

持续创新转型，大体量迎来高增长

2021 年 02 月 25 日

【投资要点】

- ◆ 仿创结合，药品制造与研发板块业务发展迅猛。制药板块营业收入占比已由 2017 年的 71.33% 增长至 2019 年的 76.25%。公司持续加大对小分子创新药、生物创新药及生物类似药、CAR-T 细胞疗法的研发投入，建立了四大高科技平台，即生物药、小分子创新药、高价值仿制药、新技术治疗平台，为创新药的研发助力。
- ◆ 医疗器械与医学诊断业务、国药控股业务预计保持稳定增长。医美领域、高端医疗急救车及医学用特种车领域、呼吸类产品、手术机器人等领域在细分行业市场中排名靠前，具有较强的市场竞争力。诊断业务自主研发产品上市，自动化学发光仪器及试剂以及抗精神类药物的血药检测产品 Mycare 将逐步放量销售。国药控股是中国药品、医疗保健产品器械批发零售商及领先供应链服务提供商，公司持续优化业务结构，扩大零售业务网络，加快发展器械业务，整体业务规模将不断提升。
- ◆ 预计 mRNA 新冠疫苗将带来弹性收入。与 BioNtech 合作的 mRNA 新冠疫苗在中国内地正在审批中。截至 2021 年 1 月 12 日，mRNA 新冠疫苗在国内 II 期临床试验已完成所有受试者的第二针接种，未发现严重不良事件。一旦在中国内地获批，BioNTech 将于 2021 年向中国内地供应至少 1 亿剂该疫苗。预计将有望为复星医药贡献较大的利润弹性。

挖掘价值投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：何玮

电话：021-23586471

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	117380.75
流通市值（百万元）	92101.88
52 周最高/最低（元）	79.19/25.02
52 周最高/最低（PE）	60.80/24.39
52 周最高/最低（PB）	6.08/2.10
52 周涨幅（%）	72.16
52 周换手率（%）	742.80

相关研究

《净利润增速远超营收，产品管线逐步丰富》

2020.11.09

【投资建议】

公司布局全医药产业链，研发管线逐步进入收获期。国内外投资标的为公司带来不断的业绩增长。制药业务由仿转创，营收规模扩大。长期看好医疗器械及医疗服务的发展。

考虑到疫情影响，我们上调了2020年营收预测至326.67亿元，下调了2021及2022年的营收预测分别至374.10亿元及439.00亿元；下调了公司的投资收益、资产处置收益及销售费用投入，上调了营业外收支、研发费用投入及营运资金总额。我们预计公司2020/2021/2022年营业收入分别为326.67/374.10/439.00亿元，归母净利润分别为36.64/42.28/50.42亿元，EPS分别为1.43/1.65/1.97，PE分别为37/32/27，给予“增持”评级。

图表：公司盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	28585.15	32667.09	37409.96	43899.69
增长率(%)	14.72%	14.28%	14.52%	17.35%
EBITDA（百万元）	3823.43	3938.83	4173.05	4785.97
归属母公司净利润（百万元）	3321.62	3663.59	4228.01	5041.77
增长率(%)	22.66%	10.30%	15.41%	19.25%
EPS(元/股)	1.30	1.43	1.65	1.97
市盈率(P/E)	20.52	37.77	32.73	27.44
市净率(P/B)	2.14	3.89	3.48	3.09
EV/EBITDA	21.07	38.33	36.14	31.35

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：截至2021-02-23。

【风险提示】

产品研发及销售不确定性；
 医疗安全事故风险；
 投资收益风险；
 国际贸易风险；

正文目录

1. 坚持“4IN”战略，布局医疗健康全产业链	6
1.1. 全产业布局助力公司稳健发展	6
1.2. 公司股权结构清晰，子公司分工明确	8
1.3. 营业收入稳健增长，研发投入持续增大	9
2. 制药创新转型，带来业绩新增长点	13
2.1. 仿创结合，制药子公司业绩稳健	13
2.2. 创新药的研发进度不断加快	15
2.2.1. 小分子研发平台：首款创新药获 FDA 快速通道审评认证，研发管线丰富	18
2.2.2. 复星医药产业：许可引进的小分子创新药获批上市	19
2.2.3. 复星凯特：首个申报上市的国产 CAR-T 产品，有望今年获批	20
2.2.4. 疫苗平台：与 BioNTech 合作开发新冠病毒 mRNA 疫苗	20
2.3. 小分子仿制药平台持续带来稳定现金流	21
2.3.1. 万邦医药：聚焦慢病及抗肿瘤领域小分子药，一致性评价项目居前	22
2.3.2. Gland Pharma：印度注射剂药品生产企业	22
2.3.3. 奥鸿药业：积极引入国内外上市新药，完善产品布局	22
2.3.4. 重庆药友：多款产品进入集采，有望持续放量	23
3. 复宏汉霖：大分子平台，单抗龙头企业	23
3.1. 利妥昔单抗：首个国产生物类似物	26
3.2. 曲妥珠单抗：首个中欧双批的国产生物类似物	29
3.3. 阿达木单抗：进军自免领域的首款单抗药	30
3.4. 贝伐珠单抗：布局眼科差异化研发，即将商业化	31
4. 医疗器械及医学诊断	34
4.1. 复锐医疗科技（Sisram）：专注能量源医疗美容器械研发生产	35
4.2. 直观复星：达芬奇手术机器人	36
5. 医疗服务及医药流通	37
5.1. 医疗服务：民营医院排名居前，看好长期发展	37
5.2. 国药控股：医药流通行业龙头企业，业务结构不断优化	40
6. 盈利预测与投资建议	41
6.1. 核心假设与盈利预测	41
6.2. 可比公司估值	45
6.3. 投资建议	45
7. 风险提示	46

图表目录

图表 1：公司历史发展阶段	6
图表 2：公司历史总市值（左轴，亿元）、营业收入及募资情况（右轴，亿元）	8
图表 3：公司募资情况（亿元）	8
图表 4：公司股权结构（截至 2020Q3）	8
图表 5：公司前十大股东（截至 2020Q3）	9
图表 6：主要控股参股公司	9
图表 7：2015-2020Q3 营业收入情况（亿元，%）	10
图表 8：2015-2020Q3 归母净利润情况（亿元，%）	10
图表 9：2015-2020Q3 年扣非净利润情况（亿元，%）	10

图表 10: 2015-2020Q3 年非经常损益项目 (亿元)	10
图表 11: 2017-2020H1 各业务版块营收情况 (亿元, %)	11
图表 12: 2019 年公司各业务版块营收占比 (%)	11
图表 13: 按产品分类主营业务营收 (亿元, %)	11
图表 14: 2019 年公司各业务版块营收占比 (%)	11
图表 15: 2017-2020H1 各业务板块毛利率情况 (%)	12
图表 16: 2020H1 年公司各业务版块营收占比 (%)	12
图表 17: 2015-2020H1 四费率情况 (%)	12
图表 18: 2015-2019 研发费用投入情况 (亿元, %)	13
图表 19: 2015-2019 年同行业公司研发投入金额情况对比 (万元)	13
图表 20: 2015-2019 年同行业公司研发投入占营业收入比例情况对比 (%)	13
图表 21: 2015-2019 年同行业公司研发投入占净资产比例情况对比 (%)	13
图表 22: 2017-2020H1 制药板块营收细分情况 (%)	14
图表 23: 按产品分类制药板块营收同比增长 (%)	14
图表 24: 制药板块的核心品种	14
图表 25: 制药板块重要技术平台及子公司布局	15
图表 26: 制药板块研发投入 (亿元, %)	15
图表 27: 2020H1 制药研发投入结构 (%)	15
图表 28: 2017-2019 年 IND/NDA/Trial 数量	15
图表 29: 2020 年复星医药的药物研发成果	15
图表 30: 小分子创新药研发情况	16
图表 31: 大分子创新药研发情况	16
图表 32: 复创医药研发管线	19
图表 33: 许可引进产品的研发进展	19
图表 34: 制药板块重要子公司营业收入 (百万元)	21
图表 35: 制药板块重要子公司净利润 (百万元)	21
图表 36: 三批药品集中带量采购招标中标药品情况	21
图表 37: 公司大事记	23
图表 38: 2017-2020H1 复宏汉霖营收及归母净利润 (百万元)	24
图表 39: 2017-2020H1 复宏汉霖研发投入 (百万元, %)	24
图表 40: 复宏汉霖研发管线	24
图表 41: 中国生物药市场明细 (十亿人民币, %)	26
图表 42: 美罗华在美国、欧盟和国内批准的适应症情况	26
图表 43: 2014-2019 年利妥昔单抗国内销售额 (亿元, %)	27
图表 44: 2014-2019 年美罗华全球销售额 (亿瑞士法郎, %)	27
图表 45: 中国利妥昔单抗市场明细 (十亿人民币, %)	28
图表 46: 国内利妥昔单抗临床研究进展	28
图表 47: 赫赛汀全球销售额 (亿瑞士法郎, %)	29
图表 48: 中国曲妥珠单抗市场明细 (十亿人民币, %)	29
图表 49: 国内曲妥珠单抗临床研究进展	30
图表 50: 修美乐全球销售额 (亿美元, %)	31
图表 51: 中国阿达木单抗市场明细 (十亿人民币, %)	31
图表 52: 国内阿达木单抗临床研究进展	31
图表 53: 2010-2019 年贝伐珠单抗全球销售额 (亿美元, %)	32
图表 54: 2015-2019 年贝伐珠单抗在国内城市公立医院销售情况 (百万元, %)	32
图表 55: 中国贝伐珠单抗生物类似物市场规模预测 (十亿元, %)	32
图表 56: 国内批准上市的贝伐珠单抗	33
图表 57: 国内 III 期临床及 NDA 阶段的贝伐珠单抗类似物	33
图表 58: 医疗器械与医学诊断业务营收情况 (亿元, %)	34
图表 59: 医疗器械与医学诊断业务相关公司	35
图表 60: 全球能量源医疗美容器械的全球销售额 (百万美元)	36
图表 61: 2016 年能量源医疗美容市场格局 (%)	36

图表 62: 复锐医疗科技主要产品情况.....	36
图表 63: 复锐医疗营业收入结构情况 (千美元, %)	36
图表 64: 达芬奇机器人已获 FDA 批准的手术种类.....	37
图表 65: 中国内地达芬奇机器人手术量 (台, %)	37
图表 66: 2017-2021 年中国医疗器械行业市场规模 (亿元, %)	37
图表 67: 中国医疗器械市场份额占比 (%)	37
图表 68: 医疗服务业务营收情况 (亿元, %)	38
图表 69: 控股医疗机构情况.....	38
图表 70: 2014-2023 年国内医院收入情况 (十亿元, %)	39
图表 71: 2014-2019 年公立与民营医院数量对比 (个)	39
图表 72: 2014-2019 年公立与民营医院诊疗人次数量对比 (亿人次)	39
图表 73: 医疗机构核定床位数 (张, %)	40
图表 74: 2019 年度社会办医医院集团前十名排名	40
图表 75: 国药控股营收结构情况 (亿元, %)	41
图表 76: 国大药房零售药店数量 (个)	41
图表 77: 2015-2022 年复星医药及重要子公司净利润率的利润总额占比预测 (%)	42
.....	42
图表 78: 2015-2022 年复星医药及重要子公司的净利润预测 (万元, %)	42
图表 79: 公司营业收入预测 (百万元, %)	44
图表 80: 可比公司估值比较.....	45
图表 81: 公司盈利预测.....	46

1. 坚持“4IN”战略，布局医疗健康全产业链

复星医药成立于1994年，分别于1998年及2012年在上交所、港交所挂牌上市，经过二十多年的发展，复星医药已成为中国领先的医疗健康产业集团。公司坚持“4IN”战略（创新 Innovation、国际化 Internationalization、整合 Integration、智能化 Intelligitization），通过创新研发带动内生式增长，通过国际化收购及战略投资实现外延式、整合式发展，逐渐发展到如今医疗健康的全产业链布局，经营业务以药品制造与研发为核心，涵盖医疗器械与医学诊断、医疗服务以及药物流通领域。

1.1. 全产业链布局助力公司稳健发展

复星医药历史发展大致分为三个阶段，分别以收购扩张、全产业链布局及创新转型为特征。在收购扩张期，复星医药初步整合外部医药资源，完成复星医药更名及股权分置改革，设立了复星平耀投资，开启对健康领域的全产业链布局。2008-2017年的十年间，复星医药加大了对制药、医疗服务、医药分销、医疗器械和诊断领域的收购及战略投资，不断进行版图扩张，逐渐完成全产业链布局。2018年至今，复星医药迎来创新转型期。子公司复宏汉霖在港交所挂牌上市，其科创板上市方案稳步推进中，GlandPharma在孟买证券交易所及印度国家证券交易所主板上市。子公司的陆续分拆上市将有助于优化公司资本结构。

图表 1：公司历史发展阶段

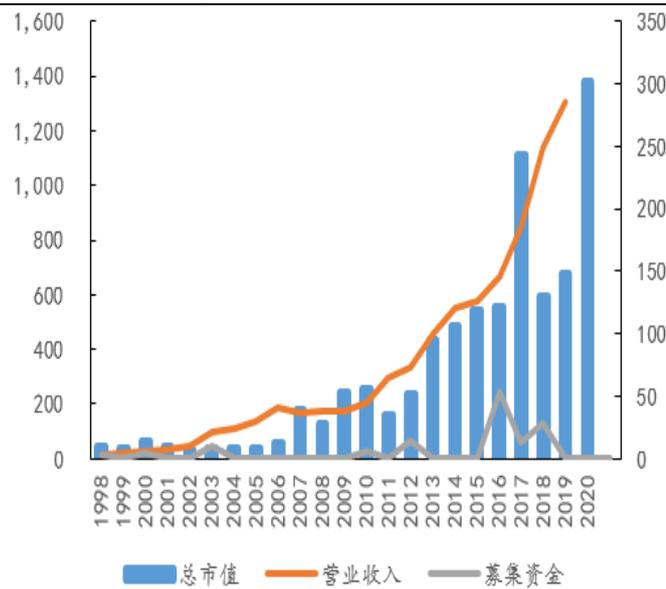
阶段	年份	事件
收购扩张期	1994	复星医药前身——上海复星实业股份有限公司成立
	1998	复星实业在上海证券交易所挂牌上市
	2002	收购重庆医药工业研究院，复星医药研发基地成立
	2003	复星与中国医药集团总公司合作成立国药集团医药控股有限公司
	2004	复星实业正式更名为上海复星医药（集团）股份有限公司
	2006	复星医药成立了面向欧美等主流市场的高难度仿制药研发机构——上海星泰 复星医药顺利完成了股权分置改革 复星医药投资设立上海复星平耀投资管理有限公司
全产业链布局期	2008	成立新药研究公司控股重庆复创医药，开始启动创新专利药的开发
	2009	成立复创和复宏汉霖，复星医药研发创新进入新的里程碑
	2010	复星医药与美中互利在香港共同成立合资公司美中互利医疗
	2012	携手中国抗结核龙头企业沈阳红旗制药，共同推进中国抗结核药物国际化 复星医药于香港联合交易所挂牌上市
	2013	收购在佛山市及至珠三角地区具有相当影响力的三级甲等医院禅城医院 收购中西结合肿瘤医院广州南洋肿瘤医院 控股世界领先的医疗美容器械生产企业 Alma 公司
	2014	复星医药与美国保健品上市公司 NSP 合作

创新转型期		携手台州地方公立医院探索医养结合新模式 复星医药与台州市立医院合作，探索医养结合新模式。
		复星医药以 8.45 亿收购控股二叶制药，加强抗感染药物平台建设。
	2015	复星医药联合收购美国创新生物药公司 Ambrx 复星医药与挂号网战略结盟并拟购挂号网优先股加快“互联网+”战略布局 复星医药成立中药科技创新基金 复星医药牵手温州中医院共同打造温州老年病医院 复星医药医疗服务落子青岛拟出资 4 亿元共建新医院
	2016	复星医药拟斥资逾 12 亿美元并购印度领先注射剂药企 GlandPharma 复星医药携手玉林市第一人民医院共建广西一流心脑血管专科医院 联手 IntuitiveSurgical 拟在华成立合资企业，研发销售肺癌诊断治疗产品 开创国企医院体制改革先河淮海医院管理集团有限公司成立
	2017	收购瑞典呼吸器械公司 Breas 成立科技创新孵化平台，运营实体复星领智正式注册成立。 SisramMed 成功于香港联合交易所主板上市 完成对 GlandPharma74%的并购 设立苏州创新研发中心，孵化复星弘创、万新医药、希米科医药等公司 复星凯特细胞治疗基地启动，开启首款全球已获批的 CAR-T 产品在中国产业化征程 收购法国药品分销公司 TridemPharma82%的股权
	2018	复宏汉霖 HLX01（利妥昔单抗注射液）纳入优先审评程序药品注册申请名单 复星凯特在国内启动 CAR-T 细胞治疗临床试验 IND 斥资 1.06 亿美元投资 BATTERYNetwork, Inc.，布局智能手机超声成像仪 与日本丸红合作，共拓第三方健康医疗市场 新药 FCN-159 片获国家药监局批准用于晚期实体瘤治疗临床试验
	2019	利妥昔单抗注射液获批上市，成为中国首个生物类似药 复宏汉霖与香港联合交易所挂牌上市 携手德国 BioNTech 合作开发 mRNA 新冠疫苗产品 复宏汉霖自主开发生产的单抗生物类似药曲妥珠获中欧双批
	2020	复星凯特首个 Car-t 产品阿基仑赛被纳入优先审评 复星健康+发布，建立以家庭为中心的在线医疗健康平台 GlandPharma 在孟买证券交易所及印度国家证券交易所主板上市 复星医药美国子公司仿制药销售和注册团队搭建完成

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

随着公司收购扩张及全产业链布局，公司业绩稳健发展。公司在上市至今的二十多年间，公司的市值在 2017 及 2020 年分别突破千亿元大关，且市值增长约 31.7 倍，由上市初的 43.7 亿逐渐增长到 2020 年的 1383.7 亿。总营收增长约 84.1 倍，由 3.4 亿增长到 2019 年底的 285.9 亿。公司通过首次发行、配股、增发、可转债以及公司债券等形式进行募资，募资资金共计 132.63 亿元。其中，公司长期债券总额约为 85.5 亿元；2016 年及 2018 年融资金额约占当年市值的 9.49% 及 4.69%。

图表 2：公司历史总市值（左轴，亿元）、营业收入及募资情况（右轴，亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：公司募资情况（亿元）

发行日	募资类型	募资金额	备注
1998/6/25	新股首发	3.58	-
2000/7/28	股票配股	4.50	-
2003/10/28	发行可转债	9.50	-
2010/5/4	股票增发	6.55	-
2012/4/25	公司债券	15.00	11 复星债
2016/3/4	公司债券	30.00	16 复药 01
2016/11/8	股票增发	23.00	-
2017/3/14	公司债券	12.50	17 复药 01
2018/8/13	公司债券	13.00	18 复药 01
2018/11/30	公司债券	5.00	18 复药 02
2018/11/30	公司债券	10.00	18 复药 03
共计		132.63	

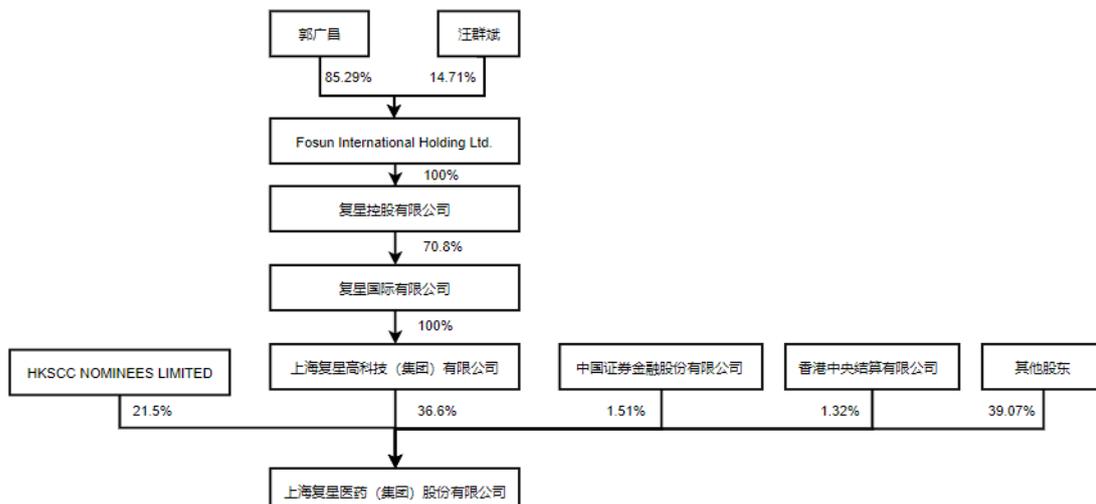
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2. 公司股权结构清晰，子公司分工明确

公司实际控制人为郭广昌，现为复星国际执行董事及董事长，通过持有 Fosun International Holding Ltd. 公司 85.29% 的股份，间接持股上海复星高科技（集团）有限公司及复星医药。上海复星高科技（集团）有限公司持有复星医药 36.6% 的股份，为第一大持股股东，复星医药股权结构清晰。

旗下子公司分别负责不同医药细分领域产品的研发、生产、销售，分工明确。除子公司外，随着合营及联营子公司的不断引入，公司全产业链整合能力得到进一步提升。

图表 4：公司股权结构（截至 2020Q3）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 5：公司前十大股东（截至 2020Q3）

股东名称	股东性质	持股比例（%）
上海复星高科技（集团）有限公司	境内非国有法人	36.6
HKSCCNOMINEESLIMITED	未知	21.5
中国证券金融股份有限公司	国有法人	1.51
香港中央结算有限公司	未知	1.32
中国人寿保险股份有限公司—传统—普通保险产品—005L—CT001 沪	其他	1.04
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	0.94
阿布达比投资局	境外法人	0.72
泰康人寿保险有限责任公司—分红—个人分红—019L—FH002 沪	其他	0.41
马来西亚国家银行	未知	0.34
中国工商银行—上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	其他	0.34
合计		64.72

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 6：主要控股参股公司

公司名称	业务性质	主要产品或服务
重庆药友	药品制造与研发	阿托莫兰、优帝尔、沙多力卡、悉畅、先锋美他醇等
江苏万邦	药品制造与研发	优立通、怡宝、西黄胶囊、万苏平、肝素钠系列等
Gland Pharma	药品制造与研发	肝素钠，万古霉素，罗库溴铵等
奥鸿药业	药品制造与研发	奥德金、邦亭、长托宁等
复宏汉霖	药品制造与研发	汉利康、汉曲优、汉达远
禅城医院	医疗服务	医疗服务
复锐医疗科技 (Sisram)	医疗器械制造与研发	美容医疗器械、医用医疗器械
国药产投	医药投资	医药投资

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

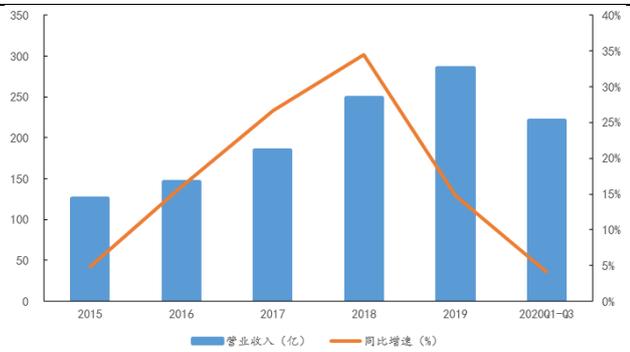
1.3. 营业收入稳健增长，研发投入持续增大

营业收入保持稳健高增长。2019 年公司实现营业收入和归母净利润分别为 285.85 亿元和 33.22 亿元，同比增长分别为 14.72%和 22.66%。2015-2019 年营业收入与归母净利润的复合增长率分别为 22.71%和 7.80%。2018 年，归母净利率降低主要由于资产处置收益减少导致非经常性收益下降、研发投入增加、联营企业前期投入、早期项目经营亏损以及子公司 Breas 计提商誉减值准备金等因素导致。随着创新型早期项目的不断落地，净利润将逐渐恢复增长。

2020 年前三季度，公司实现营业收入及归母净利润 221.03 亿和 24.80 亿元，同比增长分别为 4.12%和 20.10%，业绩表现优异。2020 年上半年，

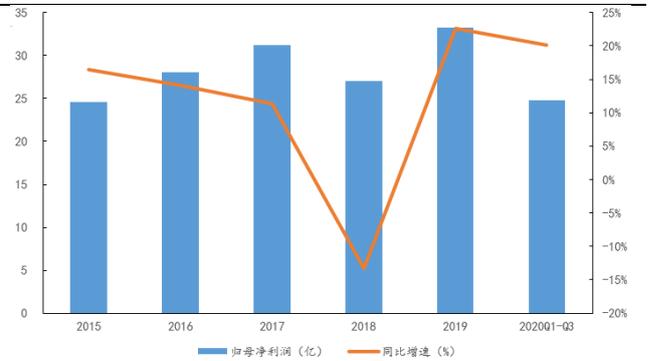
公司医疗服务业务以及药品制造与研发板块注射剂业务受疫情影响，Q1-Q2 营收略有下滑。由于疫情期间，新型冠状病毒核酸检测试剂盒、负压救护车以及呼吸机等抗疫产品销量大幅提升，归母净利润有所增加。随着国内疫情逐步得到控制，核心药品，如小分子药、生物类似药及人用狂犬疫苗的销量得到大幅提升。

图表 7：2015-2020Q3 营业收入情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

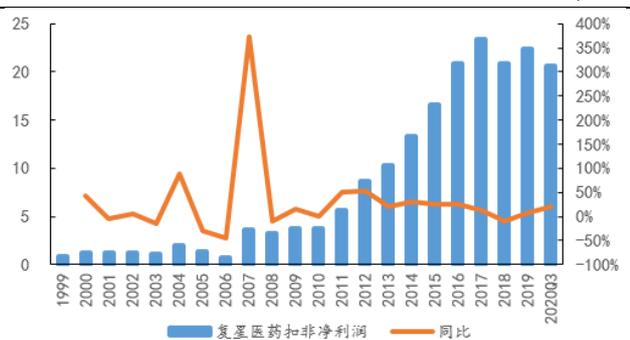
图表 8：2015-2020Q3 归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

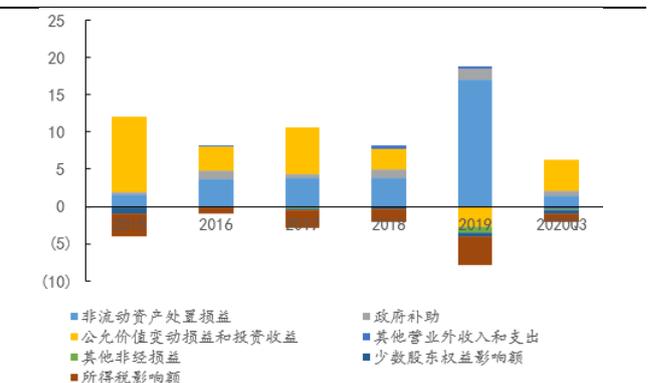
扣非净利润增长较为稳健。2020 年前三季度，公司实现扣非净利润营业收入 20.60 亿元，同比增长 19.57%。2019 年，实现扣非归母净利润 22.34 亿元，同比增长 6.90%，在非经常损益项目中，非流动资产处置损益达 17.09 亿，主要为出售联营公司 HHH(其主要资产为和睦家医院)的部分股权、联营公司国药健康在线的股权所得。2018 年，扣非净利润较 2017 年下降 -10.92%，主要受部分参股企业亏损、利息费用增加、控股子公司复宏汉霖实施员工股权激励以及 Breas 计提商誉减值准备金等因素影响。

图表 9：2015-2020Q3 年扣非净利润情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 10：2015-2020Q3 年非经常损益项目（亿元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

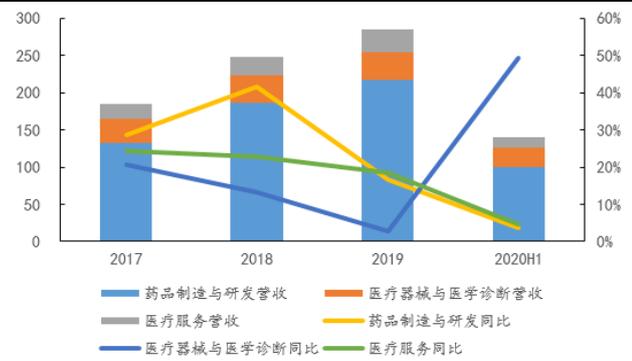
药品制造与研发板块为公司主要收入来源。

公司主要业务包括药品制造与研发、医疗器械与医学诊断以及医疗服务业务。除去并购公司及业务转移等因素，三大板块同口径保持稳定增长。2018 年，剔除新并购企业的贡献的可比因素等影响后，药品制造与研发业务同口径增长 24.87%。2019 年，考虑“达芬奇手术机器人”代理业务转入合资公司直观复星等因素，医疗器械与医学诊断业务同口径增长 28.52%。2019 年公司药品制造与研发板块收入 217.66 亿元，占总营收 76.26%。医疗器械与医学诊断板块收入 37.36 亿元，占比 13.09%。医疗服务板块收

入 30.40 亿元，占比 10.65%。主营业务中，抗感染类产品收入为 44.49 亿元，代谢及消化类产品收入为 38.16 亿元，共计约占主营业务产品收入的 53.81%。

2020 年上半年受疫情影响，公司医疗服务业务及药品制造与研发板块营收有所下降，抗疫相关的医疗诊断及医疗器械板块营收大幅增加。

图表 11：2017-2020H1 各业务版块营收情况（亿元，%）



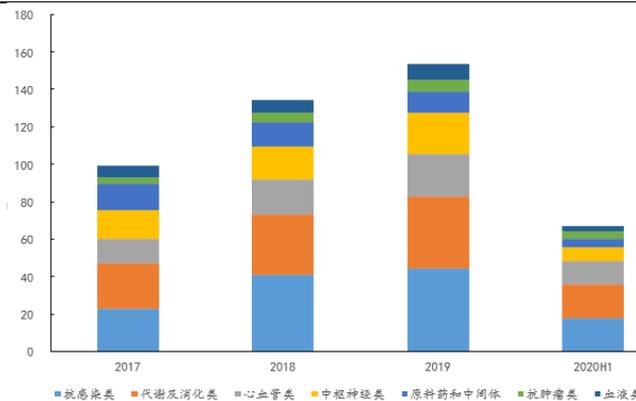
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 12：2019 年公司各业务版块营收占比 (%)



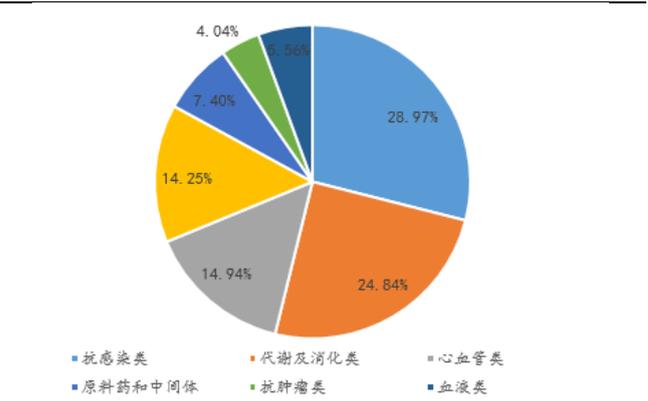
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 13：按产品分类主营业务营收（亿元，%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

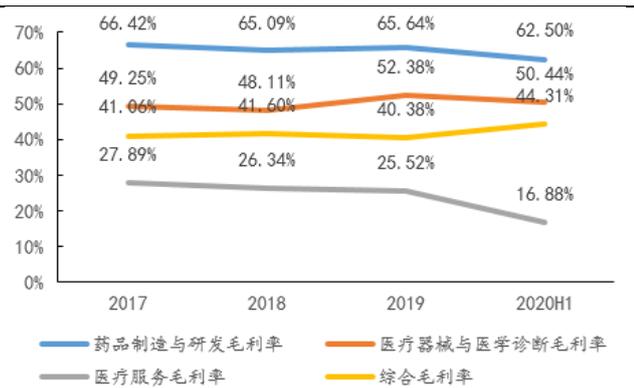
图表 14：2019 年公司各业务版块营收占比 (%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

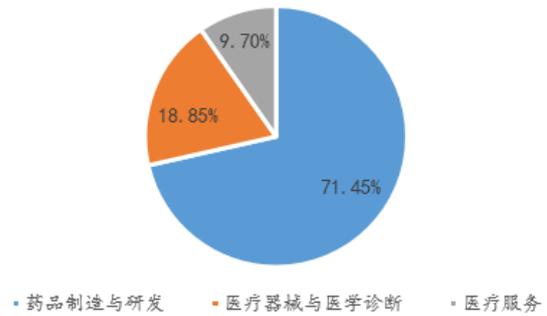
公司综合毛利率保持稳定。公司综合毛利率维持在 40% 以上。2020 年综合毛利率高达 44.31%。由于 2020 年上半年营收结构发生改变，医疗诊断及医疗器械收入占比份额增加，且其毛利率较高，拉高了综合毛利水平。各业务板块毛利率基本保持稳定，2020 年上半年受疫情影响，就诊人数下降，运营成本中固定成本占比高，导致医疗服务业务毛利率略有下降。

图表 15：2017-2020H1 各业务板块毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 16：2020H1 年公司各业务板块营收占比（%）

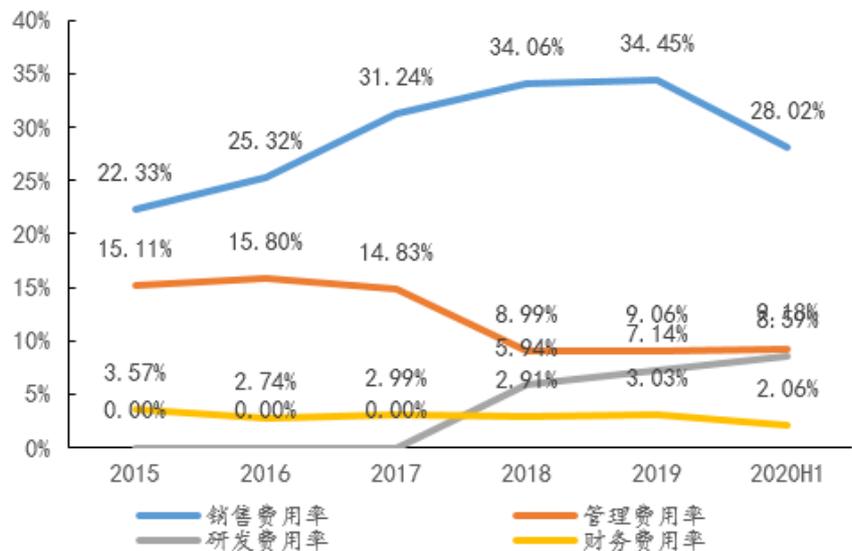


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司近三年销售费用率在 30% 以上。随着创新产品逐渐落地，公司加大对新上市及拟上市品种销售团队的组建，以及市场开发等一系列战略性投入，导致近年来销售费用有所增加。受疫情影响，部分线下活动转为线上进行，2020 年上半年的销售费用率有所降低。预计随着新品和次新品市场的逐渐成熟，公司销售费用率将保持相对稳定。

管理费用率稳定在 9%-11%。受会计政策的影响，研发费用从管理费用中单列，导致 2018 年管理费用率出现下滑。若剔除 2018 年之前所包含的研发费用，管理费用率稳定在 9%-11%。

图表 17：2015-2020H1 四费率情况（%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司研发费用快速增长，同行业仅次于恒瑞医药。公司重视药物创新，加大对小分子创新药、生物创新药和生物类似药的研发投入，以及创新孵化平台的研发投入。另外，公司积极推进仿制药一致性评价工作，进行了集中的研发投入。2020 年上半年，公司费用化研发支出为 12.04 亿元，同比增长 41.81%，研发投入共计 16.89 亿元，同比增长 25.02%。研发费用率从 2017 年 5.54% 逐渐提升到 2020 上半年的 8.59%。

在 2015-2019 年，复星医药的研发投入占在同行业公司中保持第二位，仅次于恒瑞医药，高于行业平均水平。关于研发投入占营业收入及净资产的比例，复星医药研发占比在同行业中的排名持续优化，2019 年居行业第

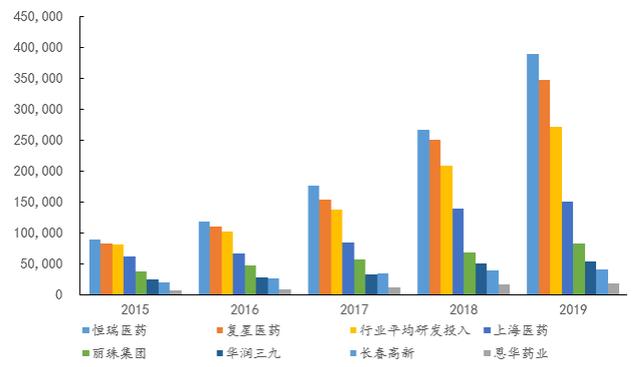
二位，仅次于恒瑞医药。

图表 18：2015-2019 研发费用投入情况（亿元，%）



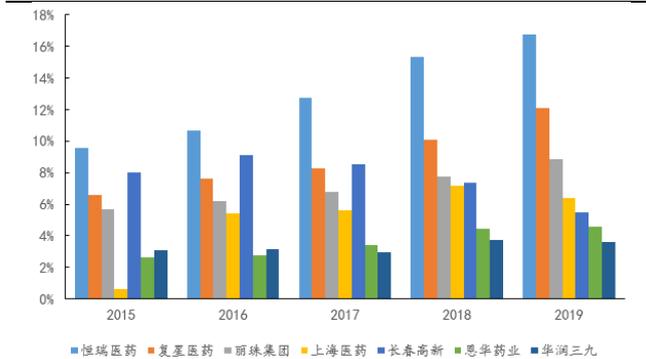
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 19：2015-2019 年同行业公司研发投入金额情况对比（万元）



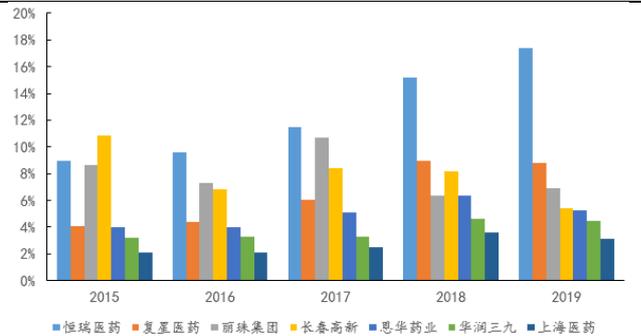
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 20：2015-2019 年同行业公司研发投入占营业收入比例情况对比 (%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 21：2015-2019 年同行业公司研发投入占净资产比例情况对比 (%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

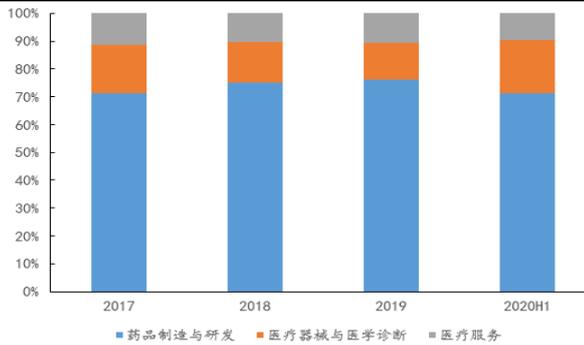
2. 制药创新转型，带来业绩新增长点

2.1. 仿创结合，制药子公司业绩稳健

公司的药品制造与研发板块业务发展迅猛。若不考虑 2020 年上半年疫情影响,营业收入占比已由 2017 年的 71.33% 增长至 2019 年的 76.25%。2019 年制药板块营业收入为 217.66 亿,同比增加 16.51%。

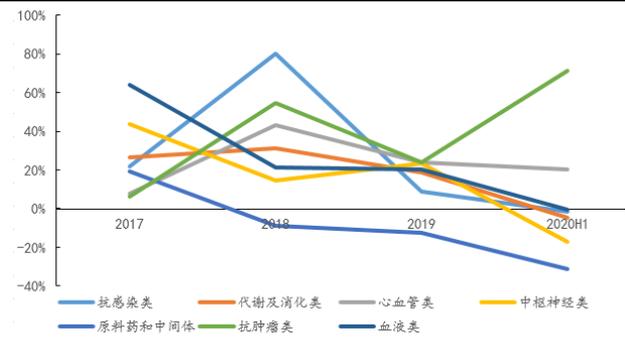
公司在抗感染、代谢及消化疾病、心血管疾病、中枢神经疾病、抗肿瘤治疗以及原料药和中间体领域具有多个核心品种。2020 年受疫情影响,抗感染、中枢神经和血液系统等领域的注射剂业务销量有所下降。第二季度以来,国内疫情得到控制,核心产品非布司他片(优立通)、匹伐他汀钙片(邦之)、草酸艾司西酞普兰(启程)等收入保持高速增长,人用狂犬疫苗销量大幅提升,抗肿瘤治疗领域利妥昔单抗注射液(汉利康)销量快速提升,国内的制药板块业务得到快速恢复。2020 年上半年制药板块营业收入 100.12 亿元,同比降低 8.11%。海外的印度公司 Gland Pharma 自 3 月底因疫情产能受限,下半年已全面复产,且由于海外疫情影响导致需求端强劲,全年业绩有望继续保持高速增长态势。

图表 22：2017-2020H1 制药板块营收细分情况（%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 23：按产品分类制药板块营收同比增长（%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 24：制药板块的核心品种

产品治疗领域	核心产品
抗感染类	青蒿琥酯等抗疟系列、注射用头孢美唑钠系列（悉畅、先锋美他醇）、非冻干人用狂犬疫苗（VERO 细胞）、注射用炎琥宁（沙多力卡）、注射用头孢米诺钠（美士灵）、注射用哌拉西林钠舒巴坦钠（强舒西林）、拉米夫定、达托霉素、抗结核系列、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠（哌舒西林）、万古霉素、卡泊芬净、注射用氟氯西林钠（卡获）、注射用头孢唑肟钠（二叶必）、阿奇霉素胶囊（鑫焯、司可尼）、盐酸克林霉素胶囊
代谢及消化类	非布司他片（优立通）、还原型谷胱甘肽系列（阿拓莫兰针、阿拓莫兰片）、动物胰岛素及其制剂、注射用重组人促红素（CHO 细胞）（怡宝）、格列美脲片（万苏平）、复方芦荟胶囊（可伊）、硫辛酸注射液（凡可佳）、阿法骨化醇片（立庆）、氯化钾颗粒
心血管类	肝素钠及其他肝素系列制剂、匹伐他汀钙片（邦之）、替米沙坦片（邦坦）、羟苯磺酸钙胶囊（可元）、环磷腺苷葡胺注射液（心先安）、注射用前列地尔干乳剂（优帝尔）、苯磺酸氨氯地平片（施力达、亚尼安）、吲达帕胺片
中枢神经类	富马酸喹硫平片（启维）、小牛血清去蛋白注射液（奥德金）、盐酸戊乙奎醚注射液（长托宁）、草酸艾司西酞普兰片（启程）
原料药和中间体	括氨基酸系列、盐酸克林霉素、氨甲环酸、盐酸左旋咪唑
抗肿瘤类	利妥昔单抗注射液（汉利康）、西黄胶囊（可胜）、比卡鲁胺片（朝晖先）、昂丹司琼、紫杉醇、注射用培美曲塞二钠（怡罗泽）、奥沙利铂、卡铂
血液类	注射用白眉蛇毒血凝酶（邦亭）、注射用腺苷钴胺（米乐卡）

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

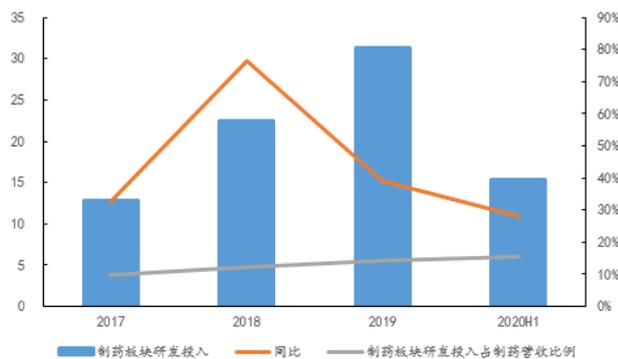
持续加大研发投入，完善仿创结合的研发体系。公司于 2020 年初成立了全球研发中心，对创新研发项目进行统筹管理，以中国、美国、欧洲为中心，不断加强药品的临床前研究与临床开发能力。公司持续加大对小分子创新药、生物创新药及生物类似药、CAR-T 细胞疗法的研发投入，建立了四大高科技平台，即生物药、小分子创新药、高价值仿制药、新技术治疗平台，为创新药的研发助力。

图表 25: 制药板块重要技术平台及子公司布局

技术平台	相关子公司
大分子平台	复宏汉霖
小分子平台	复创医药
	复星弘创
	万邦医药
仿制药平台	重庆药友
CAR-T 细胞免疫治疗平台	复星凯特
注射剂 CDMO 平台	Gland Pharma
疫苗平台	雅立峰
	mRNA 疫苗技术
生物制品	奥鸿药业

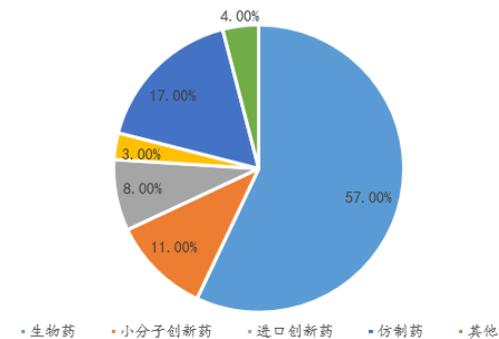
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 26: 制药板块研发投入 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 27: 2020H1 制药研发投入结构 (%)

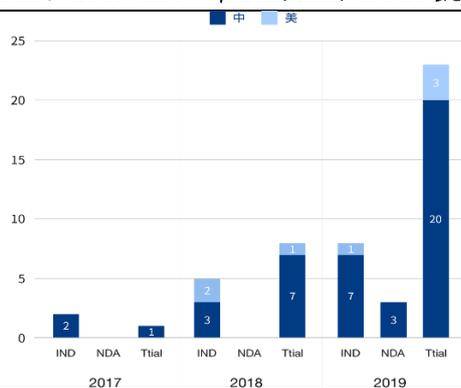


资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

2.2. 创新药的研发进度不断加快

公司的创新药临床试验逐年增长, 由 2017 年的 1 项增长至 2019 年的 23 项。截至 2020Q3, 复星医药的在研产品共计在研小分子创新药 17 项、化学改良型新药 2 项、生物创新药 21 项、生物类似药 21 项、中药 2 项、累计引进项目 22 项, 其中包括 9 项创新药 9 项及 13 项仿制药。

图表 28: 2017-2019 年 IND/NDA/Trial 数量



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

图表 29: 2020 年复星医药的药物研发成果



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

截至 2020 年 6 月底，小分子创新药研发进展良好，主要涉及的子公司为复创医药、复星弘创、复星医药产业、万邦医药等。目前，在国内累计 10 个小分子创新药获批临床试验，涉及 11 个适应症。在境外累计 5 个小分子创新药获批临床试验，涉及 5 个适应症。其中，复星弘创的 ORIN1001 已于美国开展 I 期临床试验，并获 FDA 快速通道审评；复创医药的 SAF-189 已于美国获批 II 期临床试验。

图表 30：小分子创新药研发情况

序号	项目名称	国内研发情况		国外研发情况		公司名称
		研发阶段	临床试验阶段	研发阶段	临床试验阶段	
1	SAF-189（丁二酸复瑞替尼胶囊）	临床试验	II 期	临床试验准备	II 期（美国）	复创医药
2	FCN-411	临床试验	I 期	-	-	复创医药
3	FN-1501	临床试验	I 期	临床试验	I 期（美国、澳大利亚）	复星医药产业
4	FCN-437	临床试验	I 期	临床试验	I 期（美国）	复创医药
5	万格列净片	临床试验	I 期	-	-	万邦医药
6	FCN-159	临床试验	I 期	-	-	复创医药
7	ORIN1001	临床试验	I 期	临床试验	I 期（美国）	复星弘创
8	注射用多西他赛聚合物胶束	临床试验	I 期	-	-	凯茂生物
9	FCN-647 胶囊	获临床试验批准	-	-	-	复创医药
10	FCN-207 片	获临床试验批准	-	-	-	复创医药
11	FCN-011 胶囊	获临床试验批准	-	-	-	复创医药
12	FCN-338 片	临床试验申请	I 期	获临床试验批准（美国）	-	复创医药

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

大分子创新药研发管线丰富，多个重磅产品获得重要研发进展。复宏汉霖已有三款单克隆抗体上市，生物类似物、生物创新药及联合疗法稳步推进中。复星凯特的首款 CAR-T 产品在审评中，另有多款产品在临床前开发验证阶段。

图表 31：大分子创新药研发情况

序号	类型	项目名称	国内研发情况		国外研发情况	
			研发阶段	临床试验阶段	研发阶段	临床试验阶段
1		利妥昔单抗注射液	获批上市	-	-	-
2		注射用曲妥珠单抗	上市申请	III 期	上市申请	III 期
3	生物类似药	阿达木单抗注射液	上市申请	III 期已完成	-	-
4		重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	临床试验	III 期	-	-

5		重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	获临床试验批准	-	-	-
6		重组抗 HER2 结构域 II 人源化单克隆抗体注射液	获临床试验批准	-	-	-
7		重组抗 VEGFR2 结构域 II-III 全人单克隆抗体注射液	临床试验	I 期	-	-
8		重组抗 CTLA-4 全人单克隆抗体注射液	获临床试验批准	-	-	-
9		重组抗 RANKL 全人单克隆抗体注射液	获临床试验批准	-	-	-
10	生物创新药	重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液	临床试验	III 期	-	-
11		重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	获临床试验批准	-	-	-
12		重组抗 VEGFR2 全人单克隆抗体注射液	临床试验	I 期	获临床试验批准	-
13		重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体注射液	临床试验	Ib/II 期	获临床试验批准	-
14		重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液	临床试验	II 期	获临床试验批准	-
15		重组抗 PD-L1 全人单克隆抗体注射液	获临床试验批准	-	临床试验	I 期
16		HLX22 单抗注射液	临床试验	I 期	-	-
17		注射用 HLX55 单抗	临床试验	I 期	-	-
18		HLX56 单抗注射液	获临床试验批准	-	-	-
19		重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液联合重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液的治疗方案	临床试验	III 期	-	-
20	联合治疗	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液联合重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体注射液的治疗方案	获临床试验批准	-	-	-
21		重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液或安慰剂联合化疗（顺铂+5-FU）一线治疗局部晚期/转移性食管鳞癌的治疗方案	临床试验	III 期	-	-
22		重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液联合化疗（卡铂-依托泊苷）用于治疗未接受过治疗的广泛期小细胞肺癌的治疗	临床试验	III 期	临床试验	III 期

	方案				
23	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液联合化疗用于新辅助/辅助治疗胃癌的治疗方案	临床试验	III 期	-	-
24	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液联合化疗（卡铂-白蛋白紫杉醇）用于一线治疗局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌的治疗方案	临床试验	III 期	临床试验	III 期
25	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液联合白蛋白紫杉醇治疗一线化疗失败的晚期宫颈癌的治疗方案	临床试验	II 期	-	-

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.2.1. 小分子研发平台：首款创新药获 FDA 快速通道审评认证，研发管线丰富

小分子研发平台包括复星弘创及复创医药。

复星弘创为由复星医药及 ZPGpharma 共同投资创建的合资公司，成立于 2017 年，聚焦于小分子及癌细胞代谢相关的抗癌药物。公司在苏州及洛杉矶成立两个研发基地，加强国际化合作，采取首创(first-in-class)为主，fast-follow 和 best-in-class 为辅的开发策略。

目前首款进入临床阶段的抗癌创新药 ORIN1001 为 IRE-1 α 抑制剂。2020 年 1 月,ORIN1001 获批在国内开展针对晚期实体瘤治疗的临床试验。目前在美国处于 I 期临床阶段，针对复发性、难治性、转移性乳腺癌(包括三阴乳腺癌)已获获得美国 FDA 快速通道审评认证。

复创医药成立于 2009 年，由海外科学家团队与复星医药及其成员企业合资组建，研发团队主要分布在重庆、上海及美国。专注做代谢疾病及癌症领域的创新药，目前已有多个新药项目获批临床试验。

2020 年 10 月，复创医药授权礼来制药 FCN-338 的海外许可权益。FCN-338 可高选择性地抑制 BCL-2，靶向抗凋亡通路，用于血液瘤的治疗。FCN-338 已获批在美国及国内开展临床试验。礼来制药将向复创医药支付四千万美元的首付款及最高四亿美元的开发和销售里程碑付款及销售提成。礼来制药强大的全球临床注册开发能力将帮助 FCN-338 在全球范围内快速上市。

图表 32：复创医药研发管线

项目 (MOA)	适应症	候选物阶段	临床试验申报	I期	II/III期
FCN-005 (DPP-4)	糖尿病	国家科技重大专项			
SAF-189 (ALK/ROS1)	NSCLC	国家科技重大专项			
FCN-411 (pan-HER)	NSCLC & HSNCC	国家科技重大专项			
FCN-437 (CDK4/6)	实体瘤	国家科技重大专项			
FCN-159 (MEK)	实体瘤				
FCN-647 (BTK)	淋巴瘤				
FCN-207 (URAT1)	痛风				
SAF-248 (PI3K)	淋巴瘤				
FCN-338 (BCL-2)	淋巴瘤				
FCN-011 (pan-TRK)	实体瘤				
FC-115	淋巴瘤				
FC-116	实体瘤				
前期研究项目	肿瘤 & NASH				

资料来源：复创医药官网，东方财富证券研究所

2.2.2. 复星医药产业：许可引进的小分子创新药获批上市

复星医药产业在 2018 年 3 月获美国 AkaRx Inc 公司关于小分子创新药阿伐曲波帕片在中国大陆及香港特别行政区的独家销售代理许可权。该新药为化学药品，适应症主要包括择期行诊断性操作或者手术的慢性肝病相关血小板减少症、肿瘤化疗引起的血小板减少症以及慢性免疫性血小板减少症等。

目前，该药已在美国、欧盟及中国大陆上市，适应症为择期行诊断性操作或者手术的慢性肝病相关血小板减少症，在国内的商品名为苏可欣。该药就肿瘤化疗引起的血小板减少症目前国内处于 III 期临床试验中。

图表 33：许可引进产品的研发进展

序号	类型	项目名称	适应症	国内研发阶段	临床试验阶段	公司名称
1	化学药品	PA-824	用于无法耐受治疗/疗效欠佳的广泛耐药结核病 (XDR-TB) 或耐多药结核病 (MDR-TB) 患者的治疗	临床试验	I 期	复星医药产业
2	化学药品	马来酸阿伐曲泊帕片	肿瘤化疗引起的血小板减少症	临床试验	III 期	复星医药产业
			择期行诊断性操作或者手术的成年慢性肝病患者相关的血小板减少症	获批上市	-	
			慢性免疫性血小板减少症	临床试验申请准备	-	
3	化学药品	Tenapanor 片	便秘性肠易激综合症	临床试验准备	I 期	复星医药产业
			终末期肾病透析患者高磷血症	临床试验准备	III 期	

4	化学药品	Bremelanotide 注射液	机能减退女性性欲障碍	临床试验准备	I 期	复星医药产业
5	化学药品	Opicapone 胶囊	帕金森综合征	临床试验	I 期	复星医药产业
6	化学药品	枸橼酸焦磷酸铁溶液	透析患者铁替代药	临床试验准备	III 期	复星医药产业
7	化学药品	Fortacin 喷雾	早泄	临床试验申请准备	-	江苏万邦
8	治疗用生物制品 1 类	RT002	成人中重度眉间纹	临床试验申请获受理	-	复星医药产业
			成人孤立性肌张力障碍	临床试验申请获受理	-	
9	预防用生物制品 1 类	新型冠状病毒 mRNA 疫苗 (BNT162b1)	预防新型冠状病毒肺炎	-	-	复星医药产业

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.2.3. 复星凯特：首个申报上市的国产 CAR-T 产品，有望今年获批

复星凯特为复星医药与美国 Kite Pharma 的合营公司，于 2017 年在上海成立。复星凯特将获得 Kite Pharma 首个产品在中国的技术转让及商业许可权。复星凯特通过自主研发及技术转移国际合作，聚焦中国肿瘤免疫细胞治疗技术的开发和产业化。

首个产品有望今年上市。复星凯特首个 CAR-T 的细胞治疗产品 FK876(阿基仑赛，受理号 CXSL1800059)已于 2020 年 2 月申报 NDA，被纳入优先审评，有望今年上市。FK876 对应的产品为 Kite Pharma 的 Yescarta。Yescarta 在 2017 年 10 月在美国获批上市，成为首款针对特定非霍奇金淋巴瘤的 CAR-T 细胞药物。2018 年 8 月，在欧盟获批上市，用于治疗复发或难治性弥漫性大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL) 非特指型以及原发性纵隔 B 细胞淋巴瘤 (PMBCL)。

其他在研产品在推进中。目前，除 FK876 以外，研发管线还包括多个 CAR-T 早期研发项目及临床阶段产品。2020 年 4 月，在实体瘤治疗的 CAR-T 和 biCAR-T 研发方面，复星凯特与复宏汉霖达成战略合作，将借助复宏汉霖实体瘤治疗的重要靶点相关抗体序列，构建针对实体瘤的 CAR-T 和 biCAR-T，并进行早期的研发验证。

2.2.4. 疫苗平台：与 BioNTech 合作开发新冠病毒 mRNA 疫苗

2020 年 3 月，复星医药与德国 mRNA 疫苗研发公司 BioNtech 签订合作协议，在中国独家合作开发、商业化新冠病毒 mRNA 疫苗。复星医药产业将向 BioNTech 支付包括首付款、研发及商业里程碑在内的至多 8500 万美元，以及一定比例的销售提成。

BioNTech 公司利用成熟的脂质纳米微粒 (LNP) 为传递系统，进行 mRNA 疫苗研发。由 BioNTech 和辉瑞联合研发的新冠 mRNA 疫苗，III 期临床期中数据，显示注射 28 天后的疫苗有效性超过 90%，无严重不良反应。超过

市场预期。

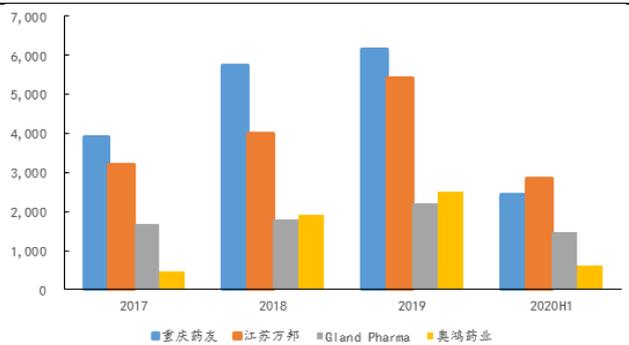
2021 年 1 月份，mRNA 新冠疫苗复必泰已获中国香港特别行政区食物及卫生局许批准作紧急使用，中国香港特别行政区政府计划向复星医药采购最多 750 万剂量的新冠疫苗。

中国内地的新冠疫苗审批进度正在有序推进中。截至 2021 年 1 月 12 日，mRNA 新冠疫苗在国内 II 期临床试验已完成所有受试者的第二针接种，未发现严重不良事件。一旦在中国内地获批，BioNTech 将于 2021 年向中国内地供应至少 1 亿剂该疫苗。从临床试验结果来看，mRNA 疫苗技术安全性高及有效性较好，预计将有望为复星医药贡献较大的利润弹性。

2.3. 小分子仿制药平台持续带来稳定现金流

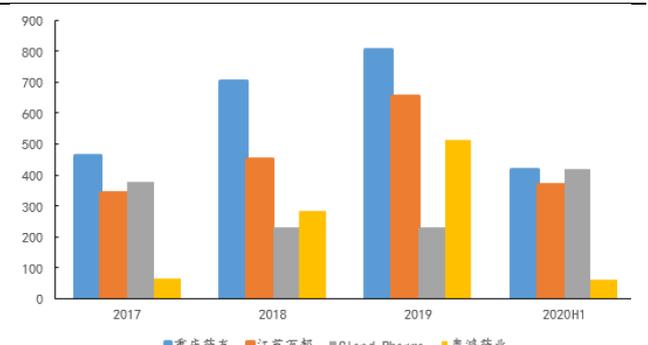
2019 年，仿制药平台（重庆药友、江苏万邦、GlandPharma、奥鸿药业）营收总额在公司制药板块总营收的 74.7%，为公司带来持续的强劲现金流。

图表 34：制药板块重要子公司营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 35：制药板块重要子公司净利润（百万元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

仿制药方面，复星医药加快推进仿制药一致性评价工作，在 2020 年上半年，万邦匹伐他汀钙片、非布司他，与比卡鲁胺片，均已通过仿制药一致性评价。目前已累计有 23 个产品通过仿制药一致性评价，其中，共有 11 个产品在第三批药品集中带量采购招标中中标。该类中标产品有望在细分市场的保持领先地位，并将为公司仿制药销售放量提供有力支撑。

图表 36：第三批药品集中带量采购招标中标药品情况

序号	药（产）品名称	注册分类	适应症	企业名称
1	富马酸喹硫平片	化学药品	治疗精神分裂症和治疗双相情感障碍的躁狂发作	洞庭药业
2	吲达帕胺片	化学药品	高血压	重庆药友
3	阿奇霉素胶囊	化学药品	抗感染	二叶制药
4	盐酸克林霉素胶囊	化学药品	由链球菌属、葡萄球菌属及厌氧菌等敏感菌株所致的感染	重庆药友
5	草酸艾司西酞普兰片	化学药品	抑郁障碍	洞庭药业
6	异烟肼片	化学药品	各型结核病	红旗制药
7	苯磺酸氨氯地平片	化学药品	高血压、冠心病	重庆药友
8	非布司他片	化学药品	用于痛风患者高尿酸血症的长期治疗	江苏万邦

9	匹伐他汀钙片	化学药品	用于高胆固醇血症、家族性高胆固醇血症	江苏万邦
10	盐酸美金刚片	化学药品	中重度阿尔茨海默症	洞庭药业
11	盐酸乙胺丁醇片	化学药品	抗结核药	红旗制药

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.3.1. 万邦医药：聚焦慢病及抗肿瘤领域小分子药，一致性评价项目居前

万邦医药的核心业务包括化学原料药及制剂、生物制品以及中成药等，公司以糖尿病治疗为核心，聚焦“四高一抗”（高血糖、高血压、高血脂、高尿酸、抗肿瘤）治疗领域的研发、生产与销售。

根据 IQVIA 数据，目前已上市产品中共有 7 个产品市场占有率排名第一，有 13 个产品年销售过亿。目前公司的重磅产品为优立通（非布司他片），其他核心产品包括怡宝（EPO）、万苏平（格列美脲片）、可元（羟苯磺酸钙胶囊）、胰岛素等。

万邦医药重视创新药物的研发，目前公司拥有近 300 人的研发团队，约占公司员工总数的 8%。在研项目共计 72 个，其中有 13 个创新药、13 个生物类似药以及 21 个一致性评价项目。已有多款产品在临床试验阶段。

万邦医药积极推进一致性评价项目，多个品种处于同类品种中的领先地位，其中万苏平（格列美脲片）、施力达（苯磺酸氨氯地平片）、优立通（非布司他片）、邦之（匹伐他汀钙片）、朝晖先（比卡鲁胺片）率先通过一致性评价。另外，公司通过创新运营模式，建立云健康平台，构建线上慢病管理新生态，已累计服务 190 多万慢病患者。

2.3.2. Gland Pharma：印度注射剂药品生产企业

GlandPharma 是印度首个获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业，现已获得全球各大市场的 GMP 认证。GlandPharma 制剂产品在全球进行销售，其业务收入主要来自于美国和欧洲国家。产品涵盖抗感染、抗血凝、消化疾病、麻醉等多种领域，其重磅产品包括肝素钠，万古霉素，罗库溴铵等。

截止至 2020 年 6 月底，Gland Pharma 共有 12 个仿制药在美国获批上市。目前，共有 3 个产品已申报进口注册上市，即盐酸伊立替康注射液、注射用右雷佐生及唑来膦酸注射液，另外，注射用唑来膦酸浓溶液、注射用醋酸卡泊芬净及注射用替加环素已申报进口注册临床试验申请。

2.3.3. 奥鸿药业：积极引入国内外上市新药，完善产品布局

奥鸿药业是一家生物制药企业，其主要经营的产品为小牛血清去蛋白注射液（奥德金）、注射用白眉蛇毒血凝酶（邦亭）及盐酸戊乙奎醚注射液（长托宁）等。

2019 年，奥鸿药业的奥德金被纳入国家重点监控用药目录后，被调出医保目录，其销售收入受到一定影响。奥鸿药业已通过引入国内外已上市的药品等多种方式储备后续产品线，多项高难度仿制药的研发也在推进中。2019 年，通过并购力思特制药，获得已上市药品 1 类新药长托宁。奥鸿药

业与力思特制药进行业务重组，通过转移长托宁生产、整合销售渠道，完善了围手术期的产品布局。

2.3.4. 重庆药友：多款产品进入集采，有望持续放量

重庆药友成立于 1997 年，产品以注射剂为主，主要涵盖肝病、心脑血管、抗感染、精神类等领域。重磅产品包括阿托莫兰（还原型谷胱甘肽）、优帝尔（注射用前列地尔干乳剂）、沙多力卡（注射用炎琥宁）、悉畅（注射用头孢美唑钠）、先锋美他醇等。

2019 年，前列地尔被纳入国家监控用药目录后，被调出医保目录。该产品销量有所下降，预计短期内将进一步下降。谷胱甘肽药物 2017 版的医保适应症限定为药物性肝功能损伤以及肝功能衰竭，国内肝病人群广，看好其长期发展。另外，重庆药友的苯磺酸氨氯地平、吲达帕胺片及盐酸克林霉素胶囊已进入国家集采目录，预计将持续放量。

3. 复宏汉霖：大分子平台，单抗龙头企业

复宏汉霖是国际化的创新生物制药公司，产品覆盖肿瘤、自身免疫疾病、眼科疾病等领域。公司成立于 2010 年，于 2019 年 9 月在香港联交所主板上市，截至目前复星医药合计持股 53.33%。

图表 37：公司大事记

年份	事件
2010	上海复宏汉霖生物技术股份有限公司（简称：复宏汉霖）正式注册成立，复星医药注资 2500 万美元
2014	HLX01（利妥昔单抗注射液）获非霍奇金淋巴瘤适应症临床研究批件
2015	HLX02（注射用曲妥珠单抗）获乳腺癌适应症临床批件，HLX03（阿达木单抗注射液）获类风湿关节炎适应症临床批件
2016	轮融资 4000 万美元，估值 4.9 亿美元 于上海市漕河泾新兴技术开发区建成徐汇生物药生产基地
2017	上海复宏汉霖生物医药有限公司正式注册成立 与上海市松江区人民政府正式签约，复宏汉霖松江生物医药产业化基地拟落户松江
2018	先后完成 B 轮和 C 轮融资，分别募集资金约 12.59 亿元人民币和约 1.565 亿美元 汉利康（利妥昔单抗）获批上市及销售
2019	松江生物医药产业化基地正式开工 香港联交所主板上市
2020	松江生物医药产业化基地（松江基地）一期工程顺利完成结构封顶 汉曲优（曲妥珠单抗）、汉达远（阿达木单抗）获批上市

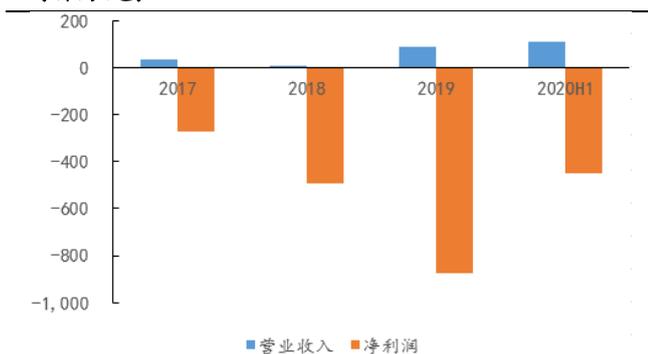
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司经营逐年亏损，新品上市带来较大营业收入。2019 年 2 月，复宏汉霖的首款产品利妥昔单抗注射液（汉利康）获批上市，同时也是首款根据《生物类似药指导原则》获批上市的单抗类似物，于 2019 年 5 月份正

式上市销售。汉利康的销售由复星医药负责，复宏汉霖获得销售利润的50%，2019年汉利康全年销售额约1.5亿元。2020年，汉利康2,000L生产规模获批后，营业收入呈大幅上涨，上半年实现收入2.24亿元，其中6月份营业收入过亿。

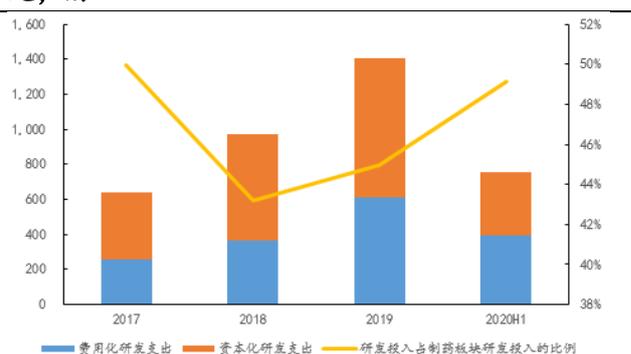
公司多种产品处于研发阶段，研发投入近几年快速增长。研发投入不断增长，导致净利润水平逐年降低。据统计，近三年复宏汉霖的研发投入占复星医药制药板块研发投入总额的43%以上。未来在研产品陆续上市后，有望扭亏为盈。

图表 38：2017-2020H1 复宏汉霖营收及归母净利润（百万元）



资料来源：复宏汉霖公司公告，东方财富证券研究所

图表 39：2017-2020H1 复宏汉霖研发投入（百万元，%）



资料来源：复宏汉霖公司公告，东方财富证券研究所

复宏汉霖产品管线丰富，目前已成为中国生物医药行业的领先企业。目前公司有3个产品已上市销售，包括首个国产生物类似物利妥昔单抗汉利康、首个中欧双批的国产单抗生物类似物曲妥珠单抗汉曲优、以及自免领域产品阿达木单抗生物类似物汉达远；2个产品获得新药上市申请受理，即贝伐珠单抗及利妥昔单抗类风湿关节炎新适应症；此外，公司还有大量临床前期及临床阶段的单抗、双抗等生物类似物及创新药，管线储备丰富，推动效益长期增长。另外，公司以抗PD-1、PD-L1抗体等自有产品为核心，积极联合其他产品，并同步在全球开展临床试验，在肿瘤免疫联合治疗领域进行差异化研发。

图表 40：复宏汉霖研发管线

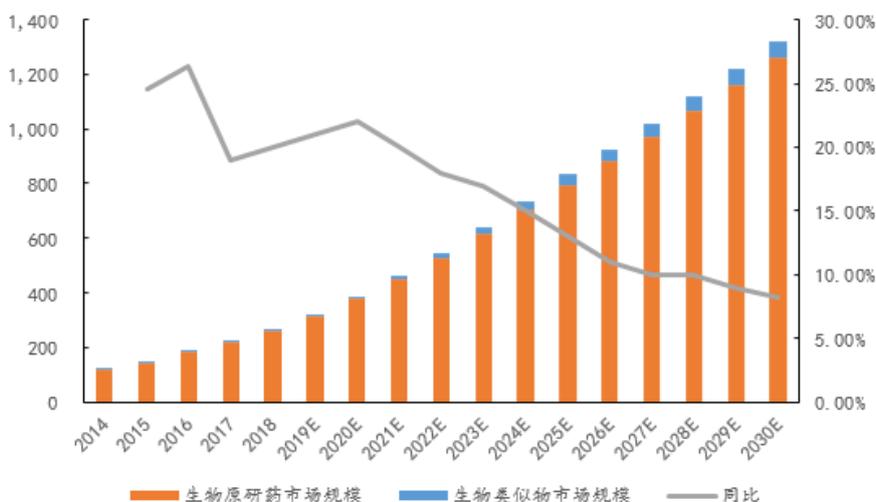
分类	产品（参照药）	靶点	适应症	研发进展
已上市	汉利康（利妥昔单抗）	CD20	非霍奇金淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病	2019.02 国内获批上市
	汉曲优（曲妥珠单抗）	HER2	乳腺癌、转移性胃癌	2020.07 欧盟获批上市 2020.08 国内获批上市
	汉达远（阿达木单抗）	TNF-α	银屑病、强直性脊柱炎、类风湿性关节炎	2020.12 国内获批上市
近期可商业化	HLX01（利妥昔单抗）	CD20	类风湿性关节炎	NDA
	HLX04（贝伐珠单抗）	VEGF	转移性结直肠癌、非鳞状非小细胞肺癌 湿性年龄相关性黄斑变性 糖尿病性视网膜病变	NDA IND
临床在研	HLX10	单药 PD-1	高度微卫星不稳定型/ 错配修复缺陷型实体瘤	2期

			慢性乙型肝炎	2期
			转移性食道鳞状上皮癌	3期
			鳞状非小细胞肺癌	3期
	+化疗	PD-1	广泛期小细胞肺癌	3期
			胃癌新辅助	3期
			宫颈癌	2期
	+HLX04	PD-1+VEGF	非鳞状非小细胞肺癌	3期
			肝细胞癌	2期
	+HLX07	PD-1+EGFR	头颈部鳞状细胞癌	2期
HLX05(西妥昔单抗)		EGFR	转移性结直肠癌 头颈部鳞状细胞癌	1期
HLX22		HER2	乳腺癌、胃癌	1期
HLX11(帕妥珠单抗)		HER2	乳腺癌	1期
HLX14(地舒单抗)		RANKL	骨质疏松症	1期
HLX71		S1 Protein of SARS-Cov-2	新型冠状病毒肺炎 (COVID-19)等	IND
HLX70		S1 Protein of SARS-Cov-2	新型冠状病毒肺炎 (COVID-20)等	IND
HLX15(达累妥尤单抗)		CD38	多发性骨髓瘤	IND
临床前	HLX301	PD-L1XTIGIT	肺癌	临床前
	HLX35	EGFRX4-1BB	非小细胞肺癌	临床前
	HLX37	PD-L1XVEGF	肝细胞癌	临床前
	HLX58	Claudin 18.2	胃癌	临床前
	HLX53	TIGIT	肺癌、胃癌	临床前
	HLX51	OX40	非小细胞肺癌、三阴乳腺癌	临床前
	HLX60	GARP	结直肠癌	临床前
	HLX24	CD47	实体瘤	临床前
	HLX25	4-1BB	非小细胞肺癌、三阴乳腺癌	临床前
	HLX54	Trop2	三阴乳腺癌	临床前

资料来源：复宏汉霖公司官网，东方财富证券研究所

随着生物科技的进步、临床需求的增大、居民支付能力的提高以及重磅生物药专利的逐渐到期，具有价格优势的生物类似物将逐步上市，不断推动中国生物医药产业的市场规模的扩大。据 Frost&Sullivan 统计，2030 年我国生物药市场规模将达到 1.3 万亿，生物类似物的市场规模将达到 589 亿元。

图表 41：中国生物药市场明细（十亿人民币，%）



资料来源：复宏汉霖招股说明书，东方财富证券研究所

3.1. 利妥昔单抗：首个国产生物类似物

利妥昔单抗生物类似物汉利康的原研药为罗氏制药的美罗华，美罗华于 2001 年在中国上市，在国内获批五种适应症，分别于 2017 及 2018 年进入医保目录及基药目录。

汉利康新增适应症，目前处于临床 III 期。目前汉利康已囊括原研在国内获批的所有适应症，并且对类风湿性关节炎适应症（国内原研药尚未获批）开展了临床研究，目前处于 III 期临床阶段，已经完成患者入组。对比其他抗风湿的生物药，汉利康用药频率较低，在改善患者的依从性的同时，可有效降低患者的医疗负担。

图表 42：美罗华在美国、欧盟和国内批准的适应症情况

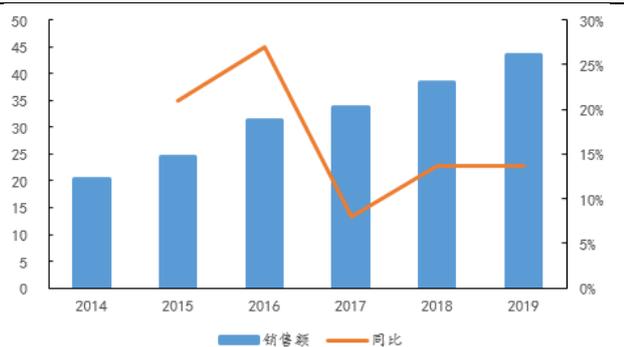
	适应症
在美国 FDA 及欧盟批准情况	<p>非霍奇金淋巴瘤</p> <p>1) 复发性或难治性、低级别或滤泡性、CD20 阳性的 B 细胞性 NH，单药治疗；</p> <p>2) 滤泡性 CD20 阳性 B 细胞性 NH 初治患者，与一线化疗联合使用以及在 RITUXAN 联合化疗后达完全或部分缓解的患者中单药维持治疗；</p> <p>3) 非进展性（包括疾病稳定）、低级别、CD20 阳性 B 细胞性 NH 患者，一线环磷酰胺、长春新碱和泼尼松（CVP）化疗后的单药治疗；</p> <p>4) 初治的 CD20 阳性弥漫大 B 细胞淋巴瘤患者，与环磷酰胺、多柔比星、长春新碱和泼尼松（CHOP）或其他蒽环类药物为基础的化疗方案联合使用。</p>
	<p>慢性淋巴细胞白血病</p> <p>与氟达拉滨和环磷酰胺（FC）联合治疗 CD20 阳性慢性淋巴细胞白血病的初治和经治成人患者。</p>
	<p>类风湿关节炎</p> <p>与甲氨蝶呤联合治疗对一种或多种 TNF 拮抗剂治疗反应不充分的中至重度活动性类风湿性关节炎成人患者。</p>
	<p>肉芽肿性多血管炎（韦格纳肉芽肿）和显微镜下多血管炎</p> <p>与糖皮质激素联合治疗成人肉芽肿性多血管炎（韦格纳肉芽肿）和显微镜下多血管炎（MPA）患者。</p> <p>治疗中至重度成人寻常型天疱疮患者。</p>

在中国批准情况	<p>非霍奇金淋巴瘤</p> <p>1) 先前未经治疗的 CD20 阳性 III-IV 期滤泡性非霍奇金淋巴瘤患者, 应与化疗联合使用。</p> <p>2) 初治滤泡性淋巴瘤患者经美罗华联合化疗后达完全或部分缓解后的单药维持治疗。</p> <p>3) 复发或化疗耐药的滤泡性淋巴瘤。</p> <p>4) CD20 阳性弥漫大 B 细胞性非霍奇金淋巴瘤 (DBC) 应与标准 CHOP 化疗 (环磷酰胺、阿霉素、长春新碱、强的松) 8 个周期联合治疗。</p>
	<p>慢性淋巴细胞白血病</p> <p>与氟达拉滨和环磷酰胺 (FC) 联合治疗先前未经治疗或复发性/难治性慢性淋巴细胞白血病 (CLL) 患者。</p>

资料来源: NMPA, 东方财富证券研究所

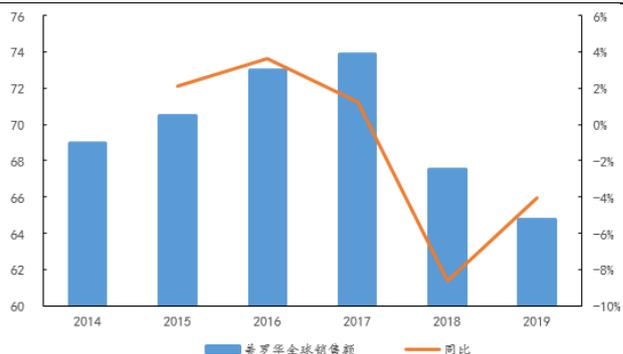
利妥昔单抗国内市场份额快速增长。利妥昔单抗的全球市场空间巨大。罗氏财报显示, 2019 年的美罗华销售额为 64.77 亿瑞士法郎, 抗肿瘤与免疫疾病的销售额分别为 48.9 亿及 15.87 亿瑞士法郎。据中康数据显示, 2019 年我国利妥昔单抗销售额为 43.56 亿元。2019 年, 汉利康销售总额约 1.5 亿元。经测算, 2014-2019 年利妥昔单抗在国内销售额的复合增长率约为 16.45%, 国内市场份额快速增长。

图表 43: 2014-2019 年利妥昔单抗国内销售额 (亿元, %)



资料来源: 中康CHM, 东方财富证券研究所

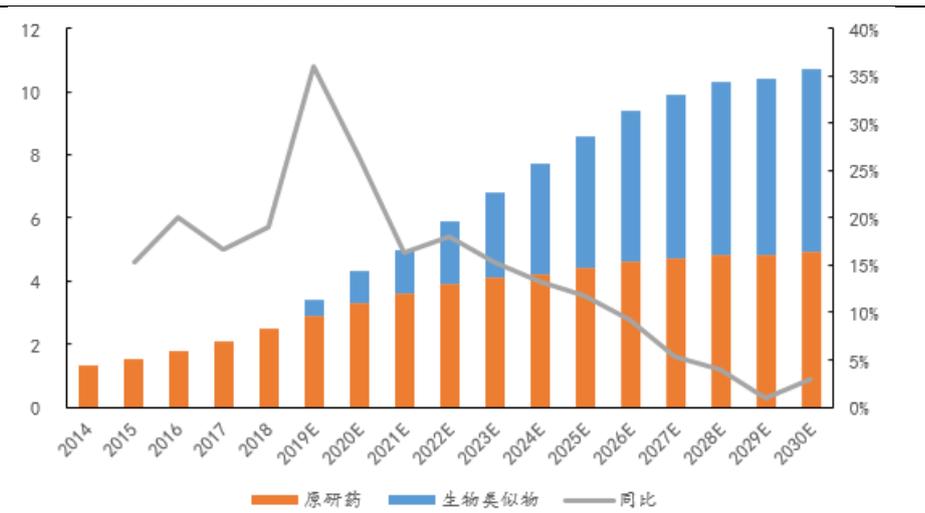
图表 44: 2014-2019 年美罗华全球销售额 (亿瑞士法郎, %)



资料来源: 罗氏财报, 东方财富证券研究所

据统计, 我国淋巴瘤发病率约为 6.68/10 万人, 每年约有 10 万名新发淋巴瘤患者, 逐渐增长的患者群体对利妥昔单抗的需求增大。预计随着生物类似药的上市及生物药集采的开展, 未来利妥昔单抗药物价格将持续下降, 渗透率进一步提高, 国内市场份额有望快速增长。

图表 45：中国利妥昔单抗市场明细（十亿人民币，%）



资料来源：复宏汉霖招股说明书，东方财富证券研究所

目前国内上市的利妥昔单抗除美罗华以外，共有两款生物类似物，分别为 2019 年上市的汉利康及 2020 年 10 月份上市的信达制药的达伯舒。此外，还有华兰生物、百济神州、正大天晴等机构处于临床 III 期研究阶段。

图表 46：国内利妥昔单抗临床研究进展

研发公司	适应症	临床阶段
复宏汉霖	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤、类风湿性关节炎	获批上市
信达生物	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	获批上市
神州细胞	B 细胞淋巴瘤	申报生产
海正药业	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤、非霍奇金淋巴瘤	临床 III 期
优科生物	CD20 阳性非霍奇金淋巴瘤 (NHL)	临床 III 期
华兰基因工程	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	临床 III 期
正大天晴	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	临床 III 期
喜康生物	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	临床 III 期
上海生物制品研究所	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	临床 III 期

资料来源：药智网，东方财富证券研究所

获批扩大产能，新增产品规格。2020 年 4 月，汉利康获批增加 2,000L 原液生产规模及 2,000L 生产设备，总产能增大至 14000L，预计将为汉利康的生产销售提供有力保障。同月，获批新增 500mg/50ml/瓶的产品规格，为患者提供了方便经济的产品规格。

合理控制成本，加大国内外商业合作。复宏汉霖通过利用一次性技术进行生产、自主细胞培养基及高表达生产细胞株技术等来合理的控制成本。另外，汉利康的国内商业化销售由江苏复星负责进行代理，销售团队超过 300 人，目前已覆盖约 2/3 的前 300 家大医院，强大的销售团队及汉利康自身的优势将为其争取到较大的市场份额。海外方面，复宏汉霖与 FarmadeColombia 和 Biosidus 进行合作，有望进一步扩大市场份额。

汉利康为国内首个利妥昔单抗类似物，并提前布局类风湿性关节炎适应症，具有先发优势及研发差异化竞争优势。预计汉利康在未来几年内将保持快速增长。由于产品国内销售企业为江苏复星，国外销售企业为

FarmadeColombia 和 Biosidus 等合作伙伴，预计复宏汉霖可获得销售总收入的 50%。

3.2. 曲妥珠单抗：首个中欧双批的国产生物类似物

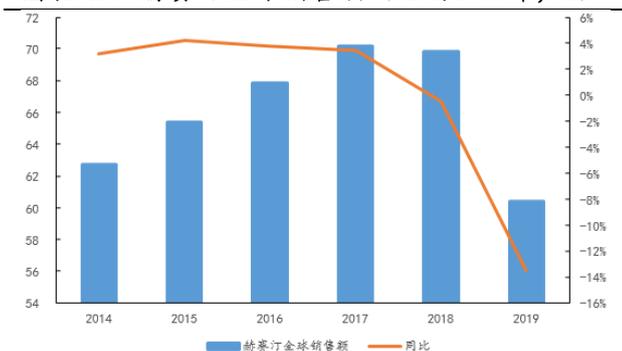
汉曲优为首个中欧双批的曲妥珠单抗生物类似物。汉曲优原研药为罗氏制药的赫赛汀。赫赛汀靶向人表皮生长因子受体-2(HER-2)靶点，可竞争性阻断人体表皮生长因子与 HER2 的结合，从而抑制肿瘤细胞的生长。赫赛汀最早于 1998 年获 FDA 批准上市，2002 年进入中国，2017 年与 2018 年底分别纳入国家医保目录及国家基本药物目录，获批的适应症为单药用于治疗 HER2 阳性转移性乳腺癌、联合紫杉醇或者多西他赛用于 HER2 阳性转移性乳腺癌、HER2 阳性的早期乳腺癌、HER2 阳性的转移性胃癌。

汉曲优于 2020 年 8 月获批国内上市，用于治疗 HER2 阳性早期乳腺癌、HER2 阳性转移性乳腺癌以及未经治疗的 HER2 阳性转移性胃癌或胃/食管交界处腺癌。在海外销售方面，汉曲优于 7 月份在欧盟获批上市，成为我国首款在欧盟获批上市的单抗生物类似物。

2019 年赫赛汀的销售有所下降。赫赛汀在欧盟和美国的专利已到期，海外已批准多个曲妥珠单抗生物类似药上市。受生物类似物竞争性影响，2019 年赫赛汀的销售额为 60.39 亿瑞士法郎，同比降低 13.51%。

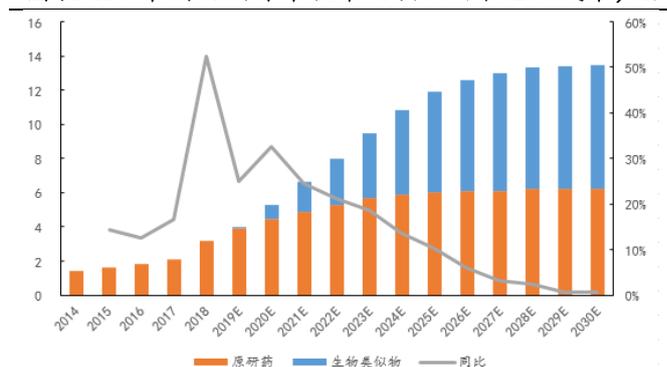
我国每年大约有 30 万例新发女性乳腺癌患者，在全部乳腺癌患者中，约 20%-25% 的患者为 HER2 阳性。根据 Frost&Sullivan 统计，我国赫赛汀生物类似药市场的销售额预计将以 146.6% 的复合年增长率从 2019 年的 1 亿元增长至 2023 年的 38 亿元。

图表 47：赫赛汀全球销售额（亿瑞士法郎，%）



资料来源：罗氏财报，东方财富证券研究所

图表 48：中国曲妥珠单抗市场明细（十亿人民币，%）



资料来源：复宏汉霖招股说明书，东方财富证券研究所

目前国内上市的曲妥珠单抗原研药/新药包括罗氏制药的赫赛汀及 2020 年 6 月份获批上市的三生国健赛普汀，生物类似物仅复宏汉霖的汉曲优。另外，国内进入临床 III 期阶段的 HER2 靶点曲妥珠单抗生物类似物大约有十余款药物，曲妥珠单抗的竞争较为激烈。

图表 49：国内曲妥珠单抗临床研究进展

公司	适应症	临床阶段
罗氏	乳腺癌 (HER2 阳性的转移性乳腺癌 (MBC)、HER2 阳性的早期乳腺癌 (EBC))、HER2 阳性的转移性胃癌 (MGC)	获批上市
复宏汉霖	乳腺癌 (HER2 阳性的转移性乳腺癌 (MBC)、HER2 阳性的早期乳腺癌 (EBC))、HER3 阳性的转移性胃癌 (MGC)	获批上市
三生国健	HER2 阳性的转移性乳腺癌	获批上市
齐鲁制药	早期或局部晚期 HER2 阳性, ER/PR 均为阴性乳腺癌	临床 III 期
艾迈医疗	乳腺癌 (HER2 阳性的转移性乳腺癌 (MBC)、HER2 阳性的早期乳腺癌 (EBC))、HER2 阳性的转移性胃癌 (MGC)	临床 III 期
上海生物制品研究所	早期乳腺癌新辅助治疗、早期乳腺癌辅助治疗、转移性乳腺癌、转移性胃癌等	临床 III 期
安科生物	未接受过化疗的 HER2-过度表达转移性乳腺癌	临床 III 期
华兰生物	HER2 阳性转移性乳腺癌	临床 III 期
正大天晴	HER2 阳性转移性乳腺癌患者	临床 III 期
嘉和生物	HER2 过表达的复发转移性乳腺癌患者	临床 III 期
海正药业	乳腺癌	临床 III 期

资料来源：药智网，东方财富证券研究所

针对 HER2 靶点，复宏汉霖已展开多层次的产品布局。在单药治疗方面，除曲妥珠单抗生物类似物汉曲优外，另有 HER2 新药 HLX22 人源化 IgG1 单抗注射液、帕妥珠单抗生物类似物 HLX11 处于 I 期临床阶段。在联合治疗方面，基于赫赛汀与帕捷特间良好的互补及协同作用，复宏汉霖布局了 HLX11 与汉曲优、HLX22 的联合应用治疗方案，用于乳腺癌和胃癌的治疗。大量产品的布局也将为 HER2 相关双抗的研发提供了基础。

在国内销售方面，抗肿瘤领域的生物药由复宏汉霖的商业化团队自行进行销售推广，团队由约 100 位拥有丰富跨国外企等行业经验的专业人士组成，产品销售推进速度快，获批 6 个工作日内即完成了首张处方，获批两个月内即完成多个省份的医保准入。在有望高效推动产品的商业化进程，实现销售规模的稳健增长。

在海外销售方面，公司先后与 Accord、Cipla、Mabxience 和雅各臣药业等海外药企进行合作，推进曲妥珠单抗在全球多个国家和地区的商业化进程。目前产品已在英国、德国、西班牙、葡萄牙等地上市销售。

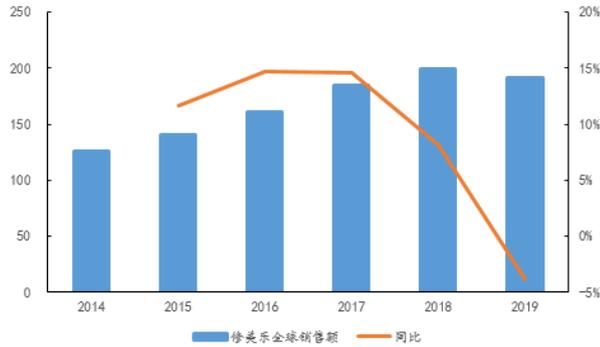
3.3. 阿达木单抗：进军自免领域的首款单抗药

汉达远是阿达木单抗生物类似药，其原研药为罗氏制药的修美乐。修美乐是靶向肿瘤坏死因子 (TNF- α) 的全人源单克隆抗体，主要用于治疗类风湿关节炎、强直性脊柱炎及银屑病等自身免疫病，疗效已获得市场极大认可，为重磅畅销药。2018 年全球销售额高达 205 亿美元。随着修美乐专利到期，生物类似物的上市对修美乐的销售有一定的影响。

阿达木单抗市场规模有望大幅提升。修美乐进入医保后大幅降价，预计阿达木单抗在国内渗透率及市场规模有望快速提升。据 Frost&Sullivan

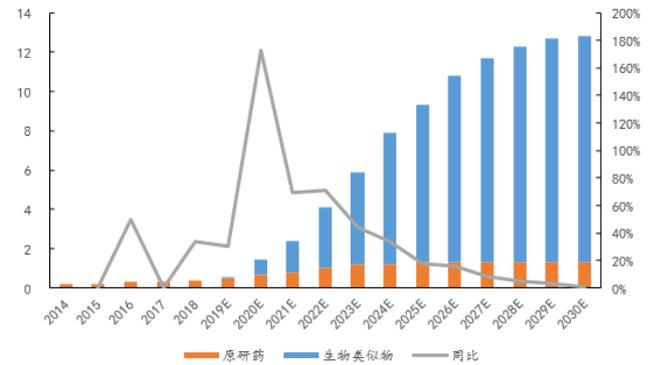
预测,我国阿达木单抗生物类似物的市场规模有望在 2023 年达到 47 亿元, 2030 年将达到 115 亿元。

图表 50: 修美乐全球销售额 (亿美元, %)



资料来源: 罗氏财报, 东方财富证券研究所

图表 51: 中国阿达木单抗市场明细 (十亿人民币, %)



资料来源: 复宏汉霖招股说明书, 东方财富证券研究所

阿达木单抗类似物赛道竞争激励。目前国内上市的阿达木单抗除原研药修美乐外, 还有四款生物类似物, 百奥泰的格乐立、海正药业的安健宁、信达生物的苏立信以及复宏汉霖的汉达远, 其中海正药业及百奥泰的产品为 2019 年底获批上市, 复宏汉霖 2020 年上市。另外, 君实生物及正大天晴的阿达木生物类似物在上市审批阶段, 还有多款药物处于临床 III 期阶段, 阿达木单抗类似物竞争赛道比较激烈。

在所有获批的阿达木单抗中, 汉曲优为唯一一个具有中国银屑病患者 III 期临床数据, 对于阿达木的推广具有一定的竞争力。

图表 52: 国内阿达木单抗临床研究进展

研发公司	适应症	临床阶段
艾伯维	RA、AS、银屑病	获批上市
海正药业	RA、AS、银屑病	获批上市
百奥泰	RA、AS、银屑病、克罗恩病、葡萄膜炎	获批上市
复宏汉霖	RA、AS、银屑病	获批上市
信达生物	强直性脊柱炎	获批上市
正大天晴	类风湿关节炎	审评审批中
众合生物	类风湿性关节炎	审评审批中
神州生物	中重度斑块状银屑病患者	临床 III 期
通化东宝	中重度斑块状银屑病	临床 III 期

资料来源: 药智网, 东方财富证券研究所

江苏万邦负责国内商业化, 销售团队经验丰富。阿达木单抗的国内销售由复星医药附属公司江苏万邦负责, 江苏万邦建有相当规模的风湿科专职销售团队及混线销售团队, 具有抗风湿产品优立通 (非布司他片) 的成功销售经验。目前国内各地的进院工作稳步推进中。

3.4. 贝伐珠单抗: 布局眼科差异化研发, 即将商业化

HLX04 为复宏汉霖自主研发的贝伐珠单抗生物类似药, 其针对转移性

结直肠癌及晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌适应症的上市注册申请已获受理。HLX04 可特异性与血管内皮生长因子 VEGF 靶点结合，通过阻断肿瘤的血管形成，并诱导已有血管的退化，来抑制肿瘤的营养供应，降低肿瘤细胞的存活。

原研药安维汀由罗氏制药研发，于 2004 年及 2010 年分别在美国和中国获批上市。海外适应症共 12 项，包括移性结直肠癌、晚期非鳞状非小细胞肺癌、卵巢癌等。国内适应症仅包括转移性结直肠癌和非鳞状非小细胞肺癌。安维汀 2018 年全球的销售额约 70 亿美元。

贝伐珠单抗进入医保目录，以价换量现象明显。米内网数据显示，2017-2019 年，医保覆盖带来的以价换量现象明显，我国城市公立医院销售额由 15.69 亿元增长至 32.91 亿元。据 Frost&Sullivan 预测，2023 年我国贝伐珠单抗生物类似物的市场规模将达到 64 亿元。

图表 53：2010-2019 年贝伐珠单抗全球销售额（亿美元，%）



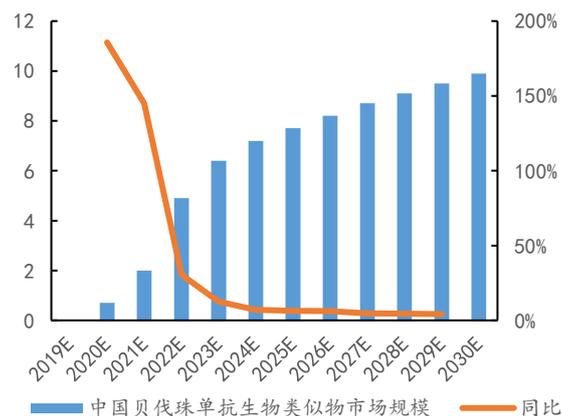
资料来源：罗氏年报，东方财富证券研究所

图表 54：2015-2019 年贝伐珠单抗在国内城市公立医院销售情况（百万元，%）



资料来源：米内网，东方财富证券研究所

图表 55：中国贝伐珠单抗生物类似物市场规模预测（十亿元，%）



资料来源：Choice, Frost&Sullivan, 东方财富证券研究所

贝伐珠生物类似物竞争激烈。国内第一梯队的贝伐珠单抗包括罗氏的安维汀、齐鲁制药的安可达以及信达生物的达攸同，竞争格局相对清晰。第二批次中，恒瑞医药、绿叶制药、贝达药业均已申报上市。市场竞争比较激烈。

复宏汉霖布局差异化开发。复宏汉霖布局了 HLX04 针对眼科相关的适

适应症研究，目前国内上市的贝伐珠单抗中均未获批此类适应症，包括湿性年龄相关性黄斑变性及糖尿病性视网膜病变。目前，HLX04 关于眼科用药的临床试验申请已获国家药监局批准。

此外，复宏汉霖利用管线优势，对 HLX04 及 PD-1 单抗产品 HLX10 进行联合疗法研究，适应症包括晚期实体瘤、转移性非鳞状非小细胞肺癌及晚期肝细胞癌，其中转移性非鳞状非小细胞肺癌已处在临床 III 期阶段。

HLX04 眼科适应症 III 期临床试验在澳已获批准。2020 年 10 月，复宏汉霖与 Essex Bio-Investment Limited（亿胜生物）进行合作，授予其 HLX04 在眼科治疗领域全球范围内的独家许可。复宏汉霖将获得最高 4300 万美元的开发和商业里程碑付款。目前，HLX04 已获得澳大利亚药品管理局批准开展关于湿性年龄相关性黄斑变性的临床 III 期试验，有望成为首批上市的用于眼科领域治疗的贝伐珠单抗。

图表 56：国内批准上市的贝伐珠单抗

药品名	公司	获批日期	适应症	医保目录	中标价
安维汀	罗氏	2010 年 2 月 26 日	晚期转移性 CRC、nsNSCLC	乙类	1,500/100mg
安可达	齐鲁制药	2019 年 12 月 6 日	晚期转移性 CRC、nsNSCLC	乙类	1,198/100mg
达攸同	信达生物	2020 年 6 月 17 日	晚期转移性 CRC、nsNSCLC	乙类	1,188/100mg

资料来源：百奥泰招股说明书，东方财富证券研究所

图表 57：国内 III 期临床及 NDA 阶段的贝伐珠单抗类似物

药品名称	公司	适应症	研究阶段	首次公示日期
BP102	恒瑞医药	nsNSCLC	NDA	2020 年 4 月 15 日
LY01008	绿叶制药	nsNSCLC	NDA	2020 年 4 月 22 日
MIL60	贝达药业	nsNSCLC	NDA	2020 年 6 月 17 日
BAT1706	百奥泰	nsNSCLC	NDA	2020 年 6 月 24 日
HLX04	复宏汉霖	mCRC	NDA	2018 年 3 月 18 日
		NSCLC	NDA	2019 年 6 月 26 日
TAB008	东曜药业	A/R nsNSCLC	III 期	2017 年 5 月 17 日
GB222	嘉和生物	NSCLC	III 期	2017 年 12 月 15 日
TQ-B2302	正大天晴	nsNSCLC	III 期	2018 年 7 月 2 日
WBP264/HLX04	华兰生物	nsNSCLC	III 期	2018 年 8 月 2 日
SCT510	神州细胞	nsNSCLC	III 期	2018 年 12 月 18 日
AK-3008	安科生物	nsNSCLC	III 期	2019 年 4 月 29 日
PF-06439535	辉瑞	nsNSCLC	III 期	2019 年 11 月 5 日
SIBP04	上海生物制品研究所	nsNSCLC	III 期	2020 年 1 月 22 日
ABP215	安进	nsNSCLC	III 期	2020 年 4 月 14 日

资料来源：百奥泰招股说明书，东方财富证券研究所

2020 年以来，公司在研产品快速推进，三款生物类似物成功上市，贝伐珠单抗类似物已申报生产并获受理，另有多款产品的 III 期临床试验在同步推进。预计 2021-2022 年创新成果不断落地，业绩有望持续快速增长。

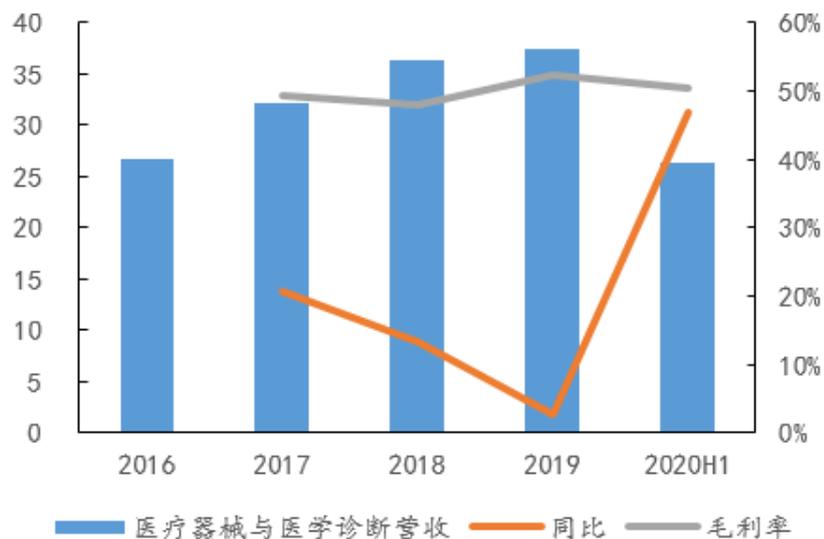
4. 医疗器械及医学诊断

2020 年上半年，医疗器械与医学诊断业务实现营业收入 26.41 亿元，同比增长 46.96%。受益于疫情，公司的病毒核酸测试剂盒、负压救护车及 Breas 呼吸机等抗疫产品销量大幅提升，其中，新冠检测测试剂盒及相关产品收入达 5 亿余。另外，地中海贫血基因检测测试剂盒的增长及“达芬奇手术机器人”装机量和手术量的恢复也贡献了业绩。

复星医药医疗器械相关产品主要包括手术机器人、牙科产品、医疗器械代理、高端耗材、呼吸系统器械、院前急救车、能源医疗器械（医美器械）等。其中，医美领域、高端医疗急救车及医学用特种车领域、呼吸类产品、手术机器人等领域在细分行业市场中排名靠前，具有较强的市场竞争力。

复星医药医学诊断相关的业务主要包括分子诊断、免疫诊断、生化诊断、微生物诊断、POCT 和质谱产品以及第三方检测服务产品，覆盖的领域主要为特殊检验。其中，HPV 分型检测试剂及地中海贫血基因检测试剂在细分领域中排名居前。公司布局全自动化学发光仪器等医疗诊断产品的自主研发。自动化学发光仪器及试剂以及抗精神类药物的血药检测产品 Mycare 已于 2020 年上半年进入市场，并逐步放量销售。其他在研产品 Glycotest（肝癌诊断）等在注册进程中。预计 2021 年新产品及在注册产品将带来新的业绩增长。

图表 58：医疗器械与医学诊断业务营收情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 59：医疗器械与医学诊断业务相关公司

产品分类	公司名称	成立时间	主营产品	竞争力
手术机器人	直观复星	2017	达芬奇机器人	唯一一个同时获 FDA 和 NMPA 批准上市的微创腔镜外科手术机器人产品
能源医疗器械	复锐医疗	1999	能量源医疗美容器械供应商，拥有全面的医疗美容器械组合，包括医疗美容产品线及生活美容产品线	激光美容设备在全球（尤其是国内）市场占有率有相当规模的市场份额
医疗器械代理	美中互利医疗	1981	医疗设备提供商，专注于外科，影像学，肿瘤学，美学和皮肤病学	独家代理多家大型跨国公司的产品，制造平台具有多项专利技术
呼吸系统器械	Breas	1991	研发、生产和销售治疗睡眠呼吸类疾病和慢阻肺的专业医疗设备公司	拥有欧洲高质量和高性能的呼吸机品牌，并已在欧洲及美国建立成熟的销售网络
公共卫生应急及院前、重症领域医疗器械	北铃专用汽车	1995	从事医疗领域移动单元解决方案	抗疫产品丰富，涵盖 P2+移动检测车、移动 P2 方舱实验室、移动 CT 方舱、移动脑卒中单元和负压型救护车等
分子诊断	亚能生物	2001	专业从事体外诊断试剂及配套检测仪器等产品的研发、生产、销售和技术服务	率先在中国实现了基因芯片技术的产业化，宫颈癌筛查 HPV 基因分型检测试剂居国内领先
体外诊断	长征医学	1989	聚焦体外诊断行业的主流技术及创新技术，专注体外诊断及实验室诊断试剂及仪器的产品研发、生产、销售	产品覆盖临床化学分析试剂、酶联免疫分析试剂、血气及电解质分析仪试剂等，国内最具影响的体外诊断试剂之一
院前急救车	建优成业	2010	专门从事国外进口和国产改装的高端医疗救护车和移动式急诊手术车	高端医疗急救车及医学用特种车辆市场占有率稳居国内前列
高端耗材	淮阴医疗器械	1957	手术刀和医用缝合线（可吸收及非吸收性）的生产及出口	中国最大的手术刀片和带针缝合线的制造商和出口商
高端耗材	上海输血	2002	从事输血相关耗材设备技术开发、产品生产和经销	产品销往中国及全球
牙科产品	复星牙科	2002	专注于国际前沿牙科医疗器械的产品引进与技术服务	国内最大的创新牙科医疗器械营销平台之一

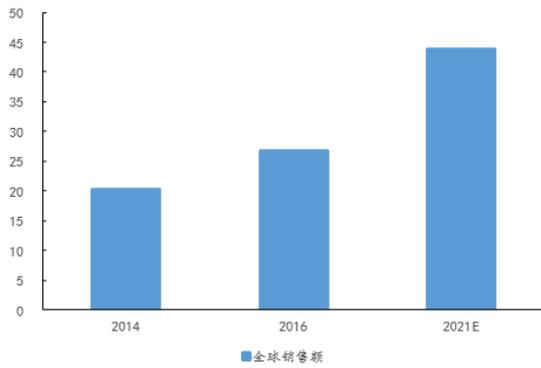
资料来源：复星集团公司官网，东方财富证券研究所

4.1. 复锐医疗科技（Sisram）：专注能量源医疗美容器械研发生产

复锐医疗科技（Sisram）是首家于联交所主板上市的以色列公司，是全球领先的能量源医疗美容器械供应商，拥有全面的医疗美容器械组合，可用于进行无创医疗美容治疗及微创医疗美容。

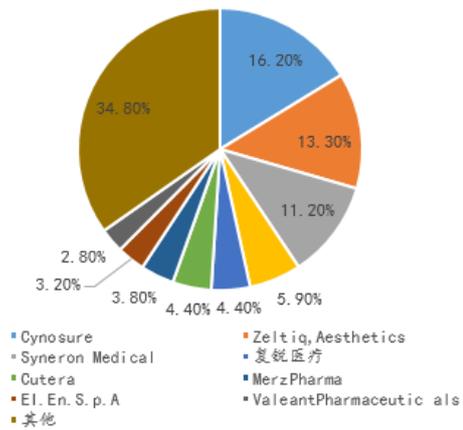
能量源医疗美容是指通过利用激光、射频、超声波、热能、光热能等能量源进行美容，根据招股说明书，2016 年全球能量源医疗美容器械的全球销售额为 26.70 亿美元，预计以 10.4% 的年复合增长率增长，到 2021 年预计全球销售额将达到 43.80 亿美元。2016 年，复锐医疗占能量源美容市场 4.4% 的市场份额，居前 5 名。

图表 60: 全球能量源医疗美容器械的全球销售额(百万美元)



资料来源: 复锐医疗财报, 东方财富证券研究所

图表 61: 2016 年能量源医疗美容市场格局 (%)



资料来源: 复锐医疗财报, 东方财富证券研究所

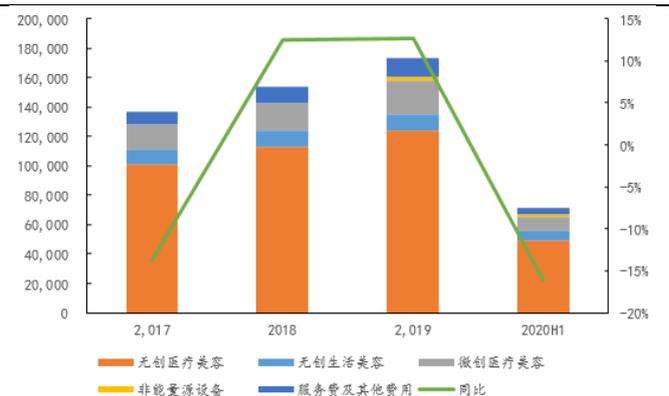
受全球范围内新冠疫情的影响, 2020 年上半年, 复锐医疗科技实现营业收入 0.72 亿美元, 同比降低 16.0%; 净利润 0.06 亿美元, 同比降低期下降 47.2%。复锐医疗在注重业务恢复的同时, 加强微创医疗等细分领域自研产品的研发及销售。

图表 62: 复锐医疗科技主要产品情况

分类	主营业务	主要产品
无创医疗美容	脱毛、嫩肤、美体塑形、紧肤、去除纹身、暗疮治疗及脂肪削减等	Soprano 系列, 主要用于激光脱毛; Accent 系列, 用于美体塑形及紧肤等。
微创医疗美容	辅助抽脂、脂肪移植、女性见、静脉曲张治疗、耳鼻喉疗程等	Femilift 系列, 用于多种女性问题; BeautiFill 平台, FDA 批准用于自体脂肪移植的唯一一款能量源设备

资料来源: 复锐医疗财报, 东方财富证券研究所

图表 63: 复锐医疗营业收入结构情况 (千美元, %)



资料来源: 复锐医疗财报, 东方财富证券研究所

4.2. 直观复星: 达芬奇手术机器人

直观复星由复星医药与 Intuitive Surgical SARL 合资建立, 于 2017 年在上海成立。Intuitive Surgical SARL 具有达芬奇手术机器人的技术和产品, 直观复星就达芬奇机器人进行代理销售, 达芬奇手术机器人目前是唯一一个同时获得美国 FDA 和国家药监局许可的微创腔镜外科手术机器人产品。此外, 直观复星布局肺癌的早期诊断及治疗的基于机器人辅助导管技术的创新产品的研发、生产和销售。

达芬奇机器人装机量及手术量快速增长。达芬奇机器人于 2006 年引入中国内地, 目前已广泛应用于各临床领域。据统计, 截至 2019 年底, 中国内地 47 个城市 115 家医院配有达芬奇手术机器人系统, 总装机数为 135 台。中国内地达芬奇机器人年装机数量在 2013 年前增长缓慢, 2014 年至 2018 年增长加快, 到 2019 年呈现爆发式增长, 年装机数量达到 60

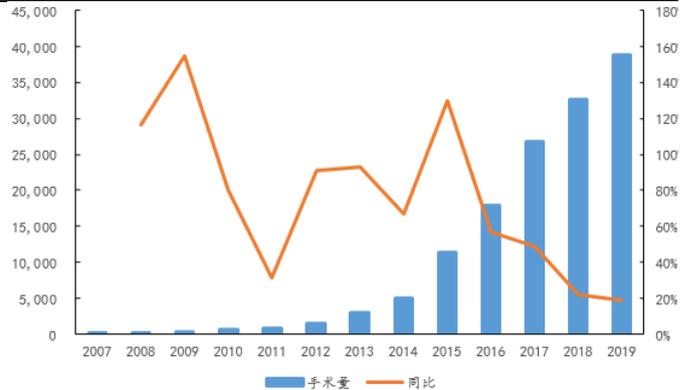
台。中国内地机器人手术量亦逐年增长，从 2007 年的 62 台增长至 2019 年的 38877 台，年复合增长率为 71.04%。

图表 64：达芬奇机器人已获 FDA 批准的手术种类

外科类别	手术
心脏外科	冠状动脉旁路移植术、二尖瓣修复术等
胸外科	肺叶切除术、食管癌根治术等
泌尿外科	前列腺切除术、肾移植术等。
妇科	妇科恶性肿瘤手术、皮样囊肿等
普外科	胃肠外科、肝胆外科、甲状腺外科相关手术
小儿外科	阑尾手术、胆囊手术等
血管外科	腹主动脉瘤修复术、下腔静脉瘤切除术等
耳鼻喉科	扁桃腺切除术、喉镜检查等
其他	腰交感神经切除术、前路脊椎融合术

资料来源：直观复星财报，东方财富证券研究所

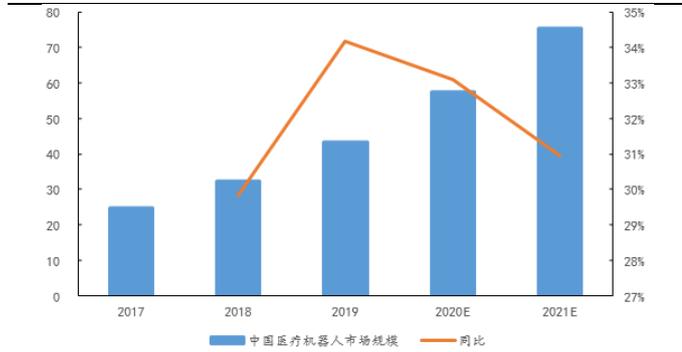
图表 65：中国内地达芬奇机器人手术量（台，%）



资料来源：第二军医大学学报，东方财富证券研究所

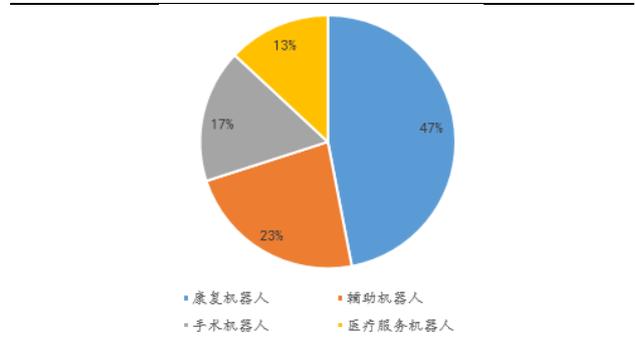
市场规模不断扩大。医疗机器人根据功能可分为手术机器人、康复机器人、辅助机器人以及医疗服务机器人四大类。根据中国电子学会，2019 年我国医疗机器人的市场规模约为 43.2 亿元，预计 2021 年将达到 75.3 亿元，2019 年手术机器人的市场占比约为 17%。

图表 66：2017-2021 年中国医疗机器人行业市场规模（亿元，%）



资料来源：中国电子学会，东方财富证券研究所

图表 67：中国医疗机器人市场份额占比 (%)



资料来源：中国电子学会，东方财富证券研究所

达芬奇机器人在国内具有宽阔的护城河。达芬奇机器人较强的技术壁垒，技术不断升级，2018 年已更新至第四代。在我国具有先发优势，由于医生的使用习惯以及替换成本较昂贵。达芬奇机器人在国内建立了宽阔的护城河。

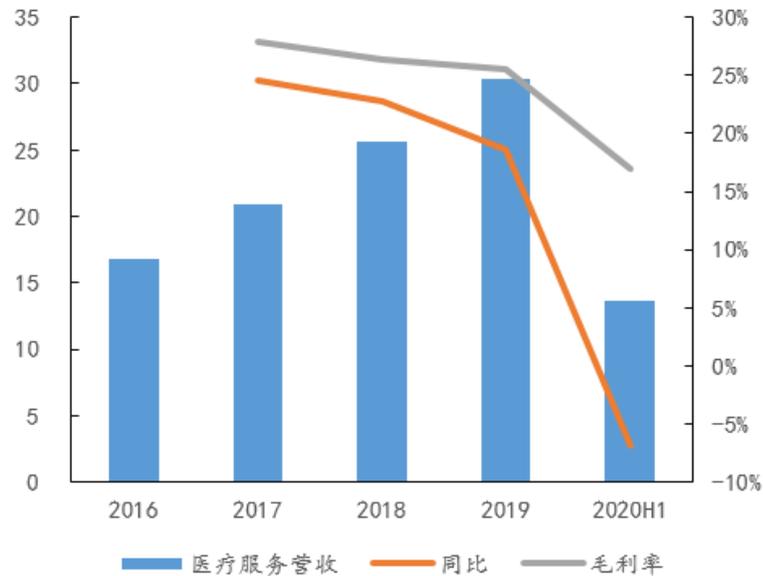
5. 医疗服务及医药流通

5.1. 医疗服务：民营医院排名居前，看好长期发展

2020 年上半年，医疗服务实现营业收入 13.60 亿元，同比减少 6.83%。

受疫情影响，一季度受诊疗人次及住院人次减少，以及新机构开业导致的前期亏损，营业收入及利润均有所下降。二季度，通过加强重点学科建设以及提升三四级手术量等措施，业务恢复明显，环比增长 37.8%。

图表 68：医疗服务业务营收情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

布局多种医疗服务模式。公司医疗服务业务涵盖高端医疗、全科专科医疗、以及相关的医疗服务，机构包括佛山禅城医院、深圳恒生医院、宿迁钟吾医院、武汉济和医院等 10 余家。公司通过布局互联网医疗相关的服务与产品，实现线上与线下服务闭环。在控股机构中，禅城医院、宿迁钟吾医院已获得互联网医院牌照。

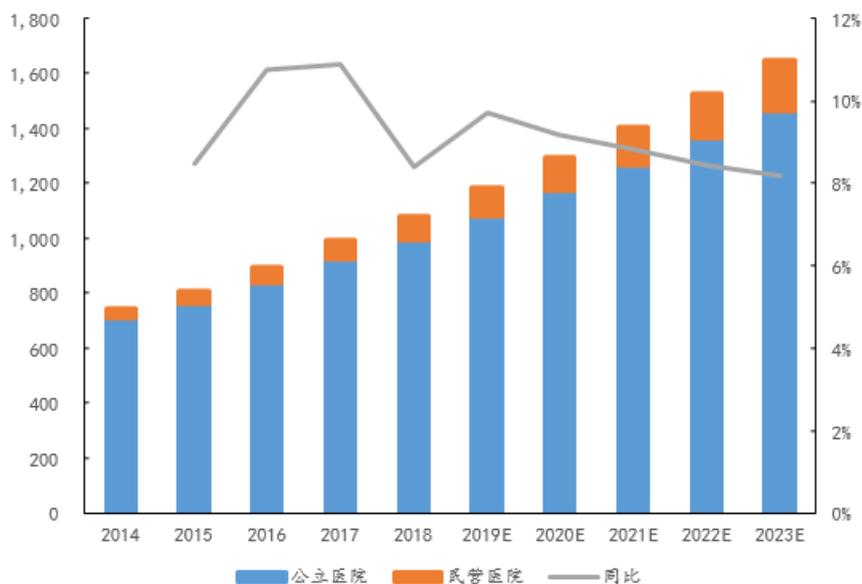
图表 69：控股医疗机构情况

分类		机构名称
高端医疗		上海卓尔荟诊所
		北京星宜诊所
全科医疗	三级综合医院	佛山禅城医院（三甲）
		深圳恒生医院
	二级综合医院	宿迁钟吾医院（二甲）
		岳阳广济医院（二甲）
专科医疗	三级专科医院	武汉济和医院
		珠海禅诚医院
		重庆星荣整形外科医院
	二级专科医院	安徽济民肿瘤医院
		温州老年病医院
		宿迁市康复医院
区域医联体	淮海医疗集团	

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

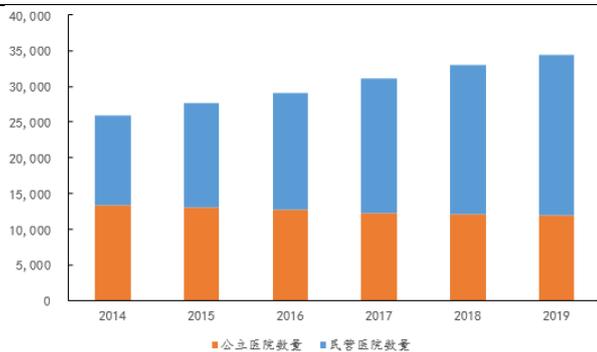
民营医院医疗服务规模扩大。近年来，随着社会办医流简化、政府持续支持社会办医，民营医院的数量及服务人次逐渐增大。民营医院的医疗服务处于稳定发展中。据 Frost&Sullivan 预测，2018 年我国民营医院的总收入约为 858 亿元，预计 2023 年将达到 1873 亿元，2018-2023 年的国内医院总收入的年复合增长率为 8.9%，其中民营医院的年复合增长率为 16.9%。

图表 70：2014-2023 年国内医院收入情况（十亿元，%）



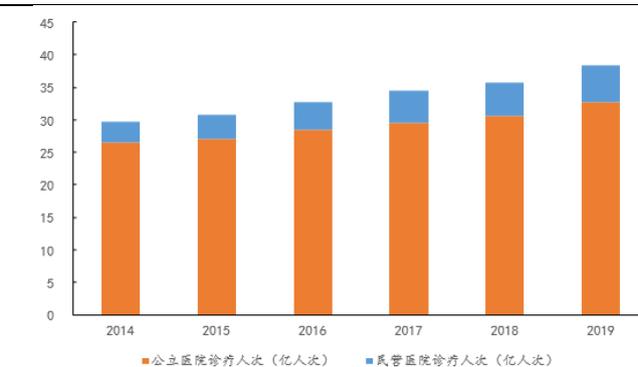
资料来源：宏力医疗招股说明书，东方财富证券研究所

图表 71：2014-2019 年公立与民营医院数量对比（个）



资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所

图表 72：2014-2019 年公立与民营医院诊疗人次数量对比（亿人次）



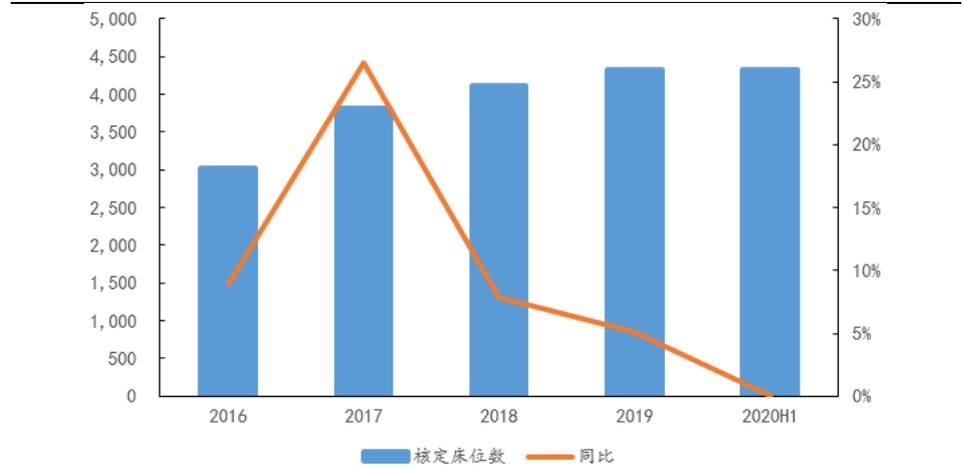
资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所

医疗服务行业领先地位。复星医药在民营医院投资及管理的行业中处于领先地位，佛山禅城医院多年获得国内非公立医院排名第一。根据独立第三方研究机构艾力彼发布的 2019 年度社会办医医院集团排名，复星医药的控股子公司上海复星医疗排第三名。在非公立医院排名中，标杆医院

佛山市禅城中心医院排名第一。

2015年复星医药控股医疗机构的核定床位共计2,770张，涉及禅城医院、济民医院、广济医院及钟吾医院四个医疗服务机构。2020年上半年达到4328张，涵盖10余家医疗服务机构。

图表 73：医疗机构核定床位数（张，%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 74：2019 年度社会办医医院集团前十名排名

综合排名	集团名称	总部城市	医院数	标杆医院（非公医院名次）	是否上市	得分
1	华润医疗控股有限公司	北京	55	华润武钢总医院(17)	是	776
2	爱尔眼科医院集团股份有限公司	长沙	105	长沙爱尔眼科医院(500强)	是	730
3	上海复星医疗（集团）有限公司	上海	10	佛山市禅城中心医院(1)	是	610
4	宝石花医疗健康投资控股集团有限公司	厦门	28	中国石油中心医院(86)	否	576
5	远东宏信医院集团有限公司	上海	30	新乡同盟医院(279)	是	503
6	贵州信邦制药股份有限公司	贵阳	8	贵州省肿瘤医院(29)	是	500
7	淮南东方医院集团	淮南	28	淮南东方医院集团总医院(48)	否	428
8	中信医疗健康产业集团有限公司	北京	6	中信惠州医院(125)	否	419
9	三博脑科医院管理集团股份有限公司	北京	6	首都医科大学三博脑科医院(7)	否	383
10	温州康宁医院股份有限公司	温州	21	温州康宁医院(13)	是	362

资料来源：艾力彼，东方财富证券研究所

公司持续加大对医疗服务领域的投入，通过引进现金技术及设备，并对已有机构及新建机构的扩建，来进一步扩大服务规模。预计随着医疗服务规模的不断扩大，运营效率不断提高。

5.2. 国药控股：医药流通行业龙头企业，业务结构不断优化

国药控股由复星医药与国药集团共同建立，成立于2003年，并于2009年9月在香港联交所上市，由复星医药间接持有股权。国药控股是中国药品、医疗保健产品器械批发商和零售商及领先供应链服务提供商，主要营

收包括医药分销、医药零售以及医疗器械分销三大业务板块。2020年上半年，国药控股业务实现营业收入2037.65亿元，同比增长1.04%。

医药分销业务持续恢复。分销业务实现营收15.75亿元，同比下降4.38%。由于一季度受疫情影响，医疗机构就诊人数及就诊频率均有所降低，分销板块营收同比降低。通过加强低层级市场的业务覆盖、推动推进县域医联体及医共体业务以及承接中小配送商相关业务，二季度整体业务恢复明显。

零售业务高速增长。公司的零售业务呈稳健增长，零售药店网络持续扩张，覆盖全国30个省、直辖市和自治区，零售药房总数达7,047家，为业内领先水平。规模继续保持行业领先。

药械联动，带动医疗器械稳定增长。2020年上半年，医疗器械业务销售营收达到358.73亿元，同比增长23.59%。受新冠疫情影响，防疫用品，如呼吸机、病毒检测试剂及防护耗材销量增长，常规耗材设备的销售有所放缓。2018年通过收购中国最大医疗器械分销公司中国科学器材的60%股权，加强了医疗器械业务销售的高速增长与行业领先地位。

国药控股将巩固分销龙头地位的同时，持续优化业务结构，扩大零售业务网络，加快发展器械业务，不断提升整体业务规模。

图表 75：国药控股营收结构情况（亿元，%）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 76：国大药房零售药店数量（个）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 核心假设与盈利预测

制药板块，我们预计核心子公司，如江苏万邦、重庆药友、奥鸿药业和 GlandPharma 业绩将保持稳定增长；聚焦生物创新药的子公司，如复宏汉霖、复星凯特将成为公司未来几年业绩增长的催化剂。

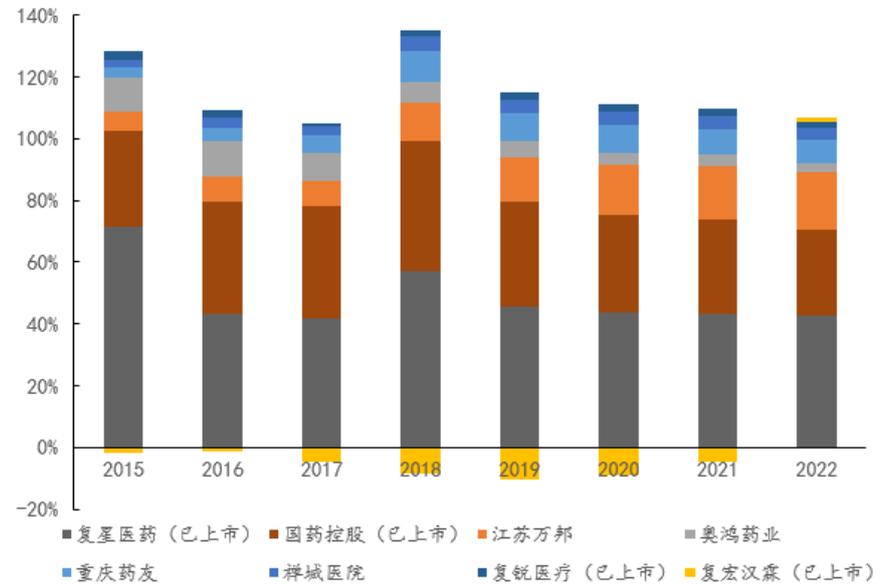
医疗器械及诊断板块，2020年的业绩主要受益于新冠疫情，达芬奇机器人及诊断试剂的放量将维持正常速度增长。

医疗服务及流通板块，考虑到新设医疗机构的前期亏损较大，短期内我们参考业绩较稳定，看好医疗服务的长期成长性。

按照净利润（已上市子公司取归母净利率）对公司利润总额的贡献程度，2015-2019年的平均贡献率排名前五的公司为：复星医药（母公司）、国药控股、江苏万邦、奥鸿药业及重庆药友。其中复星医药（母公司）主要利润来源为投资收益；国药控股贡献的净利润约为公司利润总额的35.95%，预计随着复星医药集团营收规模的逐渐扩大，净利润占比有所下

降；奥鸿药业近三年的净利润贡献略有降低；江苏万邦的重磅产品将持续贡献利润，预计净利润占比会持续增长；复宏汉霖预计在 2022 年扭亏为盈，为公司贡献约 1.27%的业绩。

图表 77: 2015-2022 年复星医药母公司及重要子公司净利润率的利润总额占比预测 (%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所测算

图表 78: 2015-2022 年复星医药母公司及重要子公司的净利润预测 (万元, %)

		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
复星医药 (母公司)	归母净利润	2412	1541	1695	2039	2063	2166	2491	2939
	yoy		-36%	10%	20%	1%	5%	15%	18%
	持股比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	贡献额	2412	1541	1695	2039	2063	2166	2491	2939
	利润总额占比	72%	43%	42%	57%	46%	43%	43%	43%
国药控股	归母净利润	3761	4647	5283	5836	6253	6440	7084	7651
	yoy		24%	14%	10%	7%	3%	10%	8%
	持股比例	28%	28%	28%	26%	25%	25%	25%	25%
	贡献额	1046	1293	1470	1512	1543	1589	1748	1888
	利润总额占比	31%	36%	36%	42%	34%	32%	30%	28%
奥鸿药业	净利润	396	427	376	230	230	193	209	228
	yoy		8%	-12%	-39%	0%	-16%	8%	9%
	持股比例	93%	96%	96%	100%	100%	100%	100%	100%
	贡献额	368	408	360	230	230	193	209	228
	利润总额占比	11%	11%	9%	6%	5%	4%	4%	3%
江苏万邦	净利润	216	315	341	452	654	810	1013	1276
	yoy		46%	8%	32%	45%	24%	25%	26%
	持股比例	95%	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

	贡献额	205	300	341	452	654	810	1013	1276
	利润总额占比	6%	8%	8%	13%	14%	16%	18%	19%
	净利润	250	312	464	705	806	877	921	976
	yoy		25%	49%	52%	14%	9%	5%	6%
重庆药友	持股比例	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
	贡献额	128	159	237	360	411	447	470	498
	利润总额占比	4%	4%	6%	10%	9%	9%	8%	7%
	归母净利润	-64	-74	-271	-494	-875	-820	-490	163
	yoy		-17%	-264%	-82%	-77%	6%	40%	133%
复宏汉霖	持股比例	83%	71%	73%	61%	53%	53%	53%	53%
	贡献额	-53	-53	-196	-302	-467	-438	-262	87
	利润总额占比	-2%	-1%	-5%	-8%	-10%	-9%	-5%	1%
	净利润			63	283	513	872	1142	1519
	yoy				350%	81%	70%	31%	33%
Gland Pharma	持股比例			74%	74%	74%	53%	53%	53%
	贡献额			47	210	380	465	609	810
	利润总额占比			1%	6%	8%	9%	11%	12%
	净利润	125	167	186	195	216	240	276	317
	yoy		34%	11%	5%	11%	11%	15%	15%
禅城医院	持股比例	60%	64%	64%	87%	86%	86%	86%	86%
	贡献额	75	107	119	171	187	207	239	274
	利润总额占比	2%	3%	3%	5%	4%	4%	4%	4%
	归母净利润	99	100	72	150	145	154	180	196
	yoy		1%	-28%	108%	-3%	6%	17%	9%
复锐医疗	持股比例	95%	100%	53%	53%	75%	75%	75%	75%
	贡献额	95	100	38	79	108	115	134	146
	利润总额占比	3%	3%	1%	2%	2%	2%	2%	2%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所测算

在各业务板块中，我们预计制药业务的综合毛利率呈稳定增长，2020/2021/2022 年的毛利率分别为 66.50%/67.10%/67.30%；医疗器械及医学诊断业务、医疗服务的综合毛利率 2020/2021/2022 年均保持稳定，分别为 52%、26.00%；整体毛利率水平逐渐增长，2020/2021/2022 年整体毛利率分别为 59.96%/60.41%/60.62%。

综合以上假设，我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入分别为 326.67/374.10/439.00 亿元，同比增长 14.28%/14.52%/17.35%；归母净利润分别为 36.64/42.28/50.42 亿元。

图表 79：公司营业收入预测（百万元，%）

		2019	2020E	2021E	2022E
制药业务：					
重庆药友	营业收入	6143.63	6266.51	6579.83	6974.62
	yoy	7.14%	2.00%	5.00%	6.00%
江苏万邦	营业收入	5400.69	6480.83	8101.04	10207.30
	yoy	34.79%	20.00%	25.00%	26.00%
Gland Pharma	营业收入	2506.80	3158.57	4137.72	5503.17
	yoy	31.05%	26.00%	31.00%	33.00%
奥鸿药业	营业收入	2208.24	1877.01	2027.17	2209.61
	yoy	22.98%	-15.00%	8.00%	9.00%
复宏汉霖	营业收入	90.93	663.78	1194.81	2150.65
	yoy		630.00%	80.00%	80.00%
其他	营业收入	5415.58	5578.05	5745.39	5917.75
	yoy	3.51%	3.00%	3.00%	3.00%
制药板块共计：	营业收入	21765.87	24024.74	27785.95	32963.11
	yoy	16.51%	10.38%	15.66%	18.63%
	营业成本	7478.84	8048.29	9141.58	10778.94
	营业利润	14287.03	15976.45	18644.37	22184.17
	毛利率	65.64%	66.50%	67.10%	67.30%
医疗器械及医学					
诊断：					
复锐医疗	营业收入	1195.90	1231.78	1330.32	1450.05
	yoy	17.26%	3.00%	8.00%	9.00%
其他	营业收入	2539.91	4013.06	4253.84	4636.69
	yoy	-3.02%	58.00%	6.00%	9.00%
医疗器械及医学 诊断共计：	营业收入	3735.81	5244.84	5584.16	6086.74
	yoy	2.66%	40.39%	6.47%	9.00%
	营业成本	1779.04	2517.52	2680.40	2921.63
	营业利润	1956.77	2727.32	2903.76	3165.10
	毛利率	52.38%	52.00%	52.00%	52.00%
医疗服务：					
禅城医院	营业收入	1609.96	1738.76	1999.57	2299.51
	yoy	17.36%	8.00%	15.00%	15.00%
其他	营业收入	1429.96	1658.75	2040.27	2550.33
	yoy	20.04%	16.00%	23.00%	25.00%
医疗服务共计：	营业收入	3039.92	3397.51	4039.84	4849.84
	yoy	18.61%	11.76%	18.91%	20.05%

	营业成本	2264.07	2514.16	2989.48	3588.88
	营业利润	775.85	883.35	1050.36	1260.96
	毛利率	25.52%	26.00%	26.00%	26.00%
共计:	营业收入	28585.15	32667.09	37409.96	43899.69
	yoy	14.72%	14.28%	14.52%	17.35%
	营业成本	11543.42	13079.97	14811.46	17289.46
	营业利润	17041.73	19587.12	22598.50	26610.24
	毛利率	59.62%	59.96%	60.41%	60.62%

数据来源：东方财富证券研究所测算

6.2. 可比公司估值

复星医药涵盖医疗健康全产业链布局，我们选取 A 股医药行业中，主营业务分别为制药、医疗服务及医疗器械的企业作为可比公司，如下所示。我们认为目前复星医药的估值较为合理。

图表 80：可比公司估值比较

简称	代码	总市值 (百万元)	EPS (元)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
华东医药	000963.SZ	65442.88	1.69	1.88	2.22	22.13	13.03	11.30	37.40	增持
恒瑞医药	600276.SH	536903.91	1.22	1.55	1.95	83.04	65.17	51.89	100.70	增持
丽珠集团	000513.SZ	35430.17	1.82	2.12	2.47	20.69	19.14	17.03	37.73	增持
爱尔眼科	300015.SZ	335409.14	0.44	0.64	0.82	141.39	96.72	76.19	81.38	增持
通策医疗	600763.SH	105169.92	1.56	2.06	2.54	135.96	103.12	83.51	328.00	买入
迈瑞医疗	300760.SZ	525968.83	5.26	6.32	7.67	82.34	68.43	56.38	432.65	未评级
		平均值				80.92	60.93	49.38		
复星医药	600196.SH		1.43	1.65	1.97	37.77	32.73	27.44	46.86	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：截至 2021-02-23。恒瑞医药及迈瑞医疗来自 choice 一致预期数据。

6.3. 投资建议

复星医药以创新研发及国际化合作为核心驱动，制药板块由仿制药向创新药转型，创新成果逐步显现。长期来看，医疗器械及医疗服务板块的发展确定性高。公司医疗健康全产业链布局合理，各业务板块积极整合内外部资源，协同效应明显。

综合以上假设，考虑到疫情影响，我们上调了 2020 年营收预测至 326.67 亿元，下调了 2021 及 2022 年的营收预测至 374.10 亿元及 439.00 亿元；下调了公司的投资收益、资产处置收益及销售费用投入，上调了营业外收支、研发费用投入及营运资金总额。我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入分别为 326.67/374.10/439.00 亿元，归母净利润分别为 36.64/42.28/50.42 亿元，EPS 分别为 1.43/1.65/1.97，PE 分别为 37/32/27，给予“增持”评级。

图表 81：公司盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	28585.15	32667.09	37409.96	43899.69
增长率(%)	14.72%	14.28%	14.52%	17.35%
EBITDA（百万元）	3823.43	3938.83	4173.05	4785.97
归属母公司净利润（百万元）	3321.62	3663.59	4228.01	5041.77
增长率(%)	22.66%	10.30%	15.41%	19.25%
EPS(元/股)	1.30	1.43	1.65	1.97
市盈率 (P/E)	20.52	37.77	32.73	27.44
市净率 (P/B)	2.14	3.89	3.48	3.09
EV/EBITDA	21.07	38.33	36.14	31.35

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：截至 2021-02-23。

7. 风险提示

产品研发及销售不确定性；
 医疗安全事故风险；
 投资收益风险；
 国际贸易风险；

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	20403.37	15431.47	17097.95	20064.64
货币资金	9533.27	2866.98	3031.41	3785.15
应收及预付	5023.40	6224.97	7092.77	8354.48
存货	3940.54	4300.26	4869.52	5684.20
其他流动资产	1906.17	2039.26	2104.25	2240.80
非流动资产	55716.28	59155.58	63587.49	67927.75
长期股权投资	20929.78	22529.78	24329.78	26529.78
固定资产	7410.37	8161.51	8696.68	9234.50
在建工程	3149.91	4279.91	5459.91	6659.91
无形资产	7915.97	8378.85	9043.23	9571.86
其他长期资产	16310.26	15805.53	16057.90	15931.71
资产总计	76119.65	74587.05	80685.44	87992.39
流动负债	17433.77	11907.58	13277.96	14943.14
短期借款	6358.29	0.00	0.00	0.00
应付及预收	2397.31	2830.39	3140.54	3703.63
其他流动负债	8678.16	9077.18	10137.42	11239.51
非流动负债	19481.67	19391.67	19391.67	19391.67
长期借款	7293.04	9093.04	9093.04	9093.04
应付债券	5283.86	3393.86	3393.86	3393.86
其他非流动负债	6904.76	6904.76	6904.76	6904.76
负债合计	36915.43	31299.24	32669.63	34334.81
实收资本	2562.90	2562.90	2562.90	2562.90
资本公积	12143.65	12143.65	12143.65	12143.65
留存收益	17649.51	21313.10	25541.11	30582.88
归属母公司股东权益	31888.07	35551.66	39779.67	44821.44
少数股东权益	7316.15	7736.15	8236.15	8836.15
负债和股东权益	76119.65	74587.05	80685.44	87992.39

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	28585.15	32667.09	37409.96	43899.69
营业成本	11543.42	13079.97	14811.46	17289.46
税金及附加	259.84	290.74	317.98	386.32
销售费用	9846.76	10943.47	12831.61	15189.29
管理费用	2590.78	2959.64	3411.79	4003.65
研发费用	2041.40	2776.70	3217.26	3797.32
财务费用	865.44	581.28	580.11	573.22
资产减值损失	-389.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-353.16	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3565.50	2613.37	3067.62	3687.57
资产处置收益	17.73	3.27	3.74	4.39
其他收益	313.05	356.07	408.73	479.07
营业利润	4493.56	5007.99	5719.84	6831.47
营业外收入	77.38	15.00	77.00	77.00
营业外支出	45.18	43.00	45.00	45.00
利润总额	4525.75	4979.99	5751.84	6863.47
所得税	782.23	896.40	1023.83	1221.70
净利润	3743.52	4083.59	4728.01	5641.77
少数股东损益	421.90	420.00	500.00	600.00
归属母公司净利润	3321.62	3663.59	4228.01	5041.77
EBITDA	3823.43	3938.83	4173.05	4785.97

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3222.41	2629.22	3470.53	3546.70
净利润	3743.52	4083.59	4728.01	5641.77
折旧摊销	1520.48	1322.27	1353.20	1552.32
营运资金变动	-375.82	-862.29	-131.66	-547.77
其它	-1665.77	-1914.35	-2479.01	-3099.62
投资活动现金流	-171.96	-2172.94	-2681.75	-2168.61
资本支出	-3928.08	-3186.31	-3949.36	-3656.19
投资变动	3011.35	-1600.00	-1800.00	-2200.00
其他	744.76	2613.37	3067.62	3687.57
筹资活动现金流	-1935.98	-7122.57	-624.35	-624.35
银行借款	11501.27	-4558.29	0.00	0.00
债券融资	0.00	-1890.00	0.00	0.00
股权融资	3190.49	0.00	0.00	0.00
其他	-16627.74	-674.28	-624.35	-624.35
现金净增加额	1109.37	-6666.29	164.44	753.74
期初现金余额	7175.01	9533.27	2866.98	3031.41
期末现金余额	8284.37	2866.98	3031.41	3785.15

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)				
营业收入增长	14.72%	14.28%	14.52%	17.35%
营业利润增长	27.10%	11.45%	14.21%	19.43%
归属母公司净利润增长	22.66%	10.30%	15.41%	19.25%
获利能力 (%)				
毛利率	59.62%	59.96%	60.41%	60.62%
净利率	13.10%	12.50%	12.64%	12.85%
ROE	10.42%	10.30%	10.63%	11.25%
ROIC	3.12%	3.65%	3.65%	3.85%
偿债能力				
资产负债率 (%)	48.50%	41.96%	40.49%	39.02%
净负债比率	94.16%	72.30%	68.04%	63.99%
流动比率	1.17	1.30	1.29	1.34
速动比率	0.92	0.89	0.88	0.92
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.44	0.46	0.50
应收账款周转率	6.54	6.52	6.52	6.52
存货周转率	7.25	7.60	7.68	7.72
每股指标 (元)				
每股收益	1.30	1.43	1.65	1.97
每股经营现金流	1.26	1.03	1.35	1.38
每股净资产	12.44	13.87	15.52	17.49
估值比率				
P/E	20.52	37.77	32.73	27.44
P/B	2.14	3.89	3.48	3.09
EV/EBITDA	21.07	38.33	36.14	31.35

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%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。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。