国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

2023 年 05 月 02 日

复星医药（600196）\医药生物

业绩符合预期，新品次新品快速增长

事件：

复星医药发布2023年一季报，一季度实现收入108.71亿，同比增长4.68%，实现归母净利9.87亿，同比增长116.17%，实现扣非归母净利9.19亿，同比增长14.78%，业绩符合预期。

➢ **业绩符合预期，新品次新品快速增长**

一季度公司的净利润和归母净利同比快速增长，一是由于新品和次新品收入增长，包括汉斯状（PD-1）、汉曲优（曲妥珠）、小分子的阿伐曲波帕、阿兹夫定收入增长。汉曲优一季度销售5.39亿元（同比+66.7%），汉斯状实现收入2.50亿，3月单月销售额超过1亿元。二是本期的公允价值变动为-1.47亿（2022Q1为-13.58亿），出售BioNTech股权后公允价值变动收窄。

➢ **肿瘤、疫苗、医美多项研发有望兑现业绩**

复星医药的肿瘤、疫苗、医美等研发管线布局有望兑现。汉斯状新增广泛期小细胞肺癌适应症，为全球首个获批该适应症的PD-1药物，其于欧盟上市许可申请获得受理；联合开发的凯普拉生片于国内上市。汉曲优美国上市许可申请获得美国FDA受理，13价肺炎球菌结合苗国内III期临床完成入组；ADC药物FS-1502国内启动乳腺癌的III期临床，RT002（肉毒杆菌毒素）用于中重度皱眉纹国内上市注册申请获得受理。依靠自研和项目引进，复星医药的产品品类丰富。

➢ **盈利预测、估值与评级**

我们预计公司2023-25年收入分别为480.82/540.80/604.46亿（原预测2023/24年分别为520.44/584.21亿），对应增速分别为9.40%/12.47%/11.77%，归母净利润分别为51.43/59.39/68.09亿(原预测2023/24年分别为58.34/66.19亿)，对应增速分别为37.85%/15.48%/14.66%，EPS分别为1.92/2.22/2.55元/股，三年CAGR为22.20%。鉴于公司研发和投资双轮驱动，参照可比公司估值，我们给予公司2023年20倍PE，目标价38.50元，维持“增持”评级。

风险提示：创新药销售不及预期；公共卫生相关产品销售波动风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	39,011	43,952	48,082	54,080	60,446
增长率（%）	28.72%	12.66%	9.40%	12.47%	11.77%
EBITDA（百万元）	8,298	7,454	11,521	12,310	13,141
归母净利润（百万元）	4,729	3,731	5,143	5,939	6,809
增长率（%）	29.10%	-21.10%	37.85%	15.48%	14.66%
EPS（元/股）	1.77	1.40	1.92	2.22	2.55
市盈率（P/E）	18	23	16	14	12
市净率（P/B）	2.16	1.90	1.73	1.57	1.42
EV/EBITDA	17.56	15.79	8.81	7.75	6.77

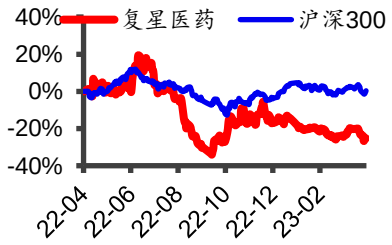
数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

投资评级：	
行　　业：	生物制品
投资建议：	增持 （维持评级）
当前价格：	31.70 元
目标价格：	38.50 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2,672/2,672
流通 A 股市值（百万元）	67,210
每股净资产（元）	16.99
资产负债率（%）	48.74
一年内最高/最低（元）	52.89/27.64

股价相对走势



分析师：夏禹
执业证书编号：S0590518070004
电话：0510-82832787
邮箱：yuxia@glsc.com.cn
分析师：郑薇
执业证书编号：S0590521070002
电话：0510-82832787
邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

相关报告

1、《复星医药（600196）\医药生物行业？ 创新+产品引进驱动业绩增长》2022.10.30

2、《复星医药（600196）\医药生物行业创新、投资和资产处置贡献业绩》2022.03.23

3、《复星医药（600196）\医药生物行业业绩持续增长，创新和合作逐步落地》2021.10.27

本报告仅供内部有人使用，未经许可，不得外传 yb.hshucaishenjing.com

请务必阅读报告末页的重要声明

财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,317	16,241	9,616	12,571	17,421
应收账款+票据	6,474	8,172	8,514	9,576	10,704
预付账款	1,740	1,607	2,092	2,353	2,630
存货	5,473	6,882	7,662	8,557	9,550
其他	6,433	2,376	2,917	3,165	3,428
流动资产合计	30,437	35,279	30,802	36,222	43,732
长期股权投资	22,684	23,145	23,145	23,145	23,145
固定资产	9,666	11,131	10,076	8,892	7,581
在建工程	3,618	4,897	4,081	3,264	2,448
无形资产	10,276	12,471	10,872	9,178	7,387
其他非流动资产	16,625	20,241	19,353	18,500	17,924
非流动资产合计	62,869	71,885	67,526	62,979	58,485
资产总计	93,306	107,164	98,328	99,201	102,217
短期借款	9,420	11,932	1,152	0	0
应付账款+票据	5,064	6,284	6,181	6,902	7,703
其他	14,835	15,082	18,817	21,159	23,624
流动负债合计	**29,318**	**33,298**	**26,149**	**28,061**	**31,326**
长期带息负债	9,697	12,845	9,139	5,602	2,319
长期应付款	**246**	**338**	**338**	**338**	**338**
其他	**5,665**	**6,574**	**6,574**	**6,574**	**6,574**
非流动负债合计	15,608	19,757	16,052	12,515	9,231
负债合计	44,927	53,055	42,201	40,576	40,557
少数股东权益	9,184	9,526	9,845	10,213	10,635
股本	2,563	2,672	2,672	2,672	2,672
资本公积	14,041	16,992	16,992	16,992	16,992
留存收益	22,592	24,918	29,248	34,248	39,981
股东权益合计	48,380	54,109	58,757	64,125	70,280
负债和股东权益总计	93,306	107,164	100,958	104,701	110,837

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**39,011**	**43,952**	**48,082**	**54,080**	**60,446**
营业成本	20,230	23,170	24,364	27,209	30,365
税金及附加	234	228	240	270	302
营业费用	9,101	9,171	10,097	11,898	13,298
管理费用	7,064	8,130	8,895	10,005	11,182
财务费用	464	647	772	344	140
资产减值损失	-830	-272	-337	-270	-302
公允价值变动收益	352	-2,498	250	310	390
投资净收益	4,624	4,378	2,630	2,870	3,120
其他	238	444	297	284	269
营业利润	6,303	4,657	6,554	7,548	8,636
营业外净收益	-260	-82	-128	-128	-128
利润总额	6,043	4,574	6,425	7,420	8,507
所得税	1,066	627	964	1,113	1,276
净利润	4,976	3,947	5,461	6,307	7,231
少数股东损益	248	217	319	368	422
归属于母公司净利润	4,729	3,731	5,143	5,939	6,809

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,976	3,947	5,461	6,307	7,231
折旧摊销	1,792	2,233	4,323	4,547	4,494
财务费用	464	647	772	344	140
存货减少	-310	-1,410	-780	-895	-992
营运资金变动	207	-1,199	1,483	599	605
其它	**-3,348**	**-216**	**-1,629**	**-1,805**	**-1,988**
经营活动现金流	3,781	4,002	9,631	9,096	9,489
资本支出	-2,788	-4,888	0	0	0
长期投资	-1,226	1,133	0	0	0
其他	**157**	**-309**	**-185**	**-170**	**-140**
投资活动现金流	-3,857	-4,064	-185	-170	-140
债权融资	2,099	5,659	-14,485	-4,689	-3,284
股权融资	0	109	0	0	0
其他	-2,918	-1,340	-1,585	-1,283	-1,216
筹资活动现金流	-819	4,428	-16,070	-5,972	-4,500
现金净增加额	-1,031	4,495	-6,625	2,954	4,850

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	28.72%	12.66%	9.40%	12.47%	11.77%
EBIT	20.45%	-19.75%	37.84%	7.86%	11.38%
EBITDA	19.19%	-10.17%	54.56%	6.85%	6.74%
归母净利润	29.10%	-21.10%	37.85%	15.48%	14.66%
获利能力					
毛利率	48.14%	47.28%	49.33%	49.69%	49.77%
净利率	12.76%	8.98%	11.36%	11.66%	11.96%
ROE	12.06%	8.37%	10.51%	11.02%	11.42%
ROIC	9.51%	11.70%	8.78%	9.76%	10.98%
偿债能力					
资产负债	48.15%	49.51%	42.92%	40.90%	39.68%
流动比率	1.04	1.06	1.18	1.29	1.40
速动比率	0.75	0.78	0.76	0.85	0.96
营运能力					
应收账款周转率	6.04	5.39	5.74	5.74	5.74
存货周转率	3.70	3.37	3.18	3.18	3.18
总资产周转率	0.42	0.41	0.49	0.55	0.59
每股指标（元）					
每股收益	1.77	1.40	1.92	2.22	2.55
每股经营现金流	1.41	1.50	3.60	3.40	3.55
每股净资产	14.67	16.68	18.30	20.18	22.32
估值比率					
市盈率	17.91	22.70	16.47	14.26	12.44
市净率	2.16	1.90	1.73	1.57	1.42
EV/EBITDA	17.56	15.79	8.81	7.75	6.77
EV/EBIT	22.40	22.54	14.10	12.29	10.29

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 4 月 28 日收盘价

本报告仅供vbjieshou@eastmoney.com邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

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；韩国市场以柯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指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

本报告仅供 ybjreshou@eastmoney.com 邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场 1 座 37 层
电话：021-38991500
传真：021-38571373

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 4 层
电话：010-64285217
传真：010-64285805

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 29 层
电话：0755-82775695