

## 复星医药 (600196) \ 医药生物

### 创新+产品引进驱动业绩增长

#### 事件:

复星医药发布2022年三季报, 前三季度实现收入316.10亿, 同比增长16.87%, 实现归母净利24.54亿, 同比下降31.15%, 实现扣非归母净利28.59亿, 同比增长15.51%。第三季度公司实现收入102.70亿, 同比增长1.72%, 实现扣非归母净利9.97亿, 同比增长10.19%, 业绩符合预期。

#### ➤ 创新+产品引进驱动业绩增长, BioNTech公允价值变动拉低业绩

公司前三季度收入、扣非归母净利增速均在15%以上, 我们预计主要驱动因素, 一是公司的创新药、生物类似药的销售增速较快, 上半年新品+次新品占制药板块收入比重已超过25%。二是引进产品的增长, 引进的疫苗复必泰持续推进港澳台地区的接种和新剂型的注册; 达芬奇机器人上半年装机量24台, 设备+耗材的模式持续贡献业绩。由于BioNTech股价下跌, 公司Q3公允价值变动损失增加6.61亿, 导致本期归母净利增速低。

#### ➤ 继续看好公司的创新布局和项目合作

创新方面, 公司斯鲁利单抗MSI-H适应症获批上市, 并有其他多个肺癌相关适应症申报上市; 奕凯达二线适应症受理; 与真实生物合作的阿兹夫定全面启动商业化, 向Cipla许可的汉曲优于今年7月澳大利亚获批上市; 9月获得Neovii授权国内开发免疫抑制剂Grafalon, 10月与华润医药达成战略合作, 涉及创新药、生物药、医疗器械等大健康领域。在创新药谈判降价的背景下, 公司项目引进的战略减少研发失败的风险, 切合现行政策。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为458.85/520.44/584.21亿, 对应增速分别为17.64%/13.42%/12.25%, 归母净利分别为50.62/58.34/66.19亿, 对应增速分别为6.90%/15.24%/13.46%, CAGR为11.81%, PE分别为16/14/12倍, 参考可比公司相对估值, 我们给予公司2023年18倍PE, 目标价39.37元, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 新冠疫苗和药物审批不及预期; BioNTech股价波动超预期; 创新药销售不及预期

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	30,307	39,005	45,885	52,044	58,421
增长率 (%)	6.02%	28.70%	17.64%	13.42%	12.25%
EBITDA (百万元)	7,130	8,310	10,787	11,662	12,572
净利润 (百万元)	3,663	4,735	5,062	5,834	6,619
增长率 (%)	10.27%	29.28%	6.90%	15.24%	13.46%
EPS (元/股)	1.37	1.77	1.90	2.19	2.48
市盈率 (P/E)	23	17	16	14	12
市净率 (P/B)	2.23	2.11	1.92	1.74	1.57
EV/EBITDA	21.60	17.07	8.85	7.82	6.90

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2022年10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)

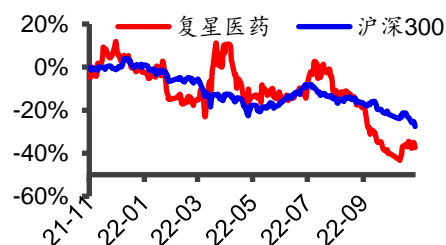
当前价格: 30.91元

目标价格: 39.37元

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,670/2,563
流通A股市值 (百万元)	62,159
每股净资产 (元)	16.30
资产负债率 (%)	48.98
一年内最高/最低 (元)	58.95/27.64

#### 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、投资和资产处置贡献业绩》2022.03.23
- 2、《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
- 3、《复星医药 (600196) \ 医药生物行业业绩符合预期, 单抗上市产品逐步丰富》2020.10.30

**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,962	10,308	4,589	5,406	8,364
应收账款+票据	5,436	6,473	7,985	9,057	10,167
预付账款	1,495	1,738	1,659	1,881	2,112
存货	5,163	5,472	7,918	8,806	9,730
其他	3,029	6,433	6,172	6,432	6,700
<b>流动资产合计</b>	<b>25,085</b>	<b>30,425</b>	<b>28,323</b>	<b>31,582</b>	<b>37,072</b>
长期股权投资	22,309	22,684	24,674	26,894	29,444
固定资产	8,881	9,666	9,001	8,504	8,135
在建工程	4,122	3,618	4,630	5,170	5,419
无形资产	8,670	10,276	9,002	7,640	6,190
其他非流动资产	14,619	16,625	15,810	15,046	14,520
<b>非流动资产合计</b>	<b>58,601</b>	<b>62,869</b>	<b>63,117</b>	<b>63,253</b>	<b>63,708</b>
<b>资产总计</b>	<b>83,686</b>	<b>93,294</b>	<b>91,440</b>	<b>94,835</b>	<b>100,780</b>
短期借款	7,916	9,420	1,728	0	0
应付账款+票据	3,289	5,064	5,587	6,213	6,864
其他	13,667	14,826	18,518	20,818	23,199
<b>流动负债合计</b>	<b>24,872</b>	<b>29,310</b>	<b>25,832</b>	<b>27,030</b>	<b>30,063</b>
长期带息负债	9,103	9,697	7,246	4,778	2,433
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	3,726	5,911	5,911	5,911	5,911
<b>非流动负债合计</b>	<b>24,872</b>	<b>29,310</b>	<b>25,832</b>	<b>27,030</b>	<b>30,063</b>
<b>负债合计</b>	<b>37,702</b>	<b>44,918</b>	<b>38,989</b>	<b>37,720</b>	<b>38,407</b>
少数股东权益	8,989	9,184	9,395	9,606	9,811
股本	2,563	2,563	2,670	2,670	2,670
资本公积	15,133	14,029	13,922	13,922	13,922
留存收益	19,300	22,600	26,464	30,917	35,970
<b>股东权益合计</b>	<b>45,984</b>	<b>48,376</b>	<b>52,451</b>	<b>57,115</b>	<b>62,372</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>83,686</b>	<b>93,294</b>	<b>91,440</b>	<b>94,835</b>	<b>100,780</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3,940	4,987	2,710	3,286	3,801
折旧摊销	1,728	1,792	3,710	4,016	4,149
财务费用	724	464	729	384	194
存货减少	-130	-748	-535	-576	-576
营运资金变动	-1,285	210	596	485	501
其它	-2,528	-3,661	396	345	345
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,580</b>	<b>3,792</b>	<b>8,142</b>	<b>8,516</b>	<b>8,990</b>
资本支出	7,205	2,788	2,019	1,933	2,053
长期投资	240	-1,225	0	0	0
其他	-12,152	-5,420	-3,811	-3,671	-3,979
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,706</b>	<b>-3,857</b>	<b>-1,791</b>	<b>-1,738</b>	<b>-1,926</b>
债权融资	-2,326	2,099	-10,143	-4,196	-2,345
股权融资	0	0	107	0	0
其他	3,794	-2,930	-2,034	-1,765	-1,761
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,467</b>	<b>-831</b>	<b>-12,070</b>	<b>-5,960</b>	<b>-4,106</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-959</b>	<b>-1,031</b>	<b>-5,720</b>	<b>817</b>	<b>2,958</b>

**利润表**

单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>30,307</b>	<b>39,005</b>	<b>45,885</b>	<b>52,044</b>	<b>58,421</b>
营业成本	13,431	20,228	23,844	26,516	29,297
税金及附加	217	234	341	386	434
营业费用	8,464	9,099	9,797	11,627	13,554
管理费用	5,758	7,050	7,678	8,890	10,067
财务费用	724	464	729	384	194
资产减值损失	-148	-830	-180	-180	-180
公允价值变动收益	579	352	0	0	0
投资净收益	2,284	4,624	2,740	2,970	3,300
其他	294	238	290	232	234
<b>营业利润</b>	<b>4,721</b>	<b>6,314</b>	<b>6,347</b>	<b>7,262</b>	<b>8,229</b>
营业外净收益	-43	-260	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>4,678</b>	<b>6,054</b>	<b>6,347</b>	<b>7,262</b>	<b>8,229</b>
所得税	738	1,066	1,074	1,217	1,406
<b>净利润</b>	<b>3,940</b>	<b>4,987</b>	<b>5,273</b>	<b>6,045</b>	<b>6,824</b>
少数股东损益	277	252	211	212	205
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,663</b>	<b>4,735</b>	<b>5,062</b>	<b>5,834</b>	<b>6,619</b>

**财务比率**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.02%	28.70%	17.64%	13.42%	12.25%
EBIT	0.20%	20.65%	8.57%	8.05%	10.17%
EBITDA	3.16%	16.54%	29.81%	8.12%	7.80%
归母净利润	10.27%	29.28%	6.90%	15.24%	13.46%
<b>获利能力</b>					
毛利率	55.68%	48.14%	48.04%	49.05%	49.85%
净利率	13.00%	12.79%	11.49%	11.62%	11.68%
ROE	9.90%	12.08%	11.76%	12.28%	12.59%
ROIC	8.30%	10.08%	10.57%	11.38%	12.42%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	45.05%	48.15%	42.64%	39.77%	38.11%
流动比率	1.01	1.04	1.10	1.17	1.23
速动比率	0.71	0.75	0.68	0.72	0.79
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.84	6.04	5.94	5.94	5.94
存货周转率	2.60	3.70	3.01	3.01	3.01
总资产周转率	0.36	0.42	0.50	0.55	0.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.37	1.77	1.90	2.19	2.48
每股经营现金流	0.97	1.42	3.05	3.19	3.37
每股净资产	13.86	14.68	16.13	17.80	19.69
<b>估值比率</b>					
市盈率	23	17	16	14	12
市净率	2.23	2.11	1.92	1.74	1.57
EV/EBITDA	21.60	17.07	8.85	7.82	6.90
EV/EBIT	28.51	21.76	13.48	11.93	10.30

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2022 年 10 月 28 日收盘价

## 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。

## 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

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**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

**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