复星医药(600196)/ 持续创新、不断突破，国内首个 CAR-T 产品报产受理

评级：买入(维持)

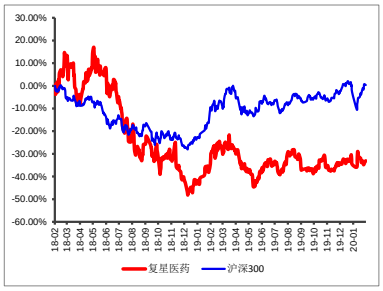
市场价格：26.79

分析师：江琦
执业证书编号：S0740517010002
电话：021-20315150
Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn
分析师：赵磊
执业证书编号：S0740518070007
Email：zhaolei@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2563
流通股本(百万股)	2011
市价(元)	26.79
市值(百万元)	68662.77
流通市值(百万元)	53874.69

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 复星医药(600196)-公司点评：Gland 计划推进海外上市，生物药、小分子创新持续-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20191103

2 复星医药(600196)-2019Q3 点评：扣非净利润增长 8%，非经及研发投入影响整体表现-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20191029

3 复星医药(600196)-2019H1 点评：主营业务增长良好，参股公司亏损拖累业绩-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20190826

公司盈利预测及估值

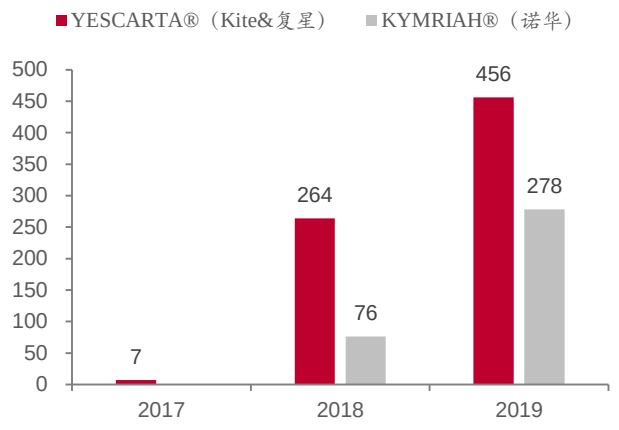
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	18,534	24,918	28,552	34,383	40,157
增长率 yoy%	26.69%	34.45%	14.58%	20.42%	16.79%
净利润	3,124	2,708	3,113	3,692	4,470
增长率 yoy%	11.36%	-13.33%	14.95%	18.60%	21.09%
每股收益（元）	1.22	1.06	1.21	1.44	1.74
每股现金流量	1.01	1.15	1.61	1.09	1.25
净资产收益率	12.34%	9.68%	10.24%	11.09%	12.16%
P/E	21.98	25.36	22.06	18.60	15.36
PEG	1.94	-1.90	1.48	1.00	0.73
P/B	2.71	2.45	2.26	2.06	1.87

备注：截止 2020.02.24

投资要点

- **事件：2020 年 2 月 24 日，公司公告合营公司复星凯特生物科技有限公司收到《受理通知书》（受理号：CXSS2000006 国），其益基利仑赛注射液（拟定）（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）获国家药品监督管理局药品上市注册审评受理。**
- **持续创新、不断突破，国内首个 CAR-T 细胞治疗产品申报生产获得受理。**益基利仑赛注射液是复星凯特在国内推进研发的抗人 CD19 CAR-T 细胞注射液（海外商品名 YESCARTA®），主要用于复发难治性成人大 B 细胞淋巴瘤。该产品已经分别于 2017 年 10 月和 2018 年 8 月在美国和欧洲获批上市，是极具突破性的和创新性的、美国 FDA 批准的首款针对特定非霍奇金淋巴瘤的 CAR-T 细胞药物。目前海外同类型上市产品还有诺华的 KYMRIAH®（治疗儿童和年轻成人的急性淋巴细胞白血病及成年人复发/难治性大 B 细胞淋巴瘤）。2017-2019 年 YESCARTA®分别实现 700 万美元、2.64 亿美元、4.56 亿美元销售额，放量快速。复星凯特推动国内首个 CAR-T 细胞治疗产品申报生产获得受理，在细胞治疗领域打造国际一流的产品线，为中国患者带来具有国际质量和疗效标准的创新疗法获益。
- **2020 年生物药和小分子创新药不断取得进展。**生物药方面，HLX02（曲妥珠单抗生物类似药）和 HLX03（阿达木单抗生物类似药）均已于 2019 年报产受理，我们预计有望于 2020 年上半年获批上市。小分子创新药，FCN-411、FCN-437c、FCN-647 等多个创新药逐步进入临床，有望厚积薄发。
- 长期看，复星医药产品升级迭代正在发生，非布司他片、匹伐他汀等产品正迭代过去的奥德金等产品；单抗、小分子靶向药等即将成为第二阶段主力；第三步由细胞治疗药物、干细胞药物、first in class 创新药等支持。**公司第一步和第二步产品升级同时进行中，未来的利润结构转换进行中。**
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2019-2021 年营业收入分别为 286 亿元、344 亿元、402 亿元，同比增长 14.58%、20.42%、16.79%；归母净利润分别为 31.13 亿元、36.92 亿元和 44.70 亿元，同比增长 14.95%、18.60%和 21.09%；对应 EPS 分别为 1.21、1.44 和 1.74 元。**公司是国内创新药龙头企业之一，创新药逐步进入收获期，维持“买入”评级。**
- **风险提示：新药研发失败的风险；传统品种下滑超过预期的风险；海外业务进展不及预期的风险。**

图表 1: YESCARTA® 和 KYMRIAH® 上市以来销售情况（单位：百万美元）



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

图表 2: 复星凯特从 Kite Pharma 获得的技术许可产品情况

产品名称	适应症	海外研发进度	国内研发进度
益基利仑赛注射液（YESCARTA®）	复发难治性成人大B细胞淋巴瘤	2017年上市；其他适应症继续开发中	2020.02.24报产受理
KITE-439	针对人乳头瘤病毒16型E7癌蛋白的TCR细	临床Ⅰ期	临床前
KITE-718	针对黑色素瘤抗原A3及A6（常见于膀胱癌、食管癌、头颈癌、肺癌和卵巢癌等）的TCR细胞治疗产品	临床Ⅰ期	临床前

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表3：复星医药财务模型预测（单位：百万元）

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	18002	26121	32421	39492
现金	8547	15926	20024	24905
应收账款	3624	4297	5269	6299
其他应收款	447	550	669	769
预付账款	472	468	566	653
存货	3287	3369	4152	4949
其他流动资产	1625	1512	1742	1917
非流动资产	52550	48798	50141	50470
长期投资	21428	19560	19998	20090
固定资产	7083	7333	7008	6396
无形资产	7151	8240	9252	10027
其他非流动资产	16888	13664	13884	13957
资产总计	70551	74919	82563	89962
流动负债	17923	16768	17918	18376
短期借款	5607	6680	6828	6575
应付账款	2184	2292	2807	3186
其他流动负债	10132	7796	8283	8614
非流动负债	19035	21678	24764	27612
长期借款	8631	11373	14327	17227
其他非流动负债	10405	10306	10437	10385
负债合计	36959	38446	42682	45988
少数股东权益	5615	6082	6606	7208
股本	2563	2563	2563	2563
资本公积	10545	10545	10545	10545
留存收益	15147	17164	19912	23264
归属母公司股东权益	27978	30391	33274	36767
负债和股东权益	70551	74919	82563	89962

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2950	4120	2784	3210
净利润	3020	3579	4216	5071
折旧摊销	1347	1187	1310	1374
财务费用	724	1121	1152	1192
投资损失	-1815	-2327	-2390	-2469
营运资金变动	-387	-1349	-1461	-1711
其他经营现金流	62	1908	-44	-248
投资活动现金流	-5245	3305	9	1164
资本支出	3175	121	133	146
长期投资	-1430	-531	215	-19
其他投资现金流	-3500	2895	356	1292
筹资活动现金流	3138	-45	1305	507
短期借款	-4108	1072	148	-253
长期借款	3051	2742	2954	2900
普通股增加	68	0	0	0
资本公积增加	1466	0	0	0
其他筹资现金流	2660	-3860	-1798	-2140
现金净增加额	825	7380	4098	4881

利润表 单位：百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	24918	28552	34383	40157
营业成本	10365	11283	13496	15404
营业税金及附加	256	318	368	439
营业费用	8488	9708	11690	13654
管理费用	2239	4283	5157	6024
财务费用	724	1121	1152	1192
资产减值损失	97	86	89	88
公允价值变动收益	204	119	135	141
投资净收益	1815	2327	2390	2469
营业利润	3536	4199	4954	5967
营业外收入	83	83	83	83
营业外支出	39	39	39	39
利润总额	3580	4243	4998	6011
所得税	560	663	781	940
净利润	3020	3579	4216	5071
少数股东损益	312	467	525	601
归属母公司净利润	2708	3113	3692	4470
EBITDA	5607	6507	7416	8533
EPS（元）	1.06	1.21	1.44	1.74

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	34.4%	14.6%	20.4%	16.8%
营业利润	-13.2%	18.8%	18.0%	20.5%
归属于母公司净利润	-13.3%	14.9%	18.6%	21.1%
获利能力				
毛利率(%)	58.4%	60.5%	60.7%	61.6%
净利率(%)	10.9%	10.9%	10.7%	11.1%
ROE(%)	9.7%	10.2%	11.1%	12.2%
ROIC(%)	12.8%	15.9%	16.9%	18.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.4%	51.3%	51.7%	51.1%
净负债比率(%)	51.86%	54.82%	57.25%	59.30%
流动比率	1.00	1.56	1.81	2.15
速动比率	0.82	1.35	1.57	1.87
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.39	0.44	0.47
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	5.40	5.04	5.29	5.14
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.21	1.44	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	1.61	1.09	1.25
每股净资产(最新摊薄)	10.92	11.86	12.98	14.34
估值比率				
P/E	25.36	22.06	18.60	15.36
P/B	2.45	2.26	2.06	1.87
EV/EBITDA	12	10	9	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。