

复星医药 (600196.SH) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2022年10月31日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 30.91

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

### 公司盈利预测及估值

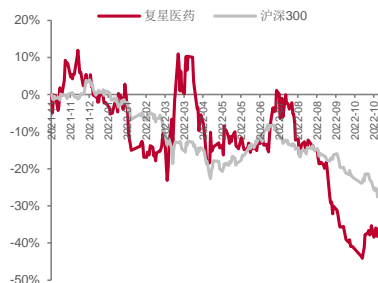
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	30,307	39,005	44,426	50,528	58,854
增长率 yoy%	6.02%	28.70%	13.90%	13.74%	16.48%
净利润 (百万元)	3,663	4,735	4,336	4,998	5,785
增长率 yoy%	10.27%	29.28%	-8.44%	15.27%	15.75%
每股收益 (元)	1.43	1.85	1.69	1.95	2.26
每股现金流量	1.01	1.54	0.24	1.70	1.80
净资产收益率	9.90%	12.08%	10.42%	10.68%	10.97%
P/E	21.63	16.73	18.27	15.85	13.69
PEG	2.11	0.57	-2.17	1.04	0.87
P/B	2.14	2.02	1.90	1.69	1.50

备注: 数据截止 2022.10.28

### 基本状况

总股本(百万股)	2670
流通股本(百万股)	2011
市价(元)	30.91
市值(百万元)	82519
流通市值(百万元)	62159

### 股价与行业-市场走势对比



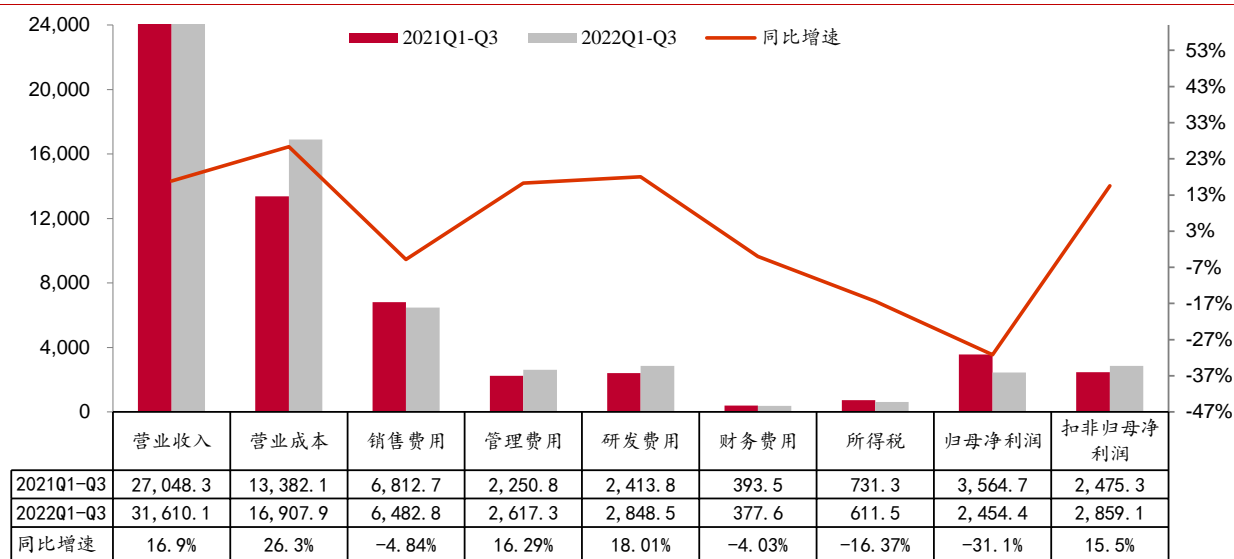
### 相关报告

1 复星医药(600196)-2022H1 点评: 扣非符合预期, 创新占比持续提升- 买入-(中泰证券\_祝嘉琦\_张楠)-20220830

### 投资要点

- **事件: 2022年10月30日, 公司发布2022年三季报。2022年前三季度实现营业收入316.10亿元, 同比增长16.87%; 归母净利润24.54亿元, 同比下滑31.15%; 扣非归母净利润28.59亿元, 同比增长15.51%。**
- **Q3防疫产品阶段性影响, 全年有望稳定增长。**前三季度归母净利润出现较大下滑主要由于投资BNTX股票带来较大波动, 公司内生经营依然维持高增。分季度来看, 22Q3公司实现收入102.70亿元(+1.72%), 归母净利润9.07亿元(-16.20%), 扣非归母净利润9.97亿元(+10.19%), 由于新冠防疫产品的阶段性高基数影响, 公司单三季度收入有所承压, 但得益于费用端优化和良好控制, 依然实现稳健增长。
- **上游成本波动+营收结构变化致毛利率下降, 研发费用同比18%。**2022前三季度毛利率46.51%(-4.01pp), 上游原材料成本波动、低毛利抗疫品种占比提升、集采降价等导致毛利率有所下滑。前三季度销售费用64.83亿元(-4.84%), 销售费率20.51%(-4.68pp), 抗疫品种集中采购、部分品种推广减少。管理费用26.17亿元(+16.29%), 管理费率8.28%(-0.04pp), 持续保持稳定。研发费用28.49亿元(+18.01%), 研发费率9.01%(+0.09pp), 研发项目正常推进。财务费用1.07亿元(-16.87%), 财务费率1.19%(-0.26pp)。
- **创新转型成效显著, 海外占比持续提升。**目前公司的制药业务整合为创新药、仿制药、疫苗, 其中创新药通过自主研发、合作开发、许可引进等在小分子、大分子布局全面, 创新产品(汉利康、汉曲优、汉达远、CAR-T、复必泰等)占比逐年提升, 转型效果突出。目前公司在研项目260+项, 多个重磅/差异化品种稳步推进, 逐渐进入收获期。同时积极布局海外, 全球运营能力持续提升, 22H1海外收入75.92亿元(+46.06%), 占比达到35.58%。
- **盈利预测与投资建议:** 由于新冠防疫产品的阶段性影响, 叠加公允价值变动收益出现较大波动, 我们调整2022-2024年营业收入分别为444、505、589亿元(前值为445、506、599亿元), 同比增长13.90%、13.74%、16.48%; 归母净利润分别为43、50、58亿元(前值为58、74、92亿元), 同比-8.44%、15.27%、15.75%。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, %)



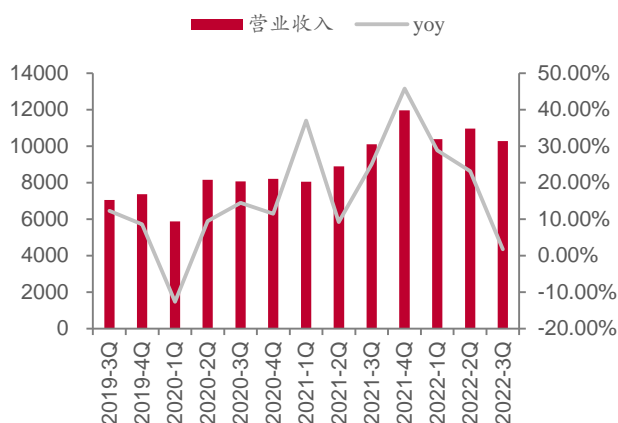
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 复星医药分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

指标	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q
营业收入	7054.85	7357.53	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
营收同比增长	12.28%	8.58%	-12.62%	9.47%	14.45%	11.51%	37.00%	9.19%	25.03%	45.74%	28.87%	23.18%	1.72%
营收环比增长	-5.21%	4.29%	-20.07%	38.55%	-0.90%	1.61%	-1.81%	10.43%	13.48%	18.43%	-13.17%	5.55%	-6.28%
营业成本	2937.67	3006.76	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
毛利率	58.36%	59.13%	55.13%	56.10%	56.18%	55.19%	52.53%	51.82%	47.79%	42.74%	43.55%	47.85%	48.08%
销售费用	2407.59	2440.72	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
管理费用	681.65	790.14	586.46	701.62	714.4	960.02	673.66	791.11	785.99	965.07	785.52	886.80	945.02
研发费用	440.65	751.37	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
财务费用	187.99	211.25	134.6	153.87	198.64	237.17	128.47	154.52	110.47	70.60	106.80	154.94	115.88
营业利润	713.74	1562.3	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
利润总额	762.50	1567.10	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
所得税	126.53	279.18	120.87	271.21	218.29	127.49	166.52	384.13	180.62	335.13	243.36	265.73	102.45
归母净利润	547.58	1257.91	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
YOY	2.60%	104.95%	-18.97%	41.51%	39.57%	-5.89%	46.78%	43.75%	41.62%	-1.12%	-45.41%	-33.66%	-16.20%
扣非归母净利润	554.78	511.57	436.42	867.93	755.19	657.97	657.95	912.28	905.04	802.03	800.95	1060.89	997.23
YOY	41.88%	2.70%	-17.59%	36.03%	36.12%	28.62%	50.76%	5.11%	19.84%	21.89%	21.73%	16.29%	10.19%

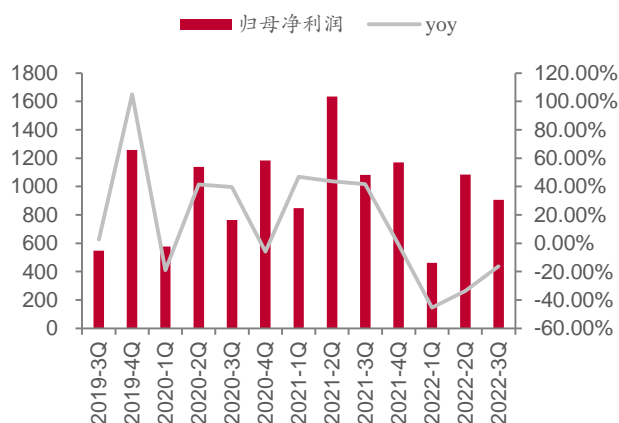
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 复星医药分季度收入情况 (单位: 百万元, %)

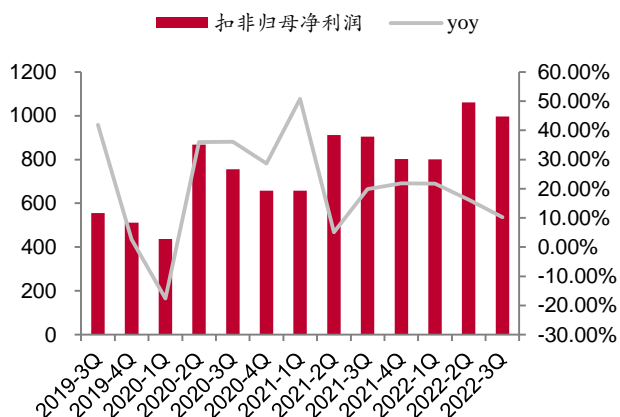


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

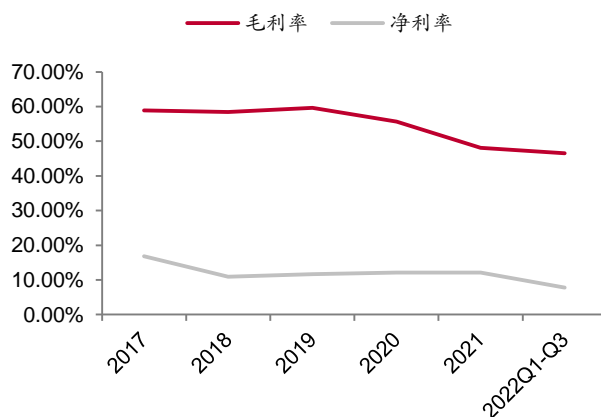
图表 4: 复星医药分季度归母净利润情况 (单位: 百万元, %)



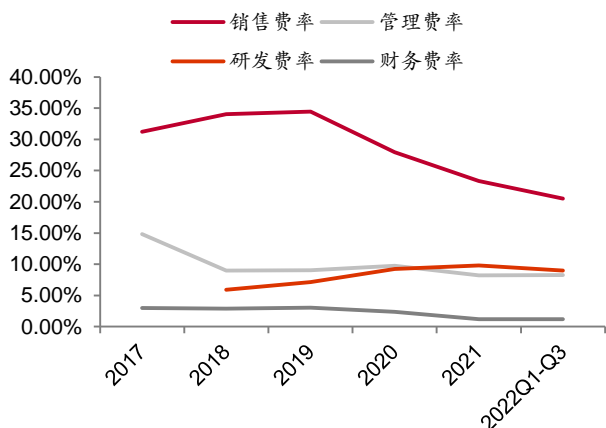
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 5: 复星医药分季度扣非归母净利润情况 (单位: 百万元, %)**


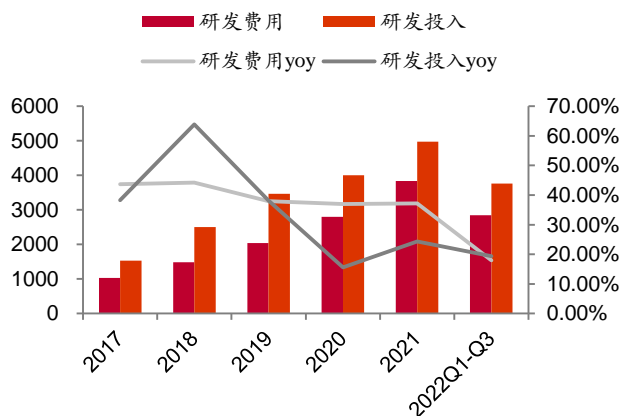
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**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: 复星医药财务模型预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	30425	31161	37314	44037	<b>营业收入</b>	39005	44426	50528	58854
现金	10308	10135	13246	16908	营业成本	20228	22078	25241	29363
应收账款	6029	6733	7782	8971	营业税金及附加	234	293	318	379
其他应收款	843	741	873	1047	营业费用	9099	12884	14906	17362
预付账款	1738	1882	2257	2568	管理费用	3216	4221	5053	5885
存货	5472	7184	8269	9533	财务费用	464	1153	1028	860
其他流动资产	6034	4485	4887	5009	资产减值损失	-830	-529	-566	-598
<b>非流动资产</b>	62869	62065	62492	62846	公允价值变动收益	352	-500	200	150
长期投资	22684	22264	22411	22408	投资净收益	4624	2000	2000	2000
固定资产	8919	10304	10748	10721	<b>营业利润</b>	6314	5828	6748	7752
无形资产	10276	10846	11501	12185	营业外收入	29	26	27	27
其他非流动资产	20990	18651	17832	17532	营业外支出	289	177	233	205
<b>资产总计</b>	93294	93226	99806	106882	<b>利润总额</b>	6054	5676	6543	7573
<b>流动负债</b>	29310	27123	28696	29721	所得税	1066	1000	1153	1334
短期借款	9420	8526	8664	8705	<b>净利润</b>	4987	4676	5390	6239
应付账款	4515	4727	5481	6376	少数股东损益	252	341	393	454
其他流动负债	15375	13871	14551	14640	<b>归属母公司净利润</b>	4735	4336	4998	5785
<b>非流动负债</b>	15608	14986	14403	14065	EBITDA	8569	8124	9010	9888
长期借款	6694	6196	5772	5319	EPS (元)	1.85	1.69	1.95	2.26
其他非流动负债	8914	8790	8631	8746					
<b>负债合计</b>	44918	42109	43100	43786					
少数股东权益	9184	9524	9917	10371	<b>主要财务比率</b>				
股本	2563	2563	2563	2563	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	14029	14029	14029	14029	<b>成长能力</b>				
留存收益	23866	25501	30498	36283	营业收入	28.7%	13.9%	13.7%	16.5%
归属母公司股东权益	39192	41592	46790	52725	营业利润	33.7%	-7.7%	15.8%	14.9%
<b>负债和股东权益</b>	93294	93226	99806	106882	归属于母公司净利润	29.3%	-8.4%	15.3%	15.8%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	48.1%	50.3%	50.0%	50.1%
					净利率(%)	12.1%	9.8%	9.9%	9.8%
					ROE(%)	12.1%	10.4%	10.7%	11.0%
					ROIC(%)	15.1%	14.1%	15.0%	15.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	48.1%	45.2%	43.2%	41.0%
					净负债比率(%)	47.29%	47.60%	46.34%	44.35%
					流动比率	1.04	1.15	1.30	1.48
					速动比率	0.85	0.88	1.00	1.15
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.44	0.48	0.52	0.57
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	5.43	4.78	4.95	4.95
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.85	1.69	1.95	2.26
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	0.24	1.70	1.80
					每股净资产(最新摊薄)	15.29	16.23	18.26	20.57
					<b>估值比率</b>				
					P/E	16.73	18.27	15.85	13.69
					P/B	2.02	1.90	1.69	1.50
					EV/EBITDA	9	9	8	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。