

中信证券研究部

核心观点



田加强
 首席医疗健康产业
 分析师
 S1010515070002



刘泽序
 医药分析师
 S1010518060001

公司业绩符合市场预期，Gland Pharma 和江苏万邦引领药品板块高增长，达芬奇装机量大幅增长，新开医院拖累医疗服务板块业绩，研发投入维持高增长，重磅品种有望陆续上市。总的来看，我们认为公司已陆续完成新旧增长动能转换，业绩预计逐步提速，有望迎来戴维斯双击。

■ **公司业绩符合市场预期。**公司 2019 年实现收入、净利润、扣非净利润 285.85 亿、33.22 亿、22.34 亿元，同比+14.72%、+22.66%、+6.90%，其中 2019Q4 实现收入、净利润、扣非净利润 73.58 亿、12.58 亿、5.12 亿元，同比+8.58%、+104.95%、+2.70%，净利润增速显著高于扣非净利润增速主要由于和睦家资产出售产生的投资收益所致。公司 2019 年业绩符合市场预期。

■ **Gland Pharma 和江苏万邦引领药品板块高增长。**公司药品板块实现收入 217.66 亿元，同比+16.51%（同口径+15.5%），核心工业平台实现快速增长，其中 Gland Pharma（不含评估增值摊销影响）、江苏万邦（含评估增值摊销影响）净利润同比+52.2%、44.8%，重庆药友和奥鸿药业分别受到优帝尔、奥德金的拖累，利润增速分别+14.3%、+0.1%。公司药品板块增速较快的品种非布司他、匹伐他汀、依诺肝素销售量增长分别为 105%、113%和 57%，汉利康首年销售额 1.5 亿元，2020 年解决产能瓶颈后销售额有望迎来高速增长。

■ **达芬奇装机量大幅增长，新开医院拖累医疗服务板块业绩。**公司器械板块实现收入 37.36 亿元，同比+2.66%（同口径+28.5%），表现增速较低主要因为达芬奇手术机器人代理业务转入合资公司直观复星，2019 年达芬奇实现装机量 60 台（2018 年约 10 台），实现大幅增长，预计四季度装机量超过 30 台，全年手术量超过 4 万台；公司医疗服务板块实现收入 30.40 亿元，同比+18.61%（同口径+15.6%），但由于新开医院的亏损，板块分部利润（剔除一次性因素影响后）同比-22.67%。

■ **研发投入维持高增长，重磅品种有望陆续上市。**2019 年研发投入 34.63 亿元，同比+38.15%，研发费用 20.41 亿元，同比+37.97%，其中赫赛汀、阿达木单抗有望于 2020 年获批上市，长期空间超过 25、10 亿元；CAR-T 已经报产并被纳入优先审评审批，进展国内第一，有望 2021 年初获批上市，当前适应症市场空间超过 10 亿元；PD-1 单抗正在进行 7 项以上注册性临床（非鳞非小细胞肺癌、鳞状非小细胞肺癌、小细胞肺癌、转移性食管癌、胃癌、MSI-High 等），部分适应症进展处于国内第一梯队，预计进展最快的适应症（MSI-High）有望今年报产；小分子创新药目前主要出于 I/II 期，但 SAF-189 等产品有望凭借 II 期数据直接报产；Gland Pharma 已有 2 产品（右雷佐生、唑来膦酸）实现国内进口注册（IDL），后续将陆续引进更多产品。同时，公司 BD 工作近几年不断取得进展，成功引进了多个重磅品种，其中从协和麒麟引进的西那卡塞已经上市销售，从 Dova 引进的阿伐曲泊帕已经报产并纳入优先审评审批，等有望今年获批上市，并有多个 BD 产品正处于注册性临床阶段。

复星医药	600196
评级	买入（维持）
当前价	32.86 元
目标价	40.5 元
总股本	2,563 百万股
流通股本	2,011 百万股
52 周最高/最低价	34.0/22.45 元
近 1 月绝对涨幅	22.25%
近 6 月绝对涨幅	30.04%
近 12 月绝对涨幅	11.72%

- **2020 年期间费用率有望下降，充分计提减值实现轻装上阵。**2019 年公司财务、管理、销售费用率同比+0.12、+0.08、+0.39 PCT，总体较为稳定，考虑到公司对费用的管控逐步加强，公司 2020 年管理、销售费用率有望有所下降，同时，和睦家资产出售回收的现金已偿还了部分债务，预计 2020 年财务费用率将有所降低。公司 2019 年资产减值损失 3.90 亿元，同比+301.24%，主要由于长期股权投资和商誉减值所致，充分计提减值后公司将实现轻装上阵。公司经营性现金流净额 32.22 亿元，同比+9.23%，与利润（扣非）增速基本匹配。
- **疫情导致公司呼吸机订单大幅增长，公司预计 mRNA 疫苗 4 月下旬进入临床。**受到疫情影响，2020Q1 公司医疗服务板块和联营公司国药控股预计受到一定负面影响，若海外疫情发酵，海外子公司未来也可能面临一定冲击（如 Gland Pharma 等），但公司产业链布局较为全面，抗风险能力较强，目前公司子公司 Breas 的呼吸机产能已经扩大了 4 倍以上，订单呈现供不应求状态，负压救护车和移动 CT 订单量也显著提升，公司 2019-nCov 核酸检测试剂盒也通过 NMPA 应急审批并通过欧盟 CE 认证，这些业务的增量可以大幅对冲服务和分销业务的负面冲击。同时，公司获得了 BioNTech 的 COVID-19 mRNA 疫苗于大中华区的商业化权益，该疫苗有望在 4 月下旬进入临床试验，考虑到新冠疫情影响境外输入压力较大，一旦该疫苗研发成功市场空间巨大。
- **风险因素：**药品研发失败风险；新产品上市销售不达预期；奥德金等品种销售额下滑风险。
- **投资建议：**公司已陆续完成新旧增长动能转换，业绩预计逐步提速，有望迎来戴维斯双击，结合 2019 年业绩并考虑疫情影响，调整公司 2020/2021 年 EPS 预测为 1.35/1.56 元（原预测 1.41/1.67 元），并新增 2022 年 EPS 预测为 1.83 元。参考可比公司估值，给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应目标价 40.50 元，维持“买入”评级。

项目/年度	r	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,918.27	28,585.15	32,801.50	38,165.42	44,431.68
营业收入增长率	34%	15%	15%	16%	16%
净利润(百万元)	2,707.92	3,321.62	3,460.10	4,009.96	4,687.30
净利润增长率	-13%	23%	4%	16%	17%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.07	1.30	1.35	1.56	1.83
毛利率%	58%	60%	60%	61%	61%
净资产收益率 ROE%	9.68%	10.42%	10.07%	10.74%	11.49%
每股净资产(元)	10.92	-	13.40	14.56	15.92
PE	31	26	25	21	18
PB	3	0	2	2	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 31 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	24,918	28,585	32,802	38,165	44,432
营业成本	10,365	11,543	13,144	15,013	17,171
毛利率	58.40%	59.62%	59.93%	60.66%	61.35%
营业税金及附加	256	260	298	347	404
销售费用	8,488	9,847	11,284	13,129	15,284
营业费用率	34.06%	34.45%	34.40%	34.40%	34.40%
管理费用	2,239	2,591	2,952	3,435	3,999
管理费用率	8.99%	9.06%	9.00%	9.00%	9.00%
财务费用	724	865	709	725	712
财务费用率	2.91%	3.03%	2.16%	1.90%	1.60%
投资收益	1,815	3,565	2,180	2,280	2,400
营业利润	3,536	4,494	4,581	5,315	6,219
营业利润率	14.19%	15.72%	13.97%	13.93%	14.00%
营业外收入	83	77	80	80	80
营业外支出	39	45	45	45	45
利润总额	3,580	4,526	4,616	5,350	6,254
所得税	560	782	716	829	969
所得税率	15.64%	17.28%	15.50%	15.50%	15.50%
少数股东损益	312	422	441	511	597
归属于母公司股东的净利润	2,708	3,322	3,460	4,010	4,687
净利率	10.87%	11.62%	10.55%	10.51%	10.55%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,580	4,526	4,616	5,350	6,254
所得税支出	-560	-782	-716	-829	-969
折旧和摊销	1,347	1,381	1,353	1,483	1,607
营运资金的变化	-387	-485	-809	-672	-796
其他经营现金流	-1,029	-1,417	-1,601	-1,695	-1,838
经营现金流合计	2,950	3,222	2,843	3,637	4,257
资本支出	-3,175	-3,962	-1,920	-1,770	-1,720
投资收益	1,815	3,565	2,180	2,280	2,400
其他投资现金流	-3,885	225	-750	-740	-730
投资现金流合计	-5,245	-172	-490	-230	-50
发行股票	4,851	3,190	0	0	0
负债变化	22,381	25,443	974	180	-162
股息支出	-948	-820	-1,000	-1,038	-1,203
其他融资现金流	-23,146	-29,750	-709	-725	-712
融资现金流合计	3,138	-1,936	-734	-1,583	-2,077
现金及现金等价物净增加额	843	1,114	1,619	1,824	2,131

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,547	9,533	11,153	12,976	15,107
存货	3,287	3,941	4,338	4,804	5,323
应收账款	3,624	4,368	5,084	5,916	6,887
其他流动资产	2,544	2,562	2,702	2,888	3,104
流动资产	18,002	20,403	23,276	26,584	30,421
固定资产	7,083	7,410	7,927	8,165	8,227
长期股权投资	21,428	20,930	20,930	20,930	20,930
无形资产	7,151	7,916	8,096	8,276	8,456
其他长期资产	16,888	19,460	20,210	20,960	21,710
非流动资产	52,550	55,716	57,163	58,331	59,323
资产总计	70,551	76,120	80,439	84,914	89,744
短期借款	5,607	6,358	6,632	6,112	5,250
应付账款	2,184	2,153	2,451	2,800	3,202
其他流动负债	10,132	8,923	9,069	9,533	10,041
流动负债	17,923	17,434	18,152	18,444	18,493
长期借款	8,631	7,293	7,793	8,293	8,793
其他长期负债	10,405	12,189	12,389	12,589	12,789
非流动性负债	19,035	19,482	20,182	20,882	21,582
负债合计	36,959	36,915	38,334	39,326	40,074
股本	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
资本公积	10,545	12,144	12,144	12,144	12,144
归属于母公司所有者权益合计	27,978	31,888	34,349	37,321	40,805
少数股东权益	5,615	7,316	7,757	8,268	8,865
股东权益合计	33,593	39,204	42,106	45,588	49,670
负债股东权益总计	70,551	76,120	80,439	84,914	89,744

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	34.45%	14.72%	14.75%	16.35%	16.42%
营业利润增长率	13.24%	27.10%	1.96%	16.01%	17.00%
净利润增长率	13.33%	22.66%	4.17%	15.89%	16.89%
毛利率	58.40%	59.62%	59.93%	60.66%	61.35%
EBITDA Margin	22.92%	0.00%	19.01%	18.46%	17.95%
净利率	10.87%	11.62%	10.55%	10.51%	10.55%
净资产收益率	9.68%	10.42%	10.07%	10.74%	11.49%
总资产收益率	3.84%	4.36%	4.30%	4.72%	5.22%
资产负债率	52.39%	0.00%	47.66%	46.31%	44.65%
所得税率	15.64%	17.28%	15.50%	15.50%	15.50%
股利支付率	30.29%	30.09%	30.00%	30.00%	30.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。