

2018年06月12日

公司研究●证券研究报告

复星医药（600196.SH）

公司快报

类风关 III 期临床启动，利妥昔多适应症研发进入尾声

投资要点

◆ **事件：**公司控股子公司复宏汉霖自主研发的利妥昔单抗生物类似药用于治疗类风湿性关节炎适应症启动临床 III 期试验。

◆ **类风关开展 III 期临床，研发进度国内领先：**利妥昔单抗（商品名：美罗华）是由罗氏研发的一种以 CD20 为靶点的人鼠嵌合单抗药物，于 1997 年获得 FDA 批准上市，2008 年 4 月进入中国市场，主要用于非霍奇金淋巴瘤、类风湿性关节炎的治疗。美罗华 2017 年全球销售额高达 79.35 亿美元，是全球销售额排名第 3 的药品，中国区的销售额约为人民币 17.4 亿元。美罗华最初被批准用于非霍奇金淋巴瘤的治疗，随后有研究发现其对于类风湿性关节炎有不错的治疗效果，并最终被 FDA 批准用于治疗重症类风湿性关节炎。目前市场上类风湿性关节炎的治疗药物多以 TNF α 为靶点，而利妥昔单抗的靶点与这类药物不同，因此特别适用于对抗 TNF α 药物无效的病人。复宏汉霖的利妥昔单抗作为罗氏原研药的生物类似药进行临床试验，在非霍奇金淋巴瘤上已于近期完成了 III 期临床试验，并通过了头对头的临床试验，该药物的安全性和有效性均与原研药达到了相近的水平，因此我们认为其在类风湿性关节炎上再次取得成功的可能性非常大。目前国内利妥昔单抗生物类似药用于类风湿性关节炎治疗的在研品种中，复宏汉霖一枝独秀，按照正常的临床试验周期来推断，后续一切顺利的话预计 2020-2021 年有望获批上市。

◆ **非霍奇金淋巴瘤适应症上近期有望国内首仿上市：**罗氏利妥昔单抗的美国专利今年到期，欧洲的专利已于 2014 年到期，因此虽然国外已经出现部分强仿的药物，如印度 Hetero 公司于 2015 年上市的 Maball，国内利妥昔单抗目前还是仅有罗氏一家供应商。由于专利即将到期，国内多家公司已积极布局利妥昔单抗，主要集中在非霍奇金淋巴瘤适应症上。在该适应症上，复宏汉霖进展最快，已于近期完成了 III 期临床试验，目前处于生产申报阶段，并于今年 1 月被纳入优先审批程序，预计 2018 年底-2019 年将上市，是本土企业报产的首个生物类似药。此外，神州细胞、信达生物的相关产品也处于 III 期临床试验阶段，三生国健的健妥昔此前由于临床自查而撤回上市申请。复宏汉霖的利妥昔单抗有望成为国内首个上市的该药物的生物类似药，上市以后将抢夺部分原研药的市场，进一步增厚公司业绩。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.42、1.70 和 1.93 元。基于（1）复宏汉霖利妥昔单抗针对非霍奇金淋巴瘤和类风湿性关节炎这两个适应症的研发进度在国内企业中均位居榜首，且近期有望获批用于非霍奇金淋巴瘤的治疗（2）公司拥有较为完善的单抗生物类似药和创新药的产品线布局，且多个重磅品种研发进展均领先国内同行业公司，未来几年将陆续有新产品上市，持续贡献业绩，给予公司增持-B 评级。

◆ **风险提示：**研发风险，市场竞争加剧，政策风险。

医药 | 化学制剂 III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2018-06-11)

42.89 元

交易数据

总市值（百万元） 107,013.16

流通市值（百万元） 81,911.71

总股本（百万股） 2,495.06

流通股本（百万股） 1,909.81

12 个月价格区间 28.00/48.28 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.1	6.45	34.66
绝对收益	2.61	-1.24	31.32

分析师

王冯

SAC 执业证书编号：S0910516120001

wangfeng@huajinsec.cn

021-20377089

报告联系人

李伟

liwei@huajinsec.cn

021-20377053

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	14,628.8	18,533.6	22,896.4	28,368.6	34,448.0
同比增长(%)	16.0%	26.7%	23.5%	23.9%	21.4%
营业利润(百万元)	3,399.4	4,074.9	4,538.4	5,426.7	6,203.3
同比增长(%)	3.1%	19.9%	11.4%	19.6%	14.3%
净利润(百万元)	2,805.8	3,124.5	3,551.1	4,235.2	4,808.7
同比增长(%)	14.1%	11.4%	13.7%	19.3%	13.5%
每股收益(元)	1.12	1.25	1.42	1.70	1.93
PE	38.1	34.2	30.1	25.3	22.3
PB	4.8	4.2	3.9	3.5	3.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	14,628.8	18,533.6	22,896.4	28,368.6	34,448.0	年增长率					
减:营业成本	6,718.4	7,609.0	8,851.7	10,695.0	12,229.0	营业收入增长率	16.0%	26.7%	23.5%	23.9%	21.4%
营业税费	152.5	222.9	235.8	309.7	381.8	营业利润增长率	3.1%	19.9%	11.4%	19.6%	14.3%
销售费用	3,704.1	5,790.5	7,349.7	9,395.7	12,325.5	净利润增长率	14.1%	11.4%	13.7%	19.3%	13.5%
管理费用	2,311.9	2,749.4	3,491.7	4,339.3	5,210.9	EBITDA 增长率	3.1%	18.9%	13.6%	15.6%	13.3%
财务费用	400.9	554.8	499.0	384.4	320.1	EBIT 增长率	1.4%	17.1%	13.2%	15.4%	12.3%
资产减值损失	79.3	62.4	70.7	70.8	68.0	NOPLAT 增长率	7.4%	19.2%	8.8%	15.4%	12.3%
加:公允价值变动收益	12.3	44.1	-118.8	22.3	24.8	投资资本增长率	11.9%	44.1%	6.6%	7.7%	1.9%
投资和汇兑收益	2,125.4	2,307.0	2,259.7	2,230.7	2,265.8	净资产增长率	22.2%	17.8%	9.5%	10.6%	11.3%
营业利润	3,399.4	4,074.9	4,538.4	5,426.7	6,203.3						
加:营业外净收支	172.1	-13.2	77.9	78.9	47.9	盈利能力					
利润总额	3,571.5	4,061.7	4,616.3	5,505.6	6,251.2	毛利率	54.1%	58.9%	61.3%	62.3%	64.5%
减:所得税	350.2	476.5	541.5	645.8	733.3	营业利润率	23.2%	22.0%	19.8%	19.1%	18.0%
净利润	2,805.8	3,124.5	3,551.1	4,235.2	4,808.7	净利润率	19.2%	16.9%	15.5%	14.9%	14.0%
						EBITDA/营业收入	31.0%	29.1%	26.7%	24.9%	23.3%
						EBIT/营业收入	26.0%	24.0%	22.0%	20.5%	18.9%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	42.3%	52.0%	41.8%	42.5%	37.8%
货币资金	5,996.0	7,248.9	1,831.7	2,269.5	2,755.8	负债权益比	73.3%	108.4%	71.8%	73.9%	60.7%
交易性金融资产	48.5	219.3	100.5	122.8	147.5	流动比率	1.06	0.91	0.50	0.69	0.77
应收帐款	2,195.9	3,627.9	3,130.0	5,304.1	5,107.1	速动比率	0.90	0.74	0.38	0.49	0.58
应收票据	424.9	578.0	493.0	756.8	558.0	利息保障倍数	9.48	8.02	10.09	15.12	20.38
预付帐款	271.2	273.4	387.5	456.8	548.0	营运能力					
存货	1,670.7	2,750.5	1,943.6	3,779.9	2,931.9	固定资产周转天数	122	114	103	82	68
其他流动资产	157.1	358.5	206.8	240.8	268.7	流动营业资本周转天数	11	17	18	20	19
可供出售金融资产	2,674.4	2,673.2	2,887.4	2,745.0	2,768.5	流动资产周转天数	235	251	182	133	132
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	51	57	53	54	54
长期股权投资	16,175.6	18,450.6	20,632.2	22,869.7	25,101.0	存货周转天数	41	43	37	36	35
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,009	1,027	927	752	664
固定资产	5,140.0	6,556.0	6,491.7	6,496.9	6,529.4	投资资本周转天数	617	627	619	536	462
在建工程	1,159.9	1,757.9	1,993.3	2,323.9	2,712.0	费用率					
无形资产	3,080.4	7,248.1	8,347.6	9,790.1	11,738.5	销售费用率	25.3%	31.2%	32.1%	33.1%	35.8%
其他非流动资产	4,773.2	10,228.6	7,497.3	5,470.3	3,273.0	管理费用率	15.8%	14.8%	15.3%	15.3%	15.1%
资产总额	43,767.8	61,971.0	55,942.6	62,626.4	64,439.5	财务费用率	2.7%	3.0%	2.2%	1.4%	0.9%
短期债务	3,826.2	9,714.9	9,441.6	9,359.5	6,737.6	三费/营业收入	43.9%	49.1%	49.5%	49.8%	51.8%
应付帐款	2,288.4	4,078.2	3,105.3	5,487.9	4,836.4	投资回报率					
应付票据	124.6	129.9	202.1	215.6	339.4	ROE	12.6%	12.3%	12.9%	13.9%	14.2%
其他流动负债	3,869.3	2,677.6	3,558.1	3,774.5	4,132.6	ROA	7.4%	5.8%	7.3%	7.8%	8.6%
长期借款	2,182.9	5,579.5	-	-	-	ROIC	14.5%	15.4%	11.7%	12.6%	13.2%
其他非流动负债	6,226.0	10,049.6	7,064.1	7,779.9	8,297.8	分红指标					
负债总额	18,517.5	32,229.6	23,371.2	26,617.3	24,343.8	DPS(元)	0.34	0.38	0.43	0.51	0.58
少数股东权益	3,060.1	4,414.6	4,938.3	5,562.8	6,271.9	分红比率	30.1%	30.3%	30.2%	30.2%	30.3%
股本	2,414.5	2,495.1	2,495.1	2,495.1	2,495.1	股息收益率	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%
留存收益	18,972.9	22,444.8	25,138.0	27,951.1	31,328.7						
股东权益	25,250.3	29,741.5	32,571.4	36,009.0	40,095.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3,221.3	3,585.3	3,551.1	4,235.2	4,808.7	EPS(元)	1.12	1.25	1.42	1.70	1.93
加:折旧和摊销	739.2	945.9	1,084.1	1,265.5	1,491.1	BVPS(元)	8.89	10.15	11.07	12.20	13.56
资产减值准备	79.3	62.4	-	-	-	PE(X)	38.1	34.2	30.1	25.3	22.3
公允价值变动损失	-12.3	-44.1	-118.8	22.3	24.8	PB(X)	4.8	4.2	3.9	3.5	3.2
财务费用	489.3	573.5	499.0	384.4	320.1	P/FCF	343.0	204.6	-20.8	80.7	82.9
投资损失	-2,125.4	-2,307.0	-2,259.7	-2,230.7	-2,265.8	P/S	7.3	5.8	4.7	3.8	3.1
少数股东损益	415.5	460.8	523.7	624.6	709.1	EV/EBITDA	23.8	22.2	19.6	17.0	14.7
营运资金的变动	-703.8	1,797.1	-609.4	-1,571.7	1,507.2	CAGR(%)	14.7%	15.5%	12.4%	14.7%	15.5%
经营活动产生现金流量	2,110.0	2,580.2	2,669.9	2,729.5	6,595.2	PEG	2.6	2.2	2.4	1.7	1.4
投资活动产生现金流量	-2,447.1	-10,504.1	-71.4	-715.3	-1,667.3	ROIC/WACC	1.5	1.6	1.2	1.3	1.4
融资活动产生现金流量	1,446.0	9,908.6	-8,015.7	-1,576.5	-4,441.5						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn