

600196.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 42.52

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	(11.8)	(15.2)	(0.0)	(20.1)
相对上证指数	6.2	(7.8)	11.5	(6.2)

发行股数(百万)	2,563
流通股(%)	78
总市值(人民币 百万)	108,974
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,543
净负债比率(%) (2022E)	4
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2022年4月28日收市价为标准

相关研究报告

《复星医药: 新品种进入收获期, 金融资产价值提升》20210824

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

 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: 化学制药

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

新品种带动销售增长, 斯鲁利单抗获批上市

2022年4月26日晚, 公司公告2022年第一季度业绩情况。报告期内, 公司实现营业收入103.82亿元, 同比增长28.87%; 归母净利润4.63亿元, 同比减少45.41%; 归母扣非净利润8.01亿元, 增长21.73%。

支撑评级的要点

- **新产品成长为业绩主引擎, 收入结构得到优化。**2021年下半年上市的汉曲优(曲妥珠单抗)、苏可欣(马来酸阿伐曲泊帕), Gland Pharma的肝素系列产品, 以及新冠mRNA疫苗复必泰继续作为增长的主引擎带动销售收入增长。其中, 截至2022年3月末, 复必泰在港澳台地区已累计接种约2400万剂。根据公司年报, 截至2022年2月末, 复必泰于港澳台地区累计接种超2000万剂。受香港疫情刺激, 复必泰接种速度有所提升。除复必泰外, 其余新品种有望继续带来销售增量。
- **BNTX 股价下跌拖累净利润。**净利润下滑主要原因在于公允价值变动带来的负收益, 公司所持有的BioNTech股票报告期末的股价下滑明显, 导致公司公允价值变动净收益约-13.58亿元, 而2021年末约-9.70亿元, 2021年同期为5370万元。公司报告期内非经常性损益为-3.38亿元, 2021年同期非经常性损益为1.89亿元, 同比减少5.27亿元。剔除非经常性损益影响, 公司归母扣非净利润约8.01亿元, 增长21.73%。
- **国内迎来第七款PD-1单抗。**2022年3月26日, 公司PD-1类产品斯鲁利单抗的上市申请获国家药监局附条件批准, 适应症为治疗不可切除或转移性高度微卫星不稳定型成人晚期实体瘤, 是国内第七款获批的PD-1产品。2021年9月, 斯鲁利单抗第二个适应症鳞状非小细胞肺癌(联合化疗、一线)也获受理。

估值

- 根据公司公告业绩, 我们上调了2022-2023年公司净利润预测至53.37亿元/65.14亿元(原预测为53.37亿元/61.89亿元), 并新增2024年净利润预测72.62亿元, 维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 研发不及预期, 销售不及预期, 集采风险, 上市审批风险, 其他政策风险, 国际事件引起的国际业务变化及汇率变化。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	30,307	39,005	44,289	50,601	56,961
变动(%)	6	29	14	14	13
净利润(人民币 百万)	3,663	4,735	5,337	6,514	7,262
全面摊薄每股收益(人民币)	1.429	1.848	2.082	2.541	2.833
变动(%)	10.3	29.3	12.7	22.1	11.5
此前全面摊薄每股收益(人民币)	1.429	1.745	2.082	2.415	n.a.
调整幅度(%)	n.a.	n.a.	0	5.2	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	29.8	23.0	20.4	16.7	15.0
价格/每股现金流量(倍)	42.2	27.6	39.9	22.8	12.0
每股现金流量(人民币)	1.01	1.54	1.07	1.86	3.53
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.9	23.4	19.0	15.7	12.3
每股股息(人民币)	0.430	0.000	0.208	0.340	0.221
股息率(%)	1.0	n.a.	0.5	0.8	0.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

业绩概览

2021 年年报：公司于 2022 年 3 月 23 日公布 2021 年报。报告期内，公司实现营业收入 390.05 亿元，同比增长 28.70%；归母净利润 47.35 亿元，同比增长 29.28%；归母扣非净利润 32.77 亿元，同比增长 20.60%；经营性现金流净额 39.49 亿元，同比增长 53.07%；研发投入共计 49.75 亿元，同比增长 24.28%，其中，研发费用为 38.34 亿元，同比增加 10.39 亿元，增长 37.17%。

2022Q1 季报：2022 年 4 月 26 日晚，公司公告 2022 年第一季度业绩情况。报告期内，公司实现营业收入 103.82 亿元，同比增长 28.87%；归母净利润 4.63 亿元，同比减少 45.41%；归母扣非净利润 8.01 亿元，增长 21.73%。

新产品成长为业绩主引擎，收入结构得到优化。

2021 年下半年上市的汉曲优（曲妥珠单抗）、苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕），Gland Pharma 的肝素系列产品，以及新冠 mRNA 疫苗复必泰继续作为增长的主引擎带动销售收入增长。其中，截至 2022 年 3 月末，复必泰在港澳台地区已累计接种约 2400 万剂。根据公司年报，截至 2022 年 2 月末，复必泰于港澳台地区累计接种超 2000 万剂。根据 2021 年年报，2021 年公司集团产品汉利康（利妥昔单抗，CD20）、汉曲优（曲妥珠单抗，HER2）、苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕片）等新品种销售持续增长。其中汉利康实现收入 16.90 亿元，同比增长 125.33%；汉曲优实现收入 9.30 亿元；苏可欣实现收入 4.26 亿元。根据 Frost&Sullivan 预测，2023 年国内抗 CD-20 单抗市场规模将达到 68 亿元，目前国内共有 3 款产品获批，分别为原研罗氏美罗华、信达生物达伯华、复宏汉霖汉利康。根据 Frost&Sullivan 预测，2030 年国内曲妥珠单抗市场规模将达到 130 亿元，目前国内已上市产品 3 款，分别为原研罗氏的赫赛汀、赫赛莱（恩美曲妥珠）、以及复宏汉霖的汉曲优。

除复必泰有不确定因素外，其余新品种有望继续带来销售增量。

研发不断推进，未来业绩增长有保障。

2021 年 6 月，复星凯特的奕凯达（阿基仑塞注射液）成为国内首个获批上市的 CAR-T 产品。截至 2022 年 2 月末，已有 23 个省市的惠民保以及超 40 项商业保险覆盖奕凯达，且已有约百人进入治疗流程。根据 Frost&Sullivan 预测，2023 年国内 CAR-T 市场规模将增长至 30 亿元，目前国内共有 2 款产批获批，分别为复星凯特的奕凯达和药明巨诺的倍诺达。2022 年 3 月 26 日，公司 PD-1 类产品斯鲁利单抗的上市申请获国家药监局附条件批准，适应症为治疗不可切除或转移性高度微卫星不稳定型成人晚期实体瘤，是国内第七款获批的 PD-1 产品。2021 年 9 月，斯鲁利单抗第二个适应症鳞状非小细胞肺癌（联合化疗、一线）也获受理。2021 年 10 月，原液和制剂生产线已通过 GMP 现场检查。

新冠口服药业务有望带来增量。

2022 年一季度，公司通过 MPP 分别获得默沙东 Molnupiravir 和辉瑞 Paxlovid 的生产许可，向中低收入国家供应上述药物（成品药及原料药）。全球新冠疫情持续，中低收入地区疫苗接种率普遍较低，根据 Johns Hopkins University 数据，截至 2022 年 3 月初，非洲接种新冠疫苗的比例仅为 19%，其中完成完整的基础免疫程序的比例仅为 13%。全球多项研究表明，未完成基础免疫程序的人群极易感染新型变异株 Omicron，并有很高风险发展为中重症甚至死亡，新冠特效药需求紧迫。预计 MPP 业务带来的业绩贡献能够在 2023 年逐步体现。

风险提示

研发不及预期，销售不及预期，集采风险，上市审批风险，其他政策风险，国际事件引起的国际业务变化及汇率变化。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	30,307	39,005	44,289	50,601	56,961
销售成本	(13,649)	(20,463)	(22,810)	(25,901)	(28,869)
经营费用	(12,575)	(13,642)	(15,776)	(17,974)	(20,241)
息税折旧前利润	4,083	4,901	5,703	6,726	7,852
折旧及摊销	(1,499)	(1,678)	(1,925)	(2,174)	(2,411)
经营利润(息税前利润)	2,585	3,223	3,778	4,552	5,440
净利息收入/(费用)	(724)	(464)	(664)	(432)	(432)
其他收益/(损失)	2,819	4,716	3,695	4,087	4,128
税前利润	4,680	7,475	6,809	8,207	9,136
所得税	(738)	(1,066)	(1,021)	(1,231)	(1,370)
少数股东权益	277	252	451	462	504
净利润	3,663	4,735	5,337	6,514	7,262
核心净利润	4,212	6,120	5,343	6,519	7,267
每股收益(人民币)	1.429	1.848	2.082	2.541	2.833
核心每股收益(人民币)	1.644	2.388	2.085	2.543	2.835
每股股息(人民币)	0.430	0.000	0.208	0.340	0.221
收入增长(%)	6	29	14	14	13
息税前利润增长(%)	(4)	25	17	21	20
息税折旧前利润增长(%)	1	20	16	18	17
每股收益增长(%)	10	29	13	22	11
核心每股收益增长(%)	(11)	45	(13)	22	11

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	9,962	10,308	15,607	14,757	19,710
应收帐款	5,113	6,868	7,602	9,165	8,990
库存	5,163	5,472	7,486	7,675	8,423
其他流动资产	4,847	7,776	4,746	6,892	6,201
流动资产总计	25,085	30,425	35,441	38,489	43,324
固定资产	12,257	12,537	12,464	12,123	11,392
无形资产	11,499	13,433	13,951	14,743	15,290
其他长期资产	25,845	27,024	27,548	28,141	29,032
长期资产总计	49,601	52,994	53,964	55,006	55,713
总资产	83,686	93,294	98,380	101,774	106,451
应付帐款	3,289	5,064	4,274	6,387	5,438
短期债务	7,916	9,420	7,916	3,958	0
其他流动负债	13,667	14,826	15,219	15,440	17,104
流动负债总计	24,872	29,310	27,410	25,785	22,542
长期借款	8,476	9,049	10,135	9,371	9,669
其他长期负债	4,354	6,559	5,939	5,617	6,039
股本	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
储备	35,366	37,895	42,698	48,341	55,038
股东权益	37,929	2,905	45,261	50,904	57,601
少数股东权益	8,989	9,184	9,634	10,097	10,600
总负债及权益	83,686	93,294	98,380	101,774	106,451
每股帐面价值(人民币)	14.80	1.13	17.66	19.86	22.47
每股有形资产(人民币)	10.31	(4.11)	12.22	14.11	16.51
每股净负债/(现金)(人民币)	1.99	2.27	(0.21)	(1.43)	(4.90)

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	4,680	7,475	6,809	8,207	9,136
折旧与摊销	1,499	1,678	1,925	2,174	2,411
净利息费用	724	464	664	432	432
运营资本变动	(31)	674	1,241	(1,749)	2,050
税金	(463)	(2,236)	(1,021)	(1,231)	(1,370)
其他经营现金流	(3,829)	(4,107)	(6,884)	(3,061)	(3,602)
经营活动产生的现金流	2,580	3,949	2,734	4,771	9,056
购买固定资产净值	532	1,935	2,371	2,623	2,228
投资减少/增加	1,241	3,527	3,491	3,466	3,813
其他投资现金流	(6,480)	(9,318)	(2,759)	(6,445)	(5,044)
投资活动产生的现金流	(4,706)	(3,857)	3,103	(355)	997
净增权益	(1,102)	0	(534)	(870)	(566)
净增债务	5,844	(816)	(1,285)	(3,180)	(4,399)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(3,275)	(42)	1,228	(1,318)	(357)
融资活动产生的现金流	1,467	(831)	(538)	(5,266)	(5,101)
现金变动	(659)	(740)	5,299	(850)	4,952
期初现金	9,533	9,962	10,308	15,607	14,757
公司自由现金流	(2,126)	92	5,837	4,416	10,053
权益自由现金流	4,442	(260)	5,217	1,668	6,086

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.5	12.6	12.9	13.3	13.8
息税前利润率(%)	8.5	8.3	8.5	9.0	9.6
税前利润率(%)	15.4	19.2	15.4	16.2	16.0
净利率(%)	12.1	12.1	12.0	12.9	12.7
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.3	1.5	1.9
利息覆盖率(倍)	3.6	6.9	5.7	10.5	12.6
净权益负债率(%)	13.7	67.5	4.5	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.9	1.0	1.2	1.5
估值					
市盈率(倍)	29.8	23.0	20.4	16.7	15.0
核心业务市盈率(倍)	25.9	17.8	20.4	16.7	15.0
市净率(倍)	2.9	37.6	2.4	2.1	1.9
价格/现金流(倍)	42.2	27.6	39.9	22.8	12.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.9	23.4	19.0	15.7	12.3
周转率					
存货周转天数	121.7	94.9	103.7	106.8	101.8
应收帐款周转天数	60.7	56.1	59.6	60.5	58.2
应付帐款周转天数	34.2	39.1	38.5	38.5	37.9
回报率					
股息支付率(%)	30.1	0.0	10.0	13.4	7.8
净资产收益率(%)	10.4	23.2	22.2	13.5	13.4
资产收益率(%)	2.7	3.1	3.4	3.9	4.4
已运用资本收益率(%)	1.5	2.5	2.6	2.2	2.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371