

600196.SH

增持

市场价格：人民币 72.0

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	39.7	8.6	84.3	124.6
相对上证指数	37.3	9.6	80.8	106.0

发行股数(百万)	2,563
流通股(%)	78
总市值(人民币 百万)	189,654
3个月日均交易额(人民币 百万)	3,619
净负债比率(%) (2021E)	3
主要股东(%)	
上海复星高科技(集团)有限公司	37

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年7月1日收市价为标准

相关研究报告

《复星医药 (600196.SH)：13年净利润同比增长 29.6%》 20140325

《复星医药 (600196.sh)：未有评级》 20060602

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：生物制品

证券分析师：邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

复星医药

全面布局创新，有望获国内 mRNA 疫苗第一签

公司公告子公司获国内首个 CAR-T 细胞治疗批准等。

支撑评级的要点

- **加速推进复必泰 mRNA 疫苗国内落地。**5月9日，公司公告子公司复星医药产业与 BioNTech 设立合资公司，以实现 mRNA 新冠疫苗产品的本地化生产及商业化。双方分别认缴合资公司注册资本的 50%，BioNTech 以技术和许可等无形资产方式出资。复星医药产业应提供产能可达 10 亿剂的生产设施。2021 年 1 月，疫苗国内 II 期临床试验已完成所有受试者第二针的接种。在病毒变异以及疫苗有效期的双重推动下，新冠疫苗有望迎来第二轮需求。
- **国内首款 CAR-T 产品上市，为淋巴瘤患者带来新曙光。**2021 年 6 月 23 日，NMPA 批准了复星凯特的奕凯达的上市申请，用于治疗复发难治性大 B 细胞淋巴瘤。复星凯特在针对中国患者的难治性侵袭性大 B 细胞淋巴瘤的实验中 ORR 达到 79.2%，与 Yescarta 的临床和真实世界数据高度相似。2020 年 Yescarta 全球销售额约 6.07 亿美元，同比增长 33%。
- **公司布局多条创新药研发管线，为长期发展做好战略储备。**公司在创新药方面持续投入，研发费用率稳定在 10% 左右，逐步接近国际制药巨头水平。阿达木单抗、曲妥珠单抗、CAR-T 细胞治疗等多个产品已获批上市，成为公司营收新的增长点。截至 2020 年末，公司在研创新药项目达 56 项，为未来长期发展做好战略储备。

估值

- 我们预测 2021-2023 年公司可实现净利润 44.73 亿元、53.37 亿元、61.89 亿元，对应 EPS 1.75 元、2.08 元、2.41 元。

评级面临的主要风险

- 研发不及预期，监管审批速度不及预期，疫情恶化风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	28,585	30,307	36,215	42,216	49,101
变动(%)	15	6	19	17	16
净利润(人民币 百万)	3,322	3,663	4,473	5,337	6,189
全面摊薄每股收益(人民币)	1.296	1.429	1.745	2.082	2.415
变动(%)	22.7	10.3	22.1	19.3	16.0
全面摊薄市盈率(倍)	55.6	50.4	41.3	34.6	29.8
价格/每股现金流量(倍)	57.3	71.5	32.0	36.5	43.0
每股现金流量(人民币)	1.26	1.01	2.25	1.97	1.67
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.1	27.6	20.9	17.2	14.2
每股股息(人民币)	0.390	0.000	0.175	0.278	0.188
股息率(%)	0.5	n.a.	0.2	0.4	0.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

公司业绩简介

复星医药广泛布局医药健康产业链，直接运营业务板块包括制药、医疗器械和诊断、医疗服务，并通过参股国药控股介入医药商业领域。2020年，复星医药实现营业收入303.07亿元，同比增长6.02%；归母净利润36.63亿元，同比增长10.27%。2021年第一季度，公司实现营业收入80.56亿元，同比增长37.00%；归母净利润8.47亿元，同比增长46.78%。

加速推进复必泰 mRNA 疫苗国内落地。

5月9日，公司公告子公司复星医药产业与BioNTech设立合资公司，以实现 mRNA 新冠疫苗产品的本地化生产及商业化。双方分别认缴合资公司注册资本的50%，BioNTech以技术和许可等无形资产方式出资。复星医药产业应提供产能可达10亿剂的生产设施。

根据《供货协议》，如以新冠疫苗成品供货，复星医药产业与BioNTech按65%、35%的比例分享年度销售毛利；如以大包装制剂供货，复星医药产业(或其关联公司)、BioNTech按60%、40%的比例分享年度销售毛利。BNT162b2 mRNA 新冠疫苗在大中华区的商品名为复必泰。

2021年1月，疫苗国内II期临床试验已完成所有受试者第二针的接种。在病毒变异以及疫苗有效期的双重推动下，新冠疫苗有望迎来第二轮需求。

截至2021年6月30日，香港共已接种2,154,082剂复必泰疫苗。根据2020年12月11日香港政府发布的采购公告，香港政府计划采购750万剂复必泰。

复星医药2021年第一季度报告显示公司经营活动产生的现金流量净额达到约7.37亿元，同比增加92.62%，主要原因之一为收到中国香港及中国澳门政府 mRNA 新冠疫苗首付款以及支付相关采购支出与研发销售费用后的净贡献。

国内首款 CAR-T 产品上市，为淋巴瘤患者带来新曙光。

2021年6月23日，复星凯特阿基伦赛注射液（商品名：奕凯达）获NMPA批准上市，成为了国内第一款获批的 CAR-T 细胞产品。奕凯达由吉利德科学控股子公司 Kite Pharma 的 Yescarta 技术转移而来，国内获批适应症为二线及以上治疗后复发或难治性大 B 细胞淋巴瘤。复星凯特在针对中国患者的难治性侵袭性大 B 细胞淋巴瘤的实验中 ORR 达到 79.2%，其中完全缓解率（CR）达到 51%，部分缓解率（PR）达到 21%。与 Yescarta 的临床和真实世界数据高度相似。

2020年 Yescarta 全球销售额约6.07亿美元，同比增长33%。2021年第一季度，Yescarta 销售额进一步上升至1.6亿美元。

公司前期研发投入进入收获期，新品成为营收增量主要动力。

阿达木单抗、曲妥珠单抗、CAR-T 细胞治疗等多个产品已获批上市，成为公司营收新的增长点。

其中汉利康（利妥昔单抗注射液）于2019年获批上市，用于治疗非霍奇金淋巴瘤，并新获批适应症初治滤泡性淋巴瘤以及先前未经治疗或复发性/难治性慢性淋巴细胞白血病。2020年全年创造销售收入7.5亿元，已成为公司销售额最大的几个品种之一。

汉曲优（注射用曲妥珠单抗）于2020年8月在国内获批上市，用于治疗 HER2 阳性的转移性乳腺癌、HER2 阳性的早期乳腺癌、HER2 阳性的转移性胃腺癌或胃食管交界处腺癌。2020年7月，汉曲优获欧盟委员会（EC）批准上市。2020年全年贡献销售收入1.4亿元。

苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕片）于2020年8月开始上市销售，用于治疗慢性肝病相关的血小板减少症。2020年实现销售收入1.4亿元，并于年底纳入国家医保目录。

公司布局多条创新药研发管线，为长期发展做好战略储备。

公司在创新药方面持续投入，研发费用率稳定在10%左右，逐步接近国际制药巨头水平。

公司2020年研发投入40.03亿元，研发费用27.95亿元。截至2020年末，公司在研创新药项目达56项，其中自研小分子创新药18项（临床阶段8项），自研生物创新药25项（临床阶段15项），许可引进创新药13项（临床阶段6项）。为未来长期发展做好战略储备。

图表 42：复星医药 2020 年制药板块研发管线统计

类别	适应症数量	正在临床	获批临床	备注
创新药	56	-	-	-
自研小分子创新药	18	8	5	II 期 2 项
自研生物创新药	25	15	3	III 期 5 项, II 期 3 项
许可引进创新药	13	6	4	-
自研生物类似药	19	6	2	III 期 3 项
仿制药	121	-	-	-
一般性评价项目	42	-	-	-
其他	9	-	-	-
合计	247	-	-	-

资料来源：复星医药年报，中银证券

注：获批临床表示已获批临床实验但还未开始实验的项目，不包括正在进行临床试验的项目。

风险提示

研发不及预期：公司参与大量创新药的研发。因此，有研发不及预期的可能性。

监管审批速度不及预期：上市及审批受政策和疫情影响。若疫情控制较好，病毒变异并未造成现有疫苗明显的免疫逃逸，则审批速度有可能放缓。

疫情恶化风险：若疫情持续恶化，病毒变异速度加快，则有可能造成疫苗有效率的下降。同时也对公司其他产品的销售造成影响。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	28,585	30,307	36,215	42,216	49,101
销售成本	(11,803)	(13,649)	(15,657)	(18,232)	(21,193)
经营费用	(10,715)	(9,780)	(11,804)	(13,565)	(15,605)
息税折旧前利润	6,067	6,879	8,753	10,420	12,303
折旧及摊销	(1,332)	(1,499)	(1,729)	(1,959)	(2,231)
经营利润(息税前利润)	4,734	5,380	7,024	8,461	10,072
净利息收入/(费用)	(865)	(724)	(471)	(306)	(306)
其他收益/(损失)	3,245	2,819	2,777	2,988	3,358
税前利润	7,113	7,475	9,331	11,143	13,124
所得税	(782)	(738)	(873)	(1,038)	(1,195)
少数股东权益	422	277	472	546	584
净利润	3,322	3,663	4,473	5,337	6,189
核心净利润	6,757	6,456	7,992	9,564	11,349
每股收益(人民币)	1.296	1.429	1.745	2.082	2.415
核心每股收益(人民币)	2.636	2.519	3.118	3.732	4.428
每股股息(人民币)	0.390	0.000	0.175	0.278	0.188
收入增长(%)	15	6	19	17	16
息税前利润增长(%)	36	14	31	20	19
息税折旧前利润增长(%)	27	13	27	19	18
每股收益增长(%)	23	10	22	19	16
核心每股收益增长(%)	48	(4)	24	20	19

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	7,113	7,475	9,331	11,143	13,124
折旧与摊销	1,332	1,499	1,729	1,959	2,231
净利息费用	865	724	471	306	306
运营资本变动	20	(31)	(1,039)	2,398	(2,496)
税金	(2,948)	(3,258)	(4,386)	(5,260)	(6,351)
其他经营现金流	(3,161)	(3,829)	(333)	(5,485)	(2,527)
经营活动产生的现金流	3,222	2,580	5,773	5,061	4,288
购买固定资产净值	1,774	532	2,467	2,325	2,497
投资减少/增加	3,903	1,241	2,555	2,801	3,082
其他投资现金流	(5,849)	(6,480)	(4,139)	(4,916)	(5,454)
投资活动产生的现金流	(172)	(4,706)	883	211	125
净增权益	(1,000)	0	(447)	(713)	(482)
净增债务	(2,954)	5,844	(2,167)	(3,991)	(3,213)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	2,017	(4,404)	2,674	(579)	(1,169)
融资活动产生的现金流	(1,936)	1,467	113	(5,180)	(4,643)
现金变动	1,114	(659)	6,769	91	(231)
期初现金	8,547	9,533	9,962	16,731	16,822
公司自由现金流	3,050	(2,126)	6,656	5,272	4,412
权益自由现金流	962	4,442	4,960	1,586	1,505

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	9,533	9,962	16,731	16,822	16,591
应收帐款	4,973	5,113	7,351	6,963	9,666
库存	3,941	5,163	4,481	7,037	6,485
其他流动资产	1,957	4,847	2,690	3,420	3,775
流动资产总计	20,403	25,085	31,252	34,242	36,517
固定资产	10,560	12,257	12,467	12,656	12,640
无形资产	10,966	11,499	12,027	12,204	12,487
其他长期资产	25,015	25,845	26,577	27,477	28,063
长期资产总计	46,542	49,601	51,071	52,337	53,189
总资产	76,120	83,686	90,884	94,221	96,618
应付帐款	2,397	3,289	3,000	4,409	4,240
短期债务	6,358	7,916	7,916	3,958	0
其他流动负债	8,678	13,667	11,981	13,022	14,285
流动负债总计	17,434	24,872	22,897	21,389	18,526
长期借款	12,577	8,476	10,697	10,534	9,902
其他长期负债	6,905	4,354	5,875	5,711	5,313
股本	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
储备	29,793	35,366	39,392	44,016	49,723
股东权益	32,356	2,905	41,955	46,579	52,286
少数股东权益	7,316	8,989	9,461	10,007	10,591
总负债及权益	76,120	83,686	90,884	94,221	96,618
每股帐面价值(人民币)	12.62	1.13	16.37	18.17	20.40
每股有形资产(人民币)	8.35	(3.35)	11.68	13.41	15.53
每股净负债/(现金)(人民币)	1.61	1.99	(0.65)	(2.23)	(3.69)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.2	22.7	24.2	24.7	25.1
息税前利润率(%)	16.6	17.8	19.4	20.0	20.5
税前利润率(%)	24.9	24.7	25.8	26.4	26.7
净利率(%)	11.6	12.1	12.4	12.6	12.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.0	1.4	1.6	2.0
利息覆盖率(倍)	5.5	7.4	14.9	27.7	32.9
净权益负债率(%)	23.7	54.1	3.7	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.8	1.2	1.3	1.6
估值					
市盈率(倍)	55.6	50.4	41.3	34.6	29.8
核心业务市盈率(倍)	27.3	28.6	23.1	19.3	16.3
市净率(倍)	5.7	63.7	4.4	4.0	3.5
价格/现金流(倍)	57.3	71.5	32.0	36.5	43.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.1	27.6	20.9	17.2	14.2
周转率					
存货周转天数	111.8	121.7	112.4	115.3	116.4
应收帐款周转天数	62.1	60.7	62.8	61.9	61.8
应付帐款周转天数	30.2	34.2	31.7	32.0	32.1
回报率					
股息支付率(%)	30.1	0.0	10.0	13.4	7.8
净资产收益率(%)	11.0	20.8	19.9	12.1	12.5
资产收益率(%)	5.7	6.1	7.3	8.3	9.6
已运用资本收益率(%)	1.5	2.1	2.3	1.9	2.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测