

# 复星医药 (600196.SH)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

### PD-1 过 5 亿，创新兑现，药品占比高至 7 成

#### 业绩简评

2023 年 8 月 29 日，公司发布半年报，1H23 营收 213.95 亿元，同比增长 0.22% (剔除抗疫产品，营收同比增长 15%；PD-1 汉斯状营收 5.56 亿，汉曲优同比增长 57.1%)；归母/扣非净利润 17.77/13.73 亿元，同比增长 15.74%/-26.28%。业绩符合预期。

#### 经营分析

抗疫产品及印度子公司 Gland 收入下降，创新药快速增长，药品板块营收占比提至 74.7%；营收总体持平。(1) 公司制药板块 1H23 营收 159.95 亿元，同比增长 11.64%；分部利润 14.22 亿元，同比减少 9.6%。(2) 收入增长，主要来自汉斯状 (斯鲁利单抗注射液)、汉曲优 (注射用曲妥珠单抗) 及曲妥珠单抗原液、苏可欣 (马来酸阿伐曲泊帕片) 等新品和次新品的快速增长；其中，2022 年 3 月获批的汉斯状营收 5.56 亿元，汉曲优收入同比增长 57.1%、苏可欣收入同比增长 32.7%，但复必泰 (mRNA 新冠疫苗) 销量同比显著下降。(3) 利润减少，主要源于①复必泰 (mRNA 新冠疫苗) 销量显著下降，但仍有相应的团队和医学、市场等费用发生；②控股子公司 Gland Pharma 因美国市场竞争加剧以及部分产线停产升级等因素导致的经营业绩同比下降；③汉斯状 (斯鲁利单抗注射液)、倍稳 (盐酸凯普拉生片) 等上市新品的市场开发、团队加强等战略性投入以及汉斯状 (斯鲁利单抗注射液) 在海外市场的前期布局及团队投入；④1H23，药品端研发费用同比增加 3 亿元。

**PD-1 出海、CAR-T 获批 2 线、长效肉毒素提交上市等国际化与创新进展迭出。**(1) 子公司复宏汉霖的 PD-1 产品汉斯状 11 项联合疗法在全球展开，中国覆盖医院近 1500 家，东南亚与 KGbio 合作，美国自己团队并与 Syneos Health 合作。(2) 合营公司复星凯特的 CAR-T 产品奕凯达新增获批二线治疗成人大 B 细胞淋巴瘤 (r/rLBCL)，截至 2023 年 6 月底，奕凯达已治疗超过 500 位患者，备案的治疗中心超过 140 家及 25 个省市。(3) 此外，公司包括 DaxibotulinumtoxinA 型肉毒杆菌毒素、盐酸替纳帕诺片等在内的多款在研药品在中国境内的上市申请 (NDA) 获受理，注射用曲妥珠单抗在美国的上市申请 (BLA) 也已获受理。

#### 盈利预测、估值与评级

考虑到抗疫产品下降等因素，我们预计 2023/24/25 年营收 446/594/685 亿元，同比增长 1%/33%/15%；归母净利润 39/51/63 亿元，同比增长 4%/30%/25%。维持“买入”评级。

#### 风险提示

新品研发及销售不及预期、产品竞争加剧风险等风险。

#### 医药组

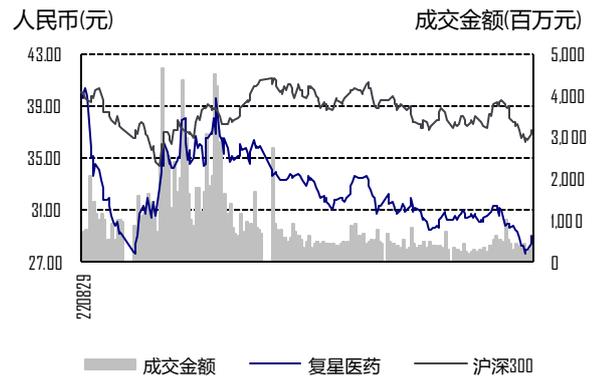
分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.91 元

#### 相关报告：

- 《复星医药公司点评：创新驱动，新药拓展、临床推进与 BD 三管齐下》，2023.4.30
- 《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



#### 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	44,574	59,383	68,493
营业收入增长率	28.70%	12.68%	1.42%	33.22%	15.34%
归母净利润(百万元)	4,735	3,731	3,886	5,057	6,341
归母净利润增长率	29.28%	-21.21%	4.16%	30.13%	25.40%
摊薄每股收益(元)	1.848	1.396	1.454	1.892	2.373
每股经营性现金流净额	1.52	1.56	1.42	1.93	2.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.08%	8.37%	8.29%	10.07%	11.56%
P/E	26.49	25.24	19.88	15.28	12.18
P/B	3.20	2.11	1.65	1.54	1.41

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	
<b>主营业务收入</b>	30,307	39,005	43,952	44,574	59,383	68,493	货币资金	9,962	10,308	16,241	12,140	16,218	18,679	
增长率		28.7%	12.7%	1.4%	33.2%	15.3%	应收款项	5,762	7,316	8,771	8,362	11,140	12,849	
<b>主营业务成本</b>	-13,431	-20,228	-23,170	-22,287	-29,395	-33,561	存货	5,163	5,472	6,882	5,923	7,812	8,919	
%销售收入	44.3%	51.9%	52.7%	50.0%	49.5%	49.0%	其他流动资产	4,199	7,328	3,385	3,655	4,174	4,479	
<b>毛利</b>	16,876	18,777	20,782	22,287	29,989	34,931	流动资产	25,085	30,425	35,279	30,080	39,344	44,926	
%销售收入	55.7%	48.1%	47.3%	50.0%	50.5%	51.0%	%总资产	30.0%	32.6%	32.9%	29.0%	34.6%	37.5%	
<b>营业税金及附加</b>	-217	-234	-228	-287	-382	-440	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%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	12,257	12,537	15,165	16,479	16,553	16,492	
<b>销售费用</b>	-8,464	-9,099	-9,171	-10,565	-14,076	-16,235	%总资产	14.6%	13.4%	14.2%	15.9%	14.5%	13.8%	
%销售收入	27.9%	23.3%	20.9%	23.7%	23.7%	23.7%	无形资产	20,499	23,308	26,817	27,515	28,119	28,690	
<b>管理费用</b>	-2,962	-3,216	-3,828	-4,260	-5,676	-6,547	非流动资产	58,601	62,869	71,885	73,796	74,433	74,903	
%销售收入	9.8%	8.2%	8.7%	9.6%	9.6%	9.6%	%总资产	70.0%	67.4%	67.1%	71.0%	65.4%	62.5%	
<b>研发费用</b>	-2,795	-3,834	-4,302	-4,446	-5,924	-6,833	<b>资产总计</b>	83,686	93,294	107,164	103,876	113,777	119,830	
%销售收入	9.2%	9.8%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	短期借款	14,912	14,548	17,403	13,885	16,025	14,747	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	2,437	2,393	3,253	2,728	3,931	4,877	应付款项	7,405	10,060	11,637	10,834	14,323	16,392	
%销售收入	8.0%	6.1%	7.4%	6.1%	6.6%	7.1%	其他流动负债	2,556	4,702	4,258	3,003	3,830	4,374	
<b>财务费用</b>	-724	-464	-647	-1,274	-1,216	-1,167	流动负债	24,872	29,310	33,298	27,722	34,177	35,513	
%销售收入	2.4%	1.2%	1.5%	2.9%	2.0%	1.7%	长期贷款	7,146	6,694	11,600	11,600	11,600	11,600	
<b>资产减值损失</b>	-253	-904	-338	0	0	0	其他长期负债	5,683	8,914	8,156	7,942	7,794	7,686	
<b>公允价值变动收益</b>	579	352	-2,498	0	0	0	负债	37,702	44,918	53,055	47,264	53,572	54,800	
<b>投资收益</b>	2,284	4,624	4,378	2,900	3,000	3,500	<b>普通股股东权益</b>	36,996	39,192	44,582	46,865	50,239	54,843	
%税前利润	48.8%	76.4%	95.7%	60.7%	48.9%	45.9%	其中：股本	2,563	2,563	2,672	2,672	2,672	2,672	
<b>营业利润</b>	4,721	6,314	4,657	4,864	6,226	7,720	未分配利润	17,505	21,040	23,217	25,499	28,873	33,477	
营业利润率	15.6%	16.2%	10.6%	10.9%	10.5%	11.3%	少数股东权益	8,989	9,184	9,526	9,746	9,966	10,186	
<b>营业外收支</b>	-43	-260	-82	-90	-90	-90	<b>负债股东权益合计</b>	83,686	93,294	107,164	103,876	113,777	119,830	
<b>税前利润</b>	4,678	6,054	4,574	4,774	6,136	7,630	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	15.4%	15.5%	10.4%	10.7%	10.3%	11.1%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	-738	-1,066	-627	-668	-859	-1,068	每股收益	1.429	1.848	1.396	1.454	1.892	2.373	
所得税率	15.8%	17.6%	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%	每股净资产	14.435	15.292	16.684	17.538	18.801	20.524	
<b>净利润</b>	3,940	4,987	3,947	4,106	5,277	6,561	每股经营现金净流	0.985	1.516	1.558	1.415	1.925	2.424	
少数股东损益	277	252	217	220	220	220	每股股利	0.430	0.560	0.600	0.600	0.630	0.650	
<b>归属于母公司的净利润</b>	3,663	4,735	3,731	3,886	5,057	6,341	<b>回报率</b>							
净利率	12.1%	12.1%	8.5%	8.7%	8.5%	9.3%	净资产收益率	9.90%	12.08%	8.37%	8.29%	10.07%	11.56%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	4.38%	5.08%	3.48%	3.74%	4.44%	5.29%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	2.84%	2.63%	3.23%	2.73%	3.69%	4.41%	
净利润	3,940	4,987	3,947	4,106	5,277	6,561	<b>增长率</b>							
少数股东损益	277	252	217	220	220	220	主营业务收入增长率	6.02%	28.70%	12.68%	1.42%	33.22%	15.34%	
非现金支出	1,981	2,852	2,785	2,092	2,293	2,459	EBIT 增长率	5.80%	-1.78%	35.92%	-16.13%	44.11%	24.05%	
非经营收益	-2,112	-4,165	-1,370	-1,457	-1,555	-2,036	净利润增长率	10.27%	29.28%	-21.21%	4.16%	30.13%	25.40%	
营运资金变动	-1,285	210	-1,199	-959	-870	-507	总资产增长率	9.94%	11.48%	14.87%	-3.07%	9.53%	5.32%	
<b>经营活动现金净流</b>	2,525	3,884	4,163	3,782	5,144	6,477	<b>资产管理能力</b>							
资本开支	-4,428	-4,875	-5,782	-3,971	-2,894	-2,894	应收账款周转天数	53.8	49.6	56.5	56.5	56.5	56.5	
投资	254	463	1,842	0	0	0	存货周转天数	123.7	96.0	97.3	97.0	97.0	97.0	
其他	-532	556	-125	2,900	3,000	3,500	应付账款周转天数	69.2	67.3	78.3	78.0	78.0	78.0	
<b>投资活动现金净流</b>	-4,706	-3,857	-4,064	-1,071	106	606	固定资产周转天数	98.0	83.5	85.3	88.4	65.0	54.4	
股权募资	1,248	952	4,637	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	2,254	1,809	3,747	-3,468	2,140	-1,278	净负债/股东权益	24.91%	18.70%	22.79%	22.82%	18.23%	11.13%	
其他	-2,034	-3,593	-3,956	-3,142	-3,164	-3,236	EBIT 利息保障倍数	3.4	5.2	5.0	2.1	3.2	4.2	
<b>筹资活动现金净流</b>	1,467	-831	4,428	-6,609	-1,024	-4,514	资产负债率	45.05%	48.15%	49.51%	45.50%	47.08%	45.73%	
<b>现金净流量</b>	-1,015	-939	4,656	-3,898	4,226	2,569								

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	2022-08-01	买入	43.90	N/A
2	2022-08-30	买入	40.61	N/A
3	2022-10-31	买入	30.91	N/A
4	2022-11-19	买入	38.44	N/A
5	2022-11-20	买入	38.44	N/A
6	2022-12-23	买入	35.70	N/A
7	2023-03-29	买入	32.38	N/A
8	2023-04-30	买入	31.70	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

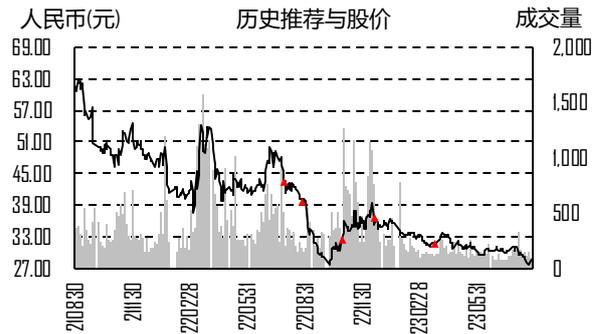
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



**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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806