证券研究报告

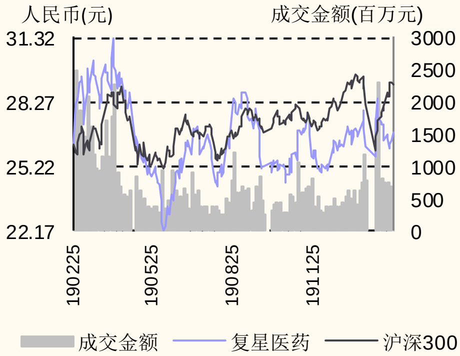
复星医药 (600196.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：26.79 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	25.63
已上市流通 A 股(亿股)	20.11
流通港股(亿股)	5.52
总市值(亿元)	686.60
年内股价最高最低(元)	28.44/25.67
沪深 300 指数	4133
上证指数	3031



相关报告

1.《业绩符合预期，扣非 Q3 单季增速较好-复星医药 2019Q3 点评》，2019.10.30

2.《费用上升研发多投，新药开始收获，期待拐点-复星医药 2019 中...》，2019.8.28

王麟 联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

赵海春 分析师 SAC 执业编号：S1130514100001
(8621)61038261

中国首个 CAR-T 报产，复星凯特拔得头筹

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.252	1.057	1.206	1.396	1.633
每股净资产(元)	10.15	10.92	11.80	12.88	14.19
每股经营性现金流(元)	1.03	1.11	2.02	1.43	1.62
市盈率(倍)	21.39	25.36	22.21	19.18	16.41
净利润增长率(%)	11.36%	-13.33%	14.17%	15.77%	16.91%
净资产收益率(%)	12.34%	9.68%	10.22%	10.84%	11.50%
总股本(百万股)	2,495.13	2,563.06	2,562.90	2,562.90	2,562.90

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 昨日，公司投资的合营公司复星凯特收到《受理通知书》，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，获国家药监局药品上市注册审评受理。

点评

- **国内首个 CAR-T 申报生产获受理，复星凯特砥砺前行拔得头筹：**公司投资合营公司复星凯特成立于 2017.4 月，之后于 2018.8 月顺利取得 IND 临床批件，通过 9 个月的桥接试验，近日申报生产并获得受理。该产品由复星凯特从 Kite Pharma 引进、获得在中国大陆、香港特别行政区和澳门特别行政区的技术及商业化权利，并拟于中国境内（不包括港澳台地区）进行本地化生产。自 2017 年以来，中国药监已累计受理 CART 疗法的新药临床申请 39 项，此次复星凯特的上市申请掀开了中国细胞治疗新的一页。
- **预计复发难治大 B 细胞淋巴瘤潜在患者人群过万人，该品种预计定价低于美国市场：** Yescarta 疗效优，上市 2 年多，年销售已达 4.56 美元，各国医保纳入中。复星凯特本款 CART 产品与美国已经上市的 Yescarta 为同一药物，并已完成人种差异相关的桥接试验。此药在美国上市以来实际疗效优秀，在美定价 37.3 万美元，已进入 CMS（美国医疗保险与医疗服务中心）并与其他各国医保谈判中。目前国内定价尚未确定，预计低于美国市场。
- **公司继续加大研发投入，创新药进展顺利，未来可期：**公司控股子公司复宏汉霖于 9 月 25 日成功登陆港股生物科技版块，预计公司持有复宏汉霖股权比例约 53.76%。目前公司新药研发领域主要平台为复宏汉霖、复创等研发品台，复宏汉霖生物类似物申报进展顺利，品种丰富，例如 PD-1（三期临床）及其联合用药方案（一期临床）、抗 VEGF 生物类似物（三期临床）等，临床进展顺利，推进速度较快；复创小分子创新项目包括 CDK4/6、三代 EGFR、ALK/ROS1 等重磅靶点，研发管线进展值得关注，未来可期。

盈利预测及投资建议

- 由于该 CAR-T 品种目前定价以及未来医保方案尚不确定，暂未计入业绩贡献测算；考虑到公司工业版块逐步企稳，器械板块逐季提速，以及在研管线的稳定推进，我们给予 2019-2021 年 EPS 分别为 1.21/1.40/1.63 元，对应 PE 估值分别 22.2/19.2/16.4 倍。

风险提示

- 辅助用药目录、医保调出品种目录、带量采购等影响对业绩的风险；研发不达预期的风险；益基利仑赛注射液上市销售不及预期的风险；财务费用下降不确定；创新药管线品种未来上市后竞争格局存在不确定性。

图表 1：截至 2020 年 2 月 24 日 CDE 累计受理 CART 临床试验 39 项

CAR-T 受理号	药品名称	药品类型	申请类型	注册分类	企业名称	进入中心/获批时间	审评状态	药理毒理	临床
CXSL2000018	靶向CD30嵌合抗原受体基因修饰的自体T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	武汉波睿达生物科技有限公司	2020/1/22	在审评审批中		
CXSL1900151	GC007g注射液	治疗用生物制品	新药	1	亘喜生物科技（上海）有限公司 苏州亘喜生物科技有限公司	2020/1/1	在审评审批中		
JXSL1900121	CTL019	治疗用生物制品			Novartis Pharma AG Novartis Pharmaceuticals Corporation 诺华（中国）生物医学研究有限公司	2019/11/20	审批审批中		
CXSL1900109	靶向新生抗原自体免疫T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	武汉华大吉诺因生物科技有限公司 深圳吉诺因生物科技有限公司	2019/10/16	在审评审批中		
CXSL1900099	抗CD19单链抗体嵌合抗原受体T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	3	北京永泰瑞科生物科技有限公司	2019/8/29	在审评审批中		
JXSL1900067	CTL019	治疗用生物制品			Novartis Pharma AG Novartis Pharmaceuticals Corporation 诺华（中国）生物医学研究有限公司	2019/8/12	已默许		
CXSL1900060	全人源BCMA嵌合抗原受体自体T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	南京驯鹿医疗技术有限公司	2019/6/19	在审评审批中		
CXSL1900014	具有沉默白介素6表达功能的靶向CD19基因工程化自体T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海优卡迪生物医药科技有限公司	2019/2/12	在审评审批中		
CXSL1900003	非病毒载体CD19 CAR-T细胞注射液（BZ019）	治疗用生物制品	新药	1	上海细胞治疗集团有限公司	2018/9/13	已默许		
CXSL1800111	SenI_B19自体T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	河北森朗生物科技有限公司	2018/11/2	排队待审评		
CXSL1800107	抗CD19嵌合抗原受体T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	合源生物科技（天津）有限公司	2018/11/1	排队待审评		
CXSL1800106	抗CD19嵌合抗原受体T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	合源生物科技（天津）有限公司	2018/11/1	排队待审评		
CXSL1800095	基因工程CD19抗原受体修饰自体T细胞（静脉注射液）	治疗用生物制品	新药	1	深圳宾德生物技术有限公司	2018/9/13	在审评审批中（在药审中心）		
CXSL1800080	IM19嵌合抗原受体T细胞注射液（IM19CAR-T细胞注射液）	治疗用生物制品	新药	1	北京艺妙医疗科技有限公司	2018/7/25	在审评审批中（在药审中心）		
CXSL1800078	靶向CD19的嵌合抗原受体修饰的自体T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	广州百暨基因科技有限公司	2018/7/23	在审评审批中（在药审中心）		
CXSL1800068	靶向CD19的嵌合抗原受体T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	普瑞金（深圳）生物技术有限公司	2018/6/14	在审评审批中（在药审中心）		
CXSL1800063	BCMA CAR-T细胞	治疗用生物制品	新药	1	上海恒润达生生物科技有限公司	2018/5/29	已默许		
CXSL1800062	CD19自体CAR T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	深圳因诺免疫有限公司	2018/5/28	在审评审批中（在药审中心）		
CXSL1800061	HD CD19 CAR-T细胞	治疗用生物制品	新药	1	华道（上海）生物医药有限公司	2018/5/22	已默许		
CXSL1800059	CD19自体CAR T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	3	复星凯特生物科技有限公司	2018/9/3	已获批		
CXSL1800054	CT053全人抗BCMA自体CAR T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海科济制药有限公司	2018/5/11	已默许		
CXSL1800047	CT032人源化抗CD19自体CAR T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海科济制药有限公司	2018/4/20	已默许		
CXSL1800046	CBM.CD19嵌合抗原受体T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海赛比曼生物科技有限公司 西比曼生物科技（上海）有限公司 上海赛比曼生物科技有限公司	2018/4/19	在审评审批中（在药审中心）		
CXSL1800035	CBM.CD19嵌合抗原受体T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海赛比曼生物科技有限公司 西比曼生物科技（上海）有限公司 上海赛比曼生物科技有限公司	2018/4/16	在审评审批中（在药审中心）		
CXSL1800020	ICT19G1	治疗用生物制品	新药	1	上海斯丹赛生物技术有限公司	2018/2/28	已默许		
CXSL1800021	pCAR-19B细胞自体回输制剂	治疗用生物制品	新药	1	重庆精准生物技术有限公司	2018/2/24	已默许		
CXSL1800019	抗人CD19 T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海恒润达生生物科技有限公司	2018/7/6	已获批		
CXSL1800017	IM19嵌合抗原受体T细胞注射液（IM19CAR-T细胞注射液）	治疗用生物制品	新药	1	北京艺妙医疗科技有限公司	2018/2/11	在审评审批中（在药审中心）		
CXSL1800013	多抗原自体免疫细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	恒瑞源正（深圳）生物科技有限公司 恒瑞源正（上海）生物科技有限公司	2018/10/8	已获批		
CXSL1800008	程序死亡受体1敲减的靶向CD19嵌合抗原受体工程化T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海优卡迪生物医药科技有限公司				
CXSL1800009	程序死亡受体1敲减的靶向CD269嵌合抗原受体工程化T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海优卡迪生物医药科技有限公司				
CXSL1800005	白介素6分泌功能敲减的靶向CD19自体基因编辑T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海优卡迪生物医药科技有限公司				
CXSL1800006	白介素6分泌功能敲减的靶向CD19自体基因编辑T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海优卡迪生物医药科技有限公司				
CXSL1800002	JWCAR029（CD19靶向嵌合抗原受体T细胞）	治疗用生物制品	新药	1	上海明聚生物科技有限公司	2018/6/28	已获批		
CXSL1700216	靶向CD19自体嵌合抗原受体T细胞输注剂	治疗用生物制品	新药	1	博生吉安科细胞技术有限公司 博生吉安科细胞技术有限公司	2018/1/8	在审评审批中（在药审中心）		
CXSL1700203	靶向磷脂酰肌醇蛋白多糖-3嵌合抗原受体修饰的自体T细胞	治疗用生物制品	新药	1	科济生物医药（上海）有限公司	2017/12/27	已默许		
CXSL1700193	抗人CD19 T细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	上海恒润达生生物科技有限公司	2018/7/6	已获批		
CXSL1700122	抗CD19分子嵌合抗原受体修饰的自体T淋巴细胞注射液	治疗用生物制品	新药	1	成都银河生物医药有限公司 北京马力喏生物科技有限公司 四川大学	2018/10/8	已获批		
CXSB2000001	LCAR-B38M CAR-T细胞自体回输制剂	治疗用生物制品	补充申请		南京传奇生物科技有限公司	2020/1/7			
CXSL1700201	LCAR-B38M CAR-T细胞自体回输制剂（简称：LCAR-B38M细胞制剂）	治疗用生物制品	新药	1	南京传奇生物科技有限公司 南京传奇生物科技有限公司	2018/3/20	已获批		

来源：CDE 官网，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	**14,629**	**18,534**	**24,918**	**29,332**	**35,085**	**40,854**
增长率		26.7%	34.4%	17.7%	19.6%	16.4%
主营业务成本	-6,718	-7,609	-10,365	-11,997	-14,223	-16,395
%销售收入	45.9%	41.1%	41.6%	40.9%	40.5%	40.1%
毛利	7,910	10,925	14,553	17,335	20,862	24,459
%销售收入	54.1%	58.9%	58.4%	59.1%	59.5%	59.9%
营业税金及附加	-153	-223	-256	-88	-105	-123
%销售收入	1.0%	1.2%	1.0%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-3,704	-5,791	-8,488	-10,369	-12,455	-14,503
%销售收入	25.3%	31.2%	34.1%	35.4%	35.5%	35.5%
管理费用	-2,312	-2,749	-2,239	-2,317	-2,807	-3,268
%销售收入	15.8%	14.8%	9.0%	7.9%	8.0%	8.0%
研发费用	0	0	-1,480	-1,672	-2,140	-2,574
%销售收入	0.0%	0.0%	5.9%	5.7%	6.1%	6.3%
息税前利润（EBIT）	1,742	2,162	2,091	2,889	3,354	3,991
%销售收入	11.9%	11.7%	8.4%	9.9%	9.6%	9.8%
财务费用	-401	-555	-724	-889	-855	-753
%销售收入	2.7%	3.0%	2.9%	3.0%	2.4%	1.8%
资产减值损失	-79	-62	-97	-36	-7	-7
公允价值变动收益	12	44	204	0	0	0
投资收益	2,125	2,307	1,815	2,178	2,306	2,381
%税前利润	59.5%	56.8%	50.7%	52.4%	47.9%	42.3%
营业利润	3,399	4,075	3,536	4,161	4,817	5,632
营业利润率	23.2%	22.0%	14.2%	14.2%	13.7%	13.8%
营业外收支	172	-13	44	0	0	0
税前利润	3,572	4,062	3,580	4,161	4,817	5,632
利润率	24.4%	21.9%	14.4%	14.2%	13.7%	13.8%
所得税	-350	-476	-560	-713	-826	-966
所得税率	9.8%	11.7%	15.6%	17.1%	17.1%	17.1%
净利润	3,221	3,585	3,020	3,448	3,991	4,666
少数股东损益	416	461	312	356	412	482
归属于母公司的净利润	**2,806**	**3,124**	**2,708**	**3,092**	**3,579**	**4,184**
净利率	19.2%	16.9%	10.9%	10.5%	10.2%	10.2%

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,996	7,249	8,547	12,957	15,627	18,244
应收款项	2,706	4,249	4,784	5,437	6,503	7,572
存货	1,671	2,751	3,287	3,612	4,282	4,936
其他流动资产	392	808	1,384	2,371	2,682	2,891
流动资产	10,764	15,056	18,002	24,377	29,094	33,643
%总资产	24.6%	24.3%	25.5%	31.4%	35.6%	39.4%
长期投资	18,850	21,124	24,060	24,060	24,060	24,060
固定资产	6,305	8,316	9,123	9,729	9,080	8,338
%总资产	14.4%	13.4%	12.9%	12.5%	11.1%	9.8%
无形资产	7,144	16,776	18,141	19,289	19,265	19,028
非流动资产	33,003	46,915	52,550	53,337	52,684	51,725
%总资产	75.4%	75.7%	74.5%	68.6%	64.4%	60.6%
资产总计	**43,768**	**61,971**	**70,551**	**77,714**	**81,778**	**85,368**
短期借款	5,650	10,478	10,537	10,774	10,321	8,871
应付款项	2,977	5,006	5,571	7,081	8,143	9,065
其他流动负债	1,482	1,116	1,816	3,123	3,468	3,839
流动负债	10,109	16,600	17,923	20,979	21,932	21,775
长期贷款	2,183	5,580	8,631	8,631	8,631	8,631
其他长期负债	6,226	10,050	10,405	11,884	11,824	11,724
负债	**18,517**	**32,230**	**36,959**	**41,494**	**42,387**	**42,131**
普通股股东权益	**22,190**	**25,327**	**27,978**	**30,249**	**33,008**	**36,372**
其中：股本	2,415	2,495	2,563	2,563	2,563	2,563
未分配利润	8,994	11,112	12,772	15,043	17,802	21,166
少数股东权益	3,060	4,415	5,615	5,971	6,383	6,865
负债股东权益合计	**43,768**	**61,971**	**70,551**	**77,714**	**81,778**	**85,368**

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,221	3,585	3,020	3,448	3,991	4,666
少数股东损益	416	461	312	356	412	482
非现金支出	819	1,008	1,444	1,278	1,310	1,346
非经营收益	-1,677	-1,884	-1,226	-1,173	-1,194	-1,317
营运资金变动	-253	-139	-387	1,618	-448	-545
经营活动现金净流	**2,110**	**2,570**	**2,851**	**5,171**	**3,659**	**4,150**
资本开支	-1,860	-2,070	-3,146	-1,924	-612	-342
投资	-575	-9,333	-2,053	-800	-200	-100
其他	-12	899	-46	2,178	2,306	2,381
投资活动现金净流	**-2,447**	**-10,504**	**-5,245**	**-545**	**1,495**	**1,940**
股权募资	2,728	3,018	4,851	0	0	0
债权募资	571	8,929	2,391	1,717	-513	-1,549
其他	-1,773	-2,210	-4,122	-1,931	-1,971	-1,923
筹资活动现金净流	**1,526**	**9,736**	**3,119**	**-5,101**	**-3,054**	**-3,417**
现金净流量	**1,189**	**1,802**	**725**	**2,015**	**2,038**	**2,480**

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.162	1.252	1.057	1.206	1.396	1.633
每股净资产	9.190	10.151	10.916	11.802	12.878	14.191
每股经营现金净流	0.874	1.030	1.112	2.017	1.428	1.619
每股股利	0.280	0.350	0.380	0.320	0.320	0.320
回报率						
净资产收益率	12.64%	12.34%	9.68%	10.22%	10.84%	11.50%
总资产收益率	6.41%	5.04%	3.84%	3.98%	4.38%	4.90%
投入资本收益率	4.11%	3.60%	2.95%	3.71%	4.13%	4.75%
增长率						
主营业务收入增长率	16.02%	26.69%	34.45%	17.71%	19.61%	16.44%
EBIT增长率	18.23%	24.10%	-3.30%	38.21%	16.09%	19.00%
净利润增长率	14.05%	11.36%	-13.33%	14.17%	15.77%	16.91%
总资产增长率	14.57%	41.59%	13.85%	10.15%	5.23%	4.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.2	51.3	50.3	56.0	56.0	56.0
存货周转天数	90.2	106.0	106.3	111.0	111.0	111.0
应付账款周转天数	54.3	64.2	67.5	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	128.2	129.1	103.8	83.2	63.9	48.7
偿债能力						
净负债/股东权益	20.50%	43.12%	41.81%	30.56%	19.67%	8.28%
EBIT利息保障倍数	4.3	3.9	2.9	3.5	4.7	7.0
资产负债率	42.31%	52.01%	52.39%	50.24%	48.15%	45.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	3	18
增持	0	0	1	3	9
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**1.25**	**1.50**	**1.39**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-05-22	买入	43.59	N/A
2	2018-05-25	买入	44.16	N/A
3	2018-06-08	买入	44.43	57.00～66.00
4	2018-06-12	买入	42.89	N/A
5	2018-08-29	买入	32.69	N/A
6	2018-10-30	买入	25.62	N/A
7	2019-08-28	买入	28.25	N/A
8	2019-10-30	买入	25.57	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH