

复星医药（600196.SH）/医药生物

证券研究报告/公司点评

2022年7月26日

评级：买入（维持）

市场价格：48.94

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

研究助理：张楠

Email: zhangnan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2563
流通股本(百万股)	2011
市价(元)	48.94
市值(百万元)	125428
流通市值(百万元)	113306

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 复星医药(600196)-2022Q1点评：创新药进入放量期，内生高增持续可期-买入-(中泰证券_祝嘉琦_张楠)-20220427
- 2 复星医药(600196)-2021 年报点评：业绩符合预期，创新驱动高增-买入-(中泰证券_祝嘉琦_张楠)-20220322

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	30,307	39,005	44,531	50,633	59,865
增长率 yoy%	6.02%	28.70%	14.17%	13.70%	18.23%
净利润(百万元)	3,663	4,735	5,818	7,391	9,173
增长率 yoy%	10.27%	29.28%	22.87%	27.02%	24.12%
每股收益(元)	1.43	1.85	2.27	2.88	3.58
每股现金流量	1.01	1.54	0.76	2.20	2.61
净资产收益率	9.90%	12.08%	13.22%	14.27%	14.94%
P/E	34.24	26.49	21.56	16.97	13.67
PEG	3.33	0.90	0.94	0.63	0.57
P/B	3.39	3.20	2.85	2.42	2.04

备注：数据截止 2022.7.25

投资要点

- **事件：2022年7月25日，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。**
- **首个国产新冠口服药阿兹夫定获批，疗效显著。**7月25日，真实生物的阿兹夫定（Aztvudine）附条件批准新增适应症，用于治疗普通型新冠肺炎成年患者。阿兹夫定是一款新型核苷类逆转录酶和辅助蛋白 Vif 抑制剂，具有广谱抗病毒、抗肿瘤作用。2021.7 附条件获批治疗艾滋病。针对新冠适应症，2020.2 立项，2020.4 获批 III 期，2020.10 发表初步数据，2022.4 介绍 II 期数据，2022.7 发布 III 期数据。III 期数据显示：显著缩短症状改善时间、提高改善比例、达到临床优效，抑制病毒活性、清除时间 5 天左右，安全性良好。
- **复星医药产业独家商业化，涉及艾滋、新冠领域。**复星医药产业与真实生物签订合作协议，具体内容如下
 - **授权区域：**中国境内及之外（除俄罗斯、乌克兰、巴西等）。
 - **合作产品/领域：**阿兹夫定所有与新冠病毒、艾滋病毒治疗和预防相关的领域；合作产品包括阿兹夫定原料药、片剂，以及所有包含阿兹夫定原料药成分的其他剂型产品，但不包括复方产品。
 - **合作费用：**1) 复星医药产业应不晚于协议签署生效后的 5 个工作日内，向真实生物支付 1 亿元，双方依约开展尽调及后续合作的前提条件；2) 在中国境内，经尽调并符合预期后，一定期限内支付 3.995 亿元。3) 在海外地区，尽调后决定是否签订补充协议，并在补充协议生效后一定期限内支付 3 亿元。
 - **销售分成：**商业化费用由复星医药产业承担，中国境内将毛利的 50% 或者 55% 给予复星医药产业。海外销售分成仍待协商。
- **研发管线步入收获期，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。1) **复宏汉霖：**四大单抗均处于放量期，其中汉利康、汉曲优占据市场优势地位，汉达远 2 月进一步开发海外市场，创新药 PD1 首个适应症 MSI-H 22Q1 获批、4 月多项联合疗法取得积极进展；2) **复星凯特：**第二款 CAR-T 产品 FKC889 3 月获批临床；3) **复必泰：**22Q1 香港新增 380 万剂订单，港澳台订单存在高持续性，大陆正在开展 II 期临床；4) **Gland：**印度高仿制药企业进入快速发展期，持续维持 20-30% 高速增长。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到公司多款生物类似药进入放量期，叠加复必泰、Cart 等贡献新增量，我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 445、506、599 亿元，同比增长 14.17%、13.70%、18.23%；归母净利润分别为亿元 58、74、92 亿元，同比增长 22.87%、27.02%、24.12%。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: 复星医药财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产					营业收入	39005	44531	50633	59865
现金	10308	12495	18553	25935	营业成本	20228	22172	25083	29435
应收账款	6029	6749	7798	9126	营业税金及附加	234	294	319	386
其他应收款	843	743	875	1065	营业费用	9099	13359	14684	16762
预付账款	1738	1890	2243	2574	管理费用	3216	4008	4051	4789
存货	5472	7214	8217	9556	财务费用	464	1100	865	564
其他流动资产	6034	4486	4888	5012	资产减值损失	-830	-529	-566	-598
非流动资产	62869	62065	62492	62846	公允价值变动收益	352	428	403	411
长期投资	22684	22264	22411	22408	投资净收益	4624	3072	3386	3342
固定资产	8919	10304	10748	10721	营业利润	6314	7628	9986	12279
无形资产	10276	10846	11501	12185	营业外收入	29	29	29	29
其他非流动资产	20990	18651	17832	17532	营业外支出	289	289	289	289
资产总计	93294	95643	105067	116114	利润总额	6054	7368	9727	12020
流动负债	29310	27028	28658	29738	所得税	1066	1298	1713	2117
短期借款	9420	8408	8664	8705	净利润	4987	6070	8013	9902
应付账款	4515	4747	5447	6392	少数股东损益	252	442	584	721
其他流动负债	15375	13873	14547	14642	归属母公司净利润	4735	5818	7391	9173
非流动负债	15608	14986	14403	14065	EBITDA	8569	9871	12085	14119
长期借款	6694	6196	5772	5319	EPS (元)	1.85	2.27	2.88	3.58
其他非流动负债	8914	8790	8631	8746					
负债合计	44918	42015	43061	43804					
少数股东权益	9184	9626	10209	10930	主要财务比率				
股本	2563	2563	2563	2563	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
资本公积	14029	14029	14029	14029	成长能力				
留存收益	23866	26983	34374	43547	营业收入	28.7%	14.2%	13.7%	18.2%
归属母公司股东权益	39192	44002	51796	61380	营业利润	33.7%	20.8%	30.9%	23.0%
负债和股东权益	93294	95643	105067	116114	归属于母公司净利润	29.3%	22.9%	27.0%	24.1%
					获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	48.1%	50.2%	50.5%	50.8%
单位: 百万元					净利率(%)	12.1%	13.1%	14.6%	15.3%
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	12.1%	13.2%	14.3%	14.9%
经营活动现金流	3949	1957	5647	6700	ROIC(%)	15.1%	17.7%	21.0%	23.5%
净利润	4987	6070	8013	9902	偿债能力				
折旧摊销	1792	1143	1234	1276	资产负债率(%)	48.1%	43.9%	41.0%	37.7%
财务费用	464	1100	865	564	净负债比率(%)	47.29%	47.43%	46.38%	44.34%
投资损失	-4624	-3072	-3386	-3342	流动比率	1.04	1.24	1.49	1.79
营运资金变动	210	-4009	-1527	-2164	速动比率	0.85	0.97	1.19	1.46
其他经营现金流	1120	724	449	464	营运能力				
投资活动现金流	-3857	3933	1475	1699	总资产周转率	0.44	0.47	0.50	0.54
资本支出	4973	121	133	146	应收账款周转率	7	7	7	7
长期投资	81	-366	121	1	应付账款周转率	5.43	4.79	4.92	4.97
其他投资现金流	1197	3688	1729	1846	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-831	-3703	-1064	-1017	每股收益(最新摊薄)	1.85	2.27	2.88	3.58
短期借款	1504	-1012	255	41	每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	0.76	2.20	2.61
长期借款	-452	-498	-424	-453	每股净资产(最新摊薄)	15.29	17.17	20.21	23.95
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1104	0	0	0	P/E	26.49	21.56	16.97	13.67
其他筹资现金流	-780	-2194	-895	-605	P/B	3.20	2.85	2.42	2.04
现金净增加额	-874	2187	6059	7382	EV/EBITDA	14	12	10	8

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。但本公司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, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。