

公司研究

CAR-T 国内首家获批上市，引领抗肿瘤治疗新时代

——复星医药（600196.SH、2196.HK）公告点评

A 股：买入（维持）

当前价：67.23 元

H 股：买入（维持）

当前价：56.70 港元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

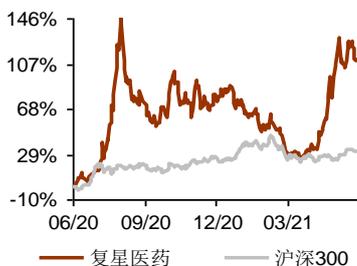
010-57378027

wangmingrui@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	25.63
总市值(亿元):	1723.04
一年最低/最高(元):	32.58/79.75
近3月换手率:	132.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.98	65.95	78.72
绝对	7.33	68.20	104.42

资料来源：Wind

相关研报

新产品放量拉动增长，贝伐珠单抗通过 GMP 符合性检查——复星医药（600196.SH、2196.HK）2021 年一季报点评（2021-04-28）
业绩稳健增长，创新与国际化再上层楼——复星医药（600196.SH、2196.HK）2020 年报点评（2021-04-01）

要点

事件：

公司公告，复星凯特（公司的控股子公司复星医药产业持有其 50% 股权）的 CD19 靶点自体 CAR-T 细胞治疗产品阿基仑赛注射液上市注册审批状态更新为“药品批准证明文件待领取”，批准文号为“国药准字 S20210019”。

该产品根据吉利德控股子公司美国 Kite Pharma 的抗人 CD19 CAR-T 细胞注射液（商品名 Yescarta®）经技术转移并拟于中国境内（不包括港澳台）进行本地化生产。该产品本次申请注册的适应症为用于成人复发或难治性大 B 细胞淋巴瘤（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）的治疗。

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。

点评：

国内首家 CAR-T 疗法获批上市，引领抗肿瘤治疗新时代：阿基仑赛注射液于 2020 年 2 月在国内提交上市申请，2021 年 6 月获批，成为国内首家获批上市的 CAR-T 疗法。该产品在一项治疗复发或难治性大 B 细胞淋巴瘤的单臂多中心临床试验中显示出优秀的疗效，客观缓解率（ORR）达到 72%，其中完全缓解率（CR）为 51%，部分缓解率（PR）为 21%，中位缓解持续时间（DOR）为 9.2 个月。Yescarta 的全球销售额在 2020 年已经达到 5.63 亿美元，同比增长 23%。阿基仑赛注射液在国内率先获批，一方面获得国内 CART 市场的先发优势，成为领军企业，有利于未来占据市场优势；另一方面也进一步补充完善了复星整体的抗肿瘤治疗布局，有助于形成产品矩阵发挥协同效应，进一步扩大复星在淋巴瘤治疗领域的市场影响力。

创新药梯队渐次成型，创新转型稳步推进：随着多年来在创新研发领域的持续投入，公司的创新药梯队逐步成型，目前已经获批上市的创新药和生物类似药产品包括阿伐曲泊帕、阿基仑赛、利妥昔单抗、曲妥珠单抗、阿达木单抗，逐步拓展在肿瘤、自身免疫、血液病等各个治疗领域的创新布局；处于上市申请阶段的产品包括斯鲁利单抗、贝伐珠单抗、奥匹卡朋、甘精胰岛素、赖脯胰岛素；另有数十项产品处于临床开发阶段。预计未来公司每年都将有创新药产品获批上市，逐步进入创新驱动业绩增长的全新阶段。

盈利预测、估值与评级：维持预测公司 2021-2023 年 EPS 为 1.72/2.05/2.45 元，同比增长 20.23%/19.42%/19.26%，A 股现价对应 PE 分别为 39/33/27 倍，维持“买入”评级；H 股现价对应 PE 分别为 27/23/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：药品降价超预期；研发进度不达预期；投资收益低于预期。

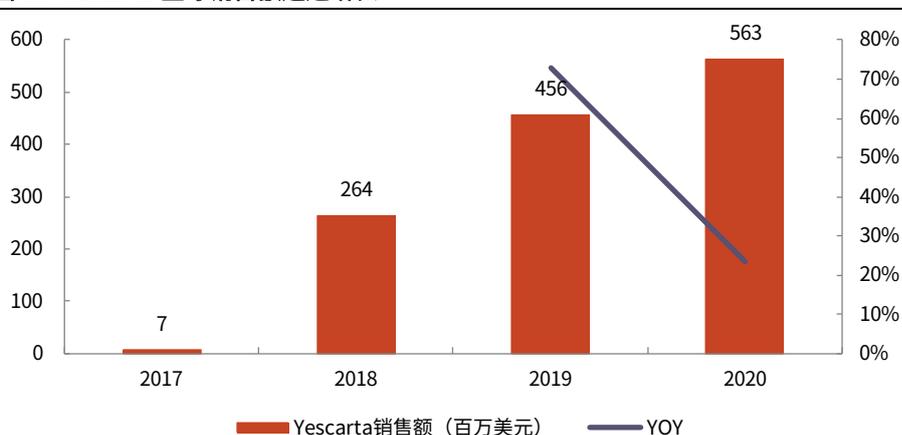
表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	28,585	30,307	36,033	42,076	48,341
营业收入增长率	14.72%	6.02%	18.89%	16.77%	14.89%
净利润 (百万元)	3,322	3,663	4,404	5,259	6,272
净利润增长率	22.66%	10.27%	20.23%	19.42%	19.26%
EPS (元)	1.30	1.43	1.72	2.05	2.45
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.42%	9.90%	10.93%	11.89%	12.82%
P/E	52	47	39	33	27
P/E (H 股)	36	33	27	23	19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-06-22; 汇率: 按 1HKD=0.8322CNY 换算

1、附录

图 1: Yescarta 全球销售额迅速增长



资料来源: 吉利德年报、光大证券研究所

表 2: 国内 CART 疗法临床研发进展 (截至 2021.6.23)

进度	公司	靶点	通用名中文
已上市	复星凯特	CD19	阿基仑赛
申请上市	药明巨诺	CD19	瑞基仑赛
Phase III	诺华/西比曼	CD19	tisagenlecleucel-T
Phase II	传奇生物	BCMA	西达基奥仑赛
	合源生物	CD19	抗 CD19 嵌合抗原受体 T 细胞(合源生物)
Phase I/II	科济生物	BCMA	CT053
	驯鹿医疗/信达生物	BCMA	IBI-326
	恒润达生	CD19	抗人 CD19 T 细胞(恒润达生)
	艺妙神州	CD19	IM19 嵌合抗原受体 T 细胞
	上海细胞治疗集团	CD19	BZ019
	因诺免疫	CD19	因诺卡替-19 细胞
	科济生物	CD19	CT032
	斯丹赛	CD19	ICT19G1
	科济生物	CLDN18.2	CT041

Phase I	普瑞金	BCMA	BCMA CAR-T (普瑞金)
	银河生物//川大	CD19	MBC19
	亘喜生物	CD19	GC007G
	永泰瑞科	CD19	靶向 CD19 单链抗体嵌合抗原受体 T 细胞
	吉凯基因	CD19	GB5005
	精准生物	CD19	pCAR-19B 细胞自体回输制剂
	华道生物	CD19	HD CD19 CAR-T 细胞
	优卡迪	CD19, IL-6	白介素 6 表达功能沉默的靶向 CD19 自体基因编辑 T 细胞
	科济生物	GPC3	CT017
	精准生物	未披露	C-4-29

资料来源：医药魔方、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	28,585	30,307	36,033	42,076	48,341
营业成本	11,543	13,431	15,787	18,113	20,448
折旧和摊销	1,332	1,499	1,183	1,323	1,472
税金及附加	260	217	258	302	347
销售费用	9,847	8,464	10,213	11,565	13,253
管理费用	2,591	2,962	3,163	3,421	3,746
研发费用	2,041	2,795	3,714	4,673	5,547
财务费用	865	724	481	491	490
投资收益	3,565	2,284	2,549	2,829	3,096
营业利润	4,494	4,721	5,801	6,929	8,266
利润总额	4,526	4,678	5,812	6,940	8,277
所得税	782	738	943	1,127	1,343
净利润	3,744	3,940	4,868	5,814	6,933
少数股东损益	422	277	465	555	662
归属母公司净利润	3,322	3,663	4,404	5,259	6,272
EPS (元)	1.30	1.43	1.72	2.05	2.45

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,222	2,580	4,484	3,841	4,847
净利润	3,322	3,663	4,404	5,259	6,272
折旧摊销	1,332	1,499	1,183	1,323	1,472
净营运资金增加	1,548	1,809	1,106	2,657	2,714
其他	-2,979	-4,390	-2,208	-5,399	-5,610
投资活动产生现金流	-172	-4,706	-1,219	-379	-126
净资本支出	-3,928	-4,428	-3,191	-3,199	-3,206
长期投资变化	20,930	22,309	0	0	0
其他资产变化	-17,174	-22,587	1,973	2,819	3,080
融资活动现金流	-1,936	1,467	-2,417	-1,648	-2,842
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,709	1,890	-1,134	-146	-1,095
无息负债变化	1,666	-1,104	1,857	1,745	1,818
净现金流	1,109	-959	848	1,813	1,880

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	59.6%	55.7%	56.2%	57.0%	57.7%
EBITDA 率	16.5%	15.0%	12.5%	13.8%	14.6%
EBIT 率	11.6%	9.8%	9.2%	10.7%	11.5%
税前净利润率	15.8%	15.4%	16.1%	16.5%	17.1%
归母净利润率	11.6%	12.1%	12.2%	12.5%	13.0%
ROA	4.9%	4.7%	5.5%	6.2%	6.9%
ROE (摊薄)	10.4%	9.9%	10.9%	11.9%	12.8%
经营性 ROIC	6.9%	6.5%	6.0%	7.5%	8.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	48%	45%	44%	42%	41%
流动比率	1.17	1.01	1.07	1.17	1.32
速动比率	0.94	0.80	0.85	0.94	1.05
归母权益/有息债务	1.48	1.58	1.81	2.00	2.33
有形资产/有息债务	2.59	2.69	3.03	3.33	3.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	76,120	83,686	88,175	94,260	100,331
货币资金	9,533	9,962	10,810	12,623	14,502
交易性金融资产	457	1,970	2,069	2,172	2,281
应收帐款	4,368	4,565	5,135	5,996	6,889
应收票据	240	242	360	421	483
其他应收款 (合计)	405	326	455	528	604
存货	3,941	5,163	5,484	6,311	7,141
其他流动资产	1,045	1,362	1,649	1,951	2,264
流动资产合计	20,403	25,085	26,976	31,165	35,478
其他权益工具	108	1	1	1	1
长期股权投资	20,930	22,309	22,309	22,309	22,309
固定资产	7,410	8,136	9,283	10,426	11,522
在建工程	3,145	4,119	4,665	5,073	5,380
无形资产	7,916	8,670	8,546	8,424	8,305
商誉	9,014	8,677	8,677	8,677	8,677
其他非流动资产	1,798	1,829	2,401	2,401	2,401
非流动资产合计	55,716	58,601	61,199	63,095	64,853
总负债	36,915	37,702	38,424	40,024	40,747
短期借款	6,358	7,916	8,181	9,155	8,956
应付账款	2,153	2,942	3,243	3,721	4,200
应付票据	245	347	316	362	409
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	249	55	112	172	235
流动负债合计	17,434	24,872	25,295	26,578	26,973
长期借款	7,293	7,146	7,146	7,146	7,146
应付债券	5,284	1,330	1,330	1,330	1,330
其他非流动负债	3,659	1,231	1,517	1,820	2,133
非流动负债合计	19,482	12,829	13,129	13,445	13,774
股东权益	39,204	45,984	49,751	54,237	59,584
股本	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
公积金	14,667	17,861	17,861	17,861	17,861
未分配利润	15,126	17,505	20,807	24,738	29,423
归属母公司权益	31,888	36,996	40,297	44,228	48,914
少数股东权益	7,316	8,989	9,453	10,008	10,670

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	34.45%	27.93%	28.34%	27.49%	27.42%
管理费用率	9.06%	9.77%	8.78%	8.13%	7.75%
财务费用率	3.03%	2.39%	1.34%	1.17%	1.01%
研发费用率	7.14%	9.22%	10.31%	11.11%	11.48%
所得税率	17%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.39	0.43	0.52	0.62	0.74
每股经营现金流	1.26	1.01	1.75	1.50	1.89
每股净资产	12.44	14.44	15.72	17.26	19.09
每股销售收入	11.15	11.83	14.06	16.42	18.86

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	52	47	39	33	27
PB	5.4	4.7	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	39.9	42.1	42.0	32.6	27.0
股息率	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE