



阿基仑赛获批上市，国内首款 CAR-T 疗法花落复星医药

复星医药（600196.SH，02196.HK）重大事项点评 | 2021.6.23

中信证券研究部

核心观点



陈竹
首席医疗健康产业
分析师
S1010516100003



刘泽序
首席药品行业分析
师
S1010518060001

阿基仑赛系从 Kite Pharma 引进的 Yescarta，公司仅用一年多时间完成桥接试验并提交 NDA。2021 年 6 月 22 日，阿基仑赛正式国内获批上市。全球共有 5 款 CAR-T 细胞疗法获批上市，预计 2030 年市场规模可达 218 亿美元。阿基仑赛成为国内首个上市 CAR-T 细胞疗法，推算当前适应症市场空间超过 10 亿元，有望点燃细胞治疗板块投资热潮。

阿基仑赛系从 Kite Pharma 引进的 Yescarta，公司仅用一年多时间完成桥接试验并提交 NDA。该产品是由复星凯特从 Kite Pharma 引进的 CD19 CAR-T 细胞注射液（商品名：Yescarta），获得在中国大陆、香港和澳门地区的技术及商业化权利，并拟于中国境内进行本地化生产。2017 年 10 月，Yescarta 获 FDA 批准上市，是 FDA 批准的首款用于针对特定非霍奇金淋巴瘤的 CAR-T 细胞药物。2018 年 8 月，Yescarta 获欧洲 EMA 批准上市。2018 年 8 月，复星就该产品用于复发难治性大 B 细胞淋巴瘤 DLBCL 治疗的中国境内桥接临床试验获 NMPA 批准，2020 年 2 月复星凯特提交该药上市申请，期间仅用一年多时间，展示较高的临床推进效率。2021 年 6 月 22 日，阿基仑赛正式获批上市。

全球共有 5 款 CAR-T 细胞疗法获批上市，预计 2030 年市场规模可达 218 亿美元。目前上市的 5 款 CAR-T 疗法分别为诺华的 Kymriah（2017 年 8 月获批）、Kite Pharma 的 Yescarta（2017 年 1 月获批）及 Tecartus（2020 年 7 月获批）、Juno Therapeutics 的 Breyanzi（2021 年 2 月获批）以及 BMS/Bluebird Bio 的 Abecma（2021 年 3 月获批）。除 Abecma 靶向 BCMA 外，其余均靶向 CD19。CAR-T 疗法治疗费用高昂，根据 Drug.com，在海外 Yescarta 的治疗费用高达 37.3 万美元。2018/2019/2020 年 Kymriah 销售额分别为 0.76/2.78/4.74 亿元，2020 年 CAR-T 细胞疗法全球销售规模为 10.8 亿美元，并在快速增长当中。CAR-T 细胞疗法具备可解决恶性血液肿瘤治疗方面未被满足临床需求的潜力，在一项名为 ZUMA-1 的注册临床试验，Yescarta 在 101 例复发/难治性大 B 细胞淋巴瘤成人患者中，中位 OS 达到 25.8 个月，4 年 OS 率高达 44%。根据弗若斯特沙利文预测（转引自科济药业招股说明书），到 2030 年全球 CAR-T 细胞疗法市场规模可达 218 亿美元。

阿基仑赛成为国内首个上市 CAR-T 细胞疗法，推算当前适应症市场空间超过 10 亿元。目前国内除了复星的阿基仑赛外，药明巨诺的瑞基仑赛也申报上市，诺华的 Kymriah 已启动 III 期临床试验，另外 7 款国产 CAR-T 产品进入 II 期临床试验。国内每年新增 DLBCL 患者约 2-3 万人，阿基仑赛针对的 r/r DLBCL 适应症患者人数约 1 万人。虽然 CAR-T 生产成本较高，但我们预计公司后续有望通过全国医保、商业保险或金融工具等方式解决支付问题。假设阿基仑赛的定价为 40 万，渗透率逐步达到 25%，据此推算，阿基仑赛针对当前适应症的市场空间有望超过 10 亿元。此外，阿基仑赛用于治疗接受过二线或以上系统治疗后复发或难治性惰性非霍奇金淋巴瘤，包含滤泡性淋巴瘤（简称 FL）和边缘区淋巴瘤（简称 MZL）的临床试验申请在 2021 年 6 月 11 日已获 NMPA 批准，未来阿基仑赛的市场空间也将随新适应症的陆续获批而进一步扩大，成为复星医药业绩增长的有力支撑。

风险因素：药品研发失败风险；新产品上市销售不达预期；药品纳入带量采购导致利润减少风险。

投资建议：公司已陆续完成新旧增长动能转换，重磅产品陆续上市。随着疫情影响逐步消除，预计业绩增长将逐步提速。暂不考虑疫苗及大额资产处置的贡献，维持

复星医药	600196
评级	买入（维持）
当前价	67.23 元
目标价	88.00 元
总股本	2,563 百万股
流通股本	2,011 百万股
总市值	1,723 亿元
近三月日均成交额	3,290 百万元
52 周最高/最低价	75.6/32.66 元
近 1 月绝对涨幅	5.87%
近 6 月绝对涨幅	16.46%
近 12 月绝对涨幅	105.16%

公司 2021/2022/2023 年 EPS 预测为 1.70/2.00/2.34 元。参考可比公司估值，给予公司 2021 年 52 倍 PE，对应目标价 88 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	28,585.15	30,306.98	35,922.96	41,996.24	49,106.51
营业收入增长率 YoY	15%	6%	19%	17%	17%
净利润(百万元)	3,321.62	3,662.81	4,344.81	5,118.05	5,990.88
净利润增长率 YoY	23%	10%	19%	18%	17%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.30	1.43	1.70	2.00	2.34
毛利率	60%	56%	56%	57%	57%
净资产收益率 ROE	10.42%	9.90%	10.80%	11.62%	12.35%
每股净资产 (元)	12.44	14.44	15.70	17.19	18.93
PE	51.7	47.0	39.5	33.6	28.7
PB	5.4	4.7	4.3	3.9	3.6
PS	6.0	5.7	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	28.8	28.3	28.4	25.4	22.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 6 月 22 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	28,585	30,307	35,923	41,996	49,107
营业成本	11,543	13,431	15,642	18,173	21,202
毛利率	59.6%	55.7%	56.5%	56.7%	56.8%
税金及附加	260	217	251	294	344
销售费用	9,847	8,464	10,058	11,549	13,259
销售费用率	34.4%	27.9%	28.0%	27.5%	27.0%
管理费用	2,591	2,962	3,449	4,032	4,665
管理费用率	9.1%	9.8%	9.6%	9.6%	9.5%
财务费用	865	724	377	122	-84
研发费用	2,041	2,795	3,341	4,032	4,812
研发费用率	7.1%	9.2%	9.3%	9.6%	9.8%
财务费用率	3.0%	2.4%	1.0%	0.3%	-0.2%
投资收益	3,565	2,284	2,284	2,284	2,284
EBITDA	6,794	6,920	6,899	7,694	8,656
营业利润率	15.72%	15.58%	15.27%	15.42%	15.45%
营业利润	4,494	4,721	5,485	6,474	7,589
营业外收入	77	23	61	54	46
营业外支出	45	66	50	54	57
利润总额	4,526	4,678	5,496	6,474	7,579
所得税	782	738	824	971	1,137
所得税率	17.3%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	422	277	327	385	451
归属于母公司股东的净利润	3,322	3,663	4,345	5,118	5,991
净利率	11.6%	12.1%	12.1%	12.2%	12.2%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,533	9,962	12,036	16,538	24,548
存货	3,941	5,163	5,510	6,573	7,762
应收账款	4,368	4,565	5,374	6,342	7,386
其他流动资产	2,562	5,396	4,893	5,212	5,599
流动资产	20,403	25,085	27,813	34,665	45,295
固定资产	7,410	8,136	8,701	8,986	9,142
长期股权投资	20,930	22,309	22,309	22,309	22,309
无形资产	7,916	8,670	8,670	8,670	8,670
其他长期资产	19,460	19,487	19,673	19,187	18,814
非流动资产	55,716	58,601	59,354	59,152	58,935
资产总计	76,120	83,686	87,167	93,817	104,229
短期借款	6,358	7,916	2,974	0	0
应付账款	2,153	2,942	3,426	3,980	4,643
其他流动负债	8,923	14,014	18,384	23,254	28,096
流动负债	17,434	24,872	24,783	27,234	32,740
长期借款	7,293	7,146	7,146	7,146	7,146
其他长期负债	12,189	5,683	5,683	5,683	5,683
非流动性负债	19,482	12,829	12,829	12,829	12,829
负债合计	36,915	37,702	37,613	40,063	45,569
股本	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
资本公积	12,144	15,133	15,133	15,133	15,133
归属于母公司所有者权益合计	31,888	36,996	40,238	44,053	48,508
少数股东权益	7,316	8,989	9,316	9,701	10,152
股东权益合计	39,204	45,984	49,554	53,754	58,660
负债股东权益总计	76,120	83,686	87,167	93,817	104,229

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	3,744	3,940	4,672	5,503	6,442
折旧和摊销	1,381	1,560	1,353	1,483	1,613
营运资金的变化	-485	-1,285	4,199	3,075	2,885
其他经营现金流	-1,417	-1,636	-1,906	-2,160	-2,367
经营现金流合计	3,222	2,580	8,318	7,902	8,573
资本支出	-3,962	-4,437	-1,620	-1,470	-1,470
投资收益	3,565	2,284	2,284	2,284	2,284
其他投资现金流	225	-2,553	-487	186	74
投资现金流合计	-172	-4,706	177	1,000	888
权益变化	3,190	1,248	0	0	0
负债变化	-2,441	2,254	-4,942	-2,974	0
股利支出	-820	-1,000	-1,102	-1,303	-1,535
其他融资现金流	-1,866	-1,035	-377	-122	84
融资现金流合计	-1,936	1,467	-6,420	-4,400	-1,451
现金及现金等价物净增加额	1,114	-659	2,075	4,502	8,009

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	14.7%	6.0%	18.5%	16.9%	16.9%
营业利润	27.1%	5.1%	16.2%	18.0%	17.2%
净利润	22.7%	10.3%	18.6%	17.8%	17.1%
利润率 (%)					
毛利率	59.6%	55.7%	56.5%	56.7%	56.8%
EBITDA Margin	23.8%	22.8%	19.2%	18.3%	17.6%
净利率	11.6%	12.1%	12.1%	12.2%	12.2%
回报率 (%)					
净资产收益率	10.4%	9.9%	10.8%	11.6%	12.4%
总资产收益率	4.4%	4.4%	5.0%	5.5%	5.7%
其他 (%)					
资产负债率	48.5%	45.1%	43.2%	42.7%	43.7%
所得税率	17.3%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	30.1%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。