

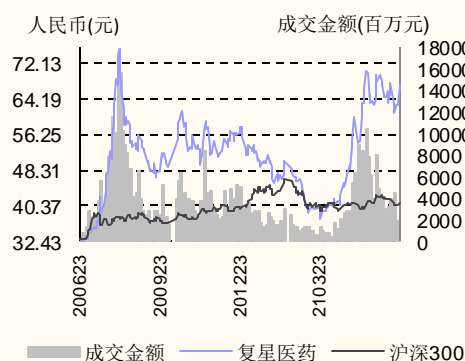
## 复星医药 (600196.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 67.23 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)	1,723.04
年内股价最高最低(元)	75.60/32.43
沪深 300 指数	5122
上证指数	3557



## 中国首个 CART 获批, 复星凯特细胞治疗里程碑

## 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	38.76	31.95	26.74
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6月22日, 中国国家药监局 NMPA 官网公示了复星凯特(复星医药孙公司)公司, 复星医药全资子公司上海复星医药产业发展有限公司持股 50%) 的益基利赛注射液(拟定) 获得药品批准证明文件的待领取信息。

## 点评

- 中国首个 CART 获批, 复星凯特自此将掀开中国细胞治疗的历史新篇章。
  - 产品: (1) 益基利赛注射液, 是一款通过基因工程手段, 对患者自体 T 细胞进行编辑改造后再回输给患者的细胞治疗药物。(2) 该 CART 产品靶向 CD19, 适应症为用于治疗二线或以上系统性治疗后复发或难治性大 B 细胞淋巴瘤成人患者, 包括弥漫性大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL) 非特指型、原发性纵隔 B 细胞淋巴瘤 (PMBCL)、高级别 B 细胞淋巴瘤和滤泡淋巴瘤转化的 DLBCL。(3) 这是具有划时代意义的中国首个细胞治疗产品, 它的获批, 标志着中国医药产业已步入全面拥有化学小分子、生物大分子、细胞基因疗法等创新治疗手段的历史新阶段。
- 公司: 复星凯特成立于 2017 年 4 月, 2018 年 8 月取得 IND 临床批件, 通过 9 个月的桥接试验, 2020 年 2 月申报生产并获得受理。该产品由复星凯特从吉利德 Gilead Science 旗下公司凯特制药 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。
- 市场: 凯特制药的该产品 Yescarta, 已于 2017 年在美国获批用于治疗复发难治性大 B 细胞淋巴瘤成人患者; 它也是欧洲第一款获批上市应用的 CART 产品, 适应症有复发难治性弥漫性大 B 细胞淋巴瘤和原发性纵隔 B 细胞淋巴瘤。在全球疫情影响下, Yescarta 依然在 2020 年取得 6.07 亿美元销售额, 比 2019 年的 4.56 亿美元增长 33%。

## 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 39/32/27xPE, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 新药研发、mRNA 疫苗及 CART 产线投建、商业化推进不达预期的风险。
- 国家集采等政策影响带来药品总体盈利减少的风险。

## 相关报告

- 《复星医药建 mRNA 疫苗产能点评-与龙头设立合资公司, mRNA...》, 2021.5.10
- 《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
- 《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
- 《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
- 《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@gjq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>24,918</b>	<b>28,585</b>	<b>30,307</b>	<b>36,092</b>	<b>42,153</b>	<b>49,390</b>
增长率		14.7%	6.0%	19.1%	16.8%	17.2%
主营业务成本	-10,365	-11,543	-13,431	-15,159	-17,283	-20,250
%销售收入	41.6%	40.4%	44.3%	42.0%	41.0%	41.0%
毛利	14,553	17,042	16,876	20,934	24,870	29,140
%销售收入	58.4%	59.6%	55.7%	58.0%	59.0%	59.0%
营业税金及附加	-256	-260	-217	-260	-304	-356
%销售收入	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-8,488	-9,847	-8,464	-10,106	-11,803	-13,829
%销售收入	34.1%	34.4%	27.9%	28.0%	28.0%	28.0%
管理费用	-2,239	-2,591	-2,962	-3,537	-4,131	-4,840
%销售收入	9.0%	9.1%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
研发费用	-1,480	-2,041	-2,795	-2,996	-3,077	-3,210
%销售收入	5.9%	7.1%	9.2%	8.3%	7.3%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	2,091	2,303	2,437	4,035	5,556	6,905
%销售收入	8.4%	8.1%	8.0%	11.2%	13.2%	14.0%
财务费用	-724	-865	-724	-764	-778	-528
%销售收入	2.9%	3.0%	2.4%	2.1%	1.8%	1.1%
资产减值损失	-97	-390	148	-54	-8	-11
公允价值变动收益	204	-353	579	0	0	0
投资收益	1,815	3,565	2,284	2,400	2,000	1,800
%税前利润	50.7%	78.8%	48.8%	42.5%	29.5%	22.0%
营业利润	3,536	4,494	4,721	5,617	6,771	8,166
营业利润率	14.2%	15.7%	15.6%	15.6%	16.1%	16.5%
营业外收支	44	32	-43	30	20	10
税前利润	3,580	4,526	4,678	5,647	6,791	8,176
利润率	14.4%	15.8%	15.4%	15.6%	16.1%	16.6%
所得税	-560	-782	-738	-904	-1,087	-1,308
所得税率	15.6%	17.3%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	3,020	3,744	3,940	4,744	5,704	6,868
少数股东损益	312	422	277	298	312	423
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,708</b>	<b>3,322</b>	<b>3,663</b>	<b>4,446</b>	<b>5,392</b>	<b>6,445</b>
净利率	10.9%	11.6%	12.1%	12.3%	12.8%	13.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,020	3,744	3,940	4,744	5,704	6,868
少数股东损益	312	422	277	298	312	423
非现金支出	1,444	1,771	1,412	1,055	1,061	1,102
非经营收益	-1,226	-2,153	-2,112	-4,072	-1,029	-1,035
营运资金变动	-387	-485	-1,285	-119	-398	-479
<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>
资本开支	-3,146	-3,928	-4,428	-436	-1,030	-940
投资	-2,053	3,011	254	0	0	0
其他	-46	745	-532	2,400	2,000	1,800
<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>
股权募资	4,851	3,190	1,248	0	0	0
债权募资	2,391	-2,441	2,254	-2,979	-3,916	-4,719
其他	-4,122	-2,691	-2,335	-966	-991	-775
<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>
<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>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,547	9,533	9,962	9,588	10,989	12,811
应收账款	4,784	5,458	5,578	6,442	7,449	8,652
存货	3,287	3,941	5,163	5,345	6,094	7,140
其他流动资产	1,384	1,472	4,382	3,378	3,484	3,633
流动资产	18,002	20,403	25,085	24,753	28,017	32,235
%总资产	25.5%	26.8%	30.0%	30.0%	32.6%	35.9%
长期投资	24,060	23,021	23,771	23,771	23,771	23,771
固定资产	9,123	10,560	12,257	12,674	12,739	12,665
%总资产	12.9%	13.9%	14.6%	15.3%	14.8%	14.1%
无形资产	18,141	20,141	20,499	20,630	20,561	20,495
非流动资产	52,550	55,716	58,601	57,821	57,818	57,676
%总资产	74.5%	73.2%	70.0%	70.0%	67.4%	64.1%
<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>
短期借款	10,537	8,921	14,912	14,606	10,690	5,970
应付款项	5,571	6,304	7,405	7,662	8,741	10,187
其他流动负债	1,816	2,210	2,556	2,276	2,668	3,152
流动负债	17,923	17,434	24,872	24,544	22,099	19,309
长期贷款	8,631	7,293	7,146	5,346	5,346	5,346
其他长期负债	10,405	12,189	5,683	1,957	1,957	1,957
<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>
<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>
其中：股本	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
未分配利润	12,772	15,126	17,505	21,951	27,343	33,788
少数股东权益	5,615	7,316	8,989	9,287	9,599	10,022
<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>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.057	1.296	1.429	1.735	2.104	2.515
每股净资产	10.916	12.442	14.435	16.170	18.274	20.788
每股经营现金净流	1.112	1.122	0.763	0.627	2.083	2.519
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.68%	10.42%	9.90%	10.73%	11.51%	12.10%
总资产收益率	3.84%	4.36%	4.38%	5.38%	6.28%	7.17%
投入资本收益率	2.95%	2.99%	2.84%	4.71%	6.32%	7.64%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	34.45%	14.72%	6.02%	19.09%	16.79%	17.17%
EBIT增长率	-3.30%	10.16%	5.80%	65.61%	37.69%	24.28%
净利润增长率	-13.33%	22.66%	10.27%	21.37%	21.29%	19.52%
总资产增长率	13.85%	7.89%	9.94%	-1.33%	3.95%	4.75%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	50.3	51.0	53.8	52.0	52.0	52.0
存货周转天数	106.3	114.3	123.7	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	67.5	68.6	69.2	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	103.8	94.6	98.0	83.5	69.4	57.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	41.81%	29.35%	24.91%	19.17%	7.81%	-3.37%
EBIT利息保障倍数	2.9	2.7	3.4	5.3	7.1	13.1
资产负债率	52.39%	48.50%	45.05%	38.57%	34.25%	29.60%

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	0	6	15	24	34
增持	0	2	10	14	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.40	1.37	1.00

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	2019-10-30	买入	25.57	N/A
2	2020-02-25	买入	26.79	N/A
3	2020-04-30	买入	34.00	N/A
4	2020-08-26	买入	52.98	N/A
5	2020-10-30	买入	56.06	N/A
6	2021-04-02	买入	40.15	N/A
7	2021-04-27	买入	49.48	N/A
8	2021-05-10	买入	54.65	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