

复星医药 (600196.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

创新驱动，新药拓展、临床推进与 BD 三管齐下

业绩简评

2023年4月28日，公司发布2023年1季报，1Q23营收108.71亿元，同比增长4.68%；归母/扣非净利润9.87/9.19亿元，同比增长116.17%/14.78%。业绩符合预期。

经营分析

新品逐步放量，收入结构持续优化。(1) 2023年1季度，公司扣非归母净利润的同比翻倍高增长，主因1Q22的低基数，因当期公司所持BNTX股票下跌带来3.38亿的非经常性损失(公司持有的BNTX股票已于2022年出售完毕)。(2) 公司非自有公共卫生防护物资海外销售贡献销售同比下降，即mRNA新冠疫苗销量的同比下降。(3) 公司1Q23扣非归母净利润近15%的同比增长，主要来自斯鲁利单抗注射液、注射用曲妥珠单抗、马来酸阿伐曲泊帕片及阿兹夫定片等新品和次新品带来的业绩增量；收入结构继续优化。

创新药适应症拓展，全球最新(FIC)与同类最优(BIC)新药临床推进。(1) 公司与江苏柯菲平联合开发并由公司独家商业化的国产首款钾离子竞争性酸(P-CAB)抑制剂盐酸凯普拉生，在国内获批上市；PD-1斯鲁利单抗新获批一线治疗广泛期小细胞肺癌

(ES-SCLC)的适应症。(2) PD-1斯鲁利单抗联合化疗同步放疗的国际多中心3期临床完成首例患者给药。首个中欧双批的国产曲妥珠单抗汉曲优，美国上市申请获受理。公司控股子公司复锐医疗科技的肉毒杆菌产品，在中国的上市申请获受理。(3) 公司于2021年以40亿元收购的成都复星安特金，13价肺炎结核苗处于临床3期；2月3日，取得国家《药品生产许可证》，为其后续疫苗产品商业化奠定基础。

医美、注射剂与创新药国际化获得新进展。(1) 公司控股子公司复锐医疗科技通过资产并购控股“飞顿”实现能量源医美设备业务的中国市场直销布局。(2) 公司的印度子公司Gland Pharma收购Genexi，完成战略布局欧洲市场CDMO业务。(3) 子公司复宏汉霖，通过合作BostonOncology，授予期对于利妥昔单抗注射液在亚非16个新兴市场独家开发及商业化权益，拓展亚非市场。

盈利预测、估值与评级

考虑到创新药有望持续贡献业绩增量，我们预计2023/24/25年营收516/594/685亿元，同比增长17%/15%/15%；归母净利润46/54/65亿元，同比增长23%/19%/20%。维持“买入”评级。

风险提示

新品研发及销售不及预期、产品竞争加剧风险、出海进程不及预期风险、生物创新药集采降价风险等风险。

医药组

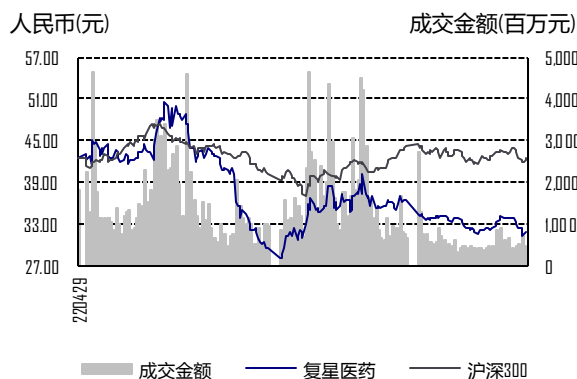
分析师：赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价(人民币)：31.70元

相关报告：

- 《复星医药：制药收入结构优化，创新蓄势待发》，2023.3.29
- 《复星医药点评-复必泰进入中国大陆，在华德籍公民接种》，2022.12.23
- 《复星医药复必泰EUA点评-抗疫品种添新元，复必泰二价苗中国香...》，2022.11.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	39,005	43,952	51,574	59,383	68,493
营业收入增长率	28.70%	12.68%	17.34%	15.14%	15.34%
归母净利润(百万元)	4,735	3,731	4,578	5,426	6,470
归母净利润增长率	29.28%	-21.21%	22.70%	18.54%	19.22%
摊薄每股收益(元)	1.848	1.396	1.713	2.031	2.421
每股经营性现金流净额	1.52	1.56	0.89	1.49	1.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.08%	8.37%	9.63%	10.58%	11.55%
P/E	26.49	25.24	18.50	15.61	13.09
P/B	3.20	2.11	1.78	1.65	1.51

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	30,307	39,005	43,952	51,574	59,383	68,493	货币资金	9,962	10,308	16,241	14,573	16,681	19,078
增长率		28.7%	12.7%	17.3%	15.1%	15.3%	应收款项	5,762	7,316	8,771	9,675	11,140	12,849
主营业务成本	-13,431	-20,228	-23,170	-27,334	-31,473	-36,301	存货	5,163	5,472	6,882	7,264	8,364	9,647
%销售收入	44.3%	51.9%	52.7%	53.0%	53.0%	53.0%	其他流动资产	4,199	7,328	3,385	4,024	4,326	4,679
毛利	16,876	18,777	20,782	24,240	27,910	32,192	流动资产	25,085	30,425	35,279	35,537	40,512	46,254
%销售收入	55.7%	48.1%	47.3%	47.0%	47.0%	47.0%	%总资产	30.0%	32.6%	32.9%	32.3%	35.0%	37.9%
营业税金及附加	-217	-234	-228	-268	-297	-342	长期投资	23,771	23,998	25,641	25,641	25,641	25,641
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	12,257	12,537	15,165	15,172	15,248	15,368
销售费用	-8,464	-9,099	-9,171	-12,378	-14,252	-15,890	%总资产	14.6%	13.4%	14.2%	13.8%	13.2%	12.6%
%销售收入	27.9%	23.3%	20.9%	24.0%	24.0%	23.2%	无形资产	20,499	23,308	26,817	29,568	30,214	30,833
管理费用	-2,962	-3,216	-3,828	-4,642	-4,929	-5,616	非流动资产	58,601	62,869	71,885	74,542	75,223	75,922
%销售收入	9.8%	8.2%	8.7%	9.0%	8.3%	8.2%	%总资产	70.0%	67.4%	67.1%	67.7%	65.0%	62.1%
研发费用	-2,795	-3,834	-4,302	-4,951	-5,701	-6,507	资产总计	83,686	93,294	107,164	110,079	115,734	122,176
%销售收入	9.2%	9.8%	9.8%	9.6%	9.6%	9.5%	短期借款	14,912	14,548	17,403	16,737	16,230	15,108
息税前利润 (EBIT)	2,437	2,393	3,253	2,001	2,732	3,836	应付款项	7,405	10,060	11,637	13,071	14,996	17,207
%销售收入	8.0%	6.1%	7.4%	3.9%	4.6%	5.6%	其他流动负债	2,556	4,702	4,258	3,485	3,907	4,415
财务费用	-724	-464	-647	-1,342	-1,286	-1,177	流动负债	24,872	29,310	33,298	33,293	35,133	36,730
%销售收入	2.4%	1.2%	1.5%	2.6%	2.2%	1.7%	长期贷款	7,146	6,694	11,600	11,600	11,600	11,600
资产减值损失	-253	-904	-338	0	0	0	其他长期负债	5,683	8,914	8,156	7,882	7,734	7,626
公允价值变动收益	579	352	-2,498	0	0	0	负债	37,702	44,918	53,055	52,775	54,467	55,956
投资收益	2,284	4,624	4,378	4,500	4,700	4,700	普通股股东权益	36,996	39,192	44,582	47,557	51,300	56,033
%税前利润	48.8%	76.4%	95.7%	80.7%	71.6%	60.4%	其中：股本	2,563	2,563	2,672	2,672	2,672	2,672
营业利润	4,721	6,314	4,657	5,669	6,656	7,869	未分配利润	17,505	21,040	23,217	26,191	29,934	34,667
营业利润率	15.6%	16.2%	10.6%	11.0%	11.2%	11.5%	少数股东权益	8,989	9,184	9,526	9,746	9,966	10,186
营业外收支	-43	-260	-82	-90	-90	-90	负债股东权益合计	83,686	93,294	107,164	110,079	115,734	122,176
税前利润	4,678	6,054	4,574	5,579	6,566	7,779							
利润率	15.4%	15.5%	10.4%	10.8%	11.1%	11.4%	比率分析	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-738	-1,066	-627	-781	-919	-1,089	每股指标						
所得税率	15.8%	17.6%	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	1.429	1.848	1.396	1.713	2.031	2.421
净利润	3,940	4,987	3,947	4,798	5,646	6,690	每股净资产	14.435	15.292	16.684	17.797	19.198	20.969
少数股东损益	277	252	217	220	220	220	每股经营现金净流	0.985	1.516	1.558	0.895	1.490	1.885
归属于母公司的净利润	3,663	4,735	3,731	4,578	5,426	6,470	每股股利	0.430	0.560	0.600	0.600	0.630	0.650
净利率	12.1%	12.1%	8.5%	8.9%	9.1%	9.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.90%	12.08%	8.37%	9.63%	10.58%	11.55%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	4.38%	5.08%	3.48%	4.16%	4.69%	5.30%
净利润	3,940	4,987	3,947	4,798	5,646	6,690	投入资本收益率	2.84%	2.63%	3.23%	1.92%	2.53%	3.41%
少数股东损益	277	252	217	220	220	220	增长率						
非现金支出	1,981	2,852	2,785	1,819	2,009	2,190	主营业务收入增长率	6.02%	28.70%	12.68%	17.34%	15.14%	15.34%
非经营收益	-2,112	-4,165	-1,370	-2,963	-3,155	-3,217	EBIT增长率	5.80%	-1.78%	35.92%	-38.48%	36.51%	40.41%
营运资金变动	-1,285	210	-1,199	-1,263	-520	-625	净利润增长率	10.27%	29.28%	-21.21%	22.70%	18.54%	19.22%
经营活动现金净流	2,525	3,884	4,163	2,391	3,981	5,038	总资产增长率	9.94%	11.48%	14.87%	2.72%	5.14%	5.57%
资本开支	-4,428	-4,875	-5,782	-4,444	-2,655	-2,855	资产管理能力						
投资	254	463	1,842	0	0	0	应收账款周转天数	53.8	49.6	56.5	56.5	56.5	56.5
其他	-532	556	-125	4,500	4,700	4,700	存货周转天数	123.7	96.0	97.3	97.0	97.0	97.0
投资活动现金净流	-4,706	-3,857	-4,064	56	2,045	1,845	应付账款周转天数	69.2	67.3	78.3	78.0	78.0	78.0
股权募资	1,248	952	4,637	0	0	0	固定资产周转天数	98.0	83.5	85.3	70.6	59.9	51.0
债权募资	2,254	1,809	3,747	-676	-506	-1,123	偿债能力						
其他	-2,034	-3,593	-3,956	-3,235	-3,264	-3,255	净负债/股东权益	24.91%	18.70%	22.79%	23.27%	17.50%	10.87%
筹资活动现金净流	1,467	-831	4,428	-3,911	-3,770	-4,378	EBIT利息保障倍数	3.4	5.2	5.0	1.5	2.1	3.3
现金净流量	-1,015	-939	4,656	-1,464	2,256	2,505	资产负债率	45.05%	48.15%	49.51%	47.94%	47.06%	45.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-27	买入	47.42	N/A
2	2022-08-01	买入	43.90	N/A
3	2022-08-30	买入	40.61	N/A
4	2022-10-31	买入	30.91	N/A
5	2022-11-19	买入	38.44	N/A
6	2022-11-20	买入	38.44	N/A
7	2022-12-23	买入	35.70	N/A
8	2023-03-29	买入	32.38	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402