



中信证券研究部



田加强  
首席医药分析师  
S1010515070002



刘泽序  
医药分析师  
S1010518060001

核心观点

**复星凯特 CAR-T 产品 FKC876 申报生产，进度国内第一，报产适应症市场空间超过 10 亿元。目前公司新旧动能转换已经基本结束，未来有望迎来戴维斯双击。**

■ **复星凯特 CAR-T 产品 FKC876 申报生产，进度国内第一。**公司近日公告，复星凯特的 CAR-T 产品益基利仑赛注射液（FKC876）用于成人复发难治性大 B 细胞淋巴瘤治疗、高级别 B 细胞淋巴瘤和滤泡淋巴瘤转化的 DLBCL 获 NMPA 药品上市注册审评受理。由于 FKC876 在美国（商品名 YESCARTA）已经上市，公司在国内进行了小规模桥接试验，以证明该产品疗效不存在人种差异，预计桥接试验临床结果与海外临床数据类似。FKC876 是国内首个申报上市的 CAR-T 产品，我们预计其有望被纳入优先审评审批目录并于 2020 年底上市。

■ **FKC876 报产适应症市场空间超过 10 亿元，未来适应症有望不断拓展。**目前全球共有两款 CAR-T 产品获批上市，分别为公司合作方 Gilead 的 YESCARTA 和 Novartis 的 KYMRIAH，2019 年销售额分别为 4.56 亿、2.78 亿美金，均保持了高速增长。其中 YESCARTA 在 ZUMA-1 临床的结果显示，随访三年后仍有约 50% 的 r/r DLBCL 患者维持生存，疗效优异。目前国内每年新增 DLBCL 患者约 8-9 万人，当前 FKC876 针对的 r/r DLBCL 等适应症患者人数约 1 万人。虽然 CAR-T 生产成本较高，但我们预计公司后续有望通过全国医保、商业保险或金融工具等方式解决支付问题。假设 FKC876 的定价为 40 万，渗透率逐步达到 25%，据此推算，FKC876 针对当前适应症的市场空间有望超过 10 亿元。同时，YESCARTA 在美国正在进行多个其他适应症的临床试验，其中针对二线 DLBCL 的 III 期临床试验结果预计将于 2020H2 公布，一旦成功将显著扩大适用人群。且随着 NMPA 对于海外临床结果的认可度增加，未来 YESCARTA 海外新获批的适应症有望在国内免做临床试验，直接获批上市，实现 FKC876 市场空间的进一步扩大。

■ **公司新旧动能转换已经基本结束，有望迎来戴维斯双击。**一方面，公司辅助用药等传统业务的占比已经显著下降，推测 2019H2 奥德金与优帝尔的利润占比不足 5%，对业绩的拖累程度显著降低；另一方面，公司长期、高强度的研发投入已经迎来收获期，达芬奇贡献也有望不断提升。

- 单抗：汉利康已经获批上市，2020 年销售额有望突破 5 亿元，赫赛汀、阿达木单抗有望于 2020 年获批上市，长期空间超过 20 亿、10 亿元，PD-1 单抗正在进行 6 项以上注册性临床（非鳞非小细胞肺癌、鳞状非小细胞肺癌、小细胞肺癌、转移性食管癌、胃癌、MSI-High 等），部分适应症注册进展处于国内第一梯队，预计进展最快的适应症（MSI-High）有望今年报产；
- CAR-T：进展国内第一，有望 2020 年底获批上市，当前适应症市场空间超过 10 亿元；
- 小分子创新药：目前主要出于 I/II 期，但多个产品有望凭借 II 期数据直接报产，如 SAF-189（正在进行国内和全球 II 期）等；

<b>复星医药</b>	<b>600196</b>
评级	买入（维持）
当前价	26.79 元
目标价	39.48 元
总股本	2,563 百万股
流通股本	2,011 百万股
52 周最高/最低价	31.75/22.45 元
近 1 月绝对涨幅	2.33%
近 6 月绝对涨幅	-2.58%
近 12 月绝对涨幅	7.00%

- Gland Pharma: 公司已引进了 4 个高壁垒产品 (唑来膦酸等), 实现国内注册, 后续将陆续引进更多产品, 其中右丙亚胺等产品市场空间较大;
  - BD: 公司已经引进了多个重磅产品, 如协和麒麟的西那卡塞等, 且有多产品正处于注册性临床阶段;
  - 达芬奇: 目前单季度已经达到 10 台以上, 预计将逐季提升。
- **和睦家资产剥离完成, 未来主业将逐步聚焦。** 公司和睦家出售已经完成交割, 我们认为一方面将增厚公司 2020 年及以后经营性业绩 1.5 亿元以上 (2018 年和睦家归母口径亏损约 6500 万, 且公司出售获得的现金将节省 1 亿以上财务费用), 也将为公司 2019 年产生 16.47 亿元的非经常性损益 (税前)。另一方面, 公司也将更加聚焦主业, 未来公司有望继续剥离一些非控股、盈利能力较差的资产, 业绩的可预测性将逐步增强。
- **风险因素:** 药品研发失败风险; 新产品上市销售不达预期; 奥德金等品种销售额下滑风险。
- **投资建议:** 随着利妥昔单抗、达芬奇手术机器人及陆续获批的新产品逐步放量, 公司业绩有望逐季提升, 估值有望向上修复。考虑和睦家出售的投资收益影响, 调整公司 2019/2020/2021 年 EPS 预测为 1.56/1.41/1.67 (原 1.19/1.38/1.64) 元。参考可比公司估值, 给予公司 2020 年 28 倍 PE, 对应目标价 39.48 元, 维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18534	24918	29186	34862	41511
营业收入增长率	27	34	17	19	19
净利润(百万元)	3124	2708	3989	3616	4272
净利润增长率	11	(13)	47	(9)	18
每股收益 EPS(基本)(元)	1.22	1.06	1.56	1.41	1.67
毛利率%	58.9	58.4	58.9	59.9	60.9
净资产收益率 ROE%	10.5	8.1	10.8	9.0	9.7
PE	22	25	17	19	16
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	18	17	17	14	12

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 2 月 24 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,534	24,918	29,186	34,862	41,511
营业成本	7,609	10,365	12,003	13,963	16,212
毛利率	58.9%	58.4%	58.9%	59.9%	60.9%
营业税金及附加	223	256	292	349	415
销售费用	5,791	8,488	10,332	12,515	15,110
营业费用率	31.24%	34.06%	35.40%	35.90%	36.40%
管理费用	2,749	3,719	4,378	5,229	6,227
管理费用率	14.83%	14.92%	15.00%	15.00%	15.00%
财务费用	555	724	708	798	778
财务费用率	2.99%	2.91%	2.43%	2.29%	1.87%
投资收益	2,307	1,815	3,300	2,300	2,400
营业利润	4,075	3,535	5,270	4,775	5,647
营业利润率	21.99%	14.19%	18.06%	13.70%	13.60%
营业外收入	13	83	80	80	80
营业外支出	27	39	40	40	40
利润总额	4,062	3,580	5,310	4,815	5,687
所得税	476	560	828	751	887
所得税率	11.7%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
少数股东损益	461	312	493	447	528
归属于母公司股东的净利润	3,124	2,708	3,989	3,616	4,272
净利率	16.86%	10.87%	13.67%	10.37%	10.29%
EPS (元) (摊薄)	1.22	1.06	1.56	1.41	1.67

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,124	2,708	3,989	3,616	4,272
少数股东损益	461	312	493	447	528
折旧和摊销	946	1,347	1,241	1,304	1,266
营运资金变动	-213	-535	-651	-1,203	-928
其他	-1,738	-882	-2,808	-1,669	-1,789
经营现金流	2,580	2,950	2,264	2,495	3,349
资本支出	-2,171	-3,175	-1,060	-1,060	-1,060
投资收益	535	540	3,300	2,300	2,400
资产变卖	1,447	959	0	0	0
其他	-10,316	-3,569	-1,100	-1,000	-1,000
投资现金流	-10,504	-5,245	1,140	240	340
发行股票	3,018	4,851	0	0	0
负债变化	9,358	4,514	-321	549	-63
股息支出	-674	-718	-997	-904	-1,068
其他	-1,793	-5,510	-708	-798	-778
融资现金流	9,909	3,138	-2,027	-1,153	-1,909
现金及现金等价物变动	1,985	843	1,377	1,581	1,779

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,249	8,547	9,923	11,504	13,284
存货	2,751	3,287	3,711	4,596	5,164
应收账款	3,248	3,624	4,379	5,437	6,244
其他流动资产	1,810	2,544	2,765	3,166	3,548
流动资产	15,056	18,002	20,778	24,704	28,240
固定资产	6,556	7,083	6,795	6,443	6,029
长期股权投资	18,451	21,428	21,928	22,428	22,928
无形资产	7,248	7,151	7,151	7,151	7,251
其他长期资产	14,660	16,888	17,803	18,618	19,433
非流动资产	46,915	52,550	53,676	54,640	55,641
资产总计	61,971	70,551	74,454	79,344	83,880
短期借款	9,715	5,607	9,325	9,874	9,811
应付账款	1,652	2,184	2,322	2,892	3,303
其他流动负债	5,234	10,132	10,734	11,345	11,802
流动负债	16,600	17,923	22,381	24,111	24,916
长期借款	5,580	8,631	8,631	8,631	8,631
其他长期负债	10,050	10,405	6,365	6,365	6,365
非流动性负债	15,629	19,035	14,996	14,996	14,996
负债合计	32,230	36,959	37,377	39,107	39,912
股本	2,495	2,563	2,563	2,563	2,563
资本公积	9,078	10,545	10,545	10,545	10,545
归属于母公司所有者权益合计	29,741	33,593	37,077	40,237	43,968
少数股东权益	4,415	5,615	6,108	6,555	7,083
负债股东权益总计	61,971	70,551	74,454	79,344	83,880

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	26.69	34.45	17.13	19.45	19.07
营业利润增长率	19.87	(13.24)	49.06	(9.40)	18.26
净利润增长率	11.36	(13.33)	47.30	(9.33)	18.11
毛利率	58.94	58.40	58.88	59.95	60.95
EBITDA Margin	16.77	13.79	11.73	11.79	11.60
净利率	16.86	10.87	13.67	10.37	10.29
净资产收益率	10.51	8.06	10.76	8.99	9.72
总资产收益率	5.43	4.17	5.84	4.97	5.56
资产负债率	52.01	52.39	50.20	49.29	47.58
所得税率	11.73	15.64	15.60	15.60	15.60
股利支付率	21.56	26.50	25.00	25.00	25.00

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 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；韩国市场以科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性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。