

复星医药 (600196.SH) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2023年4月28日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 31.70

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

联系人: 张楠

Email: zhangnan@r.qlzq.com.cn

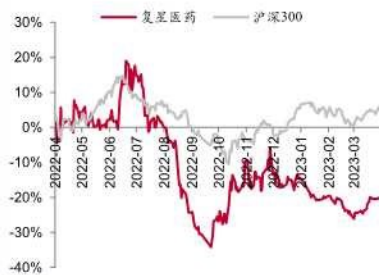
公司盈利预测及估值

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 39,005 | 43,952 | 51,263 | 60,209 | 71,450 |
| 增长率 yoy% | 28.72% | 12.68% | 16.64% | 17.45% | 18.67% |
| 净利润 (百万元) | 4,729 | 3,731 | 4,861 | 5,792 | 6,828 |
| 增长率 yoy% | 29.10% | -21.10% | 30.29% | 19.17% | 17.89% |
| 每股收益 (元) | 1.77 | 1.40 | 1.82 | 2.17 | 2.56 |
| 每股现金流量 | 1.47 | 1.58 | 0.64 | 1.05 | 1.21 |
| 净资产收益率 | 12.06% | 8.37% | 9.82% | 10.48% | 10.99% |
| P/E | 18.11 | 22.96 | 17.62 | 14.79 | 12.54 |
| PEG | 0.62 | -1.09 | 0.58 | 0.77 | 0.70 |
| P/B | 2.19 | 1.92 | 1.73 | 1.55 | 1.38 |

备注: 数据截止 2023.4.28

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 2672 |
| 流通股本(百万股) | 2118 |
| 市价(元) | 31.70 |
| 市值(亿元) | 847 |
| 流通市值(亿元) | 671 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 复星医药(600196)-2022 年报点评: 内生经营保持稳健, 创新成果持续落地-买入-(中泰证券_祝嘉琦_张楠)-20230330

投资要点

- 事件:** 2023年4月28日, 公司发布2023年一季报。2023Q1实现营业收入108.71亿元, 同比增长4.68%; 归母净利润9.87亿元, 同比增长116.17%; 扣非净利润9.19亿元, 同比增长14.78%。
- 新品进入放量期, 内生性高增持续。** 23Q1归母大幅增长, 主要在于22Q1投资BioNTech股票亏损3.38亿元造成低基数; 营收平稳增长、扣非维持稳健, 得益于低毛利抗疫品种减少及高毛利品种积极恢复入院, 整体毛利率提升明显, 扣非净利润增速快于收入增速。汉斯状(斯鲁利单抗)、汉曲优(注射用曲妥珠单抗)、苏可欣(马来酸阿伐曲泊帕片)等新品/次新品持续放量, 贡献可观现金流, 公司内生性高增持续可期。
- 期间费率逐步向疫情前水平靠拢。** 23Q1毛利率51.29% (+7.75pp), 低毛利抗疫品种减少及高毛利品种积极恢复入院, 整体毛利率提升明显。23Q1销售费用25.15亿元 (+21.70%), 销售费率23.14% (+3.23pp)。管理费用9.91亿元 (+26.17%), 管理费率9.12% (+1.55pp), 持续保持稳定。研发费用9.69亿元 (+20.31%), 研发费率8.91% (+1.16pp), 多个研发项目进展顺利。财务费用2.61亿元 (+144.62%), 财务费率2.40% (+1.37pp)。
- 在研品种步入收获期, 创新转型成效显著。** 自2020年以来, 公司新品占比不断提升, 研发项目推进顺利, 逐步进入收获期。近期重点在研品种进展顺利: (1) FS-1502 (HER2-ADC) 用于治疗HER2阳性不可手术切除的局部晚期或转移性乳腺癌在中国境内启动III期。(2) FCN-159 (MEK小分子) 用于治疗组织细胞肿瘤、HLX208 (BRAF V600E抑制剂) 用于治疗BRAF V600E突变的成人朗格汉斯细胞组织细胞增生症 (LCH) 和 Erdheim-Chester 病 (ECD), 被国家药监局纳入突破性治疗药物程序。(3) 13价肺炎结合疫苗完成中国境内III期临床入组。(4) RT002 (长效肉毒素) 用于暂时性改善成人因皱眉肌/或降眉间肌活动引起的中度至重度皱眉纹在中国境内的上市申请获受理。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计2023-2025年营业收入分别为513、602、715亿元, 同比增长16.64%、17.45%、18.67%; 归母净利润分别为49、58、68亿元, 同比增长30.29%、19.17%、17.89%。公司是国内创新药龙头企业之一, 创新药进入集中收获期, 主业结构性改善重回增长, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 外延并购不达预期; 新药研发失败的风险; 化学仿制药带量采购降幅和范围超预期的风险。

图表 1: 复星医药主要财务指标 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 复星医药分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

| 指标 | 2020-1Q | 2020-2Q | 2020-3Q | 2020-4Q | 2021-1Q | 2021-2Q | 2021-3Q | 2021-4Q | 2022-1Q | 2022-2Q | 2022-3Q | 2022-4Q | 2023-1Q |
|-----------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 5880.51 | 8147.66 | 8,074.58 | 8,204.24 | 8,056.12 | 8,896.28 | 10,095.88 | 11,956.81 | 10,381.94 | 10,958.11 | 10,270.02 | 12,341.48 | 10,870.72 |
| 营收同比增长 | -12.62% | 9.47% | 14.45% | 11.51% | 37.00% | 9.19% | 25.03% | 45.74% | 28.87% | 23.18% | 1.72% | 3.22% | 4.71% |
| 营收环比增长 | -20.07% | 38.55% | -0.90% | 1.61% | -1.81% | 10.43% | 13.48% | 18.43% | -13.17% | 5.55% | -6.28% | 20.17% | -11.92% |
| 营业成本 | 2638.65 | 3577.22 | 3538.65 | 3676.66 | 3824.21 | 4286.66 | 5,271.21 | 6,846.19 | 5,861.10 | 5,714.56 | 5,332.26 | 6,261.77 | 5,294.79 |
| 毛利率 | 55.13% | 56.10% | 56.18% | 55.19% | 52.53% | 51.82% | 47.79% | 42.74% | 43.55% | 47.85% | 48.08% | 49.26% | 51.29% |
| 销售费用 | 1681.05 | 2250.02 | 2351.01 | 2181.86 | 2139.51 | 2217.47 | 2,455.70 | 2,286.22 | 2,066.84 | 2,099.56 | 2,316.39 | 2,688.39 | 2,515.25 |
| 管理费用 | 586.46 | 701.62 | 714.4 | 960.02 | 673.66 | 791.11 | 785.99 | 965.07 | 785.52 | 886.80 | 945.02 | 1,210.76 | 991.09 |
| 研发费用 | 492.63 | 711.79 | 673.28 | 917.79 | 640.84 | 921.05 | 851.90 | 1,420.70 | 805.34 | 1,012.99 | 1,030.21 | 1,453.55 | 968.87 |
| 财务费用 | 134.6 | 153.87 | 198.64 | 237.17 | 128.47 | 154.52 | 110.47 | 70.60 | 106.80 | 154.94 | 115.88 | 269.79 | 261.26 |
| 营业利润 | 789.58 | 1532.45 | 1067.94 | 1331.17 | 1159.46 | 2168.27 | 1,371.48 | 1,614.52 | 895.95 | 1,650.79 | 1,045.79 | 1,064.12 | 1,427.14 |
| 利润总额 | 769.36 | 1532.33 | 1058.57 | 1317.58 | 1145.17 | 2159.05 | 1,361.98 | 1,387.63 | 887.65 | 1,484.76 | 1,030.43 | 1,171.54 | 1,384.76 |
| 所得税 | 120.87 | 271.21 | 218.29 | 127.49 | 166.52 | 384.13 | 180.62 | 335.13 | 243.36 | 265.73 | 102.45 | 15.37 | 270.51 |
| 归母净利润 | 577.2 | 1137.51 | 764.27 | 1183.83 | 847.19 | 1635.19 | 1,082.36 | 1,170.54 | 462.51 | 1,084.82 | 907.03 | 1,276.44 | 986.97 |
| 归母净利润同比 | -18.97% | 41.51% | 39.57% | -5.89% | 46.78% | 43.75% | 41.62% | -1.12% | -45.41% | -33.66% | -16.20% | 9.05% | 113.39% |
| 净利率 | 9.82% | 13.96% | 9.47% | 14.43% | 10.52% | 18.38% | 10.72% | 9.79% | 4.45% | 9.90% | 8.83% | 10.34% | 9.08% |
| 扣非归母净利润 | 436.42 | 867.93 | 755.19 | 657.97 | 657.95 | 912.28 | 905.04 | 802.03 | 800.95 | 1060.89 | 997.23 | 1013.69 | 919.32 |
| 扣非归母净利润同比 | -17.59% | 36.03% | 36.12% | 28.62% | 50.76% | 5.11% | 19.84% | 21.89% | 21.73% | 16.29% | 10.19% | 26.39% | 14.78% |
| 扣非净利率 | 7.42% | 10.65% | 9.35% | 8.02% | 8.17% | 10.25% | 8.96% | 6.71% | 7.71% | 9.68% | 9.71% | 8.21% | 8.46% |

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 复星医药分季度收入情况(单位: 百万元, %)



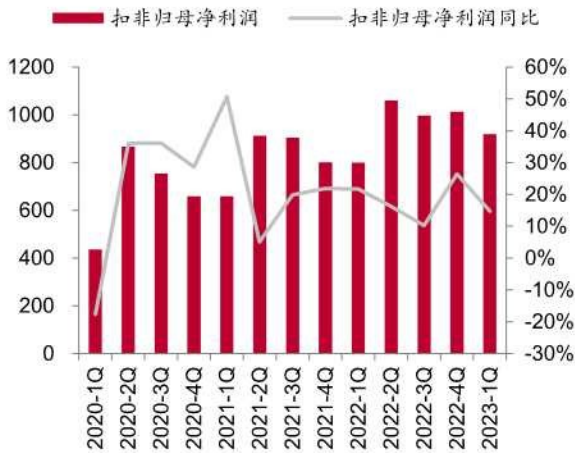
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 复星医药分季度归母净利润情况(单位: 百万元, %)



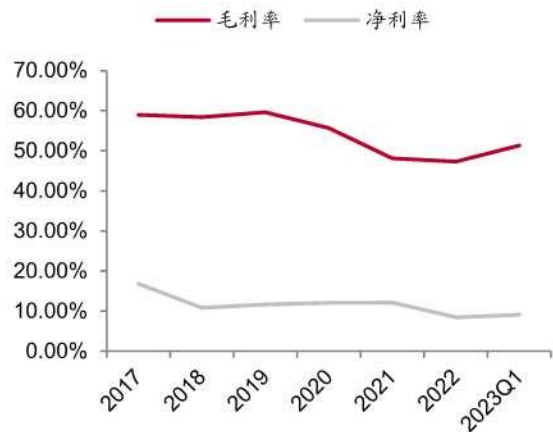
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 复星医药分季度扣非归母净利润情况(单位: 百万元, %)

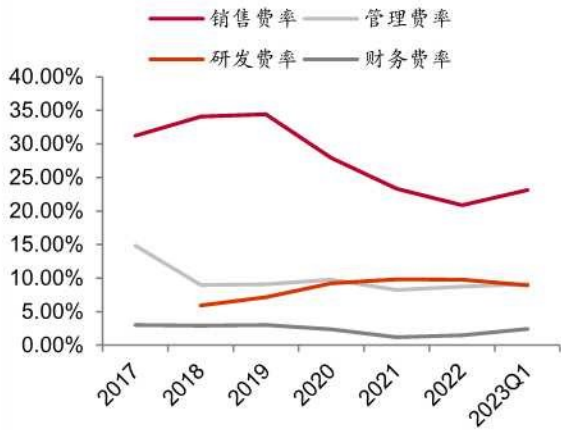


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

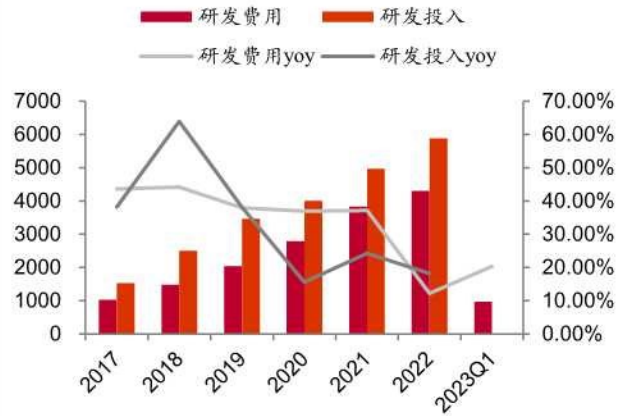
图表 6: 复星医药盈利水平(单位: %)



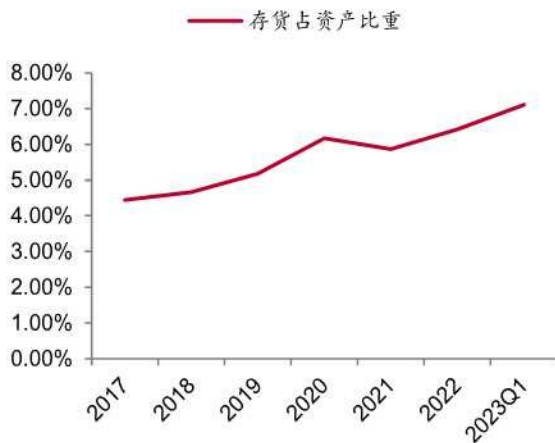
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 复星医药费用情况 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 复星医药研发投入情况 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 复星医药存货情况 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 复星医药应收账款情况 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 复星医药财务模型预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 35279 | 43999 | 53634 | 64721 | 营业收入 | 43952 | 51263 | 60209 | 71450 |
| 现金 | 16241 | 20454 | 26868 | 34164 | 营业成本 | 23170 | 26979 | 31920 | 38110 |
| 应收账款 | 7588 | 8133 | 9534 | 11481 | 营业税金及附加 | 228 | 287 | 325 | 393 |
| 其他应收款 | 599 | 810 | 967 | 1113 | 营业费用 | 9171 | 12047 | 14149 | 16791 |
| 预付账款 | 1607 | 2199 | 2497 | 2966 | 管理费用 | 3828 | 4870 | 5720 | 6788 |
| 存货 | 6882 | 8641 | 10073 | 11468 | 财务费用 | 647 | 1501 | 1432 | 1385 |
| 其他流动资产 | 2361 | 3761 | 3695 | 3529 | 资产减值损失 | -272 | -438 | -448 | -415 |
| 非流动资产 | 71885 | 69796 | 70842 | 71593 | 公允价值变动收益 | -2498 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 23145 | 22852 | 22921 | 22935 | 投资净收益 | 4378 | 4500 | 4500 | 4500 |
| 固定资产 | 10268 | 12211 | 12866 | 12879 | 营业利润 | 4657 | 6114 | 7208 | 8497 |
| 无形资产 | 12471 | 13430 | 14480 | 15527 | 营业外收入 | 35 | 32 | 34 | 33 |
| 其他非流动资产 | 26001 | 21304 | 20575 | 20252 | 营业外支出 | 118 | 203 | 160 | 182 |
| 资产总计 | 107164 | 113794 | 124476 | 136315 | 利润总额 | 4574 | 5943 | 7082 | 8348 |
| 流动负债 | 33298 | 32088 | 33934 | 35697 | 所得税 | 627 | 814 | 971 | 1144 |
| 短期借款 | 11932 | 10425 | 10760 | 10844 | 净利润 | 3947 | 5128 | 6111 | 7204 |
| 应付账款 | 5426 | 6130 | 7305 | 8735 | 少数股东损益 | 217 | 267 | 319 | 376 |
| 其他流动负债 | 15940 | 15533 | 15869 | 16119 | 归属母公司净利润 | 3731 | 4861 | 5792 | 6828 |
| 非流动负债 | 19757 | 22416 | 25140 | 28012 | EBITDA | 7537 | 9082 | 10243 | 11550 |
| 长期借款 | 11600 | 13878 | 16578 | 19504 | EPS (元) | 1.40 | 1.82 | 2.17 | 2.56 |
| 其他非流动负债 | 8156 | 8537 | 8563 | 8507 | | | | | |
| 负债合计 | 53055 | 54504 | 59074 | 63709 | | | | | |
| 少数股东权益 | 9526 | 9794 | 10113 | 10488 | | | | | |
| 股本 | 2672 | 2672 | 2672 | 2672 | | | | | |
| 资本公积 | 16992 | 16992 | 16992 | 16992 | | | | | |
| 留存收益 | 26170 | 29832 | 35625 | 42453 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 44582 | 49497 | 55289 | 62117 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 107164 | 113794 | 124476 | 136315 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 4218 | 1718 | 2795 | 3230 |
| 净利润 | 3947 | 5128 | 6111 | 7204 |
| 折旧摊销 | 2233 | 1466 | 1602 | 1668 |
| 财务费用 | 647 | 1501 | 1432 | 1385 |
| 投资损失 | -4378 | -4500 | -4500 | -4500 |
| 营运资金变动 | -1199 | -3008 | -1758 | -2412 |
| 其他经营现金流 | 2967 | 1130 | -93 | -115 |
| 投资活动现金流 | -4064 | 2275 | 2214 | 2492 |
| 资本支出 | 5889 | 121 | 133 | 146 |
| 长期投资 | 2330 | -293 | 70 | 14 |
| 其他投资现金流 | 4155 | 2103 | 2416 | 2653 |
| 筹资活动现金流 | 4428 | 220 | 1405 | 1575 |
| 短期借款 | 2511 | -1506 | 335 | 84 |
| 长期借款 | 4906 | 2278 | 2699 | 2927 |
| 普通股增加 | 109 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2952 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -6050 | -552 | -1629 | -1436 |
| 现金净增加额 | 4710 | 4213 | 6414 | 7297 |

| 主要财务比率 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 12.7% | 16.6% | 17.5% | 18.7% |
| 营业利润 | -26.1% | 31.3% | 17.9% | 17.9% |
| 归属于母公司净利润 | -21.1% | 30.3% | 19.2% | 17.9% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 47.3% | 47.4% | 47.0% | 46.7% |
| 净利率(%) | 8.5% | 9.5% | 9.6% | 9.6% |
| ROE(%) | 8.4% | 9.8% | 10.5% | 11.0% |
| ROIC(%) | 10.3% | 13.9% | 15.0% | 16.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 49.5% | 47.9% | 47.5% | 46.7% |
| 净负债比率(%) | 54.67% | 54.88% | 55.56% | 56.31% |
| 流动比率 | 1.06 | 1.37 | 1.58 | 1.81 |
| 速动比率 | 0.85 | 1.09 | 1.28 | 1.48 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.44 | 0.46 | 0.51 | 0.55 |
| 应收账款周转率 | 6 | 6 | 7 | 7 |
| 应付账款周转率 | 4.66 | 4.67 | 4.75 | 4.75 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.40 | 1.82 | 2.17 | 2.56 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.58 | 0.64 | 1.05 | 1.21 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 16.68 | 18.52 | 20.69 | 23.25 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 22.96 | 17.62 | 14.79 | 12.54 |
| P/B | 1.92 | 1.73 | 1.55 | 1.38 |
| EV/EBITDA | 11 | 9 | 8 | 7 |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。