039.80 | 3,149.91 | 666.90 | 693.58 | 721.32 | 投资净收益 | 1,349.00 | 1,431.41 | 1,650.00 | 1,890.00 | 2,080.00 |
| 无形资产 | 7,151.34 | 7,915.97 | 9,682.30 | 8,398.40 | 7,114.51 | 其他 | -1,506.7 | -2,138.5 | -1,120.0 | -1,446.1 | -1,860.0 |
| 其他非流动资产 | 12,042.4 | 13,498.5 | 10,416.1 | 10,384.0 | 10,351.8 | 营业利润 | 3,535.53 | 4,493.56 | 4,474.60 | 5,035.59 | 6,054.92 |
| 非流动资产合计 | 49,744.3 | 52,904.5 | 52,929.9 | 53,188.7 | 53,630.6 | 营业外净收益 | 44.06 | 32.20 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 资产总计 | 70,551.3 | 76,119.6 | 71,133.9 | 73,824.7 | 77,367.7 | 利润总额 | 3,579.59 | 4,525.75 | 4,504.60 | 5,065.59 | 6,084.92 |
| 短期借款 | 5,607.19 | 6,358.29 | 5,856.40 | 4,901.30 | 3,721.14 | 所得税 | 474.11 | 782.23 | 428.19 | 476.34 | 600.74 |
| 应付账款+票据 | 2,333.28 | 2,397.31 | 2,871.95 | 3,102.90 | 3,626.85 | 净利润 | 3,019.88 | 3,743.52 | 4,076.41 | 4,589.25 | 5,484.19 |
| 其他 | 8,550.50 | 7,074.50 | 7,181.75 | 7,234.18 | 7,384.45 | 少数股东损益 | 311.96 | 421.90 | 460.00 | 500.00 | 700.00 |
| 流动负债合计 | 16,490.9 | 15,830.1 | 15,910.0 | 15,238.3 | 14,732.4 | 归属于母公司 | 2,707.92 | 3,321.62 | 3,616.41 | 4,089.25 | 4,784.19 |
| 长期带息负债 | 12,670.1 | 12,576.9 | 12,576.9 | 12,576.9 | 12,576.9 | | | | | | |
| 长期应付款 | 0.00 | 251.21 | 251.21 | 251.21 | 251.21 | | | | | | |
| 其他 | 2,676.55 | 2,831.97 | 2,831.97 | 2,831.97 | 2,831.97 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 15,346.6 | 15,660.0 | 15,660.0 | 15,660.0 | 15,660.0 | | | | | | |
| 负债合计 | 31,837.6 | 31,490.1 | 31,570.1 | 30,898.4 | 30,392.5 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 5,614.98 | 7,316.15 | 7,776.15 | 8,276.15 | 8,976.15 | | | | | | |
| 股本 | 2,563.06 | 2,562.90 | 2,562.90 | 2,562.90 | 2,562.90 | | | | | | |
| 资本公积 | 10,542.9 | 12,143.6 | 12,143.6 | 12,143.6 | 12,143.6 | | | | | | |
| 留存收益 | 14,871.7 | 17,181.5 | 19,713.0 | 22,575.4 | 25,924.4 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 33,592.7 | 39,204.2 | 42,195.7 | 45,558.1 | 49,607.1 | | | | | | |
| 负债和股东权益总 | 70,551.3 | 76,119.6 | 71,133.9 | 73,824.7 | 77,367.7 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 1,019.43 | 523.46 | 4,076.41 | 2,673.75 | 3,378.69 |
| 折旧摊销 | 1,346.92 | 1,380.70 | 2,141.44 | 2,174.78 | 2,209.46 |
| 财务费用 | 922.16 | 1,076.91 | 1,003.84 | 954.22 | 889.98 |
| 存货减少 | -564.70 | -505.19 | -169.88 | -908.19 | -245.23 |
| 营运资金变动 | 177.20 | 20.30 | -611.46 | -283.47 | -966.94 |
| 其它 | -45.72 | 544.28 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 经营活动现金流 | 2,855.29 | 3,040.45 | 6,540.34 | 4,711.08 | 5,365.95 |
| 资本支出 | 3,174.91 | 3,962.06 | 666.90 | 693.58 | 721.32 |
| 长期投资 | 3,598.51 | 2,738.88 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1,528.50 | 6,528.98 | 75.50 | 75.50 | 75.50 |
| 投资活动现金流 | -5,244.9 | -171.96 | -591.40 | -618.08 | -645.82 |
| 债权融资 | 2,390.51 | -2,440.7 | -501.89 | -955.09 | -1,180.1 |
| 股权融资 | 4,851.37 | 3,190.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -4,104.3 | -2,685.6 | -2,088.7 | -2,180.9 | -2,325.2 |
| 筹资活动现金流 | 3,137.53 | -1,935.9 | -2,590.6 | -3,136.0 | -3,505.4 |
| 现金净增加额 | 729.87 | 927.41 | 3,358.29 | 956.92 | 1,214.74 |

| 主要财务比 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 34.45% | 14.72% | 12.92% | 14.82% | 16.39% |
| EBIT | -6.70% | 24.52% | 7.95% | 9.28% | 15.87% |
| EBITDA | 2.00% | 19.08% | 17.99% | 7.12% | 12.08% |
| 归属于母公司 | 11.36% | 22.66% | 8.87% | 13.07% | 16.99% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 58.40% | 59.62% | 60.17% | 60.66% | 61.93% |
| 净利率 | 11.36% | 12.34% | 12.63% | 12.38% | 12.71% |
| ROE | 9.01% | 9.74% | 10.51% | 10.97% | 11.77% |
| ROIC | 6.87% | 8.85% | 8.50% | 8.93% | 9.93% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 50.31% | 46.27% | 44.38% | 41.85% | 39.28% |
| 流动比率 | 0.82 | 0.96 | 1.14 | 1.35 | 1.61 |
| 速动比率 | 0.60 | 0.67 | 0.85 | 0.99 | 1.21 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转 | 5.75 | 6.20 | 5.88 | 6.07 | 5.84 |
| 存货周转率 | 3.15 | 2.93 | 3.13 | 2.91 | 3.12 |
| 总资产周转率 | 0.39 | 0.42 | 0.45 | 0.50 | 0.56 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.06 | 1.30 | 1.41 | 1.60 | 1.87 |
| 每股经营现金 | 1.11 | 1.19 | 1.90 | 1.84 | 2.09 |
| 每股净资产 | 10.92 | 12.44 | 13.43 | 14.55 | 15.85 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 53.89 | 43.73 | 37.55 | 33.20 | 28.38 |
| 市净率 | 4.85 | 4.26 | 3.94 | 3.64 | 3.34 |
| EV/EBITDA | 29.22 | 24.92 | 21.12 | 19.66 | 17.49 |
| EV/EBIT | 38.82 | 31.67 | 29.33 | 26.76 | 23.03 |

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996