

2022年07月26日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

60/38

公司基本资讯

| | | | |
|-----------------|-------------------------|------|-------|
| 產業別 | 医药生物 | | |
| A 股价(2022/7/25) | 47.42 | | |
| 上证指数(2022/7/25) | 3277.44 | | |
| 股價 12 個月高/低 | 90.5/36.7 | | |
| 總發行股數(百萬) | 2562.90 | | |
| A 股數(百萬) | 2010.96 | | |
| A 市值(億元) | 953.60 | | |
| 主要股東 | 上海复星高科技(集团)有限公司(36.60%) | | |
| 每股淨值(元) | 14.52 | | |
| 股價/賬面淨值 | 3.27 | | |
| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
| 股价涨跌(%) | 9.5 | 11.8 | -38.2 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2022/03/23 | 49.88 | 买进 |
| 2021/08/25 | 67.88 | 买进 |

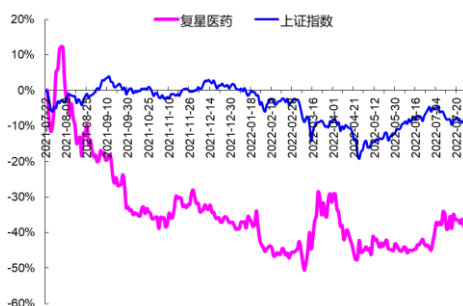
产品组合

| | |
|---------|-------|
| 药品制造与研发 | 61.4% |
| 医疗器械及服务 | 15.1% |
| 医药分销和零售 | 13.4% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 基金 | 3.5% |
| 一般法人 | 51.4% |

股价相对大盘走势



复星医药(600196.SH/2196.HK) buy 买进

签约获得首家国产新冠药物商业化权利，丰富新冠产品线

事件:

公司发布公告，控股子公司复星医药产业与真实生物签订《战略合作协议》，就推进双方联合开发并由复星医药产业独家商业化阿兹夫定等事宜达成战略合作。本次合作领域包括新冠病毒、艾滋病治疗及预防领域；拟合作区域为中国境内（不包括港澳台地区）以及大部分全球地区（不包括俄罗斯、乌克兰、巴西及其他南美洲国家和地区）。

点评:

- 阿兹夫定可显著改善新冠患者临床症状:** 阿兹夫定为中国自主研发的口服小分子药物，为广谱 RNA 病毒抑制剂，并已在 2021 年 7 月 20 日获得 NMPA 附条件批准与其他逆转录酶抑制剂联用治疗高病毒载量的成年艾滋病患者。由于可以抑制新冠病毒 RNA 聚合酶，先后在俄罗斯、巴西等进行三期双盲试验。根据真实生物公布的 III 期临床结果显示，首次给药后第 7 天临床症状改善的受试者比例为阿兹夫定组 40.43%，安慰剂组 10.87% (P 值<0.001)，阿兹夫定片可以显著缩短中度的新型冠状病毒感染肺炎患者症状改善时间，提高临床症状改善的患者比例，达到临床优效结果。此次获得 NMPA 应急附条件批准用于普通型新冠肺炎成年患者，为国内首个获批的治疗新冠小分子药物，如果按一疗程 35mg 及参考艾滋病适应症价格 25.86/mg 计算，每疗程需约 900 元，低于目前已在国内获批的辉瑞 paxlovid 每疗程 2300 元的费用，将有利于中国新冠防疫。
- 复星获得全球大部分区域商业化权利，国内毛利均分:** 复星医药获得独家商业化权益，合作领域包括阿兹夫定所有与新冠病毒及艾滋病治疗和预防的相关领域，合作区域为中国境内（不包括港澳台地区）以及大部分全球地区（不包括俄罗斯、乌克兰、巴西及其他南美洲国家和地区）。公司在签署协议及完成尽调后将合计支付真实生物约 8 亿元，后续在国内区域销售的毛利率将根据销售区域的不同，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，海外收益分成后续补充约定。我们认为凭借公司国内外强大的商业化能力，将可快速推进上量。
- 新冠产品布局丰富:** 新冠疫情后，公司全方位布局新冠预防及诊疗领域，目前新冠 mRNA 疫苗复必泰已在港澳台接种，大陆目前处于临床二期，并在小分子治疗领域已获得了 MPP 许可可在 95 个中低收入国家生产销售默沙东的 Molnupiravir 以及辉瑞的奈玛特韦/利托那韦组合。此外，公司在检测领域也有新冠病毒核酸检盒以及抗原检测盒产品布局，此次获得阿兹夫定商业化权利将丰富公司产品线，为公司提供更多业绩弹性。
- 盈利预测:** 展望未来，公司创新产品陆续进入收获期，mRNA 新冠疫苗、新冠小分子药物等具备较大的业绩弹性，国际化布局也为未来增长打开空间。我们预计公司 2022 年、2023 年实现净利润 58.3 亿元和 70.3 亿元，YOY 分别+23.0%、+20.7%，EPS 分别为 2.3 元、2.7 元，对应 A 股 PE 分别为 22 倍/18 倍，对应 H 股 PE 分别为 11 倍/9 倍，A 股估值合理，H 股估值偏低，我们继续给予 A/H 股“买进”的投资评级。
- 风险提示:** 疫苗获批及销售不及预期，新冠药物销售不及预期，新产品研发进度不及预期，并购企业业绩不达预期，商誉减值风险

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 3322 | 3663 | 4735 | 5825 | 7033 |
| 同比增减 | % | 22.66 | 10.27 | 29.28 | 23.01 | 20.74 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 1.30 | 1.43 | 1.85 | 2.27 | 2.74 |
| 同比增减 | % | 21.50 | 10.00 | 29.37 | 22.85 | 20.74 |
| A 股市盈率 (P/E) | X | 37.65 | 34.22 | 26.45 | 21.53 | 17.83 |
| H 股市盈率 (P/E) | X | 19.53 | 17.76 | 13.73 | 11.17 | 9.25 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.39 | 0.43 | 0.56 | 0.68 | 0.82 |
| GON 股息率 (Yield) | % | 0.80 | 0.88 | 1.14 | 1.39 | 1.68 |

【投资评等说明】

| 评等 | 定义 |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy) | 潜在上涨空间 \geq 35% |
| 买进 (Buy) | $15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$ |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$ |
| 中立 (Neutral) | 无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 百万元 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 28585 | 30307 | 39005 | 46829 | 55264 |
| 经营成本 | 11543 | 13431 | 20228 | 22912 | 25244 |
| 营业税金及附加 | 260 | 217 | 234 | 281 | 332 |
| 销售费用 | 9847 | 8464 | 9099 | 10771 | 13816 |
| 管理费用 | 2591 | 2962 | 3216 | 3793 | 4421 |
| 财务费用 | 865 | 724 | 464 | 375 | 553 |
| 资产减值损失 | 390 | | | 0 | 0 |
| 投资收益 | 3565 | 2284 | 4624 | 2750 | 3000 |
| 营业利润 | 4494 | 4721 | 6314 | 7190 | 8702 |
| 营业外收入 | 77 | 23 | 29 | 120 | 120 |
| 营业外支出 | 45 | 66 | 289 | 20 | 20 |
| 利润总额 | 4526 | 4678 | 6054 | 7290 | 8802 |
| 所得税 | 782 | 738 | 1066 | 1094 | 1320 |
| 少数股东损益 | 422 | 277 | 252 | 372 | 449 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 3322 | 3663 | 4735 | 5825 | 7033 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金 | 9533 | 9962 | 10308 | 10824 | 11365 |
| 存货 | 4368 | 4565 | 6029 | 7235 | 8682 |
| 应收账款 | 3941 | 5163 | 5472 | 6457 | 7620 |
| 流动资产合计 | 20403 | 25085 | 30425 | 35901 | 42363 |
| 长期股权投资 | 20930 | 22309 | 22684 | 23137 | 23600 |
| 固定资产 | 7410 | 8136 | 8919 | 9454 | 9832 |
| 无形资产及其他资产合计 | 3150 | 4122 | 3618 | 3075 | 2614 |
| 资产总计 | 55716 | 58601 | 62869 | 66641 | 70640 |
| 流动负债合计 | 76120 | 83686 | 93294 | 102542 | 113003 |
| 长期负债合计 | 17434 | 24872 | 29310 | 33706 | 38762 |
| 负债合计 | 19482 | 12829 | 15608 | 17637 | 19930 |
| 少数股东权益 | 36915 | 37702 | 44918 | 51344 | 58693 |
| 股东权益合计 | 7316 | 8989 | 9184 | 9367 | 9555 |
| 负债及股东权益合计 | 31888 | 36996 | 39192 | 41831 | 44756 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 3222 | 2580 | 3949 | 4,581 | 5,176 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -172 | -4706 | -3857 | -3364 | -3653 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -1936 | 1467 | -831 | -1030 | -1180 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 1109 | -959 | -874 | 187 | 343 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。