

# 雪球访谈

疫苗产能10亿剂，复星医药要重新估值吗？

2021年05月10日

**雪球**

聪明的投资者都在这里

## 免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

## 版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



# 访谈嘉宾



余则成同志

## 访谈简介

5月9日晚间，复星医药发表公告，其控股子公司拟与BioNTech投资设立合资公司，以实现mRNA新冠疫苗产品的本地化生产及商业化。根据约定，双方将分别认缴合资公司注册资本的50%，其中复星医药产业拟以现金及/或有形或无形资产作价出资合计不超过1亿美元，BioNTech拟以其相关生产技术和专有技术许可等无形资产作价出资合计不超过1亿美元。

根据双方签订的《许可协议》，复星医药产业应提供年产能可达10亿剂mRNA新冠疫苗的生产设施，并将该设施作为出资的一部分注入合资公司。

今日复星医药A股开盘一字涨停，封单近12万手，总市值达1540亿元。国金证券表示，公司前瞻布局国际领先的mRNA新冠疫苗，2021年或带来高弹性盈利空间。

如何看待复星医药的投资价值？本期我们邀请到@余则成同志做客雪球访谈，跟大家共同探讨，访谈将于今晚（5月10日）17：00开始，快发起提问吧！

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：复星医药(SH600196)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 鬼步天下:

对@[余则成同志](#)说: 则成同志您好, 想问下是否mRNA会彻底改变复星估值逻辑? 因为老人都知道, 复星过去很长一段时期内, 是被当做医药投资公司和仿制药生产商来看待的, 因为风险折价和利润增速想象空间不大, 估值长期压的较低。但是深入合作生产10亿疫苗想象空间, 在保守估计下也会直接另复星利润中50%以上由mRNA这个最新的技术占据, 再加上创新药不俗表现。那时, “高风险投资公司”这个标签是否会彻底被摘除? 如果大概率的话, 您认为多少PE是复星的合理估值?

[答] 余则成同志:

预计mRNA疫苗会改变复星医药的估值逻辑。由于医保控费, 国内仿制药及创新药的盈利能力都下降。仿制药集采之后, 降价很严重。创新药现在标准也比较高, 创新药必须有超过现有药品的临床价值, 才可能有比较好的价格, 所以创新药企业的研发水平必须非常高。二类疫苗属于自费产品, 加之BionTech的mRNA疫苗属于国际顶尖水平, 转型成为有创新疫苗业务的大型医药企业对复星来说是一个不错的选择。业务复杂会有估值折价, 即使加上mRNA疫苗业务也存在业务复杂的问题, 但是蛋糕做大了, 即使折价, 也比之前好。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#)

[问] 鬼步天下:

对@[余则成同志](#)说: 再问一个病毒变异逃逸问题, 如果印度培养皿超出预期, 目前主流的4个疫苗路线, 谁失效的可能性最大, 谁最小?

[答] 余则成同志:

研究表明, BionTech疫苗对南非、英国、巴西以及印度的变异毒株均有效, 但中和活性下降。BionTech疫苗披露较多应对变异毒株的数据, 并且在真实世界中已大规模使用, 其它疫苗披露的数据少于BionTech。另外, 辉瑞表示, 只要体内的中和抗体足够高, 可以预防新变异的毒株。从这个角度来看, 因为临床数据优异, BionTech疫苗应对变异毒株的能力预计优于普通疫苗。但这只是推测, 人体很复杂, 确定性的结论需要头对头临床试验。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#)

[问] 哇木宰羊：

对 @余则成同志 说：光新冠疫苗，预计能带来多少营收？多少利润？未来两年达成比例多少？除了新冠疫苗以外，基于mRNA平台的其他产品预计有哪些？谢谢

[答] 余则成同志：

此前BionTech与复星的协议是2021年供应不少于1亿剂疫苗，但最新的合资公告显示，新建生产设施的产能可达10亿剂。预计实际销量介于两者之间。价格上，目前的新冠疫苗价格约为100元/剂，未来价格预计将下降。疫苗的主要成本是生产设施及临床试验投入，物料成本并不高，薄利多销，只要销量能保证，净利润水平不用担心。\$复星医药(SH600196)\$

[问] 蜗牛漫漫步：

对 @余则成同志 说：原材料紧缺方面，辉瑞是全球采购几十个国家来的，复星有能力拿到10亿剂的原材料吗？

[答] 余则成同志：

很多供应商只是短期无法供应大量原材料，因为没有预料到新冠疫苗带来的大量原材料需求，长期来看，它们会扩产。BionTech是复星的合作伙伴，技术水平很高，在建厂的同时可以沟通原材料供应，长远来看预计原材料不是一个障碍。并且原材料也可能实现国产。但不排除在开始生产的时候，由于海外原材料限制出口导致的原材料不足。\$复星医药(SH600196)\$

[问] Zz学徒：

对 @余则成同志 说：建厂周期大概需要多久？建完厂预计多久可以拿到资质生产？

[答] 余则成同志：

现在是疫情期间，疫苗企业的建厂速度都很快。参考其它疫苗企业，建厂需要1-3年，1年或少于1年即可投产（包括生产资质），3年左右达到最大产能（也可能更早，取决于规划）。但是合资公司及建厂需要得到批准，时间不确定。\$复星医

药(SH600196)\$

[问] 乐哥的梦想:

对@余则成同志说: 市场一直没把复星医药做为医药公司看待, 一直以投资公司来估值的, 这次疫苗投资建厂 可以改变市场对它的态度吗?

[答] 余则成同志:

转型成为有创新疫苗业务的大型医药企业对复星来说是一个不错的选择。估值折价客观存在, 主营业务发展良好有利于估值折价收窄。\$复星医药(SH600196)\$

[问] weslie:

对@余则成同志说:

国内有mrna生产能力的厂家么? 如果不走代工, 自建的话, 一整套认证和审批, 每个2-3年都走下来?

[答] 余则成同志:

参考其它疫苗企业, 疫情期间, 建厂都很快, 预计需要1-3年。自建产能是必由之路, 疫苗安全生产重于泰山, 代工不容易控制生产环节的风险。\$复星医药(SH600196)\$

[问] 股药师:

对@余则成同志说: 设立的合资公司, 收益是否能合并报表?

[答] 余则成同志:

合资公司对复星属于合营企业, 不在并表范围。收益采用权益法核算。\$复星医药(SH600196)\$

[问] 木青云:

对@余则成同志说: 余老师, 不算疫苗的话复星在目前市场给一个什么样的估值是合理的。单单疫苗这一块给多少估值是合适的呢

[答] 余则成同志：

估值是复杂问题，取决于很多变量，比如工厂投产时间，疫苗价格，新冠疫苗收入持续时间等，也取决于目前的创新药研发成功率。准确估值需要对所有变量有一个全面客观中性的估计，并对利率水平做一些假设。即使这个估值也只是作为参考。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#)

[问] 半柳归山：

对 [@余则成同志](#) 说：请教余同志，复星把海外mRNA疫苗落地生产的能力如何，需要多长时间可以生产？复星和沃森是否展开了时间上的竞争，是否沃森已经在与复星医药争夺中落后了？谢谢回答☒

[答] 余则成同志：

复星的落地能力还是比较优秀，参考复星凯特与直观复星。预计开始建设到达产1-3年，其中1年左右即可部分投产。我的理解是，疫苗企业是互补的，新冠病毒变异较快，需要多个技术路线多个疫苗企业共同努力。多一些研发力量有助于应对病毒变异。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#) [\\$沃森生物\(SZ300142\)\\$](#)

[问] 季风球菌：

对[@余则成同志](#)说：复星医药其实除了疫苗这一块，海外一堆优质资产在手上，那部分有没有什么期望呢？

[答] 余则成同志：

复星医药海外最好的资产是Gland，为印度规模最大、发展最快、专注于注射剂生产的公司之一。复星引进国内的最好海外产品，不考虑mRNA疫苗，我认为是达芬奇手术机器人，达芬奇手术机器人的技术水平在海外是遥遥领先，在国内也是遥遥领先。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#)

[问] 星爷赴考：

对[@余则成同志](#)说：新冠疫苗未来还会经常需要注射吗？



[答] 余则成同志：

根据辉瑞的预测，新冠疫苗未来定期需要接种，以保证体内中和抗体水平，抵御变异毒株。这是目前比较权威的疫苗企业的预测。目前来看，每年接种可能持续很长一段时间。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#)

[问] 心动老沙：

对 [@余则成同志](#) 说：余大大好，自合资建厂对复星而言是多大程度的极好呢？

[答] 余则成同志：

重大利好。虽然商业化合作可以为复星带来新冠疫苗销售收入，但落地更多mRNA疫苗（比如肿瘤疫苗），复星需要一个合资公司，转型成为有创新疫苗业务的大型医药企业对复星来说是一个不错的选择。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#)

[问] 火心岩：

对 [@余则成同志](#) 说：目前复星的还在临床二期，合资后，还需要三期临床吗？毕竟合作生产和直接引进原液分装不同。

[答] 余则成同志：

不需要。可以直接参考之前的海外临床3期数据。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#)

[问] 双向思维：

对 [@余则成同志](#) 说：复星医药与恒瑞的对比，由于拜恩泰科的技术转化，中远期看复星是不是可以稍胜一筹了

[答] 余则成同志：

不是同一类型的企业。如果仅考虑创新药，恒瑞医药无疑会更强。但是目前医保控费，创新药价格下降，创新药业务总体来说盈利能力下降。转型成为有创新疫苗业务的大型医药企业对复星来说是一个不错的选择。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#) [\\$恒瑞医药\(SH600276\)\\$](#)

[问] 陆零w:

对 @余则成同志 说: 国内打通mrna技术产业链的原料药相关情况? 已经复星医药是自建mrna研发团队, 还是和拜恩泰科合建研发团队?这俩方面的憧憬

[答] 余则成同志:

未来预计合建研发团队。BioNtech对合资公司会有一些的技术转让, 有助于培养国内mRNA疫苗人才。据沃森生物合作的艾博生物表示, 艾博生物已实现国产mRNA疫苗原材料自给。BioNtech疫苗的原材料与艾博生物可能有区别, 但是未来原材料国产化是有可能的。\$复星医药(SH600196)\$ \$沃森生物(SZ300142)\$

[问] 大A总设计师:

对 @余则成同志 说: 这个是不是相当于一个非经常性收入。对复星没啥影响吧? 疫情结束不就没了

[答] 余则成同志:

目前一般认为, 疫苗可能要定期接种, 持续多久不确定, 并且未来合资公司可能还有mRNA肿瘤疫苗。如果肿瘤疫苗成功, 市场空间非常大, 参考HPV疫苗。\$复星医药(SH600196)\$

[问] babynicolesun:

对@余则成同志 说: 复星合资公司的工厂需要从0开始建? 还是已有厂房改建就可以了?

[答] 余则成同志:

都可以。改建现有厂房是更快的选择, 但不一定有合适的厂房。疫苗企业比如沃森, 就可以改建之前其它疫苗的厂房, 但复星在上海的创新药厂房不一定可以匹配需求。\$复星医药(SH600196)\$

[问] 麻袋5rg:

对 @余则成同志 说：复星的新冠治疗药物怎么样？

[答] 余则成同志：

目前处于海外临床1期。新冠治疗药物由于目标人群较少，定价昂贵，一般只有在发达国家有市场。复宏汉霖的新冠治疗药物总体来说速度比较慢，如果临床数据不突出，比较难大卖。\$复星医药(SH600196)\$

[问] Zinverster：

对 @余则成同志 说：请问这次脉冲式上涨后，复星医药还有长期价值吗？

[答] 余则成同志：

国内创新药业务在医保控费情况下，盈利能力下降。mRNA新冠疫苗以及之后的mRNA肿瘤疫苗都有良好市场前景。长期价值主要取决于业务发展。股价上涨不是单边向上的，总是有上涨，有回调。如果复星把mRNA疫苗做好了，是可以支撑企业股价长期向上的。当然，不确定性依然存在。比如，肿瘤疫苗临床试验能否成功，等等。\$复星医药(SH600196)\$

[问] 铁律资本：

对 @余则成同志 说：余则成同志，这次合资公司生产的疫苗储存运输温度是多少？是最新技术的疫苗吗？

[答] 余则成同志：

目前，-70摄氏度的情况下可保存6个月；在控温运输盒中可以至多保存15天；在2-8摄氏度的冷藏条件下至多可以保存5天。相关的研发正不断进行中，BioNTech和辉瑞对于新型耐高温新冠疫苗、冻干剂型储存的新冠疫苗都在研究当中。合资公司成立时疫苗对应的温度可能就不是-70摄氏度。\$复星医药(SH600196)\$

[问] 天堂镇魂曲：

对 @余则成同志 说：mrna技术，如果开发癌症疫苗，会对单抗药产生碾压吗

[答] 余则成同志：

会造福人类，会减少一些细分领域的肿瘤得病率。比如一些罕见癌症，可能在若干年后，发病率大幅下降，相应的治疗药物的市场空间也大幅下降。但是不是所有癌症都有疫苗，效果目前也未知。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#)

[问] 我是小小小坏孩A：

对 @余则成同志 说：这种依靠疫情爆发带来的逻辑和短期业务，会不会疫情过后留下问题？

[答] 余则成同志：

主营业务有实质进步，不是概念炒作，不过度炒作即可[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#)

[问] 皮浪的门徒：

对 @余则成同志 说：定向增发会否由于股价大涨收到影响？为什么没有考虑一下可转债方式去融资？

[答] 余则成同志：

“本次非公开发行的发行价格不低于定价基准日前 20个交易日，定价基准日为本次非公开发行的发行期首日。” 股价维持在高位，预计将提高定增定价。如果定增定价高，优于可转债融资。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#)

[问] 扒飞特忙格格：

对 @余则成同志 说：今年的行情，您怎么看☒☒

[答] 余则成同志：

今年最大的变量是货币。在货币没有明显变化的情况下，我看多很多行业，包括疫苗产业，都有良好增长。如果货币有明显调整，正常情况下要适当降低仓位，货币会直接影响股票的估值。货币与很多变量有关，如大宗商品涨价，只能走一步看一步。如果有明显货币收紧，我会跟大家讨论的。[\\$复星医药\(SH600196\)\\$](#)

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

# 没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里