

# 复星医药(600196.SH/02196.HK)

## 业绩持续稳健增长，创新管线丰富布局

### 核心观点：

- 公司发布 2021 年三季报，业绩增长稳健，符合预期：2021 年 Q1-Q3，公司实现总营收 270.48 亿元 (YoY +22.38%)，主要受益于利妥昔单抗、曲妥珠单抗、阿伐曲泊帕等核心产品的高速放量，以及 mRNA 新冠疫苗在港澳台地区开始供应和接种带来的收入贡献。归母净利润 35.65 亿元 (YoY +43.80%)，归母净利率为 13.18%；扣非归母净利润为 24.75 亿元 (YoY +20.19%)，扣非归母净利率为 9.15%。
- 持续加强研发投入，各项费用控制得当。2021 年 Q1-Q3，毛利率为 50.53% (同比-5.34 pct)，主要受 mRNA 新冠疫苗业务计提相应销售里程碑，以及非布司他、匹伐他汀钙等集采品种毛利下降的影响。研发投入共计 31.51 亿元，占总营收的 11.65%，其中研发费用 24.14 亿元，费用率 8.92%。销售、管理、财务费用率分别为 25.19%、8.32% 及 1.45%，同比-3.23 pct、-0.74 pct、-0.75 pct。
- 在研管线布局丰富，合作项目不断加强。(1) 根据半年报，截至 21 年上半年，公司在研药品项目共 240 项；抗 PD-1 单抗有 9 项 II 期及以上临床试验开展中，MSI-H 适应症上市申请已被纳入优先审评；阿基仑赛注射液治疗 r/r iNHL 被 CDE 纳入突破性疗法认定；(2) License-out 方面，Bcl-2 抑制剂海外权益已授予礼来；HLX02 在美国及加拿大权益授予 Intas、欧洲权益授予 Accord、东南亚地区权益授予 KG Bio；(3) mRNA 新冠疫苗已在港澳台地区开始接种，内地审评进程稳步推进。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.76 元/股、2.12 元/股及 2.52 元/股，考虑公司逐步进入创新收获期，维持公司合理价值 78.75 元/股的判断不变，对应 2021 年 45x PE 估值；维持港股合理价值 79.69 港元/股的判断不变；维持“买入”评级。
- 风险提示。产品推广及放量不及预期；新产品获批不及预期。

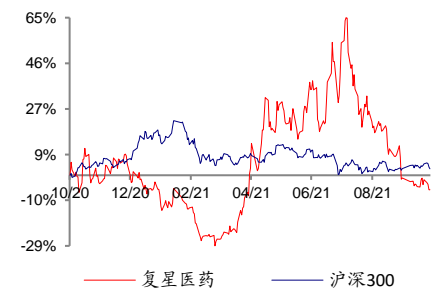
### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	28,585	30,307	36,023	42,073	49,219
增长率 (%)	14.7	6.0	18.9	16.8	17.0
EBITDA (百万元)	3,823	4,165	4,605	5,312	5,910
归母净利润 (百万元)	3,322	3,663	4,504	5,435	6,451
增长率 (%)	22.7	10.3	23.0	20.7	18.7
EPS (元/股)	1.30	1.43	1.76	2.12	2.52
市盈率 (P/E)	20.52	37.78	28.29	23.44	19.75
ROE (%)	10.4	9.9	10.8	11.6	12.0
EV/EBITDA	21.07	36.60	30.13	25.42	21.97

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	49.72 元/36.70 港元
合理价值	78.75 元/79.69 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-10-28

### 相对市场表现



### 分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

### 相关研究：

复星医药 2021-06-10

(600196.SH/02196.HK): 自研

与 BD 并重，加速创新转型

### 联系人：

肖鸿德 021-38003668

xiaohongde@gf.com.cn

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>20,403</b>	<b>25,085</b>	<b>30,644</b>	<b>37,092</b>	<b>44,452</b>
货币资金	9,533	9,962	13,788	18,287	23,091
应收及预付	5,023	6,302	6,736	7,859	9,194
存货	3,941	5,163	5,774	6,432	7,524
其他流动资产	1,906	3,658	4,347	4,513	4,642
<b>非流动资产</b>	<b>55,716</b>	<b>58,601</b>	<b>60,869</b>	<b>63,125</b>	<b>64,796</b>
长期股权投资	20,930	22,309	23,809	25,309	26,809
固定资产	7,410	8,136	8,336	8,336	8,236
在建工程	3,150	4,122	4,822	5,422	5,922
无形资产	7,916	8,670	8,676	8,592	8,404
其他长期资产	16,310	15,365	15,226	15,466	15,426
<b>资产总计</b>	<b>76,120</b>	<b>83,686</b>	<b>91,514</b>	<b>100,217</b>	<b>109,248</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,434</b>	<b>24,872</b>	<b>26,296</b>	<b>27,976</b>	<b>29,073</b>
短期借款	6,358	7,916	7,600	7,400	6,200
应付及预收	2,397	3,289	4,065	4,717	5,518
其他流动负债	8,678	13,667	14,631	15,859	17,355
<b>非流动负债</b>	<b>19,482</b>	<b>12,829</b>	<b>14,229</b>	<b>15,229</b>	<b>16,029</b>
长期借款	7,293	7,146	7,346	7,546	7,746
应付债券	5,284	1,330	2,530	3,330	3,930
其他非流动负债	6,905	4,354	4,354	4,354	4,354
<b>负债合计</b>	<b>36,915</b>	<b>37,702</b>	<b>40,525</b>	<b>43,205</b>	<b>45,102</b>
股本	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
资本公积	12,144	15,133	15,133	15,133	15,133
留存收益	17,650	20,234	24,793	30,278	36,774
归属母公司股东权益	31,888	36,996	41,554	47,040	53,536
少数股东权益	7,316	8,989	9,434	9,972	10,610
<b>负债和股东权益</b>	<b>76,120</b>	<b>83,686</b>	<b>91,514</b>	<b>100,217</b>	<b>109,248</b>

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>28,585</b>	<b>30,307</b>	<b>36,023</b>	<b>42,073</b>	<b>49,219</b>
营业成本	11,543	13,431	16,859	19,564	22,887
营业税金及附加	260	217	234	273	320
销售费用	9,847	8,464	9,186	10,729	12,551
管理费用	2,591	2,962	3,008	3,513	4,110
研发费用	2,041	2,795	3,224	3,766	4,430
财务费用	865	724	634	605	527
资产减值损失	-390	-148	-55	-50	-45
公允价值变动收益	-353	579	350	350	350
投资净收益	3,565	2,284	2,342	2,735	3,199
<b>营业利润</b>	<b>4,494</b>	<b>4,721</b>	<b>5,829</b>	<b>7,033</b>	<b>8,346</b>
营业外收支	32	-43	-6	-6	-6
<b>利润总额</b>	<b>4,526</b>	<b>4,678</b>	<b>5,823</b>	<b>7,027</b>	<b>8,340</b>
所得税	782	738	873	1,054	1,251
<b>净利润</b>	<b>3,744</b>	<b>3,940</b>	<b>4,949</b>	<b>5,973</b>	<b>7,089</b>
少数股东损益	422	277	445	538	638
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,322</b>	<b>3,663</b>	<b>4,504</b>	<b>5,435</b>	<b>6,451</b>
EBITDA	3,823	4,165	4,605	5,312	5,910
EPS (元)	1.30	1.43	1.76	2.12	2.52

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,222</b>	<b>2,580</b>	<b>4,669</b>	<b>4,746</b>	<b>5,107</b>
净利润	3,744	3,940	4,949	5,973	7,089
折旧摊销	1,520	1,728	1,093	1,084	989
营运资金变动	-376	-1,230	506	-68	-259
其它	-1,666	-1,859	-1,879	-2,243	-2,712
<b>投资活动现金流</b>	<b>-172</b>	<b>-4,706</b>	<b>-1,172</b>	<b>-257</b>	<b>888</b>
资本支出	-3,928	-4,428	-1,813	-1,802	-1,131
投资变动	3,011	254	-2,000	-1,500	-1,500
其他	745	-532	2,642	3,045	3,519
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,936</b>	<b>1,467</b>	<b>329</b>	<b>10</b>	<b>-1,191</b>
银行借款	11,501	17,961	-116	0	-1,000
股权融资	3,190	1,248	0	0	0
其他	-16,628	-17,742	445	10	-191
<b>现金净增加额</b>	<b>1,109</b>	<b>-959</b>	<b>3,826</b>	<b>4,499</b>	<b>4,804</b>
期初现金余额	7,175	8,284	9,962	13,788	18,287
期末现金余额	8,284	7,325	13,788	18,287	23,091

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	14.7%	6.0%	18.9%	16.8%	17.0%
营业利润增长	27.1%	5.1%	23.5%	20.7%	18.7%
归母净利润增长	22.7%	10.3%	23.0%	20.7%	18.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	59.6%	55.7%	53.2%	53.5%	53.5%
净利率	13.1%	13.0%	13.7%	14.2%	14.4%
ROE	10.4%	9.9%	10.8%	11.6%	12.0%
ROIC	3.1%	2.9%	3.9%	4.3%	4.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.5%	45.1%	44.3%	43.1%	41.3%
净负债比率	94.2%	82.0%	79.5%	75.8%	70.3%
流动比率	1.17	1.01	1.17	1.33	1.53
速动比率	0.92	0.74	0.91	1.05	1.22
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.38	0.36	0.39	0.42	0.45
应收账款周转率	6.54	6.64	6.64	6.64	6.64
存货周转率	7.25	5.87	6.24	6.54	6.54
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.30	1.43	1.76	2.12	2.52
每股经营现金流	1.26	1.01	1.82	1.85	1.99
每股净资产	12.44	14.44	16.21	18.35	20.89
<b>估值比率</b>					
P/E	20.52	37.78	28.29	23.44	19.75
P/B	2.14	3.74	3.07	2.71	2.38
EV/EBITDA	21.07	36.60	30.13	25.42	21.97

## 广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 朱新彦：高级研究员，硕士，毕业于香港中文大学，本科毕业于武汉大学，2021年3月加入广发证券，曾任职于兴业证券医药组。
- 肖鸿德：高级研究员，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。
- 李桢桐：硕士，毕业于复旦大学，2021年2月加入广发证券。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。