

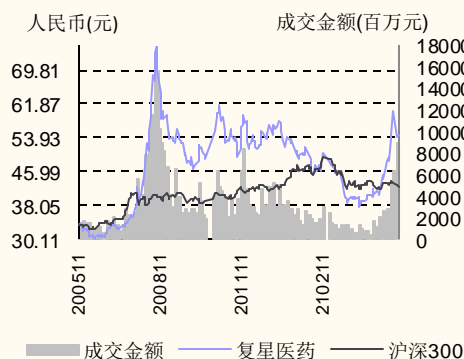
## 复星医药 (600196.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 54.65 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)       | 1,400.62    |
| 年内股价最高最低(元)   | 75.60/30.11 |
| 沪深 300 指数     | 4996        |
| 上证指数          | 3419        |



## 相关报告

- 1.《复星医药 2021 年 1 季报点评-创新药驱动成长, 创新疫苗带来高...》, 2021.4.27
- 2.《复星医药点评-创新疫苗国际领先, 创新药接棒驱动成长》, 2021.4.2
- 3.《疫情影响逐步恢复, 自主研发及战略合作顺利-复星医药 2020Q...》, 2020.10.30
- 4.《疫情影响逐步恢复, 新药获批+放量值得期待-复星医药 2020H...》, 2020.8.26

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

## 与 BioNTech 设立合资公司, mRNA 疫苗布局再进一步

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 1.296    | 1.429    | 1.735    | 2.104    | 2.515    |
| 每股净资产(元)    | 12.44    | 14.44    | 16.17    | 18.27    | 20.79    |
| 每股经营性现金流(元) | 1.12     | 0.76     | 0.63     | 2.08     | 2.52     |
| 市盈率(倍)      | 20.52    | 37.78    | 31.50    | 25.98    | 21.73    |
| 净利润增长率(%)   | 22.66%   | 10.27%   | 21.37%   | 21.29%   | 19.52%   |
| 净资产收益率(%)   | 10.42%   | 9.90%    | 10.73%   | 11.51%   | 12.10%   |
| 总股本(百万股)    | 2,562.90 | 2,562.90 | 2,562.90 | 2,562.90 | 2,562.90 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2021 年 5 月 9 日, 复星医药公告, 其控股子公司复星医药产业已与 BioNTech 公司签约, 双方拟设立合资公司, 以实现 mRNA 新冠疫苗的本地化生产及商业化。

## 点评

- 继前瞻引入辉瑞/BioNTech 的 mRNA 新冠疫苗后, 又与 BioNTech 设合资公司, 复星医药在 mRNA 领域布局更进一步, 优势显著。
  - 公司此前与辉瑞 BioNTech 疫苗合作引入的新冠疫苗, 已在全球 71 个国家与地区获批使用。而全球疫情因疫苗接种率低以及变种传播等原因, 近期部分国家与地区快速反弹, 印度已达日新增确诊人数近 40 万人的历史新高。公司若在近期成功引入辉瑞 BioNTech 疫苗在中国内地上市销售, 或带来较大利润空间。
  - 公司此次公告内容核心 7 点: (1) 复星医药产业拟以现金/厂房/生产设施等、BioNTech 以相关生产技术和专利技术许可等, 各出资不超过 1 亿美元, 各占 50% 注册资本。(2) 复星医药产业拟向合资公司提供不超过 1.5 亿欧元的股东贷款。(3) 合资公司设立于中国上海, 期限 15 年。(4) 规划年产能 10 亿剂 mRNA 新冠疫苗。(5) 合资公司的产品销售, 将由复星医药产业之关联公司为 CSO (不含港澳台), 并支付后者相应费用。(6) 合资公司实现本地化生产和商业化之前, 仍按原协议, 即复星医药获得 60-65% 的毛利提成。(7) 截至本公告日, 复星医药产业获 BioNTech 许可的候选 mRNA 新冠疫苗之一 BNT162b2 于中国境内 (不包括港澳台地区) 尚处于 II 期临床试验阶段, 能否获得上市批准、获得上市批准的时间等, 存在不确定性。
  - 我们认为, 此次 mRNA 领域的抢先布局, 是公司国际化专业决策力的佐证, 为公司在此类前沿技术中抢得先机。但是, mRNA 疫苗的生产中, 材料与过程都相对复杂; 公司年底或明年建成投产的概率较大。

## 盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测, 预计公司 2021/22/23 年营收 360.92/421.53/493.9 亿元, 归属母公司净利润 44.46/53.9/64.45 亿元, EPS1.74/2.10/2.52 元; 目前股价对应 21/22/23 年 32/26/22xPE, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 新药研发及 mRNA 疫苗投建进程不达预期的风险。
- 国家集采等政策影响带来药品总体盈利减少的风险。

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)  |               |               |               |               |               |               |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                       | 2018          | 2019          | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |                 | 2018          | 2019          | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| 主营业务收入                | 24,918        | 28,585        | 30,307        | 36,092        | 42,153        | 49,390        | 货币资金            | 8,547         | 9,533         | 9,962         | 9,588         | 10,989        | 12,811        |
| 增长率                   |               | 14.7%         | 6.0%          | 19.1%         | 16.8%         | 17.2%         | 应收账款            | 4,784         | 5,458         | 5,578         | 6,442         | 7,449         | 8,652         |
| 主营业务成本                | -10,365       | -11,543       | -13,431       | -15,159       | -17,283       | -20,250       | 存货              | 3,287         | 3,941         | 5,163         | 5,345         | 6,094         | 7,140         |
| %销售收入                 | 41.6%         | 40.4%         | 44.3%         | 42.0%         | 41.0%         | 41.0%         | 其他流动资产          | 1,384         | 1,472         | 4,382         | 3,378         | 3,484         | 3,633         |
| 毛利                    | 14,553        | 17,042        | 16,876        | 20,934        | 24,870        | 29,140        | 流动资产            | 18,002        | 20,403        | 25,085        | 24,753        | 28,017        | 32,235        |
| %销售收入                 | 58.4%         | 59.6%         | 55.7%         | 58.0%         | 59.0%         | 59.0%         | %总资产            | 25.5%         | 26.8%         | 30.0%         | 30.0%         | 32.6%         | 35.9%         |
| 营业税金及附加               | -256          | -260          | -217          | -260          | -304          | -356          | 长期投资            | 24,060        | 23,021        | 23,771        | 23,771        | 23,771        | 23,771        |
| %销售收入                 | 1.0%          | 0.9%          | 0.7%          | 0.7%          | 0.7%          | 0.7%          | 固定资产            | 9,123         | 10,560        | 12,257        | 12,674        | 12,739        | 12,665        |
| 销售费用                  | -8,488        | -9,847        | -8,464        | -10,106       | -11,803       | -13,829       | %总资产            | 12.9%         | 13.9%         | 14.6%         | 15.3%         | 14.8%         | 14.1%         |
| %销售收入                 | 34.1%         | 34.4%         | 27.9%         | 28.0%         | 28.0%         | 28.0%         | 无形资产            | 18,141        | 20,141        | 20,499        | 20,630        | 20,561        | 20,495        |
| 管理费用                  | -2,239        | -2,591        | -2,962        | -3,537        | -4,131        | -4,840        | 非流动资产           | 52,550        | 55,716        | 58,601        | 57,821        | 57,818        | 57,676        |
| %销售收入                 | 9.0%          | 9.1%          | 9.8%          | 9.8%          | 9.8%          | 9.8%          | %总资产            | 74.5%         | 73.2%         | 70.0%         | 70.0%         | 67.4%         | 64.1%         |
| 研发费用                  | -1,480        | -2,041        | -2,795        | -2,996        | -3,077        | -3,210        | <b>资产总计</b>     | <b>70,551</b> | <b>76,120</b> | <b>83,686</b> | <b>82,575</b> | <b>85,834</b> | <b>89,912</b> |
| %销售收入                 | 5.9%          | 7.1%          | 9.2%          | 8.3%          | 7.3%          | 6.5%          | 短期借款            | 10,537        | 8,921         | 14,912        | 14,606        | 10,690        | 5,970         |
| 息税前利润 (EBIT)          | 2,091         | 2,303         | 2,437         | 4,035         | 5,556         | 6,905         | 应付款项            | 5,571         | 6,304         | 7,405         | 7,662         | 8,741         | 10,187        |
| %销售收入                 | 8.4%          | 8.1%          | 8.0%          | 11.2%         | 13.2%         | 14.0%         | 其他流动负债          | 1,816         | 2,210         | 2,556         | 2,276         | 2,668         | 3,152         |
| 财务费用                  | -724          | -865          | -724          | -764          | -778          | -528          | 流动负债            | 17,923        | 17,434        | 24,872        | 24,544        | 22,099        | 19,309        |
| %销售收入                 | 2.9%          | 3.0%          | 2.4%          | 2.1%          | 1.8%          | 1.1%          | 长期贷款            | 8,631         | 7,293         | 7,146         | 5,346         | 5,346         | 5,346         |
| 资产减值损失                | -97           | -390          | 148           | -54           | -8            | -11           | 其他长期负债          | 10,405        | 12,189        | 5,683         | 1,957         | 1,957         | 1,957         |
| 公允价值变动收益              | 204           | -353          | 579           | 0             | 0             | 0             | <b>负债</b>       | <b>36,959</b> | <b>36,915</b> | <b>37,702</b> | <b>31,847</b> | <b>29,402</b> | <b>26,612</b> |
| 投资收益                  | 1,815         | 3,565         | 2,284         | 2,400         | 2,000         | 1,800         | <b>普通股股东权益</b>  | <b>27,978</b> | <b>31,888</b> | <b>36,996</b> | <b>41,441</b> | <b>46,833</b> | <b>53,278</b> |
| %税前利润                 | 50.7%         | 78.8%         | 48.8%         | 42.5%         | 29.5%         | 22.0%         | 其中：股本           | 2,563         | 2,563         | 2,563         | 2,563         | 2,563         | 2,563         |
| 营业利润                  | 3,536         | 4,494         | 4,721         | 5,617         | 6,771         | 8,166         | 未分配利润           | 12,772        | 15,126        | 17,505        | 21,951        | 27,343        | 33,788        |
| 营业利润率                 | 14.2%         | 15.7%         | 15.6%         | 15.6%         | 16.1%         | 16.5%         | 少数股东权益          | 5,615         | 7,316         | 8,989         | 9,287         | 9,599         | 10,022        |
| 营业外收支                 | 44            | 32            | -43           | 30            | 20            | 10            | <b>负债股东权益合计</b> | <b>70,551</b> | <b>76,120</b> | <b>83,686</b> | <b>82,575</b> | <b>85,834</b> | <b>89,912</b> |
| 税前利润                  | 3,580         | 4,526         | 4,678         | 5,647         | 6,791         | 8,176         | <b>比率分析</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 利润率                   | 14.4%         | 15.8%         | 15.4%         | 15.6%         | 16.1%         | 16.6%         |                 | 2018          | 2019          | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| 所得税                   | -560          | -782          | -738          | -904          | -1,087        | -1,308        | <b>每股指标</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 所得税率                  | 15.6%         | 17.3%         | 15.8%         | 16.0%         | 16.0%         | 16.0%         | 每股收益            | 1.057         | 1.296         | 1.429         | 1.735         | 2.104         | 2.515         |
| 净利润                   | 3,020         | 3,744         | 3,940         | 4,744         | 5,704         | 6,868         | 每股净资产           | 10.916        | 12.442        | 14.435        | 16.170        | 18.274        | 20.788        |
| 少数股东损益                | 312           | 422           | 277           | 298           | 312           | 423           | 每股经营现金净流        | 1.112         | 1.122         | 0.763         | 0.627         | 2.083         | 2.519         |
| 归属于母公司的净利润            | 2,708         | 3,322         | 3,663         | 4,446         | 5,392         | 6,445         | 每股股利            | 0.000         | 0.000         | 0.000         | 0.000         | 0.000         | 0.000         |
| 净利率                   | 10.9%         | 11.6%         | 12.1%         | 12.3%         | 12.8%         | 13.0%         | <b>回报率</b>      |               |               |               |               |               |               |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |               |               |               |               |               |               | 净资产收益率          | 9.68%         | 10.42%        | 9.90%         | 10.73%        | 11.51%        | 12.10%        |
|                       | 2018          | 2019          | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         | 总资产收益率          | 3.84%         | 4.36%         | 4.38%         | 5.38%         | 6.28%         | 7.17%         |
| 净利润                   | 3,020         | 3,744         | 3,940         | 4,744         | 5,704         | 6,868         | 投入资本收益率         | 2.95%         | 2.99%         | 2.84%         | 4.71%         | 6.32%         | 7.64%         |
| 少数股东损益                | 312           | 422           | 277           | 298           | 312           | 423           | <b>增长率</b>      |               |               |               |               |               |               |
| 非现金支出                 | 1,444         | 1,771         | 1,412         | 1,055         | 1,061         | 1,102         | 主营业务收入增长率       | 34.45%        | 14.72%        | 6.02%         | 19.09%        | 16.79%        | 17.17%        |
| 非经营收益                 | -1,226        | -2,153        | -2,112        | -4,072        | -1,029        | -1,035        | EBIT 增长率        | -3.30%        | 10.16%        | 5.80%         | 65.61%        | 37.69%        | 24.28%        |
| 营运资金变动                | -387          | -485          | -1,285        | -119          | -398          | -479          | 净利润增长率          | -13.33%       | 22.66%        | 10.27%        | 21.37%        | 21.29%        | 19.52%        |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>2,851</b>  | <b>2,876</b>  | <b>1,956</b>  | <b>1,608</b>  | <b>5,338</b>  | <b>6,456</b>  | 总资产增长率          | 13.85%        | 7.89%         | 9.94%         | -1.33%        | 3.95%         | 4.75%         |
| 资本开支                  | -3,146        | -3,928        | -4,428        | -436          | -1,030        | -940          | <b>资产管理能力</b>   |               |               |               |               |               |               |
| 投资                    | -2,053        | 3,011         | 254           | 0             | 0             | 0             | 应收账款周转天数        | 50.3          | 51.0          | 53.8          | 52.0          | 52.0          | 52.0          |
| 其他                    | -46           | 745           | -532          | 2,400         | 2,000         | 1,800         | 存货周转天数          | 106.3         | 114.3         | 123.7         | 130.0         | 130.0         | 130.0         |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-5,245</b> | <b>-172</b>   | <b>-4,706</b> | <b>1,964</b>  | <b>970</b>    | <b>860</b>    | 应付账款周转天数        | 67.5          | 68.6          | 69.2          | 70.0          | 70.0          | 70.0          |
| 股权募资                  | 4,851         | 3,190         | 1,248         | 0             | 0             | 0             | 固定资产周转天数        | 103.8         | 94.6          | 98.0          | 83.5          | 69.4          | 57.2          |
| 债权募资                  | 2,391         | -2,441        | 2,254         | -2,979        | -3,916        | -4,719        | <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 其他                    | -4,122        | -2,691        | -2,335        | -966          | -991          | -775          | 净负债/股东权益        | 41.81%        | 29.35%        | 24.91%        | 19.17%        | 7.81%         | -3.37%        |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>3,119</b>  | <b>-1,941</b> | <b>1,167</b>  | <b>-3,946</b> | <b>-4,907</b> | <b>-5,494</b> | EBIT 利息保障倍数     | 2.9           | 2.7           | 3.4           | 5.3           | 7.1           | 13.1          |
| <b>现金净流量</b>          | <b>725</b>    | <b>763</b>    | <b>-1,584</b> | <b>-374</b>   | <b>1,401</b>  | <b>1,822</b>  | 资产负债率           | 52.39%        | 48.50%        | 45.05%        | 38.57%        | 34.25%        | 29.60%        |

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  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 2    | 6    | 15   | 18   | 35   |
| 增持 | 0    | 2    | 8    | 10   | 1    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.25 | 1.35 | 1.36 | 1.08 |

来源：聚源数据

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。

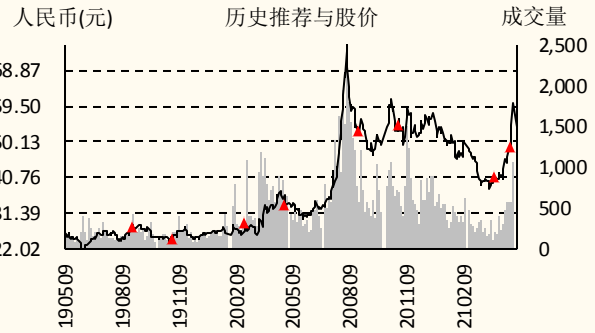
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1  | 2019-08-28 | 买入 | 28.25 | N/A |
| 2  | 2019-10-30 | 买入 | 25.57 | N/A |
| 3  | 2020-02-25 | 买入 | 26.79 | N/A |
| 4  | 2020-04-30 | 买入 | 34.00 | N/A |
| 5  | 2020-08-26 | 买入 | 52.98 | N/A |
| 6  | 2020-10-30 | 买入 | 56.06 | N/A |
| 7  | 2021-04-02 | 买入 | 40.15 | N/A |
| 8  | 2021-04-27 | 买入 | 49.48 | 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。

**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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402