

2023年1月18日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

44/32

公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2023/1/18)	36.43		
上证指数(2023/1/18)	3224.41		
股价 12 个月高/低	58.18/27.64		
总发行股数(百万)	2672.16		
A 股数(百万)	2010.96		
A 市值(亿元)	732.59		
主要股东	上海复星高科技(集团)有限公司(35.85%)		
每股净值(元)	16.31		
股价/账面净值	2.23		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-2.1	14.2	-25.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022/10/31	30.91	买进
2022/07/26	47.42	买进

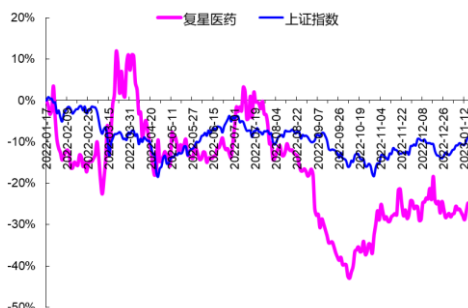
产品组合

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

斯鲁利单抗重磅适应症获批，维持“买进”评级

结论与建议：

事件：

公司发布公告，其控股子公司复宏汉霖自主研发的汉斯状®（即斯鲁利单抗注射液）联合卡铂和依托泊昔适用于广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）的一线治疗的上市注册申请获国家药品监督管理局批准。

点评：

■ **首个获小细胞肺癌一线治疗的 PD-1 单抗，疗效显著：**此次获批，使得公司斯鲁利单抗成为全球首个获批一线治疗小细胞肺癌的 PD-1 单抗，开启了小细胞肺癌免疫治疗的新时代，我们认为公司在该适应症将具有明显的治疗优势。肺癌是全球常见恶性肿瘤之一，据 GLOBOCAN 数据显示，2020 年全球肺癌新发病例 220 万例，新发肺癌死亡病例 180 万例，位居癌症死亡人数榜首。小细胞肺癌（SCLC）约占肺癌总数的 15%，是肺癌中侵袭性最强的亚型，临床病情恶化快并且总体预后不良，目前一线治疗方案中位 OS（总生存期）不到一年，多款 PD-1 单抗产品在小细胞肺癌适应症上未有突破。而斯鲁利单抗联合化疗组的中位 OS 达 15.8 个月，较对照组显著延长 4.7 个月，斯鲁利单抗联合化疗组患者死亡风险降低 38%，研究结果表明，联合卡铂-依托泊昔一线治疗既往未接受过治疗的广泛期小细胞肺癌患者获益显著。

■ **多适应症临床及全球多中心临床将拓宽市场空间：**目前公司斯鲁利单抗已在微卫星高度不稳定（MSI-H）实体瘤、鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）及广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）三个适应症获批，目前以斯鲁利单抗为核心的 10 项联合疗法正在临床，食管鳞状细胞癌（ESCC）国内上市申请已经提交，我们认为随着新适应症的获批，将会不断提升该产品的市场空间。此外，公司斯鲁利单抗已在全球多个国家开设 128 个试验中心，其中 31.5% 入组试验人群为白人，并且公司多临床研究结果已在全球四大顶级医学期刊之一的《美国医学会杂志》发表，得到国际学术界的认可，公司也在美国启动了一项斯鲁利单抗对比一线标准治疗阿替利珠单抗用于 ES-SCLC 的头对头桥接试验并于近期完成首例患者给药，我们认为公司产品凭借优秀的疗效，未来还将在欧盟和美国市场获益。

■ **盈利预测：**展望未来，公司创新产品陆续进入收获期，收入结构将不断优化，国际化布局也为未来增长打开空间，新冠二价疫苗在港澳上市也会带来较好收益，我们看好公司未来的发展。预计公司 2022 年、2023 年实现净利润 38.1 亿元和 48.4 亿元，YOY 分别-19.6%、+27.1%，EPS 分别为 1.4 元、1.8 元，对应 A 股 PE 分别为 25 倍/20 倍，对应 H 股 PE 分别为 16 倍/13 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		2020	2021	2022F	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3663	4735	3806	4836	6113
同比增减	%	10.27	29.28	-19.62	27.06	26.39
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.43	1.85	1.43	1.81	2.29
同比增减	%	10.00	29.37	-22.93	27.06	26.39
A 股市盈率 (P/E)	X	25.38	19.62	25.46	20.04	15.85
H 股市盈率 (P/E)	X	16.15	12.48	16.20	12.75	10.08
股利 (DPS)	RMB 元	0.43	0.56	0.43	0.54	0.69
GON 股息率 (Yield)	%	1.18	1.54	1.18	1.50	1.89

【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	2020	2021	2022F	2023F	2024F
营业收入	30307	39005	46995	52519	55869
经营成本	13431	20228	24460	26237	27148
营业税金及附加	217	234	257	315	335
销售费用	8464	9099	9406	11554	11732
管理费用	2962	3216	3848	4202	4470
财务费用	724	464	501	525	559
资产减值损失			0	0	0
投资收益	2284	4624	3943	2900	3100
营业利润	4721	6314	5400	6809	8579
营业外收入	23	29	27	100	100
营业外支出	66	289	226	200	200
利润总额	4678	6054	5201	6709	8479
所得税	738	1066	971	1275	1611
少数股东损益	277	252	423	598	755
归属于母公司所有者的净利润	3663	4735	3806	4836	6113

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022F	2023F	2024F
货币资金	9962	10308	7993	10157	12837
应收账款	4565	6029	7049	7878	8380
存货	5163	5472	7338	7871	8144
流动资产合计	25085	30425	35901	42363	48718
长期股权投资	22309	22684	23137	23600	24072
固定资产	8136	8919	9454	9832	10127
在建工程	4122	3618	3147	2864	2692
非流动资产合计	58601	62869	66641	69973	73472
资产总计	83686	93294	102542	112337	122190
流动负债合计	24872	29310	34293	39779	46144
非流动负债合计	12829	15608	18730	21914	25420
负债合计	37702	44918	53023	61693	71564
少数股东权益	8989	9184	9367	9555	9746
股东权益合计	36996	39192	40153	41089	40880
负债及股东权益合计	83686	93294	102542	112337	122190

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022F	2023F	2024F
经营活动产生的现金流量净额	2580	3949	2,969	3,821	4,951
投资活动产生的现金流量净额	-4706	-3857	-3964	-3653	-3453
筹资活动产生的现金流量净额	1467	-831	-953	-1180	-1322
现金及现金等价物净增加额	-959	-874	-1948	-1012	176

1

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,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。