

医药生物

2017年08月30日

复星医药 (600196)

——上半年收入实现 20% 增长，研发创新推动可持续发展

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **2017年上半年收入增长 20.41%，扣非净利润增长 13.33%**。公司 2017 年上半年实现收入 83.53 亿元，增长 20.41%；归母净利润 17.89 亿元，增长 12.58%；扣非净利润 12.68 亿元，增长 13.33%；EPS 0.7 元，基本符合预期。
- **核心产品增速稳健，单抗药物临床顺利推进**。17 年上半年药品业务收入 57.76 亿元，增长 19.12%，分部利润 9.7 亿元 (+13%)。核心领域心血管用药增长 11%、代谢及消化用药增长 29%、抗感染用药增长 20%、血液系统用药增长 20%、中枢神经系统用药增长 11.5%、抗肿瘤用药-3%。截至目前公司共有 6 个单抗产品 (11 个适应症) 获批进入临床，其中利妥昔和曲妥珠进入三期临床，重组抗 PD-1 人源化单抗用于实体瘤治疗 7 月获 CFDA 临床试验注册评审受理。公司与全球领先 T 细胞免疫治疗公司 KITE 合作打造的复星凯特有望受益于 7 月中旬诺华 CAR-T 产品获得 FDA 专家委员会一致通过事件，产品 KTE-C19 上市进度有望加快。同时 8 月底美国生物科技公司吉利德同意以 119 亿美元高价收购 KITE，体现其领先的市场地位。另外，公司控股子公司 Fosun Pharma 拟出资 1800 万美元购买美国 Sandoz 的氟西汀等产品，大部分为美国市场在售的仿制药品种，覆盖中枢神经系统、心血管、抗感染等领域，预计将推动公司制药业务的国际化，且未来有望受益于一致性评价制剂出口转报等政策利好。
- **医疗服务核定+在建床位数超过 6000 张，预计维持 20% 增速**。17 年上半年医疗服务收入 10.12 亿元，增长 34.39%，剔除 16 年设立温州老年病医院及收购齐鲁检验所等影响后，收入较 16 年同口径增长 19.11%，分部利润 1.3 亿元 (+18%)。我们预计 17 年医疗服务收入有望维持 20% 以上的高增速。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，上半年青岛和睦家医院已投入运营，广州和上海浦东和睦家医院也在加紧建设中。
- **达芬奇机器人手术量增长 60%，Sisram 申请分拆上市有望助力医美业务高速增长**。17 年上半年医疗器械收入 15.46 亿元，增长 16.99%，剔除 17 年新收购 Breas 等影响后，收入较 16 年同口径增长 11.65%，分部利润 2.2 亿元 (+16%)。公司代理的达芬奇手术机器人在大陆与香港地区手术量约 12800 台 (占 16 年全年 67%)，增长 60%。公司通过受让 CML 30% 股权全资控股 CML，增厚业绩的同时有望依托 CML 加速高端医疗器械的协同发展，上半年 CML 贡献净利润 8837 万元 (占比 4%)。另外，公司控股子公司 Sisram 向港交所提交上市申请，我们认为 Sisram 分拆上市后有望拓宽融资渠道，加速公司医美业务的资源整合。
- **毛利率提升 3.78 个百分点，期间费用率提升 3.83 个百分点，每股经营现金流提升 9%**。2017 年上半年毛利率为 57.24%，提升 3.78 个百分点；期间费用率 44.9%，上升 3.83 个百分点；其中销售费用率 27.33%，上升 3.12 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 14.56%，上升 0.56 个百分点，主要由于费用化研发投入增加 50%；财务费用率 3.01%，提升 0.15 个百分点。每股净经营性现金流 0.4423 元，同比上升 9%。
- **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。由于 H 股配股，以及公司多个产品处于研发关键期，研发费用增长较快，我们略下调 17-19 年 EPS 至 1.32 元、1.56 元、1.83 元 (原 1.41 元、1.67 元、1.92 元)，增长 18%、18%、17%，对应 PE 为 23 倍、19 倍、16 倍，维持增持评级。

市场数据：2017年08月29日

收盘价 (元)	30.14
一年内最高/最低 (元)	33.83/22.29
市净率	3.2
息率 (分红/股价)	1.16
流通 A 股市值 (百万元)	57536
上证指数/深证成指	3365.23 / 10762.37

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产 (元)	9.88
资产负债率%	45.73
总股本/流通 A 股 (百万)	2495/1909
流通 B 股/H 股 (百万)	-/484

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《复星医药 (600196) 点评：一季度收入实现 20% 高增长，单抗研发进展顺利》
2017/04/28

《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

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

熊超逸 A0230117010002
xióngcy@swsresearch.com

联系人

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



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	14,629	8,353	17,357	20,760	24,834
同比增长率 (%)	16.02	20.41	18.70	19.60	19.60
净利润 (百万元)	2,806	1,689	3,304	3,895	4,572
同比增长率 (%)	14.05	12.58	17.80	17.90	17.40
每股收益 (元/股)	1.16	0.68	1.32	1.56	1.83
毛利率 (%)	54.1	57.2	54.3	54.3	54.3
ROE (%)	12.6	6.8	13.4	13.6	13.8
市盈率	26		23	19	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	17,357	20,760	24,834
医药工业	8,935	10,260	12,209	14,651	17,581
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	15,725	18,549	22,036
营业成本	6,308	6,718	7,941	9,495	11,355
医药工业	4,138	4,103	4,884	5,860	7,032
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	181	216	259
销售费用	2,815	3,704	4,513	5,190	6,084
管理费用	1,906	2,312	2,742	3,218	3,849
财务费用	450	401	381	392	450
资产减值损失	70	79	(34)	38	39
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	3,878	4,605	5,430
营业外收支	75	172	196	236	285
利润总额	3,372	3,572	4,074	4,841	5,715
所得税	501	350	280	370	466
净利润	2,871	3,221	3,794	4,472	5,249
少数股东损益	411	416	489	577	677
归属于母公司所有者的净利润	2,460	2,806	3,304	3,895	4,572

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	3,794	4,472	5,249
加: 折旧摊销减值	728	819	321	408	422
财务费用	471	489	381	392	450
非经营损失	(2,372)	(2,173)	(2,245)	(2,394)	(2,632)
营运资本变动	(74)	(253)	(211)	(380)	(357)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	1,621	2,110	2,039	2,498	3,132
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	392	450
其它融资现金流	(323)	(556)	0	0	0
融资活动现金流	551	1,446	170	158	1,726
净现金流	338	1,189	6,143	4,893	7,333

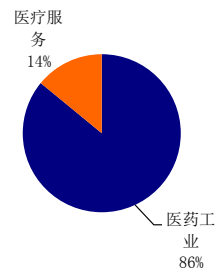
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
医药工业增长	15%	19%	20%	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%	26%	25%	25%
管理费用率	16%	16%	16%	16%

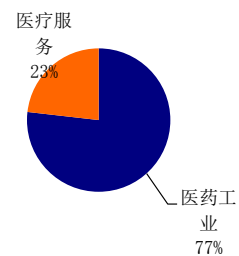
收入结构

2016年收入结构

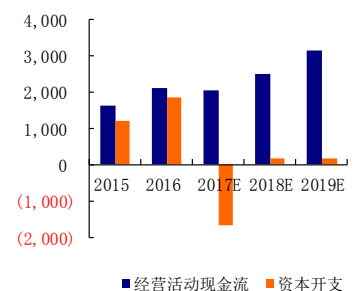


成本结构

2016年成本结构



资本开支与经营活动现金流

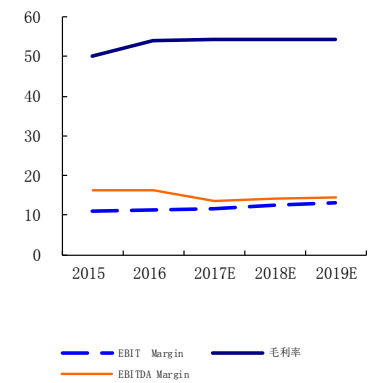


合并资产负债表

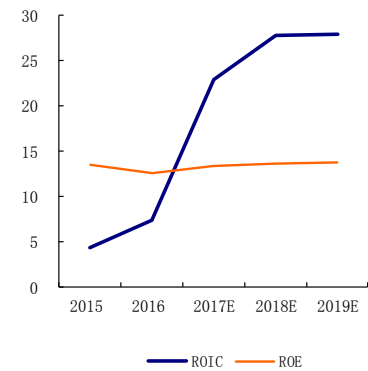
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,325	10,764	17,589	23,394	31,729
现金及等价物	4,062	6,045	12,177	17,072	24,408
应收款项	2,519	2,977	3,277	3,783	4,299
存货净额	1,649	1,671	2,063	2,467	2,950
其他流动资产	95	72	72	72	72
长期投资	17,234	18,850	18,850	18,850	18,850
固定资产	5,765	6,305	6,161	5,949	5,723
无形资产及其他资产	6,877	7,849	5,960	5,957	5,954
资产总计	38,202	43,768	48,560	54,150	62,255
流动负债	10,939	10,109	8,732	7,474	8,154
短期借款	7,334	5,650	3,826	2,000	2,000
应付款项	2,191	2,459	2,906	3,475	4,155
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	19,516	20,634	23,490
股本	2,314	2,415	2,495	2,495	2,495
资本公积	6,016	7,831	7,751	7,751	7,751
盈余公积	1,995	2,122	2,270	2,445	2,651
未分配利润	6,937	8,994	12,150	15,869	20,236
少数股东权益	2,488	3,060	3,549	4,126	4,803
股东权益	20,670	25,250	28,214	32,686	37,935
负债和股东权益合计	38,202	43,768	47,731	53,320	61,426

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

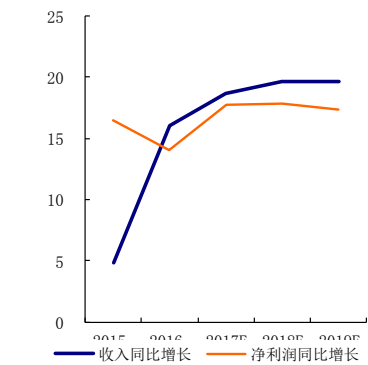


重要财务指标

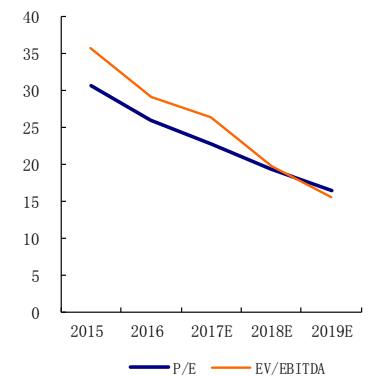
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.99	1.16	1.32	1.56	1.83
每股经营现金流	0.65	0.85	0.82	1.00	1.26
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	7.29	8.89	9.89	11.45	13.28
关键运营指标(%)					
ROIC	4.3	7.4	23.0	27.9	28.0
ROE	13.5	12.6	13.4	13.6	13.8
毛利率	50.0	54.1	54.3	54.3	54.3
EBITDA Margin	16.3	16.4	13.6	14.3	14.6
EBIT Margin	11.1	11.4	11.6	12.5	13.1
收入同比增长	4.8	16.0	18.7	19.6	19.6
净利润同比增长	16.4	14.1	17.8	17.9	17.4
资产负债率	45.9	42.3	40.2	38.1	37.7
净资产周转率	0.69	0.66	0.70	0.73	0.75
总资产周转率	0.33	0.33	0.36	0.38	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	30.6	26.0	22.8	19.3	16.4
P/B	4.1	3.4	3.0	2.6	2.3
EV/Sale	5.8	4.8	3.6	2.8	2.3
EV/EBITDA	35.7	29.2	26.3	19.7	15.6

资料来源:申万宏源研究

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。