

复星医药

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

(600196.SH)

复必泰进入中国大陆，在华德籍公民接种事件

2022年12月22日，公司宣布，由BioNTech和复星医药供应的1.15万剂复必泰mRNA疫苗已抵运北京，用于在华常住德籍公民接种疫苗。

点评

复必泰进入中国大陆，与BioNTech合作又一里程碑达成。(1)复必泰是公司取得BioNTech授权，在内地(大陆)与港澳台地区独家开发和商业化基于其专有的mRNA技术平台研发的新冠疫苗。此前，复必泰已经获批在中国香港、中国澳门、中国台湾接种，此次批准是复必泰第一次进入中国大陆地区，接种对象为在华常住的德籍公民，预计将在北京、上海、广州、沈阳和成都提供接种服务。(2)针对原始株和变异株的mRNA疫苗都会提供。在这1.15万剂中，既包括复必泰单价疫苗BNT16b2，也包括针对变异株Omicron BA.4/BA.5的复必泰二价疫苗。单价苗和二价苗的区别是：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)公司与BioNTech在华设立合资公司，mRNA疫苗进展为公司再添弹性。两家公司设立的合资公司位于上海，由公司提供现金/厂房/生产设施，BioNTech提供生产技术和技术许可；待技术转移之后，将由合资公司实现本土化生产和商业化。我们认为，若技术转移完成，公司有望在mRNA疫苗技术上抢占先机。

自研、合作、许可引入与深度孵化多元驱动，新品放量至营收结构优化，毛利率逐季持续提升。(1)2022年前三季度，新产品营收占比提高，毛利率由1季度43.55%、2季度45.76%至3季度46.51%，环比持续提升、营收结构优化持续。(2)近期临床进展：马来酸阿伐曲泊帕片(商品名：苏可欣)新增适应症成人慢性免疫性血小板减少症上市申请获NMPA受理；细胞治疗产品Tecartus用于治疗复发/难治性成人前体B细胞急性淋巴细胞白血病的临床试验获NMPA批准展开。

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24/18/14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

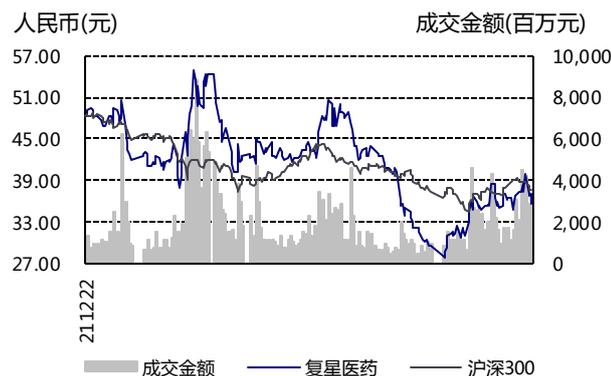
分析师：赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价(人民币)：35.70元

相关报告：

- 《复星医药复必泰EUA点评-抗疫品种添新元，复必泰二价苗中国香...》，2022.11.20
- 《复星医药点评-取得汉斯状美国权益，试水PD-1出海》，2022.11.19
- 《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



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	23.92	17.74	14.32
P/B	3.74	3.18	2.07	1.92	1.75

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	2022-06-30	买入	42.30	N/A
2	2022-07-26	买入	48.94	N/A
3	2022-07-27	买入	47.42	N/A
4	2022-08-01	买入	43.90	N/A
5	2022-08-30	买入	40.61	N/A
6	2022-10-31	买入	30.91	N/A
7	2022-11-19	买入	38.44	N/A
8	2022-11-20	买入	38.44	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