

复星医药(600196)/生物制品

PD-1 单抗临床申请获受理, 和其他单抗组合用药将是趋势

评级: 买入(维持)

市场价格: 28.96

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.qlzq.com.cn

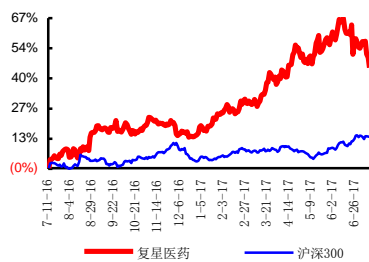
联系人: 张天翼

电话:

基本状况

总股本(百万股)	2,495
流通股本(百万股)	2,393
市价(元)	28.96
市值(百万元)	72,259
流通市值(百万元)	69,299

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 复星医药(600196)——生物创新药逐步申请临床, 从仿制走向创新全系列布局-买入-(中泰证券_江琦、张天翼) 20170609
- 2 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
- 3 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

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	17,857	22,789	27,202
营业收入增速	4.85%	16.02%	22.07%	27.62%	19.36%
归属于母公司的净利润	2,460	2,806	3,303	3,953	4,646
净利润增长率	16.43%	14.05%	17.72%	19.67%	17.52%
摊薄每股收益(元)	1.06	1.16	1.32	1.58	1.86
每股现金流量	0.70	0.87	0.93	1.33	1.39
净资产收益率	14.22%	13.12%	12.77%	13.25%	13.48%
P/E	22.10	19.91	21.88	18.28	15.55
PEG	1.34	1.42	1.23	0.93	0.89
P/B	3.14	2.61	2.79	2.42	2.10

备注:

投资要点

- 公司 2017 年 7 月 10 日公告, 公司自主研发的重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液用于实体瘤治疗获 CFDA 临床试验注册评审受理。
- 抗 PD-1 单抗是重磅抗肿瘤创新药, 上市 2 年多, 全球市场已超 50 亿美元。目前, 全球上市的重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液有 BMS 的 Opdivo (2014 年 12 月获批) 和 MSD 的 Keytruda (2014 年 9 月获批); 国内尚无已上市品种。2016 年, 全球 PD-1 单抗市场规模约 51.76 亿美元, 其中 Opdivo 实现收入 37.74 亿美元、Keytruda 实现收入 14.02 亿美元。
- 抗 PD-1 单抗有治疗多种肿瘤的潜力, 有望和其他抗肿瘤单抗联用, 协同效应强。PD-1 通过调节免疫系统功能, 引导免疫系统攻击肿瘤细胞, 有望和其他免疫检查点抑制剂、靶向药、化疗药等联合用药, 用于多种肿瘤的治疗, 达到更好的抗肿瘤疗效。
 1. Opdivo: 已经获批用于黑色素瘤、非小细胞肺癌、肾癌、霍奇金淋巴瘤、头颈部鳞状细胞癌、尿路上皮癌。目前, Opdivo 正在开展 280 余项临床研究;
 2. Keytruda: 已经获批用于黑色素瘤、非小细胞肺癌、头颈部鳞状细胞癌、霍奇金淋巴瘤、尿路上皮癌、带有微卫星序列不稳定 (MSI) 或 DNA 错配修复缺陷 (dMMR) 的实体瘤。目前, Keytruda 正在开展 400 余项临床研究, 其中联合用药临床研究 200 余例;
 3. 复星医药: 公司有丰富的抗肿瘤单抗品种, 未来有望和 PD-1 构建“单抗组合疗法”, 共同拓展市场, 协同效应强。
- 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。公司共有 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 全人单抗和重组抗 PD-1 人源化单抗有望陆续获批临床。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: 预计公司 2017-2019 归母净利润分别为 33.03 亿、39.53 亿和 46.46 亿, 同比分别增长 17.72%、19.67%和 17.52%; 扣非净利润分别为 26.23 亿、33.03 亿和 39.96 亿, 同比分别增长 25.34%、25.92%和 20.97%; 扣非 EPS 分别为 1.05 元、1.32 元和 1.60 元。公司估值便宜, 对应 2017 年整体仅 21.9 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: 全球市场 PD-1 单抗收入

百万美元	2014	2015	2016
Opdivo收入	6	942	3,774
YOY		15600%	301%
Keytruda收入	55	566	1,402
YOY		929%	148%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: “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 α 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
重组抗PD-1人源化单抗	生物创新药研发	实体瘤	临床试验注册审评受理
KTN0216 (Koltan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 3: 国内 PD-1 单抗开发一览

公司	临床阶段	适应症
恒瑞医药	III期	非小细胞肺癌
恒瑞医药	III期	晚期食管癌
恒瑞医药	III期	晚期肝细胞癌
恒瑞医药	II期	非小细胞肺癌
恒瑞医药	II期	晚期肝癌
恒瑞医药	II期	晚期非小细胞肺癌
恒瑞医药	I期	复发或转移性鼻咽癌
恒瑞医药	I期	晚期实体瘤
恒瑞医药	I期	黑色素瘤
恒瑞医药	I期	晚期实体瘤
信达生物	III期	非小细胞肺癌
信达生物	II期	食管癌
信达生物	II期	霍奇金淋巴瘤
君实生物	II期	膀胱尿路上皮癌
君实生物	II期	晚期胃腺癌、食管鳞癌、鼻咽癌、头颈部鳞癌
君实生物	II期	黑色素瘤
君实生物	I期	晚期神经内分泌肿瘤
君实生物	I期	晚期肾癌及黑色素瘤
君实生物	I期	晚期三阴性乳腺癌
君实生物	I期	晚期三阴性乳腺癌
君实生物	I期	三阴性晚期乳腺癌
君实生物	I期	晚期或复发性恶性肿瘤
君实生物	I期	晚期肿瘤
君实生物	I期	晚期实体瘤
百济神州	I期	晚期实体瘤患者
誉衡药业	I期	用于治疗晚期实体瘤(胃癌、食管癌为主)

来源: CFDA, 中泰证券研究所

图表4: 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	17,857	22,789	27,202
增长率	20.30%	4.8%	16.0%	22.1%	27.6%	19.4%
营业成本	-6,719	-6,308	-6,718	-8,217	-10,633	-12,753
%销售收入	55.9%	50.0%	45.9%	46.0%	46.7%	46.9%
毛利	5,307	6,301	7,910	9,641	12,156	14,449
%销售收入	44.1%	50.0%	54.1%	54.0%	53.3%	53.1%
营业税金及附加	-87	-106	-153	-169	-226	-263
%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	-4,563	-5,800	-6,800
%销售收入	19.1%	22.3%	25.3%	25.6%	25.5%	25.0%
管理费用	-1,727	-1,906	-2,312	-2,777	-3,532	-4,121
%销售收入	14.4%	15.1%	15.8%	15.6%	15.5%	15.2%
息税前利润 (EBIT)	1,192	1,473	1,742	2,133	2,598	3,264
%销售收入	9.9%	11.7%	11.9%	11.9%	11.4%	12.0%
财务费用	-379	-450	-401	-126	-14	63
%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%	50.7%	47.0%	43.2%
营业利润	2,394	3,297	3,399	4,246	5,027	5,989
营业利润率	19.9%	26.2%	23.2%	23.8%	22.1%	22.0%
营业外收支	324	75	172	172	172	172
税前利润	2,718	3,372	3,572	4,418	5,199	6,161
利润率	22.6%	26.7%	24.4%	24.7%	22.8%	22.6%
所得税	-348	-501	-350	-545	-576	-721
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	3,873	4,624	5,440
少数股东损益	257	411	416	570	671	795
归属于母公司的净利润	2,113	2,460	2,806	3,303	3,953	4,646
净利率	17.6%	19.5%	19.2%	18.5%	17.3%	17.1%

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	3,873	4,624	5,440
少数股东损益	0	0	0	570	671	795
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	-106	315	-151
经营活动现金净流	1,200	1,621	2,110	2,902	3,982	4,265
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	8,636	4,882	6,493

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	14,062	18,273	23,972
应收账款	2,175	2,348	2,621	3,100	3,632	4,339
存货	1,605	1,649	1,671	2,074	2,564	3,075
其他流动资产	198	1,291	477	477	440	486
流动资产	7,674	9,316	10,764	19,713	24,908	31,872
%总资产	22.3%	23.8%	24.6%	37.8%	43.6%	50.0%
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%	8.5%
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%	56.4%	50.0%
资产总计	34,346	39,192	43,768	52,145	57,194	63,748
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	3,333	4,324	5,134
其他流动负债	1,890	-264	1,659	2,774	2,208	2,511
流动负债	8,948	9,537	10,109	11,498	8,356	9,470
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	20,956	22,070
普通股股东权益	20,107	20,471	23,176	24,417	31,937	36,583
少数股东权益	2,428	2,488	3,060	3,630	4,301	5,095
负债股东权益合计	34,346	39,192	43,768	52,145	57,194	63,748

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	1.324	1.584	1.862
每股净资产(元)	6.739	7.479	8.858	10.369	11.953	13.815
每股经营现金净流(元)	0.519	0.701	0.874	0.935	1.327	1.391
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%	12.77%	13.25%	13.48%
总资产收益率	6.30%	6.62%	6.58%	6.48%	7.05%	7.42%
投入资本收益率	10.82%	11.15%	12.51%	16.66%	19.85%	25.33%
增长率						
营业总收入增长率	20.30%	4.85%	16.02%	22.07%	27.62%	19.36%
EBIT增长率	7.05%	23.57%	18.23%	22.44%	21.79%	25.65%
净利润增长率	33.51%	16.43%	14.05%	17.72%	19.67%	17.52%
总资产增长率	18.86%	10.88%	14.70%	19.14%	9.68%	11.46%
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	101.4	73.9	56.9
偿债能力						
净负债/股东权益	22.65%	34.57%	21.18%	-4.12%	-15.90%	-28.12%
EBIT利息保障倍数	3.1	3.3	4.3	16.9	190.6	-51.7
资产负债率	46.27%	46.73%	42.64%	42.15%	39.11%	36.79%

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。