

复星医药(600196)/生物制品

生物创新药逐步申请临床, 从仿制走向创新全系列布局

评级: 买入(维持)

市场价格: 33.06

目标价格: 36.75

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

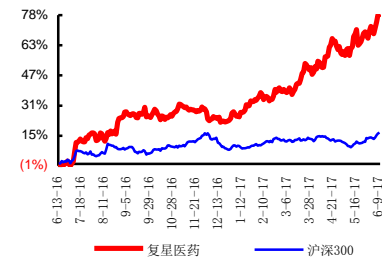
联系人: 张天翼

Email: zhangty@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,495
流通股本(百万股)	2,393
市价(元)	33.06
市值(百万元)	82,489
流通市值(百万元)	79,110

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 复星医药(600196)——Sisram 香港分拆上市估值有望提升, 赫赛汀类似药欧洲获批 III 期临床-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼) 20170606
- 2 复星医药(600196)——高管增持彰显对未来的信心, 大周期的起点刚刚开始-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼) 20170504
- 3 复星医药(600196)——一季度增速超预期, 研发创新带领公司走入新阶段-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼) 20170427
- 4 复星医药(600196)深度报告——研发投入进入收获期, 估值提升的新起点-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼) 20170313

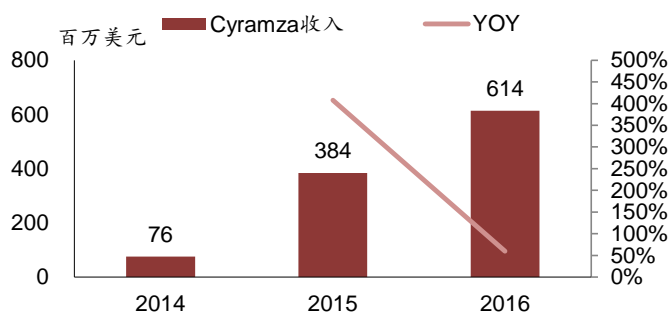
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,609	14,629	18,110	22,210	25,704
营业收入增速	4.85%	16.02%	23.80%	22.64%	15.73%
归属于母公司的净利润	2,460	2,806	3,265	3,868	4,524
净利润增长率	16.43%	14.05%	16.36%	18.47%	16.97%
摊薄每股收益(元)	1.06	1.16	1.31	1.55	1.81
每股现金流量	0.70	0.87	0.91	1.30	1.34
净资产收益率	14.22%	13.12%	12.64%	13.02%	13.22%
P/E	22.10	19.91	25.24	21.33	18.27
PEG	1.34	1.42	1.49	1.12	1.04
P/B	3.14	2.61	3.09	2.69	2.33

备注:

投资要点

- 公司 2017 年 6 月 9 日公告, 公司重组抗 VEGFR2 全人单抗用于实体瘤治疗获 CFDA 临床试验注册审评受理。
- 抗 VEGFR2 单抗有治疗胃癌、结直肠癌、非小细胞肺癌等多种实体瘤的潜力, 2016 年全球类似产品市场规模 6.14 亿美元。目前, 全球上市的 VEGFR2 靶点单克隆抗体药品有礼来的 Cyramza™ (Ramucirumab); 国内尚无已上市的 VEGFR2 靶点单抗药。Cyramza 2016 年实现收入 6.14 亿美元, 同比增长 60.01%。Cyramza 能显著改善胃癌、结直肠癌和非小细胞肺癌患者的生存期。
  1. 胃癌: “Cyramza+最佳支持治疗”中位总生存期 5.2 个月 VS “安慰剂+最佳支持治疗”中位总生存期 3.8 个月; “Cyramza+紫杉醇”中位总生存期 9.6 个月 VS “安慰剂+紫杉醇”中位总生存期 7.4 个月;
  2. 结直肠癌: “Cyramza+伊立替康”中位总生存期 13.3 个月 VS “安慰剂+伊立替康”中位总生存期 11.7 个月;
  3. 非小细胞肺癌: “Cyramza+多西他赛”中位总生存期 10.5 个月 VS “安慰剂+多西他赛”中位总生存期 9.1 个月。
- 国内领先的生物药研发平台, “生物类似药+生物创新药”奠定中长期核心竞争力。公司大力投入研发, 单抗药物研发历经 8 年时间, 两个产品处于临床 III 期, 重磅产品即将进入收获期, 这将是公司估值提升的新起点。2016 年公司研发投入达到 11.06 亿元, 药品制造与研发板块研发费用占收入比重 5% 以上, 研发进入兑现期。子公司复宏汉霖单抗平台国内领先, 有 6 个产品获批临床, 包括 5 个生物类似药和 1 个生物创新药, 重组抗 VEGFR2 全人单抗有望成为第 7 个进入临床的单抗。丰富的“生物类似药+生物创新药”单抗产品线梯队奠定公司中长期核心竞争力。
- 盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2017-2019 归母净利润分别为 32.65 亿、38.68 亿和 45.24 亿, 同比分别增长 16.36%、18.47%和 16.97%; 扣非净利润分别为 26.15 亿、32.68 亿和 39.24 亿, 同比分别增长 24.95%、24.97%和 20.09%; 扣非 EPS 分别为 1.05 元、1.31 元和 1.57 元。作为一家集多种医药行业最优质资源于一身的企业, 公司估值便宜, 目前价格对应 2017 年整体估值仅 25.2 倍。我们认为, 公司大周期的起点刚刚开始, 研发投入和单抗产品线梯队将带来市场对复星的重新认识, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件: 外延并购不达预期; 新药研发失败的风险。

**图表 1: Cyramza 收入**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 2: “Cyramza+最佳支持治疗” 治疗胃癌**

	Cyramza	安慰剂
总生存期		
死亡率	75%	85%
中位生存期 (月)	5.2	3.8
风险比	0.78	
无进展生存期		
比例	84%	92%
中位无进展生存期 (月)	2.1	1.3
风险比	0.48	

来源: FDA, 中泰证券研究所

**图表 3: “Cyramza+紫杉醇” 治疗胃癌**

	Cyramza	安慰剂
总生存期		
死亡率	78%	78%
中位生存期 (月)	9.6	7.4
风险比	0.81	
无进展生存期		
比例	85%	88%
中位无进展生存期 (月)	4.4	2.9
风险比	0.64	
客观缓解率	28%	16%

来源: FDA, 中泰证券研究所

**图表 4: “Cyramza+伊立替康” 治疗结直肠癌**

	Cyramza	安慰剂
总生存期		
死亡率	69%	74%
中位生存期 (月)	13.3	11.7
风险比	0.85	
无进展生存期		
比例	89%	92%
中位无进展生存期 (月)	5.7	4.5
风险比	0.79	

来源: FDA, 中泰证券研究所

**图表 5: “Cyramza+多西他赛” 治疗非小细胞肺癌**

	Cyramza	安慰剂
总生存期		
死亡率	68%	73%
中位生存期 (月)	10.5	9.1
风险比	0.86	
无进展生存期		
比例	89%	93%
中位无进展生存期 (月)	4.5	3
风险比	0.76	

来源: FDA, 中泰证券研究所

**图表 6: “生物类似药+生物创新药” 单抗产品线梯队**

主要生物药研发项目	研发类型	适应症	研发进展
重组人鼠嵌合抗CD20单克隆抗体注射液	生物类似药研发	非霍奇金淋巴瘤 类风湿性关节炎	临床III期 临床I期
重组抗HER2人源化单克隆抗体注射液	生物类似药研发	乳腺癌 胃癌	国内和欧洲临床III期 临床I期
重组抗EGFR人源化单克隆抗体注射液	生物创新药研发	实体瘤	临床I期; 获FDA临床试验批准
重组抗VEGF人源化单克隆抗体注射液	生物类似药研发	结直肠癌 非小细胞肺癌	临床I期筹备 获批临床
重组人鼠嵌合抗EGFR单克隆抗体注射液	生物类似药研发	结直肠癌 头颈部鳞状细胞癌	获批临床 获批临床
重组抗TNF $\alpha$ 全人单克隆抗体注射液	生物类似药研发	类风湿性关节炎 银屑病	临床I期 获批临床
重组抗VEGFR2全人单克隆抗体注射液	生物创新药研发	实体瘤	临床试验注册审评受理
KTN0216 (Kolltan授权复宏汉霖)	生物创新药研发		临床前研究
AC101 (AbClon授权复宏汉霖)	生物创新药研发		临床前研究

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 复星医药盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	12,026	12,609	14,629	18,110	22,210	25,704
增长率	20.30%	4.8%	16.0%	23.8%	22.6%	15.7%
营业成本	-6,719	-6,308	-6,718	-8,378	-10,352	-12,067
% 销售收入	55.9%	50.0%	45.9%	46.3%	46.6%	46.9%
毛利	5,307	6,301	7,910	9,732	11,858	13,636
% 销售收入	44.1%	50.0%	54.1%	53.7%	53.4%	53.1%
营业税金及附加	-87	-106	-153	-171	-221	-249
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
营业费用	-2,300	-2,815	-3,704	-4,645	-5,697	-6,426
% 销售收入	19.1%	22.3%	25.3%	25.7%	25.7%	25.0%
管理费用	-1,727	-1,906	-2,312	-2,834	-3,454	-3,856
% 销售收入	14.4%	15.1%	15.8%	15.7%	15.6%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	1,192	1,473	1,742	2,081	2,487	3,106
% 销售收入	9.9%	11.7%	11.9%	11.5%	11.2%	12.1%
财务费用	-379	-450	-401	-126	-15	61
% 销售收入	3.1%	3.6%	2.7%	0.7%	0.1%	-0.2%
资产减值损失	-334	-70	-79	0	0	0
公允价值变动收益	-11	-2	12	0	0	0
投资收益	1,925	2,347	2,125	2,239	2,443	2,662
% 税前利润	70.8%	69.6%	59.5%	51.3%	48.0%	44.4%
营业利润	2,394	3,297	3,399	4,195	4,915	5,829
营业利润率	19.9%	26.2%	23.2%	23.2%	22.1%	22.7%
营业外收支	324	75	172	172	172	172
税前利润	2,718	3,372	3,572	4,367	5,087	6,001
利润率	22.6%	26.7%	24.4%	24.1%	22.9%	23.3%
所得税	-348	-501	-350	-539	-563	-702
所得税率	12.8%	14.9%	9.8%	12.3%	11.1%	11.7%
净利润	2,370	2,871	3,221	3,828	4,524	5,298
少数股东损益	257	411	416	563	656	774
归属于母公司的净利润	2,113	2,460	2,806	3,265	3,868	4,524
净利率	17.6%	19.5%	19.2%	18.0%	17.4%	17.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,370	2,871	3,221	3,828	4,524	5,298
少数股东损益	0	0	0	563	656	774
非现金支出	898	728	819	749	796	823
非经营收益	-1,582	-1,903	-1,677	-2,185	-2,423	-2,642
营运资金变动	-486	-74	-253	-114	344	-132
经营活动现金净流	1,200	1,621	2,110	2,842	3,897	4,122
资本开支	992	1,214	1,860	6	477	242
投资	-1,801	-1,076	-575	0	0	0
其他	315	420	-12	2,239	2,443	2,662
投资活动现金净流	-2,478	-1,870	-2,447	2,233	1,966	2,420
股权募资	1,466	116	2,728	2,055	0	0
债权募资	3,087	2,004	571	1,674	0	0
其他	-2,682	-1,532	-1,773	-228	-1,065	-192
筹资活动现金净流	1,872	587	1,526	3,501	-1,065	-192
现金净流量	594	338	1,189	8,576	4,797	6,350

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,696	4,029	5,996	14,009	18,150	23,726
应收款项	2,175	2,348	2,621	3,144	3,539	4,100
存货	1,605	1,649	1,671	2,115	2,496	2,909
其他流动资产	198	1,291	477	482	433	471
流动资产	7,674	9,316	10,764	19,750	24,619	31,206
% 总资产	22.3%	23.8%	24.6%	37.8%	43.3%	49.5%
长期投资	14,405	17,234	18,850	18,850	18,850	18,850
固定资产	5,681	5,765	6,305	6,001	5,764	5,442
% 总资产	16.5%	14.7%	14.4%	11.5%	10.1%	8.6%
无形资产	6,180	6,562	7,144	6,877	6,967	6,880
非流动资产	26,672	29,876	33,003	32,432	32,286	31,876
% 总资产	77.7%	76.2%	75.4%	62.2%	56.7%	50.5%
资产总计	34,346	39,192	43,768	52,183	56,904	63,082
短期借款	3,951	7,334	5,650	1,824	1,824	1,824
应付款项	3,107	2,467	2,799	3,396	4,217	4,852
其他流动负债	1,890	-264	1,659	2,794	2,170	2,414
流动负债	8,948	9,537	10,109	11,498	8,211	9,091
长期贷款	771	1,676	2,183	7,683	7,683	7,683
其他长期负债	2,091	5,020	5,241	4,917	4,917	4,917
负债	11,811	16,233	17,532	24,098	20,811	21,691
普通股股东权益	20,107	20,471	23,176	24,461	31,814	36,338
少数股东权益	2,428	2,488	3,060	3,623	4,280	5,054
负债股东权益合计	34,346	39,192	43,768	52,183	56,904	63,082

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.914	1.063	1.162	1.308	1.550	1.813
每股净资产 (元)	6.739	7.479	8.858	10.354	11.904	13.717
每股经营现金净流 (元)	0.519	0.701	0.874	0.913	1.299	1.342
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.350	0.350	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.56%	14.22%	13.12%	12.64%	13.02%	13.22%
总资产收益率	6.30%	6.62%	6.58%	6.40%	6.94%	7.31%
投入资本收益率	10.82%	11.15%	12.51%	16.25%	19.04%	24.19%
增长率						
营业总收入增长率	20.30%	4.85%	16.02%	23.80%	22.64%	15.73%
EBIT 增长率	7.05%	23.57%	18.23%	19.49%	19.47%	24.90%
净利润增长率	33.51%	16.43%	14.05%	16.36%	18.47%	16.97%
总资产增长率	18.86%	10.88%	14.70%	19.23%	9.05%	10.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.5	46.9	46.2	46.5	41.0	41.0
存货周转天数	87.4	94.1	90.2	92.1	88.0	88.0
应付账款周转天数	49.6	52.3	54.3	53.3	53.8	53.5
固定资产周转天数	124.5	135.8	123.5	100.0	75.8	60.2
偿债能力						
净负债/股东权益	22.65%	34.57%	21.18%	-3.95%	-15.61%	-27.70%
EBIT 利息保障倍数	3.1	3.3	4.3	16.5	169.4	-51.3
资产负债率	46.27%	46.73%	42.64%	42.28%	39.05%	36.58%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

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

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

**重要声明：**

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

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

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

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。