

复星医药

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

(600196.SH)

抗疫品种添新元，复必泰二价苗获中国香港 EUA

事件

2022年11月19日，公司公告其许可项目进展：项目，是复星医药产业于2020年3月获得德国 BioNTech 授权，在约定许可区域内独家开发、商业化基于其专有的 mRNA 技术平台研发的、针对新冠病毒的疫苗产品；进展，是复必泰二价疫苗获中国香港紧急使用认可。

点评

复必泰二价新冠疫苗在中国香港和中国澳门获批 EUA。 (1) 复必泰原始株 / Omicron 变异株 BA. 4-5 二价疫苗 (每剂 30 微克) 已分别获前述监管特别许可，可用于当地 12 岁及以上人群加强接种。(2) 这是已上市复必泰 BNT162b2 的迭代和补充。复必泰二价疫苗每剂含有 15 微克编码原始毒株刺突蛋白的 mRNA 和 15 微克编码奥密克戎 BA. 4/BA. 5 变异毒株刺突蛋白的 mRNA。除了添加奥密克戎 BA. 4/BA. 5 刺突蛋白的 mRNA 序列外，疫苗的所有其他成分保持不变。(3) 此前，2020年3月16日，公司已获 BioNTech 授权，在中国内地及港澳台地区独家开发及商业化基于其专有的 mRNA 技术平台研发的新冠疫苗。mRNA 新冠疫苗复必泰已于 2021 年 3 月在港澳地区纳入政府接种计划，并于 2021 年 9 月在中国台湾地区开始接种。

防疫优化与第四针推进在即，mRNA 疫苗进展为公司业绩与发展再添弹性。 (1) 公司此前早在 2021 年 5 月已与 BioNTech 签约，于上海设立合资公司，复星医药产业拟以现金/厂房/生产设施等、BioNTech 以相关生产技术和专利技术许可等，各出资不超过 1 亿美元，各占 50% 注册资本。合资公司设立于中国上海，期限 15 年。规划年产能 10 亿剂 mRNA 新冠疫苗。合资公司的产品销售，将由复星医药产业之关联公司为 CSO (不含港澳台)，并支付后者相应费用。合资公司实现本地化生产和商业化之前，仍按原协议，即复星医药获得 60-65% 的毛利提成。(2) 我们认为，公司在 mRNA 领域的抢先布局，是公司国际化专业决策力的佐证，为公司在此类前沿技术中抢得先机。(3) 不过，mRNA 疫苗的生产中，材料与过程都相对复杂，且复必泰二价苗在中国内地获批与否也存在较大的不确定性。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计公司 2022/23/24 年营收 449/517/597 亿元，归母净利润 39.84/53.73/66.55 亿元。公司目前股价对应 2022/23/24 年 PE 为 26/19/15 倍。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发及上市进程不达预期、集采等政策影响盈利能力等风险。

医药组

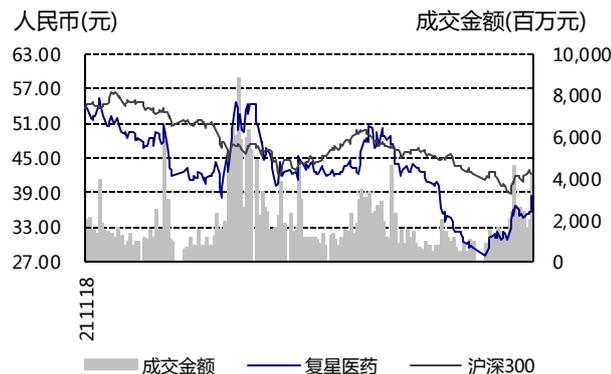
分析师：赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：38.44 元

相关报告：

- 《复星医药三季报点评-创新驱动产品优化持续，CART 二线申请获...》，2022.10.31
- 《复星医药中报点评-新药占比提升，股权激励推出，研发投入强劲》，2022.8.30
- 《复星医药点评-增持杏脉、复拓，数字医疗、创新孵化再发力》，2022.8.1



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	3,984	5,373	6,655
归母净利润增长率	10%	29%	-15.87%	34.86%	23.86%
摊薄每股收益(元)	1.429	1.848	1.492	2.012	2.493
每股经营性现金流净额	0.99	1.52	1.13	1.89	2.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.90%	12.01%	8.66%	10.81%	12.19%
P/E	37.78	26.49	25.76	19.10	15.42
P/B	3.74	3.18	2.23	2.07	1.88

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	28,585	30,307	39,005	44,856	51,674	59,683
增长率	14.72%	6.0%	28.7%	15.0%	15.2%	15.5%
主营业务成本	-11,543	-13,431	-20,228	-23,280	-26,819	-30,976
%销售收入	40.4%	44.3%	51.9%	51.9%	51.9%	51.9%
毛利	17,042	16,876	18,777	21,576	24,855	28,708
%销售收入	59.6%	55.7%	48.1%	48.1%	48.1%	48.1%
营业税金及附加	-260	-217	-234	-228	-263	-303
%销售收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-9,847	-8,464	-9,099	-9,868	-10,335	-11,340
%销售收入	34.4%	27.9%	23.3%	22.0%	20.0%	19.0%
管理费用	-2,591	-2,962	-3,216	-3,588	-3,876	-4,058
%销售收入	9.1%	9.8%	8.2%	8.0%	7.5%	6.8%
研发费用	-2,041	-2,795	-3,834	-4,396	-5,064	-5,849
%销售收入	7.1%	9.2%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	2,303	2,437	2,393	3,495	5,318	7,157
%销售收入	8.1%	8.0%	6.1%	7.8%	10.3%	12.0%
财务费用	-865	-724	-464	-486	-441	-448
%销售收入	3.0%	2.4%	1.2%	1.1%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-487	-253	-904	-700	-800	-1,000
公允价值变动收益	-353	579	352	-1,409	-1,409	-1,409
投资收益	3,565	2,284	4,624	4,600	4,600	4,600
%税前利润	78.8%	48.8%	76.4%	84.0%	63.5%	51.8%
营业利润	4,494	4,721	6,314	5,649	7,418	9,050
营业利润率	15.7%	15.6%	16.2%	12.6%	14.4%	15.2%
营业外收支	32	-43	-260	-175	-175	-175
税前利润	4,526	4,678	6,054	5,474	7,243	8,875
利润率	15.8%	15.4%	15.5%	12.2%	14.0%	14.9%
所得税	-782	-738	-1,066	-1,175	-1,554	-1,904
所得税率	17.3%	15.8%	17.6%	21.5%	21.5%	21.5%
净利润	3,744	3,940	4,987	4,300	5,689	6,971
少数股东损益	422	277	252	316	316	316
归属于母公司的净利润	3,322	3,663	4,735	3,984	5,373	6,655
净利率	11.6%	12.1%	12.1%	8.9%	10.4%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3,744	3,940	4,987	4,300	5,689	6,971
少数股东损益	422	277	252	316	316	316
非现金支出	2,008	1,981	2,852	2,365	2,648	3,025
非经营收益	-2,153	-2,112	-4,165	-2,217	-2,404	-2,462
营运资金变动	-485	-1,285	210	-1,427	-886	-993
经营活动现金净流	3,113	2,525	3,884	3,021	5,047	6,541
资本开支	-3,928	-4,428	-4,875	-5,744	-3,655	-4,055
投资	3,011	254	463	-2,609	-1,409	-1,409
其他	745	-532	556	4,590	4,600	4,600
投资活动现金净流	-172	-4,706	-3,857	-3,763	-464	-864
股权募资	3,190	1,248	952	4,418	0	0
债权募资	-2,441	2,254	1,809	1,027	-604	-1,391
其他	-2,686	-2,034	-3,593	-2,558	-2,293	-2,289
筹资活动现金净流	-1,936	1,467	-831	2,887	-2,897	-3,681
现金净流量	1,000	-1,015	-939	2,146	1,685	1,996

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,533	9,962	10,308	12,277	13,833	15,735
应收款项	5,458	5,762	7,316	9,152	10,402	12,014
存货	3,941	5,163	5,472	6,378	7,054	8,147
其他流动资产	1,472	4,199	7,328	7,958	8,312	8,727
流动资产	20,403	25,085	30,425	35,765	39,600	44,624
%总资产	26.8%	30.0%	32.6%	34.8%	36.8%	39.3%
长期投资	23,021	23,771	23,998	25,058	25,158	25,258
固定资产	10,560	12,257	12,537	12,659	12,844	13,067
%总资产	13.9%	14.6%	13.4%	12.3%	11.9%	11.5%
无形资产	20,141	20,499	23,308	25,953	26,548	27,126
非流动资产	55,716	58,601	62,869	67,137	67,969	68,824
%总资产	73.2%	70.0%	67.4%	65.2%	63.2%	60.7%
资产总计	76,120	83,686	93,294	102,902	107,569	113,448
短期借款	8,921	14,912	14,548	11,627	11,023	9,632
应付款项	6,304	7,405	10,060	11,587	12,439	13,999
其他流动负债	2,210	2,556	4,702	8,231	8,772	9,340
流动负债	17,434	24,872	29,310	31,444	32,234	32,971
长期贷款	7,293	7,146	6,694	6,694	6,694	6,694
其他长期负债	12,189	5,683	8,668	9,272	9,143	9,050
负债	36,915	37,702	44,672	47,411	48,071	48,714
普通股股东权益	31,888	36,996	39,438	45,992	49,683	54,602
其中：股本	2,563	2,563	2,563	2,670	2,670	2,670
未分配利润	15,126	17,505	21,040	23,421	27,112	32,031
少数股东权益	7,316	8,989	9,184	9,500	9,816	10,132
负债股东权益合计	76,120	83,686	93,294	102,902	107,569	113,448

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.296	1.429	1.848	1.492	2.012	2.493
每股净资产	12.442	14.435	15.388	17.228	18.610	20.453
每股经营现金净流	1.215	0.985	1.516	1.132	1.890	2.450
每股股利	0.390	0.430	0.560	0.600	0.630	0.650
回报率						
净资产收益率	10.42%	9.90%	12.01%	8.66%	10.81%	12.19%
总资产收益率	4.36%	4.38%	5.08%	3.87%	4.99%	5.87%
投入资本收益率	2.99%	2.84%	2.62%	3.46%	5.04%	6.48%
增长率						
主营业务收入增长率	15%	6.02%	28.70%	15.00%	15.20%	15.50%
EBIT增长率	10.16%	6%	-2%	46.05%	52.16%	34.58%
净利润增长率	22.66%	10%	29%	-15.87%	34.86%	23.86%
总资产增长率	7.89%	9.94%	11.48%	10.30%	4.54%	5.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.0	53.8	49.6	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	114.3	123.7	96.0	100.0	96.0	96.0
应付账款周转天数	68.6	69.2	67.3	80.0	70.0	67.3
固定资产周转天数	94.6	98.0	83.5	71.1	60.9	52.3
偿债能力						
净负债/股东权益	29.35%	24.91%	18.61%	7.49%	3.36%	-2.00%
EBIT利息保障倍数	2.7	3.4	5.2	7.2	12.1	16.0
资产负债率	48.50%	45.05%	47.88%	46.07%	44.69%	42.94%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-27	买入	50.91	N/A
2	2022-03-24	买入	50.54	N/A
3	2022-06-30	买入	42.30	N/A
4	2022-07-26	买入	48.94	N/A
5	2022-07-27	买入	47.42	N/A
6	2022-08-01	买入	43.90	N/A
7	2022-08-30	买入	40.61	N/A
8	2022-10-31	买入	30.91	N/A

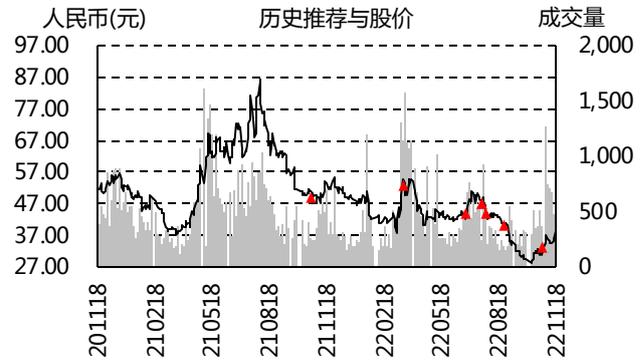
来源：国金证券研究所

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



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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