

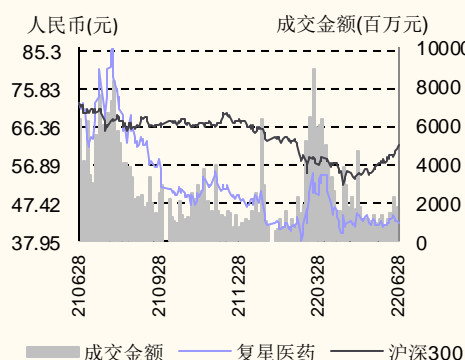
复星医药 (600196.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 42.69 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)	1,094.10
年内股价最高最低(元)	86.26/37.95
沪深 300 指数	4491
上证指数	3409



相关报告

- 1.《国金医药-复星医药年报点评-创新推动稳健成长，新冠 MPP 与疫...》，2022.3.24
- 2.《复星医药 3 季报点评-新品种放量持续，创新技术推进在望》，2021.10.27
- 3.《复星医药 2021 年中报点评-医药新品与 Gland 同比高增，成...》，2021.8.24
- 4.《与台签销售协议，mRNA 疫苗即将港澳台全覆盖-复星医药与台签...》，2021.7.12

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

引入安进 2 款新药，自研氟尿嘧啶申报上市

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	30,307	39,005	44,856	51,674	59,683
营业收入增长率	6.02%	28.70%	15.00%	15.20%	15.50%
归母净利润(百万元)	3,663	4,735	5,568	6,601	7,857
归母净利润增长率	10.27%	29.28%	17.58%	18.56%	19.02%
摊薄每股收益(元)	1.429	1.848	2.173	2.576	3.065
每股经营性现金流净额	0.99	1.52	1.48	2.05	2.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.90%	12.08%	12.72%	13.38%	13.99%
P/E	37.78	26.49	19.65	16.57	13.93
P/B	3.74	3.20	2.50	2.22	1.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022 年 6 月 27 日，公司公告，公司控股子公司 Fosun Pharm USA、江苏复星医药销售与安进控股子公司 Kai Pharma 签订《许可协议》，Kai Pharma 授予 Fosun Pharma USA 及江苏复星医药销售在中国境内（不包括港澳台地区）独家商业化 Parsabiv 和欧泰乐的许可权益。
- 2022 年 6 月 28 日，公司公告，控股子公司吉斯美自研氟尿嘧啶注射液注册申请获国家药监局受理。

评论

- **国际合作推进，Parsabiv、欧泰乐中国市场销售可期。**（1）Parsabiv 是一种新型钙感受体激动剂，已在美国和欧洲上市，用于治疗正接受血液透析治疗的成年慢性肾脏病患者的继发性甲状旁腺亢进（SHPT）。Parsabiv 在中国的上市申请已于 2021 年 5 月获得药监局受理。SHPT 是慢性肾病维持性血液透析患者常见并发症，中国透析患者人数已超 70 万，其中血液透析为最主要的治疗方式，SHPT 在血液透析患者中的发病率高达 47%-58%。全球已上市钙感受体激动剂有 Parsabiv、Regpara 和 Orkedia 等，根据 IQVIA 数据，2021 年钙感受体激动剂全球销售额约为 8.9 亿美元。2021 年，Parsabiv 全球销售额为 2.8 亿美元。（2）中国首个 PDE4 抑制剂欧泰乐，已于 2021 年 8 月获药监局批准，用于治疗接受光疗或系统治疗指征的中度至重度斑块银屑病的成人患者。欧泰乐是中国唯一获批用于该适应症的口服磷酸二酯酶 4（PDE4）抑制剂。中国银屑病患者约有 650 万，其中中重度患者占比 57.3%。（3）借助复星医药中国商业化能力，打开中国市场。根据协议，Fosun Pharma USA 向 Kai Pharma 支付至多 4700 万美元的首付款及监管里程碑，以及后续不超过 4000 万美元的销售里程碑款以及销售提成。
- **自研化药氟尿嘧啶注射液上市申请获受理，同类产品中国销售超 10 亿。**吉斯美氟尿嘧啶注射液拟用于治疗结肠与直肠腺癌、乳腺癌、胃腺癌以及胰腺癌，上海旭东海普、天津金耀、山西普德已有同类产品上市。根据艾昆纬（IQVIA）数据，氟尿嘧啶注射液同类产品在中国境内销售额约为 11.5 亿元。

盈利预测及投资建议

- 我们预计公司 2022/23/24 年营收 448.56/516.74/596.83 亿元，归属母公司净利润 55.68/66.01/78.57 亿元，EPS 2.17/2.58/3.07 元。公司目前股价对应 22/23/24 年 20/17/14 xPE，维持“买入”评级。

风险提示

- 新药研发及上市进程不达预期、集采等政策影响产品盈利能力的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	28,585	30,307	39,005	44,856	51,674	59,683	货币资金	9,533	9,962	10,308	12,455	14,204	16,184
增长率	14.7%	6.0%	28.7%	15.0%	15.2%	15.5%	应收账款	5,458	5,762	7,316	7,519	8,662	10,005
主营业务成本	-11,543	-13,431	-20,228	-23,280	-26,819	-30,976	存货	3,941	5,163	5,472	6,120	7,050	8,143
%销售收入	40.4%	44.3%	51.9%	51.9%	51.9%	51.9%	其他流动资产	1,472	4,199	7,328	7,352	8,134	8,467
毛利	17,042	16,876	18,777	21,576	24,855	28,708	流动资产	20,403	25,085	30,425	33,446	38,051	42,799
%销售收入	59.6%	55.7%	48.1%	48.1%	48.1%	48.1%	%总资产	26.8%	30.0%	32.6%	31.7%	33.3%	34.6%
营业税金及附加	-260	-217	-234	-270	-311	-359	长期投资	23,021	23,771	23,998	23,998	23,998	23,998
%销售收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	10,560	12,257	12,537	24,429	28,513	33,520
销售费用	-9,847	-8,464	-9,099	-10,464	-12,054	-13,923	%总资产	13.9%	14.6%	13.4%	23.1%	25.0%	27.1%
%销售收入	34.4%	27.9%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	无形资产	20,141	20,499	23,308	23,096	22,891	22,692
管理费用	-2,591	-2,962	-3,216	-3,588	-3,876	-4,058	非流动资产	55,716	58,601	62,869	72,218	76,048	80,810
%销售收入	9.1%	9.8%	8.2%	8.0%	7.5%	6.8%	%总资产	73.2%	70.0%	67.4%	68.3%	66.7%	65.4%
研发费用	-2,041	-2,795	-3,834	-4,216	-4,444	-4,596	资产总计	76,120	83,686	93,294	105,663	114,099	123,608
%销售收入	7.1%	9.2%	9.8%	9.4%	8.6%	7.7%	短期借款	8,921	14,912	14,548	21,804	15,505	16,201
息税前利润 (EBIT)	2,303	2,437	2,393	3,037	4,171	5,772	应付款项	6,304	7,405	10,060	10,599	11,647	13,333
%销售收入	8.1%	8.0%	6.1%	6.8%	8.1%	9.7%	其他流动负债	2,210	2,556	4,702	4,896	7,578	8,162
财务费用	-865	-724	-464	-990	-844	-901	流动负债	17,434	24,872	29,310	37,299	34,731	37,696
%销售收入	3.0%	2.4%	1.2%	2.2%	1.6%	1.5%	长期贷款	7,293	7,146	6,694	6,694	6,694	6,694
资产减值损失	487	0	0	0	0	0	其他长期负债	12,189	5,683	8,914	8,437	13,544	12,937
公允价值变动收益	-353	579	352	439	450	460	负债	36,915	37,702	44,918	52,430	54,969	57,327
投资收益	3,565	2,284	4,624	4,624	4,624	4,624	普通股股东权益	31,888	36,996	39,192	43,760	49,336	56,142
%税前利润	78.8%	48.8%	76.4%	65.0%	55.0%	46.4%	其中：股本	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
营业利润	4,494	4,721	6,314	7,110	8,401	9,955	未分配利润	15,126	17,505	21,040	25,608	31,184	37,990
营业利润率	15.7%	15.6%	16.2%	15.9%	16.3%	16.7%	少数股东权益	7,316	8,989	9,184	9,474	9,794	10,139
营业外收支	32	-43	-260	0	0	0	负债股东权益合计	76,120	83,686	93,294	105,663	114,099	123,608
税前利润	4,526	4,678	6,054	7,110	8,401	9,955	比率分析						
利润率	15.8%	15.4%	15.5%	15.9%	16.3%	16.7%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-782	-738	-1,066	-1,253	-1,480	-1,754	每股指标						
所得税率	17.3%	15.8%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	每股收益	1.296	1.429	1.848	2.173	2.576	3.065
净利润	3,744	3,940	4,987	5,858	6,921	8,202	每股净资产	12.442	14.435	15.292	17.075	19.250	21.906
少数股东损益	422	277	252	290	320	345	每股经营现金净流	1.215	0.985	1.516	1.480	2.054	2.048
归属于母公司的净利润	3,322	3,663	4,735	5,568	6,601	7,857	每股股利	0.390	0.430	0.390	0.390	0.400	0.410
净利率	11.6%	12.1%	12.1%	12.4%	12.8%	13.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.42%	9.90%	12.08%	12.72%	13.38%	13.99%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	4.36%	4.38%	5.08%	5.27%	5.79%	6.36%
净利润	3,744	3,940	4,987	5,858	6,921	8,202	投入资本收益率	2.99%	2.84%	2.63%	2.87%	3.96%	5.02%
少数股东损益	422	277	252	290	320	345	增长率						
非现金支出	2,008	1,981	2,852	1,607	1,685	1,762	主营业务收入增长率	14.72%	6.02%	28.70%	15.00%	15.20%	15.50%
非经营收益	-2,153	-2,112	-4,165	-3,536	-4,216	-4,217	EBIT增长率	10.16%	5.80%	-1.78%	26.92%	37.32%	38.40%
营运资金变动	-485	-1,285	210	-135	874	-498	净利润增长率	22.66%	10.27%	29.28%	17.58%	18.56%	19.02%
经营活动现金净流	3,113	2,525	3,884	3,794	5,264	5,249	总资产增长率	7.89%	9.94%	11.48%	13.26%	7.98%	8.33%
资本开支	-3,928	-4,428	-4,875	-11,033	-5,513	-6,524	资产管理能力						
投资	3,011	254	463	189	450	460	应收账款周转天数	51.0	53.8	49.6	49.6	49.6	49.6
其他	745	-532	556	4,624	4,624	4,624	存货周转天数	114.3	123.7	96.0	96.0	96.0	96.0
投资活动现金净流	-172	-4,706	-3,857	-6,220	-439	-1,441	应付账款周转天数	68.6	69.2	67.3	67.3	67.3	67.3
股权募资	3,190	1,248	952	0	0	0	固定资产周转天数	94.6	98.0	83.5	68.8	55.8	44.4
债权募资	-2,441	2,254	1,809	7,010	15,614	10,560	偿债能力						
其他	-2,691	-2,335	-3,728	-2,261	-1,883	-1,918	净负债/股东权益	29.35%	24.91%	18.70%	26.59%	10.33%	7.28%
筹资活动现金净流	-1,941	1,167	-966	4,749	13,731	8,642	EBIT利息保障倍数	2.7	3.4	5.2	3.1	4.9	6.4
现金净流量	1,000	-1,015	-939	2,324	18,556	12,450	资产负债率	48.50%	45.05%	48.15%	49.62%	48.18%	46.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	8	14	21	43
增持	0	1	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.22	1.22	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。

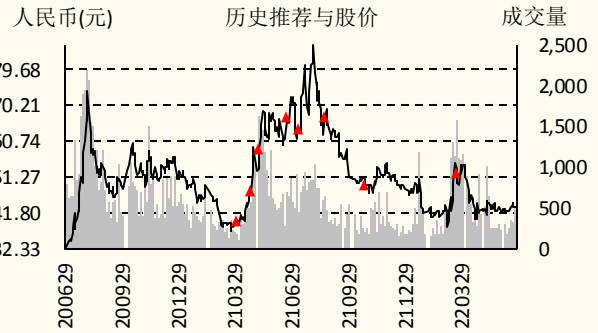
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-04-02	买入	40.15 N/A
2	2021-04-27	买入	49.48 N/A
3	2021-05-10	买入	54.65 N/A
4	2021-06-23	买入	67.23 N/A
5	2021-07-12	买入	63.60 N/A
6	2021-08-24	买入	68.44 N/A
7	2021-10-27	买入	50.91 N/A
8	2022-03-24	买入	50.54 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，不作为或被视为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