

复星医药(600196)

报告日期: 2023年03月29日

## 创新再发力, 看好国际化突破

### ——复星医药 2022 年业绩点评

#### 投资要点

- **创新药收入持续新高, 看好公司创新药持续兑现以及创新药国际化商业化能力突破。**
- **事件: 2022 年业绩符合预期, 现金流良好**  
**2023 年 3 月 27 日公司披露 2022 年业绩。** 2022 年收入 439.52 亿 (YOY 12.66%), 归母净利润 37.31 亿 (YOY-21.10%), 扣非净利润 38.73 亿 (YOY 18.17%)。单季度分析, 2022Q4 收入 123.41 亿 (YOY 3.16%), 归母净利润 12.76 亿 (YOY9.66%), 扣非净利润 10.14 亿 (YOY 26.39%)。经营活动产生的现金流量净额 42.18 亿元, 同比增长 7.10%。
- **业务拆分: 创新药占比继续提升, 器械诊断及服务望进入快速发展期**  
**制药: 创新转型持续兑现, 持续看好。** 制药业务实现收入 308.12 亿元 (YOY6.60%), 新品和次新品收入在制药业务收入中占比超 30%, 主要是新上市产品汉斯状、捷倍安的收入贡献以及次新品汉曲优、苏可欣增长贡献。  
**医疗器械与医学诊断业务: Sisram 和新冠抗原检测驱动大。** 收入 69.49 亿元 (YOY17.03%), 主要得益于 Sisram 在北美及欧洲等主要市场的强势增长 (收入 YOY 20.62%) 以及新冠抗原检测试剂盒等新上市产品的收入贡献。  
**医疗健康服务: 收入同比恢复显著, 期待逐步减亏。** 收入 60.80 亿元 (YOY 47.64%), 剔除新并购的广州新市医院等因素影响后, 同口径增长 33.56%, 收入增长主要得益于线上业务的增长以及线下医院收入的恢复。
- **展望: 研发持续高强度, 期待国际化**  
**看好创新药持续兑现。** 2022 年公司研发投入为 58.85 亿元 (YOY18.3%), 占营业收入的 13.39%。公司连续多年保持高研发投入强度, 这也驱动公司创新产品不断进入商业化阶段。我们看好公司持续高研发投入强度下, 创新药产品收入占比持续提升, 看好 PD-1、CAR-T、曲妥珠生物类似药、阿伐曲波帕片等存量创新药持续快速放量。同时我们也期待新获批产品如: 盐酸凯普拉生片, 处于或已经完成临床 III 期的 13 价肺炎球菌结合疫苗 (多价结合体) (III 期)、RT002 (长效肉毒素, III 期)、Tenapanor (III 期)、枸橼酸焦磷酸铁溶液 (III 期) 进入商业化后贡献新的增量。  
**创新药国际化值得期待。** 公司年报披露已启动汉斯状于美国市场的商业化筹备工作, 自建美国创新药团队涵盖医学事务、市场准入、销售等职能, 并已与 Synecos Health 达成深度合作, 为汉斯状美国的商业化提供全方位支持。汉斯状 sq-NSCLC、ES-SCLC 和 LS-SCLC 三项适应症均开展了 MRCT, 并已在美国启动一项对比一线标准治疗阿替利珠单抗用于 ES-SCLC 的头对头桥接试验。我们认为公司搭建国际化的推广和销售团队, 有望不断拓展公司在全球创新药领域的影响力, 同时把优质的创新药品种推向全球。我们看好公司成为国内为数不多的具有国际化创新药商业化能力的药企, 也看好公司国际化落地。
- **盈利预测与估值**  
 考虑到 2022 年投资损益拖累净利润超出我们先前预测, 投资收益部分低于我们先前预期, 我们下调归母净利润预测。我们预计 2023-2025 年公司 EPS 为 2.04、2.39 和 2.81 元/股 (前次预测值为 2.22、2.68 和 -元/股), 2023 年 3 月 28 日收盘价对应 2023 年 PE 为 16 倍 (对应 2024 年 PE 为 14 倍), 维持“买入”评级。
- **风险提示**  
 审评进度不及预期风险; 产品销售不及预期; 市场竞争风险; 临床结果不及预期风险; 政策风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 郭双喜  
 执业证书号: S1230521110002  
 guoshuangxi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 32.38
总市值(百万元)	86,524.43
总股本(百万股)	2,672.16

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《看好高研发强度下创新兑现——复星医药 2022Q3 业绩点评》 2022.10.30
- 2 《看好创新化&国际化持续兑现——复星医药 2022H1 业绩点评报告》 2022.08.30
- 3 《【浙商医药】复星医药点评: 阿兹夫定独家, 看好创新兑现 20220726》 2022.07.26

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	43952	49938	56999	65275
(+/-) (%)	12.68%	13.62%	14.14%	14.52%
归母净利润	3731	5464.47	6392.98	7521.97
(+/-) (%)	-21.21%	46.47%	16.99%	17.66%
每股收益(元)	1.40	2.04	2.39	2.81
P/E	23.19	15.83	13.53	11.50

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	35279	32290	36225	39640
现金	16241	10368	11400	13055
交易性金融资产	929	1500	1300	1000
应收账款	7613	8167	9881	10379
其它应收款	579	749	855	979
预付账款	1607	2060	2289	2549
存货	6882	7726	8582	9558
其他	1427	1720	1920	2120
<b>非流动资产</b>	71885	83004	92784	102257
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	23145	25000	26000	27000
固定资产	10268	14920	20204	25786
无形资产	12471	13771	15171	16571
在建工程	4895	6597	6398	5598
其他	21106	22716	25011	27301
<b>资产总计</b>	107164	115293	129010	141896
<b>流动负债</b>	33298	36589	44411	50192
短期借款	11932	13500	19827	22957
应付款项	6284	6399	7026	8175
预收账款	0	0	0	0
其他	15082	16690	17557	19060
<b>非流动负债</b>	19757	18667	17687	16704
长期借款	11600	10600	9600	8600
其他	8156	8067	8087	8103
<b>负债合计</b>	53055	55255	62098	66896
少数股东权益	9526	9938	10419	10985
归属母公司股东权益	44582	50100	56493	64015
<b>负债和股东权益</b>	107164	115293	129010	141896

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	4218	2943	4384	8176
净利润	3947	5876	6874	8088
折旧摊销	2233	1958	2426	2930
财务费用	647	883	1088	1258
投资损失	(4378)	(4000)	(3800)	(3600)
营运资金变动	208	(1545)	(1717)	139
其它	1560	(229)	(488)	(639)
<b>投资活动现金流</b>	(4064)	(8949)	(7214)	(7514)
资本支出	(2628)	(7002)	(6002)	(6002)
长期投资	(461)	(1855)	(1000)	(1000)
其他	(975)	(92)	(212)	(512)
<b>筹资活动现金流</b>	4428	133	3862	992
短期借款	2511	1568	6327	3130
长期借款	4906	(1000)	(1000)	(1000)
其他	(2989)	(436)	(1465)	(1138)
<b>现金净增加额</b>	4582	(5874)	1032	1655

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	43952	49938	56999	65275
营业成本	23170	25754	28606	31859
营业税金及附加	228	275	313	359
营业费用	9171	9988	11400	13055
管理费用	3828	4245	4845	5548
研发费用	4302	4744	5415	6201
财务费用	647	883	1088	1258
资产减值损失	(338)	350	342	326
公允价值变动损益	(2498)	(1000)	(1000)	(1000)
投资净收益	4378	4000	3800	3600
其他经营收益	510	384	384	384
<b>营业利润</b>	4657	7085	8173	9652
营业外收支	(82)	(118)	(116)	(117)
<b>利润总额</b>	4574	6967	8057	9535
所得税	627	1091	1183	1447
<b>净利润</b>	3947	5876	6874	8088
少数股东损益	217	411	481	566
<b>归属母公司净利润</b>	3731	5464	6393	7522
EBITDA	7543	9957	11722	13872
EPS (最新摊薄)	1.40	2.04	2.39	2.81

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.68%	13.62%	14.14%	14.52%
营业利润	-26.25%	52.14%	15.37%	18.09%
归属母公司净利润	-21.21%	46.47%	16.99%	17.66%
<b>获利能力</b>				
毛利率	47.28%	48.43%	49.81%	51.19%
净利率	8.98%	11.77%	12.06%	12.39%
ROE	7.28%	9.57%	10.07%	10.60%
ROIC	5.93%	8.06%	8.34%	8.85%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.51%	47.93%	48.13%	47.14%
净负债比率	54.67%	54.23%	56.23%	55.56%
流动比率	1.06	0.88	0.82	0.79
速动比率	0.85	0.67	0.62	0.60
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.44	0.45	0.47	0.48
应收账款周转率	6.46	5.85	5.18	4.85
应付账款周转率	4.66	4.71	4.98	4.90
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.40	2.04	2.39	2.81
每股经营现金	1.58	1.10	1.64	3.06
每股净资产	16.68	18.75	21.14	23.96
<b>估值比率</b>				
P/E	23.19	15.83	13.53	11.50
P/B	1.94	1.73	1.53	1.35
EV/EBITDA	14.86	11.87	10.48	8.96

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>