

复星医药(600196)

报告日期: 2022年7月25日

点评报告

行业公司研究—生物制品行业

证券研究报告

阿兹夫定独家，看好创新兑现

——复星医药事件点评

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 郭双喜 执业证书编号: S1230521110002
✉️ : sunjian@stocke.com.cn、guoshuangxi@stocke.com.cn

报告导读

公司签署阿兹夫定独家商业化合作协议，我们看好公司国际化能力持续提升，以及创新增量持续兑现，维持推荐。

投资要点

□ 事件：获阿兹夫定独家商业化合作授权

2022年7月25日，真实生物的阿兹夫定片获CDE应急附条件批准用于治疗普通型新冠肺炎成年患者。

同日复星医药控股子公司复星医药产业与真实生物签订《战略合作协议》，双方联合开发并由复星医药产业独家商业化阿兹夫定。

合作领域：新冠病毒、艾滋病治疗及预防领域；

拟合作区域：区域1（即中国境内，不包括港澳台地区）以及区域2（区域1以外的全球地区，但不包括俄罗斯、乌克兰、巴西及其他南美洲国家和地区）。

合作费用：复星医药产业应不晚于本协议签署生效后的5个工作日内支付真实生物1亿+区域1合作复星医药产业应在确认该尽调和评估结果符合预期后的7个工作日内，向真实生物支付3.995亿+经尽调及评估后，如认为合作产品适合在区域2进行开发和商业化，双方应就区域2合作签订补充协议，且复星医药产业应于该补充协议生效后的10个工作日内向真实生物支付3亿；

分成：区域1根据销售渠道的不同，毛利由复星医药产业和真实生物按照50%:50%或55%:45%的比例进行分配。区域2分成待确认。

□ 国际化：能力持续提升，值得期待

2021年公司大陆以外国家和地区收入达到135.99亿（占比34.86%，2020年为81.88亿占比27.02%）。海外商业化团队已超1,200人，能力持续提升。公司致力于打造美国市场为第二总部，建设研产销全能力，非洲市场已覆盖39个国家和地区。依托Gland、Sisram以及公司在亚非拉地区的销售网络布局，未来仍有较大的发展空间。本次与真实生物在区域2进一步合作若推进，有望打开海外更广阔市场。

□ 创新化：拐点持续验证，看好创新增量持续兑现

从2019年开始公司创新药持续进入商业化阶段，利妥昔、曲妥珠、CAR-T、阿伐曲泊帕、PD-1、复必泰等陆续商业化后，创新药持续放量，创新占比持续提升。2021年复必泰、汉利康、汉曲优、苏可欣等在内的新品和次新品收入在制药业务中收入占比超过25%。我们看好公司销售能力持续兑现下，创新占比持续提升，阿兹夫定弹性也值得期待。也验证了我们2019年以来对公司“整合能力提升+创新增量催化，业绩迎来兑现期”的判断

□ 盈利预测及估值

我们预计2022-2024年公司EPS为2.14、2.47、2.83元/股，2022年7月25日收盘价对应2022年PE为23倍（对应2023年PE为20倍），维持“买入”评级。

□ 风险提示

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥48.94

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.25
4Q/2021	0.41
3Q/2021	0.46
2Q/2021	0.69



公司简介

公司是在中国医药行业处于领先地位的上市公司，专注现代生物医药健康产业。

相关报告

- 1 《【浙商医药】复星医药 2022Q1：创新驱动强，看好持续兑现 20220426》 2022.04.27
- 2 《【浙商医药】复星医药 2021：创新持续发力，创新转型拐点确认 20220323》 2022.03.23
- 3 《【浙商医药】复星医药：复宏汉霖创新+国际化持续发力，看好2022年成长 20220316》 2022.03.16
- 4 《【浙商医药】复星医药 21Q3：符合预期，看好H2业绩表现》 2021.10.27
- 5 《【浙商医药】复星医药 2021H1：符合预期，看好H2业绩表现》 2021.08.24

审评进度不及预期风险；产品销售不及预期；市场竞争风险；临床结果不及预期风险；政策风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	39005	44074	50312	57908
(+/-)	28.70%	12.99%	14.15%	15.10%
净利润	4735	5480	6328	7250
(+/-)	37.84%	15.72%	15.48%	14.57%
每股收益(元)	1.85	2.14	2.47	2.83
P/E	26.49	22.89	19.82	17.30

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	30425	33776	38499	43865
现金	10308	9576	10401	11582
交易性金融资产	4241	5000	5300	5500
应收账款	6045	7262	9064	10769
其它应收款	823	1014	1258	1737
预付账款	1738	2081	2393	2762
存货	5472	6935	7975	9207
其他	1797	1909	2109	2309
非流动资产	62869	64954	69481	74138
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	22684	23080	25430	27980
固定资产	8919	10396	11725	12928
无形资产	10276	11275	12273	13272
在建工程	3616	2944	2829	2753
其他	17374	17260	17224	17206
资产总计	93294	98730	107980	118003
流动负债	29310	29650	32691	35399
短期借款	9420	7898	8411	9311
应付款项	5064	6100	6650	7700
预收账款	0	0	0	0
其他	14826	15652	17629	18388
非流动负债	15608	14966	14584	14386
长期借款	6694	6094	5694	5494
其他	8914	8872	8890	8892
负债合计	44918	44616	47275	49785
少数股东权益	9184	9442	9705	9968
归属母公司股东权	39192	44672	51000	58249
负债和股东权益	93294	98730	107980	118003
现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3949	2046	1906	2697
净利润	4987	5738	6592	7513
折旧摊销	1792	1217	1308	1396
财务费用	464	545	499	502
投资损失	(4624)	(4300)	(4700)	(5000)
营运资金变动	2349	434	(501)	(103)
其它	(1020)	(1589)	(1291)	(1610)
投资活动现金流	(3857)	121	(1473)	(1273)
资本支出	(279)	(1303)	(1802)	(1802)
长期投资	(374)	(396)	(2350)	(2550)
其他	(3203)	1820	2679	3079
筹资活动现金流	(831)	(2899)	392	(244)
短期借款	1504	(1522)	513	899
长期借款	(452)	(600)	(400)	(200)
其他	(1884)	(777)	279	(943)
现金净增加额	(740)	(732)	825	1181

利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	39005	44074	50312	57908
营业成本	20228	23118	26584	30690
营业税金及附加	234	242	252	290
营业费用	9099	10137	11320	12740
管理费用	3216	3570	4025	4575
研发费用	3834	4407	5132	6022
财务费用	464	545	499	502
资产减值损失	904	309	302	290
公允价值变动损益	352	500	600	700
投资净收益	4624	4300	4700	5000
其他经营收益	312	500	600	700
营业利润	6314	7046	8099	9200
营业外收支	(260)	(124)	(123)	(123)
利润总额	6054	6921	7976	9076
所得税	1066	1183	1384	1564
净利润	4987	5738	6592	7513
少数股东损益	252	258	264	263
归属母公司净利润	4735	5480	6328	7250
EBITDA	8378	8834	9932	11124
EPS (最新摊薄)	1.85	2.14	2.47	2.83
主要财务比率				
	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	28.70%	12.99%	14.15%	15.10%
营业利润	40.51%	11.59%	14.95%	13.60%
归属母公司净利润	37.84%	15.72%	15.48%	14.57%
获利能力				
毛利率	48.14%	47.55%	47.16%	47.00%
净利率	12.79%	13.02%	13.10%	12.97%
ROE	10.04%	10.69%	11.02%	11.25%
ROIC	8.57%	9.50%	9.67%	9.92%
偿债能力				
资产负债率	48.15%	45.19%	43.78%	42.19%
净负债比率	47.29%	42.33%	41.84%	40.25%
流动比率	1.04	1.14	1.18	1.24
速动比率	0.85	0.91	0.93	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.46	0.49	0.51
应收帐款周转率	7.36	6.74	6.45	6.30
应付帐款周转率	5.43	4.62	4.62	4.72
每股指标(元)				
每股收益	1.85	2.14	2.47	2.83
每股经营现金	1.54	0.80	0.74	1.05
每股净资产	15.29	17.43	19.90	22.73
估值比率				
P/E	26.49	22.89	19.82	17.30
P/B	3.20	2.81	2.46	2.15
EV/EBITDA	15.84	16.09	14.31	12.70

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>