

复星医药 (600196)

公司研究/点评报告

国内首个 CAR-T 报产，先发优势奠定龙头地位

—复星医药跟踪点评

点评报告/医药

2020年02月25日

一、事件概述

2020年2月24日，公司投资合营公司复星凯特 CAR-T 产品益基利仑赛注射液（拟定）（代号 FK876，即抗人 CD19 CAR-T 细胞注射液）用于成人复发难治性大 B 细胞淋巴瘤治疗（包括弥漫性大 B 细胞淋巴瘤（DLBCL）非特指型、原发性纵隔 B 细胞淋巴瘤（PMBCL）、高级别 B 细胞淋巴瘤和滤泡淋巴瘤转化的 DLBCL）获 CDE 药品上市注册审评受理（受理号：CXSS2000006 国）。

二、分析与判断

➤ FK876 为国内的首个报产的 CAR-T 产品，先发优势奠定公司龙头地位

FK876 是从吉利德控股子公司 Kite 引进的已在美国上市的抗人 CD19 CAR-T 细胞注射液（商品名 YESCARTA®）产品，2017 年 10 月获 FDA 批准上市，为全球第一款治疗 NHL CAR-T 药物，2018 年 8 月，Yescarta 获 EMA 批准上市。2018 年 8 月，该产品获得 CDE 临床试验批准。目前已完成用于治疗成人复发难治性大 B 细胞淋巴瘤的中国境内桥接临床试验。FK876 为国内首个报产 CAR-T 产品，我们预计有望 2020 年底获批上市，并有可能成为第一个在国内上市的 CAR-T 产品，公司在 CAR-T 领域先发优势有望奠定公司在细胞治疗领域的龙头地位。截至 2020 年 1 月，复星凯特现阶段针对该产品累计研发投入约为人民币 4.74 亿元（含专利和技术许可费用，未经审计）。

➤ YESCARTA 多种适应症在海外处于临床后期，关注后续国内适应症拓展潜力和新产品开发进展

根据吉利德官网上 CAR-T 产品管线临床开展情况来看，Yescarta 正在海外进行多种适应症的后临床研究，包括惰性 NHL II 期、DLBCL (+PD-L1 mAb) II 期、2nd line DLBCL III 期、1st line DLBCL II 期等。若国外适应症拓展成功获批，则复星医药引进品种 FK876 也有望通过适应症外推或者国内开展新桥连试验的方式实现对新适应症的覆盖。我们认为后续 FK876 产品仍有较大的新适应症拓展的预期，市场潜力也有望将逐步被开发出来。此外，由于复星凯特在成立之初也签订了对 Kite 后续产品 KITE-439 和 KITE-718 授权许可的优先选择权协议，因此可以预见后续复星凯特将逐步形成具有较强竞争力的细胞疗法丰富管线。

➤ 预计国内市场定价区间在 20-25 万元人民币，有望贡献 17-21 亿元收入

Yescarta 美国定价为 37.3 万美元，考虑到国内生产成本问题以及细胞疗法制备和运输的特殊性，我们预计 FK876 的国内定价可能会在 20-25 万元人民币。按照 2015 年 NHL 发病人数为 8.82 万人，DLBCL（40% 占比）和 HL（10% 占比）合计占比 50% 计算，患者人群约为 4.76 万人，适用于 CAR-T 疗法患者人群（二线以后假设占比 30%）约为 1.43 万人，渗透率按照 60%（先发优势明显，海外循证医学验证，推广上更受益）计算的话，预计可贡献收入达 17-21 亿元人民币。

三、投资建议

我们维持之前的盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.56、1.46、1.78 元，按 2020 年 2 月 24 日收盘价对应 2019 年 17 倍 PE，参考可比公司估值及公司行业龙头地位，维持“推荐”评级。

推荐

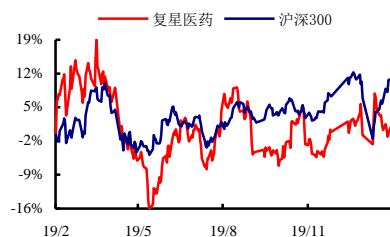
维持评级

当前价格：26.79 元

交易数据 2020-2-24

近 12 个月最高/最低(元)	31.75/22.45
总股本(百万股)	2,563
流通股本(百万股)	1,911
流通股比例(%)	74.55
总市值(亿元)	687
流通市值(亿元)	512

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

相关研究

1. 复星医药(600196)公司深度研究:整合能力提升+创新增量催化,业绩迎来兑现期
2. 复星医药(600196):现金流持续上升,创新药上市有望带动净利率回升

四、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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	24,918	29,333	35,598	43,354
增长率 (%)	34.4	17.7	21.4	21.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,708	3,991	3,730	4,574
增长率 (%)	-13.3	47.4	-6.5	22.6
每股收益 (元)	1.07	1.56	1.46	1.78
PE (现价)	25.0	17.2	18.4	15.0
PB	2.5	2.2	2.0	1.8

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	24,918	29,333	35,598	43,354
营业成本	10,365	11,862	13,851	16,341
营业税金及附加	256	235	367	447
销售费用	8,488	10,413	13,171	16,474
管理费用	2,239	2,493	2,848	3,468
研发费用	1,480	1,760	2,136	2,601
EBIT	2,091	2,570	3,226	4,022
财务费用	724	601	601	601
资产减值损失	97	(20)	(20)	20
投资收益	1,815	2,000	2,200	2,400
营业利润	3,536	5,370	5,065	6,271
营业外收支	44	75	90	105
利润总额	3,580	5,396	5,091	6,297
所得税	560	755	764	1,008
净利润	3,020	4,640	4,328	5,290
归属于母公司净利润	2,708	3,991	3,730	4,574
EBITDA	3,437	4,088	4,834	5,754
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8547	8710	9021	9916
应收账款及票据	4336	5104	6195	7544
预付款项	472	540	631	744
存货	3287	3647	4446	5098
其他流动资产	296	296	296	296
流动资产合计	18002	19542	21971	25214
长期股权投资	21428	23478	25728	28178
固定资产	7083	7610	8138	8665
无形资产	7151	8596	8951	9781
非流动资产合计	52550	55927	58347	61377
资产合计	70551	75469	80318	86591
短期借款	5607	5607	5607	5607
应付账款及票据	2333	2670	3118	3679
其他流动负债	227	227	227	227
流动负债合计	17923	19097	20516	22396
长期借款	8631	8631	8631	8631
其他长期负债	9988	9988	9988	9988
非流动负债合计	19035	19035	19035	19035
负债合计	36959	38133	39551	41431
股本	2563	2563	2563	2563
少数股东权益	5615	6264	6861	7577
股东权益合计	33593	37336	40767	45159
负债和股东权益合计	70551	75469	80318	86591

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	34.4	17.7	21.4	21.8
EBIT 增长率	-3.3	22.9	25.5	24.7
净利润增长率	-13.3	47.4	-6.5	22.6
盈利能力				
毛利率	58.4	59.6	61.1	62.3
净利润率	10.9	13.6	10.5	10.6
总资产收益率 ROA	3.8	5.3	4.6	5.3
净资产收益率 ROE	9.7	12.8	11.0	12.2
偿债能力				
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9
现金比率	0.5	0.5	0.5	0.5
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	49.6	49.6	49.6	49.6
存货周转天数	104.9	104.9	104.9	104.9
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.6	1.5	1.8
每股净资产	10.9	12.1	13.2	14.7
每股经营现金流	1.2	1.9	1.4	1.8
每股股利	0.3	0.4	0.4	0.4
估值分析				
PE	25.0	17.2	18.4	15.0
PB	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	16.9	14.2	11.9	9.8
股息收益率	1.2	1.3	1.3	1.3
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,020	4,640	4,328	5,290
折旧和摊销	1,471	1,497	1,588	1,752
营运资金变动	(315)	(153)	(649)	(418)
经营活动现金流	2,950	4,760	3,691	4,648
资本开支	3,146	2,799	1,732	2,306
投资	(2,053)	(100)	(100)	(100)
投资活动现金流	(5,245)	(3,099)	(1,882)	(2,256)
股权募资	4,851	0	0	0
债务募资	2,391	0	0	0
筹资活动现金流	3,138	(1,498)	(1,498)	(1,498)
现金净流量	843	163	311	895

分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。