

复星凯特首个 CAR-T 报产， 创新平台不断进入收获期

事件

2月24日，复星医药发布公告，合营公司复星凯特的益基利仑赛注射液（拟定）用于成人复发难治性大 B 细胞淋巴瘤治疗获得国家药监局药品上市注册审评受理。

简评

益基利仑赛注射液是复星凯特从合作伙伴美国 Kite 公司（现已被 Gilead 收购）引进的抗人 CD19 CAR-T 细胞注射液（Yescarta），最早在 2017 年 10 月在美国获批。Yescarta 当前主要用于治疗 3 线及以上的特定类型大 B 细胞淋巴瘤，其在 2019 年销售额达到 4.56 亿美元，相较上年同比增长 72.7%，当前已经在美国和欧洲等地获批上市。

由于 Yescarta 为从海外引进的成熟产品，在海外有接近 1000 例的临床试验，在国内仅需要做桥接临床试验，所以相对而言进度较快。当前，复星凯特针对益基利仑赛注射液的研发投入为 4.74 亿元，本次申报的适应症为成人复发难治性大 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）。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	24,918.3	29,060.6	34,553.8	40,974.3
营业收入增长率	34.4%	16.6%	18.9%	18.6%
EBITDA（百万）	5,333.3	6,531.4	6,617.7	7,758.0
EBITDA 增长率	-1.0%	22.5%	1.3%	17.2%
净利润（百万）	2,707.9	3,427.6	3,498.3	4,457.9
净利润增长率	-13.3%	26.6%	2.1%	27.4%
ROE	9.7%	11.2%	10.6%	12.3%
EPS（元）	1.06	1.34	1.36	1.74
P/E	25.4	20.0	19.6	15.4
P/B	2.5	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.4	11.8	12.2	9.7

请参阅最后一页的重要声明

复星医药 (600196)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

执业证书编号：S1440517050001

研究助理：俞冰

yubing@csc.com.cn

发布日期：2020年02月24日

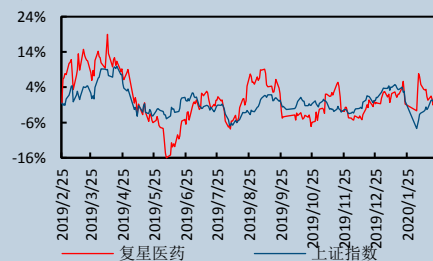
当前股价：26.79 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	2.33/0.49	4.36/-0.7	7.0/-1.1
12 月最高/最低价（元）			32.25/22.3
总股本（万股）			256,289.85
流通 A 股（万股）			201,095.8
总市值（亿元）			686.6
流通市值（亿元）			538.74
近 3 月日均成交量（万）			2,194.23
主要股东			
上海复星高科技(集团)有限公司			36.6%

股价表现



相关研究报告

- 19.10.30 【中信建投医药生物】复星医药 (600196): 制药板块业绩良好, 主营业务拐点回升
- 19.08.27 【中信建投医药生物】复星医药 (600196): 创新业务持续投入, 药品板块业绩向好
- 19.07.31 【中信建投医药生物】复星医药 (600196): 转让和陆家股权, 经营战略进一步聚焦

从国内细胞治疗产品的研发进度上看，复星凯特的益基利仑赛注射液的进度相对较快。后续包括金思瑞（南京传奇）、药明巨诺的细胞治疗产品均处于 2 期临床，分别为 BCMA 靶点和 CD19 靶点。同时如银河生物、恒润达生、精准生物、科济制药等公司的 CD19 CAR-T 产品也处于 1 期临床试验阶段。根据当前进度，我们预计益基利仑赛注射液后续有望成为国内首个获批上市的 CAR-T 产品。此外，在海外 Yescarta 除了当前获批的适应症外，还有多项适应症正在开展 2 期临床试验中（如高危大 B 细胞淋巴瘤患者的一线治疗），我们认为后续也有望在国内跟进。

复星凯特是复星和 Kite 联合建立的合营公司（复星持股 50%），成立于 2017 年 3 月，作为复星医药旗下进行细胞治疗相关产品的研发平台。除了合作引进 Kite 等公司成熟的细胞治疗产品之后，也拥有自己的研发平台和自主产品，是复星医药集团中重要的创新研发平台。2019 年 12 月，复星凯特首个 CAR-T 产业化生产基地在张江正式启用，预计在 2020 年获得商业化生产能力，能够支持益基利仑赛注射液的商业化。

复星医药主营业务覆盖制药、器械、服务三大板块，同时参股国药控股，内部业务之间相互协同能力强。作为复星集团健康生态的主体，公司无论是管理层还是发展战略都具备国际化底蕴。公司此前仿制药板块承受一定压力，但是积极投入研发，向创新药进行转型。复星医药建立了以复宏汉霖（生物药）、复星凯特（细胞疗法）、直观复星（手术机器人）、复星弘创（first-in-class 创新药）、复创医药（小分子创新药）、星泰（新型制剂研发）等为主体的完善研发体系，分工明确。凭借强大的平台优势和创新投入，我们预计公司未来各项业务在协同发展的情况下有望持续向好，有成为国际化医药公司的潜力。

盈利预测及投资评级

考虑到 2019 年复星医药出售和陆家的股权有较大的收益，我们预计复星医药 2019-2021 年实现归母净利润 34.3、35.0、44.6 亿元，增速分别为 26.6%、2.1%、27.4%，对应当前股价的 PE 为 20、20、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- ①新药研发进度不及预期；
- ②公司并购扩张不及预期；
- ③在售品种行业竞争激烈，带来业绩下滑。
- ④相关投资公司或参股公司业绩低于预期。

图表1： 公司未来盈利预测情况

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	24,918.3	29,060.6	16.6%	34,553.8	18.9%	40,974.3	18.6%
营业成本	10,365.3	11,893.9	14.7%	13,916.9	17.0%	16,303.6	17.1%
营业税金及附加	255.8	348.7	36.3%	431.9	23.9%	553.2	28.1%
营业费用	8,487.5	9,938.7	17.1%	12,024.7	21.0%	14,136.1	17.6%
管理费用	3,719.1	4,330.0	16.4%	5,148.5	18.9%	6,105.2	18.6%
财务费用	724.2	758.7	4.8%	684.9	-9.7%	547.1	-20.1%
资产减值损失	97.2	79.6	-18.0%	79.7	0.1%	85.5	7.2%
公允价值变动收益	204.4	-16.1	-107.9%	100.0	-720.2%	150.0	50.0%
投资净收益	1,815.5	2,750.0	51.5%	2,200.0	-20.0%	2,420.0	10.0%
营业利润	3,535.5	4,444.7	25.7%	4,567.1	2.8%	5,813.7	27.3%
营业外收入	82.9	97.2	17.2%	64.5	-33.6%	81.5	26.4%
营业外支出	38.8	29.5	-24.0%	31.6	7.3%	33.3	5.3%
利润总额	3,579.6	4,512.4	26.1%	4,600.0	1.9%	5,861.9	27.4%
所得税	559.7	703.9	25.8%	713.0	1.3%	908.6	27.4%
净利润	3,019.9	3,808.5	26.1%	3,887.0	2.1%	4,953.3	27.4%
少数股东损益	312.0	380.8	22.1%	388.7	2.1%	495.3	27.4%
归属母公司净利润	2,707.9	3,427.6	26.6%	3,498.3	2.1%	4,457.9	27.4%
EBITDA	5,333.3	6,531.4	22.5%	6,617.7	1.3%	7,758.0	17.2%
EPS（摊薄）	1.06	1.34	26.6%	1.36	2.1%	1.74	27.4%
资产负债表（百万元）							
流动资产	18,001.7	25,609.3	42.3%	18,551.9	-27.6%	25,633.5	38.2%
现金	8,546.5	14,779.9	72.9%	5,407.9	-63.4%	10,998.9	103.4%
应收账款	3,623.6	4,976.1	37.3%	5,403.5	8.6%	6,715.7	24.3%
其它应收款	712.5	866.4	21.6%	979.2	13.0%	1,199.8	22.5%
预付账款	472.1	352.3	-25.4%	635.0	80.2%	518.2	-18.4%
存货	3,287.4	3,284.6	-0.1%	4,676.4	42.4%	4,600.9	-1.6%
其他	1,359.5	1,350.0	-0.7%	1,450.0	7.4%	1,600.0	10.3%
非流动资产	52,549.6	54,434.5	3.6%	56,030.1	2.9%	57,564.9	2.7%
长期投资	21,427.5	23,427.5	9.3%	25,427.5	8.5%	27,427.5	7.9%
固定资产	7,083.3	6,562.0	-7.4%	5,953.0	-9.3%	5,262.4	-11.6%
无形资产	7,151.3	6,694.7	-6.4%	6,238.0	-6.8%	5,781.3	-7.3%
其他	16,887.5	17,750.3	5.1%	18,411.6	3.7%	19,093.7	3.7%
资产总计	70,551.4	80,043.8	13.5%	74,582.0	-6.8%	83,198.4	11.6%
流动负债	17,923.2	23,394.6	30.5%	17,845.3	-23.7%	22,595.8	26.6%
短期借款	5,607.2	7,440.0	32.7%	5,000.0	-32.8%	5,000.0	0.0%
应付账款	2,184.3	1,856.9	-15.0%	3,068.2	65.2%	2,712.9	-11.6%
其他	10,131.8	14,097.7	39.1%	9,777.1	-30.6%	14,882.9	52.2%
非流动负债	19,035.4	20,000.0	5.1%	17,250.0	-13.8%	17,500.0	1.4%
长期借款	8,630.7	9,000.0	4.3%	6,000.0	-33.3%	6,000.0	0.0%
其他	10,404.7	11,000.0	5.7%	11,250.0	2.3%	11,500.0	2.2%
负债合计	36,958.6	43,394.6	17.4%	35,095.3	-19.1%	40,095.8	14.2%

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
少数股东权益	5,615.0	5,995.8	6.8%	6,384.5	6.5%	6,879.8	7.8%
归属母公司股东权益	33,592.7	36,649.2	9.1%	39,486.7	7.7%	43,102.6	9.2%
负债和股东权益	70,551.4	80,043.8	13.5%	74,582.0	-6.8%	83,198.4	11.6%
现金流量表（百万元）							
经营活动现金流	2,950.1	6,378.8	116.2%	-1,647.6	-125.8%	7,755.5	-570.7%
净利润	3,019.9	3,427.6	13.5%	3,498.3	2.1%	4,457.9	27.4%
折旧摊销	1,346.9	1,327.9	-1.4%	1,365.7	2.9%	1,397.3	2.3%
财务费用	922.2	758.7	-17.7%	684.9	-9.7%	547.1	-20.1%
投资损失	-1,815.5	-2,750.0	51.5%	-2,200.0	-20.0%	-2,420.0	10.0%
营运资金变动	-611.5	3,249.8	-631.4%	-5,485.2	-268.8%	3,127.9	-157.0%
其它	88.1	364.7	314.0%	488.7	34.0%	645.3	32.1%
投资活动现金流	-5,244.9	132.2	-102.5%	-500.0	-478.1%	-330.0	-34.0%
资本支出	2,673.2	-	-100.0%	-	-	-	-
长期投资	-3,366.6	-2,000.0	-40.6%	-2,000.0	0.0%	-2,000.0	0.0%
其他	-4,551.6	2,132.2	-146.8%	1,500.0	-29.7%	1,670.0	11.3%
筹资活动现金流	3,137.5	-277.6	-108.8%	-7,224.4	2502.4%	-1,834.5	-74.6%
短期借款	-4,107.7	1,832.8	-144.6%	-2,440.0	-233.1%	-	-100.0%
长期借款	3,051.1	369.3	-87.9%	-3,000.0	-912.3%	-	-100.0%
其他	4,194.1	-2,479.7	-159.1%	-1,784.4	-28.0%	-1,834.5	2.8%
现金净增加额	842.7	6,233.4	639.7%	-9,372.0	-250.4%	5,591.0	-159.7%

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年医药行业研究经验。2012-2013 年新财富医药行业第 6 名和第 3 名；2007-2011 年，新财富医药行业第 4、2、5、2 名（团队），负责整体投资方向判断。

研究助理

俞冰 - yubing@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
金婷 jinting@csc.com.cn
夏一然 xiayiran@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859