

医药生物

2017年04月28日

复星医药 (600196)

——一季度收入实现 20% 高增长，单抗研发进展顺利

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年04月27日

收盘价(元)	30.2
一年内最高/最低(元)	31.5/18.25
市净率	3.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	57651
上证指数/深证成指	3152.19 / 10229.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	9.44
资产负债率%	45.14
总股本/流通A股(百万)	2415/1909
流通B股/H股(百万)	-/403

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《复星医药(600196)点评：业绩增速符合预期，内生+外延双轮驱动业绩增长》2017/03/29

《复星医药(600196)点评：扣非净利润增长27%，单抗研发进展顺利》2016/11/07

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

熊超逸 A0230117010002
xiongcy@swsresearch.com

联系人

熊超逸
(8621)23297818x转
xiongcy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **2017年一季度收入增长 20.29%，扣非净利润增长 20.05%**。公司2017年一季度实现收入38.8亿元，增长20.29%；归母净利润7.38亿元，增长16.32%；扣非净利润5.18亿元，增长20.05%；摊薄EPS0.31元，符合预期。收入增速超过16年全年增速，受益于三大板块协同稳健增长。
- **单抗药物临床顺利推进，新医保有望推动整体医药工业板块增速**。截至目前公司共有6个单抗产品（10个适应症）获批进入临床，其中重组人鼠嵌合单抗CD20注射液（有望于2017年获批并成为公司的新重磅产品）和重组抗HER2人源单抗进入III期临床。同时公司已于3月31日通过复宏汉霖股票期权激励计划议案，体现公司对单抗研发人才的重视。另外，17版医保目录调整中公司作为治疗型用药白马企业明显受益，有5个药品新入选医保目录（心脑血管用药前列地尔和消化系统用药非布司他为核心产品）、3个药品乙升甲/解限，本次新医保将推动次新产品的市场拓展，我们预计17年制药板块收入端有望达到20%以上增速。
- **医疗服务核定+在建床位数超过 6000 张，与支付宝合作打造 O2O 闭环，预计维持 20% 增速**。16年医疗服务收入增长21.67%，超过预期。我们预计17年医疗服务收入有望维持20%左右的增速。公司控股的禅城、济民、广济、钟吾医院、温州老年病医院等核定床位3018张，另外在建的南华附二胸心医院、玉林广海投资等项目有望贡献超过3000张床位数。另外，公司与支付宝签订协议积极开拓医疗服务O2O商业模式。
- **医疗器械业绩持续推动，布局融资租赁业务有望带动器械销量增加**。16年公司代理的高端医疗设备达芬奇手术机器人在大陆与香港地区手术量约19000台，增长54%，预计17Q1将持续保持高增速。公司与美国Intuitive Surgical公司成立合资公司，加大对医疗器械的投入，进一步保证与Intuitive在达芬奇手术机器人的代理合作。同时，公司全资子公司复星平耀拟出资1亿元（占比20%）与关联方星鑫投资、Fosun Golden共同投资设立复星康健融资租赁公司，有望拉动公司医疗器械产品的销售，17年复星康健与公司间的采购、融资租赁服务额预计分别达到1000万、8000万。我们预计17年医疗器械收入增速将维持在18%以上。
- **毛利率提升 3.7 个百分点，期间费用率提升 3.46 个百分点，每股经营现金流提升 0.4%**。公司2017年一季度毛利率为55.34%，提升3.7个百分点；期间费用率43.79%，上升3.46个百分点；其中销售费用率26.37%，上升2.87个百分点，主要原因是配合核心产品进行市场开拓；管理费用率14.25%，上升0.54个百分点，主要由于研发费用增加38%；财务费用率3.16%，提升0.03个百分点。每股净经营性现金流0.1666元，同比上升0.4%。
- **内生+外延打造医药医疗全产业链航母，维持增持评级**。公司是医疗/医药低估值白马，内生+外延双轮驱动三大业务齐头并进。受益于医保目录调整，我们维持17-19年EPS1.41元、1.67元、1.92元，增长22%、18%、15%，对应PE为21倍、18倍、16倍，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14,629	3,880	17,563	21,130	25,279
同比增长率(%)	16.02	20.29	20.06	20.31	19.64
净利润(百万元)	2,806	738	3,414	4,026	4,639
同比增长率(%)	14.05	16.32	21.67	17.93	15.23
每股收益(元/股)	1.16	0.31	1.41	1.67	1.92
毛利率(%)	54.1	55.3	54.3	54.4	54.4
ROE(%)	12.6	3.2	13.8	14.0	13.9
市盈率	26		21	18	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,609	14,629	17,563	21,130	25,279
医药工业	8,935	10,260	12,414	15,021	18,025
医疗服务	1,379	1,678	2,013	2,416	2,899
医疗器械	2,254	2,664	3,135	3,694	4,355
营业总成本	11,656	13,367	15,781	18,742	22,390
营业成本	6,308	6,718	8,023	9,643	11,533
医药工业	4,138	4,103	4,966	6,008	7,210
医疗服务	1,029	1,239	1,490	1,788	2,145
医疗器械	1,110	1,339	1,568	1,847	2,177
营业税金及附加	106	153	183	220	264
销售费用	2,815	3,704	4,303	5,177	6,193
管理费用	1,906	2,312	2,722	3,275	3,918
财务费用	450	401	381	390	446
资产减值损失	70	79	169	37	36
公允价值变动损益	(2)	12	0	0	0
投资收益	2,347	2,125	2,245	2,394	2,632
营业利润	3,297	3,399	4,026	4,782	5,521
营业外收支	75	172	196	236	285
利润总额	3,372	3,572	4,222	5,018	5,806
所得税	501	350	303	396	479
净利润	2,871	3,221	3,920	4,622	5,326
少数股东损益	411	416	506	596	687
归属于母公司所有者的净利润	2,460	2,806	3,414	4,026	4,639

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,871	3,221	3,920	4,622	5,326
加: 折旧摊销减值	728	819	522	406	418
财务费用	471	489	381	390	446
非经营损失	(2,372)	(2,173)	(2,245)	(2,394)	(2,632)
营运资本变动	(74)	(253)	(294)	(345)	(295)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	1,621	2,110	2,283	2,679	3,263
资本开支	1,214	1,860	(1,678)	155	155
其它投资现金流	(828)	97	2,255	2,392	2,630
投资活动现金流	(1,870)	(2,447)	3,933	2,238	2,475
吸收投资	116	2,728	0	0	0
负债净变化	2,004	571	552	550	2,176
支付股利、利息	1,246	1,298	381	390	446
其它融资现金流	(323)	(556)	0	0	0
融资活动现金流	551	1,446	170	160	1,729
净现金流	338	1,189	6,387	5,076	7,468

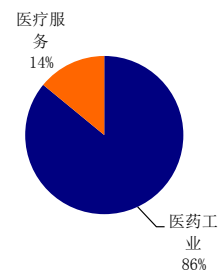
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
医药工业增长	15%	21%	21%	20%
医疗服务增长	22%	20%	20%	20%
医疗器械增长	18%	18%	18%	18%
毛利率	54%	54%	54%	54%
销售费用率	25%	25%	25%	25%
管理费用率	16%	16%	16%	16%

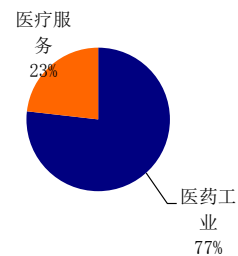
收入结构

2016年收入结构

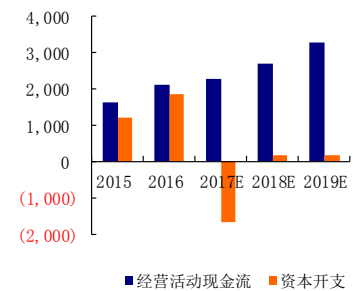


成本结构

2016年成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,325	10,764	17,744	23,722	32,143
现金及等价物	4,062	6,045	12,421	17,499	24,970
应收款项	2,519	2,977	3,255	3,752	4,233
存货净额	1,649	1,671	1,995	2,398	2,868
其他流动资产	95	72	72	72	72
长期投资	17,234	18,850	18,850	18,850	18,850
固定资产	5,765	6,305	6,163	5,952	5,727
无形资产及其他资产	6,877	7,849	5,960	5,957	5,954
资产总计	38,202	43,768	48,716	54,480	62,674
流动负债	10,939	10,109	8,762	7,528	8,219
短期借款	7,334	5,650	3,826	2,000	2,000
应付款项	2,191	2,459	2,936	3,529	4,220
其它流动负债	93	559	559	559	559
非流动负债	6,593	8,409	10,785	13,161	15,336
负债合计	17,532	18,517	19,546	20,688	23,556
股本	2,314	2,414	2,414	2,414	2,414
资本公积	6,016	7,831	7,831	7,831	7,831
盈余公积	1,995	2,122	2,275	2,456	2,665
未分配利润	6,937	8,994	12,254	16,099	20,530
少数股东权益	2,488	3,060	3,566	4,162	4,849
股东权益	20,670	25,250	28,340	32,962	38,288
负债和股东权益合计	38,202	43,768	47,886	53,650	61,844

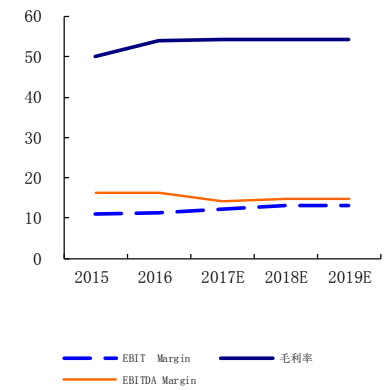
资料来源:申万宏源研究

重要财务指标

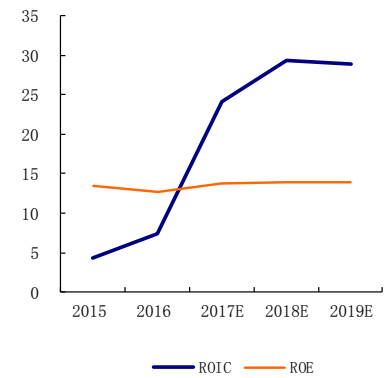
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	1.02	1.16	1.41	1.67	1.92
每股经营现金流	0.67	0.87	0.95	1.11	1.35
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	7.53	9.19	10.26	11.93	13.85
关键运营指标(%)					
ROIC	4.3	7.4	24.2	29.4	28.8
ROE	13.5	12.6	13.8	14.0	13.9
毛利率	50.0	54.1	54.3	54.4	54.4
EBITDA Margin	16.3	16.4	14.3	14.9	14.7
EBIT Margin	11.1	11.4	12.3	13.1	13.2
收入同比增长	4.8	16.0	20.1	20.3	19.6
净利润同比增长	16.4	14.1	21.7	17.9	15.2
资产负债率	45.9	42.3	40.1	38.0	37.6
净资产周转率	0.69	0.66	0.71	0.73	0.76
总资产周转率	0.33	0.33	0.36	0.39	0.40
有效税率	48.9	24.2	15.3	15.1	15.1
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	29.6	26.0	21.4	18.1	15.7
P/B	4.0	3.3	2.9	2.5	2.2
EV/Sale	5.7	4.6	3.4	2.6	2.1
EV/EBITDA	34.6	28.2	23.8	17.8	14.5

资料来源:申万宏源研究

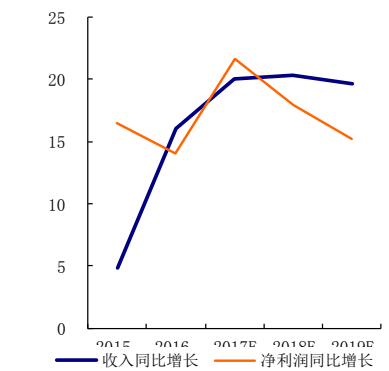
经营利润率(%)



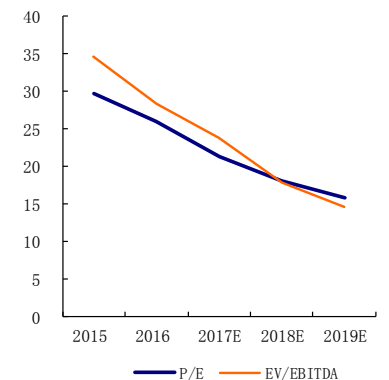
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。