

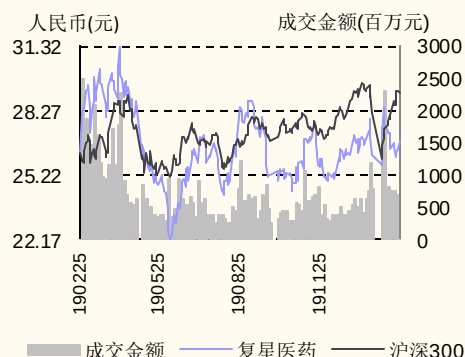
复星医药 (600196.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 26.79 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	25.63
已上市流通 A 股(亿股)	20.11
流通港股(亿股)	5.52
总市值(亿元)	686.60
年内股价最高最低(元)	28.44/25.67
沪深 300 指数	4133
上证指数	3031



相关报告

1. 《业绩符合预期, 扣非 Q3 单季增速较好-复星医药 2019Q3 点评》, 2019.10.30
2. 《费用上升研发多投, 新药开始收获, 期待拐点-复星医药 2019 中 ...》, 2019.08.08

中国首个 CAR-T 报产, 复星凯特拔得头筹

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.252	1.057	1.206	1.396	1.633
每股净资产(元)	10.15	10.92	11.80	12.88	14.19
每股经营性现金流(元)	1.03	1.11	2.02	1.43	1.62
市盈率(倍)	21.39	25.36	22.21	19.18	16.41
净利润增长率(%)	11.36%	-13.33%	14.17%	15.77%	16.91%
净资产收益率(%)	12.34%	9.68%	10.22%	10.84%	11.50%
总股本(百万股)	2,495.13	2,563.06	2,562.90	2,562.90	2,562.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 昨日, 公司投资的合营公司复星凯特收到《受理通知书》, 其益基利仑赛注射液 (拟定) (即抗人 CD19 CAR-T 细胞注射液) 用于成人复发难治性大 B 细胞淋巴瘤治疗, 获国家药监局药品上市注册审评受理。

点评

- **国内首个 CAR-T 申报生产获受理, 复星凯特砥砺前行拔得头筹:** 公司投资合营公司复星凯特成立于 2017.4 月, 之后于 2018.8 月顺利取得 IND 临床批件, 通过 9 个月的桥接试验, 近日申报生产并获得受理。该产品由复星凯特从 Kite Pharma 引进、获得在中国大陆、香港特别行政区和澳门特别行政区的技术及商业化权利, 并拟于中国境内 (不包括港澳台地区) 进行本地化生产。自 2017 年以来, 中国药监已累计受理 CART 疗法的新药临床申请 39 项, 此次复星凯特的上市申请掀开了中国细胞治疗新的一页。
- **预计复发难治大 B 细胞淋巴瘤潜在患者人群过万人, 该品种预计定价低于美国市场:** Yescarta 疗效优, 上市 2 年多, 年销售已达 4.56 亿美元, 各国医保纳入中。复星凯特本款 CART 产品与美国已经上市的 Yescarta 为同一药物, 并已完成人种差异相关的桥接试验。此药在美国上市以来实际疗效优秀, 在美金定价 37.3 万美元, 已进入 CMS (美国医疗保险与医疗服务中心) 并与其他各国医保谈判中。目前国内定价尚未确定, 预计低于美国市场。
- **公司继续加大研发投入, 创新药进展顺利, 未来可期:** 公司控股子公司复宏汉霖于 9 月 25 日成功登陆港股生物科技板块, 预计公司持有复宏汉霖股权比例约 53.76%。目前公司新药研发领域主要平台为复宏汉霖、复创等研发平台, 复宏汉霖生物类似物申报进展顺利, 品种丰富, 例如 PD-1 (三期临床) 及其联合用药方案 (一期临床)、抗 VEGF 生物类似物 (三期临床) 等, 临床进展顺利, 推进速度较快; 复创小分子创新项目包括 CDK4/6、三代 EGFR、ALK/ROS1 等重磅靶点, 研发管线进展值得关注, 未来可期。

盈利预测及投资建议

- 由于该 CAR-T 品种目前定价以及未来医保方案尚不确定, 暂未计入业绩贡献测算; 考虑到公司工业板块逐步企稳, 器械板块逐季提速, 以及在研管线的稳定推进, 我们给予 2019-2021 年 EPS 分别为 1.21/1.40/1.63 元, 对应 PE 估值分别 22.2/19.2/16.4 倍。

风险提示

- 辅助用药目录、医保调出品种目录、带量采购等影响对业绩的风险; 研发不达预期的风险; 益基利仑赛注射液上市销售不及预期的风险; 财务费用下降不确定; 创新药管线品种未来上市后竞争格局存在不确定性。

王麟

联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

赵海春

分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohe@gjzq.com.cn

图表 1：截至 2020 年 2 月 24 日 CDE 累计受理 CART 临床试验 39 项

CAR-T 受理号	药品名称	药品类型	申请类型	注册分类	企业名称	进入中心/获批时间	审评状态	药理毒理	临床
CXSL2000018	靶向 CD30 嵌合抗原受体基因修饰的自体 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	武汉波睿达生物科技有限公司	2020/1/22	在审评审批中		
CXSL1900151	GC007g 注射液	治疗用生物制品	新药	1	恒嘉生物科技(上海)有限公司 苏州恒嘉生物科技有限公司	2020/1/1	在审评审批中		
JXSL1900121	CTL019	治疗用生物制品			Novartis Pharma AG Novartis Pharmaceuticals Corporation 诺华(中国)生物医学研究有限公司	2019/11/20	审批审批中		
CXSL1900109	靶向新生抗原自体免疫 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	武汉华大吉诺因生物科技有限公司 深圳吉诺因生物科技有限公司	2019/10/16	在审评审批中		
CXSL1900099	抗 CD19 单抗抗体嵌合抗原受体 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	3	北京永泰瑞科生物科技有限公司	2019/8/29	在审评审批中		
JXSL1900067	CTL019	治疗用生物制品			Novartis Pharma AG Novartis Pharmaceuticals Corporation 诺华(中国)生物医学研究有限公司	2019/8/12	已默许		
CXSL1900060	全人源 BCMA 嵌合抗原受体自体 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	南京驯鹿医疗技术有限公司	2019/6/19	在审评审批中		
CXSL1900014	具有沉默白介素 6 表达功能的靶向 CD19 基因工程化自体 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海优卡迪生物医药科技有限公司	2019/2/12	在审评审批中		
CXSL1900003	非病毒载体 CD19 CAR-T 细胞注射液 (BZ019)	治疗用生物制品	新药	1	上海细胞治疗集团有限公司	2018/9/13	已默许		
CXSL1800111	Senl_B19 自体 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	河北森朗生物科技有限公司	2018/11/2	排队待审评		
CXSL1800107	抗 CD19 嵌合抗原受体 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	合源生物科技(天津)有限公司	2018/11/1	排队待审评		
CXSL1800106	抗 CD19 嵌合抗原受体 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	合源生物科技(天津)有限公司	2018/11/1	排队待审评		
CXSL1800095	基因工程 CD19 抗原受体修饰自体 T 细胞(静脉注射液)	治疗用生物制品	新药	1	深圳赛德生物技术有限公司	2018/9/13	在审评审批中(在药审中心)		
CXSL1800080	IM19 嵌合抗原受体 T 细胞注射液 (IM19CAR-T 细胞注射液)	治疗用生物制品	新药	1	北京艺妙医疗科技有限公司	2018/7/25	在审评审批中(在药审中心)		
CXSL1800078	靶向 CD19 的嵌合抗原受体修饰的自体 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	广州百盟基因科技有限公司	2018/7/23	在审评审批中(在药审中心)		
CXSL1800068	靶向 CD19 的嵌合抗原受体 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	普瑞金(深圳)生物技术有限公司	2018/6/14	在审评审批中(在药审中心)		
CXSL1800063	BCMA CAR-T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海恒润达生生物科技有限公司	2018/5/29	已默许		
CXSL1800062	CD19 自体 CAR-T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	深圳因诺免疫有限公司	2018/5/28	在审评审批中(在药审中心)		
CXSL1800061	HD CD19 CAR-T 细胞	治疗用生物制品	新药	1	华道(上海)生物医药有限公司	2018/5/22	已默许		
CXSL1800059	CD19 自体 CAR-T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	3	复星凯特生物科技有限公司	2018/9/3	已获批		
CXSL1800054	CT053 全人抗 BCMA 自体 CAR-T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海科济制药有限公司	2018/5/11	已默许		
CXSL1800047	CT032 人源化抗 CD19 自体 CAR-T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海科济制药有限公司	2018/4/20	已默许		
CXSL1800046	CBM.CD19 嵌合抗原受体 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海赛比曼生物科技有限公司 西比曼生物科技(上海)有限公司 上海赛比曼生物科技有限公司	2018/4/19	在审评审批中(在药审中心)		
CXSL1800035	CBM.CD19 嵌合抗原受体 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海赛比曼生物科技有限公司 西比曼生物科技(上海)有限公司 上海赛比曼生物科技有限公司	2018/4/16	在审评审批中(在药审中心)		
CXSL1800020	ICT19G1	治疗用生物制品	新药	1	上海斯丹普生物技术有限公司	2018/2/28	已默许		
CXSL1800021	pCAR-19B 细胞自体回输制剂	治疗用生物制品	新药	1	重庆精准生物技术有限公司	2018/2/24	已默许		
CXSL1800019	抗人 CD19 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海恒润达生生物科技有限公司	2018/7/6	已获批		
CXSL1800017	IM19 嵌合抗原受体 T 细胞注射液 (IM19CAR-T 细胞注射液)	治疗用生物制品	新药	1	北京艺妙医疗科技有限公司	2018/2/11	在审评审批中(在药审中心)		
CXSL1800013	多抗原自体免疫细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	恒瑞源正(深圳)生物科技有限公司 恒瑞源正(上海)生物科技有限公司	2018/10/8	已获批		
CXSL1800008	程序死亡受体 1 敲减的靶向 CD19 嵌合抗原受体工程化 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海优卡迪生物医药科技有限公司				
CXSL1800009	程序死亡受体 1 敲减的靶向 CD269 嵌合抗原受体工程化 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海优卡迪生物医药科技有限公司				
CXSL1800005	白介素 6 分泌功能敲减的靶向 CD19 自体基因编辑 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海优卡迪生物医药科技有限公司				
CXSL1800006	白介素 6 分泌功能敲减的靶向 CD19 自体基因编辑 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海优卡迪生物医药科技有限公司				
CXSL1800002	JWCAR029 (CD19 靶向嵌合抗原受体 T 细胞)	治疗用生物制品	新药	1	上海明冠生物科技有限公司	2018/6/28	已获批		
CXSL1700216	靶向 CD19 自体嵌合抗原受体 T 细胞输注剂	治疗用生物制品	新药	1	博生言(上海)细胞技术有限公司 博生言安科细胞技术有限公司	2018/1/8	在审评审批中(在药审中心)		
CXSL1700203	靶向磷脂酰肌醇蛋白多糖-3 嵌合抗原受体修饰的自体 T 细胞	治疗用生物制品	新药	1	科济生物医药(上海)有限公司	2017/12/27	已默许		
CXSL1700193	抗人 CD19 T 细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海恒润达生生物科技有限公司	2018/7/6	已获批		
CXSL1700122	抗 CD19 分子嵌合抗原受体修饰的自体 T 淋巴细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	成都银河生物医药有限公司 北京马力诺生物科技有限公司 四川大学	2018/10/8	已获批		
CXSB2000001	LCAR-B38M CAR-T 细胞自体回输制剂	治疗用生物制品	补充申请		南京传奇生物科技有限公司	2020/1/7			
CXSL1700201	LCAR-B38M CAR-T 细胞自体回输制剂(简称: LCAR-B38M 细胞制剂)	治疗用生物制品	新药	1	南京传奇生物科技有限公司 南京传奇生物科技有限公司	2018/3/20	已获批		

来源: CDE 官网, 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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	14,629	18,534	24,918	29,332	35,085	40,854
增长率		26.7%	34.4%	17.7%	19.6%	16.4%
主营业务成本	-6,718	-7,609	-10,365	-11,997	-14,223	-16,395
%销售收入	45.9%	41.1%	41.6%	40.9%	40.5%	40.1%
毛利	7,910	10,925	14,553	17,335	20,862	24,459
%销售收入	54.1%	58.9%	58.4%	59.1%	59.5%	59.9%
营业税金及附加	-153	-223	-256	-88	-105	-123
%销售收入	1.0%	1.2%	1.0%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-3,704	-5,791	-8,488	-10,369	-12,455	-14,503
%销售收入	25.3%	31.2%	34.1%	35.4%	35.5%	35.5%
管理费用	-2,312	-2,749	-2,239	-2,317	-2,807	-3,268
%销售收入	15.8%	14.8%	9.0%	7.9%	8.0%	8.0%
研发费用	0	0	-1,480	-1,672	-2,140	-2,574
%销售收入	0.0%	0.0%	5.9%	5.7%	6.1%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	1,742	2,162	2,091	2,889	3,354	3,991
%销售收入	11.9%	11.7%	8.4%	9.9%	9.6%	9.8%
财务费用	-401	-555	-724	-889	-855	-753
%销售收入	2.7%	3.0%	2.9%	3.0%	2.4%	1.8%
资产减值损失	-79	-62	-97	-36	-7	-7
公允价值变动收益	12	44	204	0	0	0
投资收益	2,125	2,307	1,815	2,178	2,306	2,381
%税前利润	59.5%	56.8%	50.7%	52.4%	47.9%	42.3%
营业利润	3,399	4,075	3,536	4,161	4,817	5,632
营业利润率	23.2%	22.0%	14.2%	14.2%	13.7%	13.8%
营业外收支	172	-13	44	0	0	0
税前利润	3,572	4,062	3,580	4,161	4,817	5,632
利润率	24.4%	21.9%	14.4%	14.2%	13.7%	13.8%
所得税	-350	-476	-560	-713	-826	-966
所得税率	9.8%	11.7%	15.6%	17.1%	17.1%	17.1%
净利润	3,221	3,585	3,020	3,448	3,991	4,666
少数股东损益	416	461	312	356	412	482
归属于母公司的净利润	2,806	3,124	2,708	3,092	3,579	4,184
净利率	19.2%	16.9%	10.9%	10.5%	10.2%	10.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,221	3,585	3,020	3,448	3,991	4,666
少数股东损益	416	461	312	356	412	482
非现金支出	819	1,008	1,444	1,278	1,310	1,346
非经营收益	-1,677	-1,884	-1,226	-1,173	-1,194	-1,317
营运资金变动	-253	-139	-387	1,618	-448	-545
经营活动现金净流	2,110	2,570	2,851	5,171	3,659	4,150
资本开支	-1,860	-2,070	-3,146	-1,924	-612	-342
投资	-575	-9,333	-2,053	-800	-200	-100
其他	-12	899	-46	2,178	2,306	2,381
投资活动现金净流	-2,447	-10,504	-5,245	-545	1,495	1,940
股权募资	2,728	3,018	4,851	0	0	0
债权募资	571	8,929	2,391	1,717	-513	-1,549
其他	-1,773	-2,210	-4,122	-1,931	-1,971	-1,923
筹资活动现金净流	1,526	9,736	3,119	-5,101	-3,054	-3,417
现金净流量	1,189	1,802	725	2,015	2,038	2,480

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,996	7,249	8,547	12,957	15,627	18,244
应收款项	2,706	4,249	4,784	5,437	6,503	7,572
存货	1,671	2,751	3,287	3,612	4,282	4,936
其他流动资产	392	808	1,384	2,371	2,682	2,891
流动资产	10,764	15,056	18,002	24,377	29,094	33,643
%总资产	24.6%	24.3%	25.5%	31.4%	35.6%	39.4%
长期投资	18,850	21,124	24,060	24,060	24,060	24,060
固定资产	6,305	8,316	9,123	9,729	9,080	8,338
%总资产	14.4%	13.4%	12.9%	12.5%	11.1%	9.8%
无形资产	7,144	16,776	18,141	19,289	19,265	19,028
非流动资产	33,003	46,915	52,550	53,337	52,684	51,725
%总资产	75.4%	75.7%	74.5%	68.6%	64.4%	60.6%
资产总计	43,768	61,971	70,551	77,714	81,778	85,368
短期借款	5,650	10,478	10,537	10,774	10,321	8,871
应付款项	2,977	5,006	5,571	7,081	8,143	9,065
其他流动负债	1,482	1,116	1,816	3,123	3,468	3,839
流动负债	10,109	16,600	17,923	20,979	21,932	21,775
长期贷款	2,183	5,580	8,631	8,631	8,631	8,631
其他长期负债	6,226	10,050	10,405	11,884	11,824	11,724
负债	18,517	32,230	36,959	41,494	42,387	42,131
普通股股东权益	22,190	25,327	27,978	30,249	33,008	36,372
其中：股本	2,415	2,495	2,563	2,563	2,563	2,563
未分配利润	8,994	11,112	12,772	15,043	17,802	21,166
少数股东权益	3,060	4,415	5,615	5,971	6,383	6,865
负债股东权益合计	43,768	61,971	70,551	77,714	81,778	85,368

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.162	1.252	1.057	1.206	1.396	1.633
每股净资产	9.190	10.151	10.916	11.802	12.878	14.191
每股经营现金净流	0.874	1.030	1.112	2.017	1.428	1.619
每股股利	0.280	0.350	0.380	0.320	0.320	0.320
回报率						
净资产收益率	12.64%	12.34%	9.68%	10.22%	10.84%	11.50%
总资产收益率	6.41%	5.04%	3.84%	3.98%	4.38%	4.90%
投入资本收益率	4.11%	3.60%	2.95%	3.71%	4.13%	4.75%
增长率						
主营业务收入增长率	16.02%	26.69%	34.45%	17.71%	19.61%	16.44%
EBIT增长率	18.23%	24.10%	-3.30%	38.21%	16.09%	19.00%
净利润增长率	14.05%	11.36%	-13.33%	14.17%	15.77%	16.91%
总资产增长率	14.57%	41.59%	13.85%	10.15%	5.23%	4.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.2	51.3	50.3	56.0	56.0	56.0
存货周转天数	90.2	106.0	106.3	111.0	111.0	111.0
应付账款周转天数	54.3	64.2	67.5	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	128.2	129.1	103.8	83.2	63.9	48.7
偿债能力						
净负债/股东权益	20.50%	43.12%	41.81%	30.56%	19.67%	8.28%
EBIT利息保障倍数	4.3	3.9	2.9	3.5	4.7	7.0
资产负债率	42.31%	52.01%	52.39%	50.24%	48.15%	45.51%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	3	18
增持	0	0	1	3	9
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.25	1.50	1.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-05-22	买入	43.59	N/A
2	2018-05-25	买入	44.16	N/A
3	2018-06-08	买入	44.43	57.00~66.00
4	2018-06-12	买入	42.89	N/A
5	2018-08-29	买入	32.69	N/A
6	2018-10-30	买入	25.62	N/A
7	2019-08-28	买入	28.25	N/A
8	2019-10-30	买入	25.57	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH