

2022年10月31日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

38/23.5

公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2022/10/28)	30.91		
上证指数(2022/10/28)	2915.93		
股价 12 个月高/低	58.18/27.64		
总发行股数(百万)	2669.66		
A 股数(百万)	2010.96		
A 市值(亿元)	621.59		
主要股东	上海复星高科技(集团)有限公司(35.85%)		
每股净值(元)	16.30		
股价/账面净值	1.90		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.4	-26.4	-37.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022/07/26	47.42	买进
2022/03/23	49.88	买进

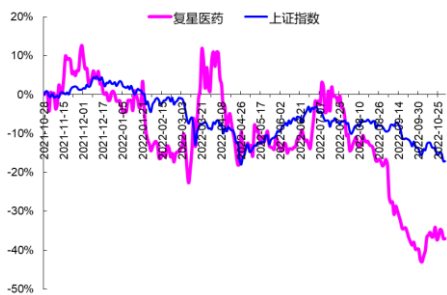
产品组合

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

Q3 扣非净利同比增长 10%，主业保持增长，研发持续推进

结论与建议：

- 公司业绩：**公司 2022 年 Q1-Q3 实现营收 316.1 亿元，YOY+16.9%，录得净利润 24.5 亿元，YOY-31.2%，主要是公司持有的 BNTX 股票等金融资产股价下跌，产生约-11 亿元公允价值变动所致，剔除该部分影响，公司实际扣非后净利 28.6 亿元，YOY+15.5%，保持较快增长，扣非后业绩符合预期。其中 Q3 单季度实现营收 102.7 亿元，YOY+1.7%，录得净利润 9.0 亿元，YOY-16.2%，扣非后净利 10.0 亿元，YOY+10.2%。
- 主业增长良好，毛利率微升：**公司主业增长较好，Q3 汉曲优（注射用曲妥珠单抗）、苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕片）、肝素系列制剂等产品估计仍保持快速增长。公司 22Q3 单季度综合毛利率为 48.1%，同比增加 0.3 个百分点，估计仍主要是化药新品销售推动影响；期间费用率为 42.9%，同比增加 1.3 个百分点，主要是研发费用投入增加，研发费用率同比增加 1.6 个百分点，我们预计随着各研发管线临床推进，研发费用将保持较快增长。
- 研发持续推进，合作布局宽广：**（1）斯鲁利单抗今年 3 月获批用于治疗不可切除或转移性微卫星高度不稳定(MSI-H)的成人晚期实体瘤适应症后，4 月获得 FDA 用于治疗小型细胞肺癌孤儿药资格认定，目前鳞状非小细胞肺癌（sqNSCLC）、广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）和食管鳞状细胞癌（ESCC）适应症申报受理，后续将逐步获批；（2）独家商业化的新冠小分子药物阿兹夫定目前已在全国多地医保挂网（挂网价 270 元/瓶子，35 片/瓶），全国覆盖推进顺利；（3）复星凯特 CAR-T 产品阿基伦赛注射液新增二线适应症申报 10 月获受理，并纳入优先审评。（4）公司与华润医药达成战略合作，将在大健康领域开展全面合作，重点围绕创新药、生物药、医疗器械等领域通过战略与业务层面的合作，加强双方在相关领域的全球布局与产业化发展，将助力公司长远发展。
- 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，疫苗及小分子新冠药物预计也会带来较好收益，股权激励也将保障公司稳健成长，我们看好公司未来的而发展。考虑到 BNTX 股价波动因素，我们相应下调盈利预测，预计公司 2022 年、2023 年实现净利润 47.6 亿元和 66.0 亿元，YOY 分别+0.6%、+38.5%（原预计 2022 年、2023 年实现净利润 58.3 亿元和 70.3 亿元，YOY 分别+23.0%、+20.7%），扣非后 YOY+20%、+26%，EPS 分别为 1.8 元、2.5 元，对应 A 股 PE 分别为 17 倍/13 倍，对应 H 股 PE 分别为 10 倍/7 倍，A 股/H 股估值均偏低，主业增长良好，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		2019	2020	2021	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3322	3663	4735	4762	6595
同比增减	%	22.66	10.27	29.28	0.56	38.50
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.30	1.43	1.85	1.78	2.47
同比增减	%	21.50	10.00	29.37	-3.58	38.50
A 股市盈率 (P/E)	X	23.78	21.62	16.71	17.33	12.51
H 股市盈率 (P/E)	X	13.54	12.31	9.51	9.87	7.12
股利 (DPS)	RMB 元	0.39	0.43	0.56	0.54	0.74
GON 股息率 (Yield)	%	1.26	1.39	1.81	1.73	2.40

【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	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业收入	28585	30307	39005	45115	53250
经营成本	11543	13431	20228	22088	24956
营业税金及附加	260	217	234	246	319
销售费用	9847	8464	9099	9049	11182
管理费用	2591	2962	3216	3698	4260
财务费用	865	724	464	486	532
资产减值损失				0	0
投资收益	3565	2284	4624	3853	2600
营业利润	4494	4721	6314	6561	8742
营业外收入	77	23	29	137	120
营业外支出	45	66	289	226	200
利润总额	4526	4678	6054	6472	8662
所得税	782	738	1066	1225	1646
少数股东损益	422	277	252	484	421
归属于母公司所有者的净利润	3322	3663	4735	4762	6595

附二：合并资产负债表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
货币资金	9533	9962	10308	10824	11365
存货	4368	4565	6029	7235	8682
应收账款	3941	5163	5472	6457	7620
流动资产合计	20403	25085	30425	35901	42363
长期股权投资	20930	22309	22684	23137	23600
固定资产	7410	8136	8919	9454	9832
无形资产及其他资产合计	3150	4122	3618	3075	2614
资产总计	55716	58601	62869	66641	70640
流动负债合计	76120	83686	93294	102542	113003
长期负债合计	17434	24872	29310	33706	38762
负债合计	19482	12829	15608	17637	19930
少数股东权益	36915	37702	44918	51344	58693
股东权益合计	7316	8989	9184	9367	9555
负债及股东权益合计	31888	36996	39192	41831	44756

附三：合并现金流量表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	3222	2580	3949	4,581	5,176
投资活动产生的现金流量净额	-172	-4706	-3857	-3364	-3653
筹资活动产生的现金流量净额	-1936	1467	-831	-1030	-1180
现金及现金等价物净增加额	1109	-959	-874	187	343

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,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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或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。