

Q3 扣非增速较高，创新转型稳步推进

——复星医药 (600196.SH、2196.HK) 2019 三季度报点评

跨市场公司简报

A 股：买入 (维持)

当前价：25.46 元

H 股：买入 (维持)

当前价：22.20 港元

分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebscn.com

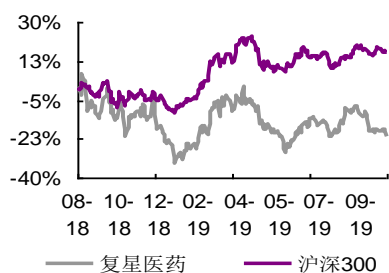
联系人

王明瑞
wangmingrui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：25.63
总市值(亿元)：652.51
一年最低/最高(元)：20.36/31.85
近3月换手率：38.60%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.11	-4.27	-20.60
绝对	0.99	-3.85	4.36

资料来源：Wind

相关研报

产业布局优势强化，由仿转创趋势渐显
——复星医药 (600196.SH、2196.HK)
首次覆盖报告

..... 2019-09-04

事件：

公司发布 2019 三季度报：实现营收 212.28 亿元，同比+17.01%；归母净利润 20.64 亿元，同比-1.45%；扣非归母净利润 17.22 亿元，同比+8.21%；经营性净现金流 23.28 亿元，同比+11.52%，EPS 0.81 元。业绩略低于市场预期。

点评：

◆低基数导致 Q3 扣非增速较高，少数股东损益增长较多

公司 Q1-3 单季度营收 67.30/74.43/70.55 亿元，同比+ 17.67/21.22/12.28%；归母净利润 7.12/8.04/5.48 亿元，同比+ 0.92/-5.95/+2.61%；扣非归母净利润 5.30/6.38/5.55 亿元，同比+0.53/-5.32/+41.88%。Q3 单季扣非增速较高主要是由于去年基数低及今年非经损益较少。Q1-3 非全资子公司利润增长导致少数股东损益增加至 3.92 亿元(同比+60.03%)，因此整体净利润增速(+4.98%)高于归母净利润增速 (-1.45%)。

◆核心工业产品较高增长，创新转型稳步推进

制药板块：预计 Q1-3 实现收入超过 160 亿元，增速超过 20%。其中非布司他片(优立通)、匹伐他汀钙片(邦之)、依诺肝素注射液、达托霉素等核心产品销量增速较高；预计全年优立通销售额有望接近 20 亿元，邦之销售额有望达到 8 亿元左右；

器械板块：预计 Q1-3 实现收入超过 25 亿元，增速约 5%。直观复星的达芬奇机器人设备销售开始提速；

服务板块：预计 Q1-3 实现收入超过 20 亿元，增速约 20%。截至 2019H1 核定床位数 4328 张，新建医院预计将逐步减少亏损，整体经营稳步改善；

投资收益：Q1-3 投资收益 15.37 亿元，同比+32.93%。其中中国药控股前三季度归母净利润 45.95 亿元，贡献投资收益接近 12 亿元；另有分占联营企业收益增加以及处置 SHL、CMF 等股权/权益所得收益。目前转让 HHH (主要资产为和睦家医院和诊所) 股权尚未交割，转让完成后预计产生收益约 16 亿元。

利妥昔单抗(汉利康)于 5 月份开始正式销售，预计全年有望实现销售额 3 亿元左右。Q1-3 研发累计投入 22.53 亿元，其中费用化 12.90 亿元(研发费用率 6.08%)，资本化 9.63 亿元，研发投入占收入比例达到 10.62% (2018 年为 10.06%)，占比持续提升，预计未来研发投入水平将继续向国际一流药企看齐。复宏汉霖曲妥珠/阿达木单抗类似药均已在 2019H1 提交 NDA，有望在 2020 年获批上市，公司业务结构逐步向创新化转型。

◆期间费用率控制良好，经营活动现金含量逐季提升

公司 Q1-3 的期间费用率分别为 51.36/53.42/52.70%，整体费用率控制水平良好。前三季度费用增长较快的包括销售费用 74.06 亿元，同比+24.23%，预计是汉利康等创新型产品的市场导入工作导致费用有所增加；财务费用 6.54 亿元，同比+32.27%，主要是平均带息债务增加，以及汇率波动导致汇兑损失增

加所致。Q1-3 经营性净现金流分别为 4.08/10.42/8.78 亿元，占净利润的比例分别为 47.97/107.56/138.08%，净利润现金含量逐季提升。

◆盈利预测、估值与评级

公司覆盖医药健康全产业链，业务板块间具协同潜力，且布局多个创新型平台，随着各创新平台逐步落地，有望逐步实现创新驱动转型。考虑到公司 Q3 业绩略低于我们此前预期，同时部分仿制药业务承压，略下调预测 19~21 年 EPS 为 1.20/1.45/1.72 元（原预测为 1.22/1.48/1.75 元），同比增长 14/20/19%，A 股现价对应 19~21 年 PE 为 21/18/15 倍，维持“买入”评级；H 股现价对应 19~21 年 PE 为 17/14/12 倍，维持“买入”评级。

◆风险提示：

药品降价超预期；研发进度不达预期；投资收益低于预期。

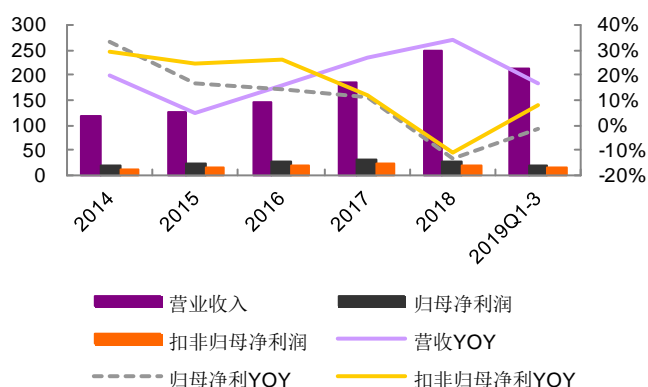
业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	18,534	24,918	29,528	36,287	43,294
营业收入增长率	26.69%	34.45%	18.50%	22.89%	19.31%
净利润（百万元）	3,124	2,708	3,076	3,705	4,409
净利润增长率	11.36%	-13.33%	13.59%	20.45%	19.00%
EPS（元）	1.22	1.06	1.20	1.45	1.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.34%	9.68%	10.17%	11.22%	12.13%
P/E（A 股）	21	24	21	18	15
P/E（H 股）	16	19	17	14	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 31 日（注：采用 2019 年 10 月 31 日的港元兑人民币汇率=0.90001）

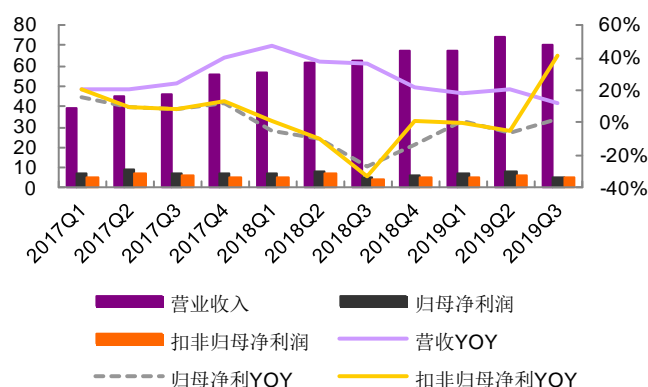
附录

图 1：公司近年来收入利润情况（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：公司近年来单季度收入利润情况（亿元）



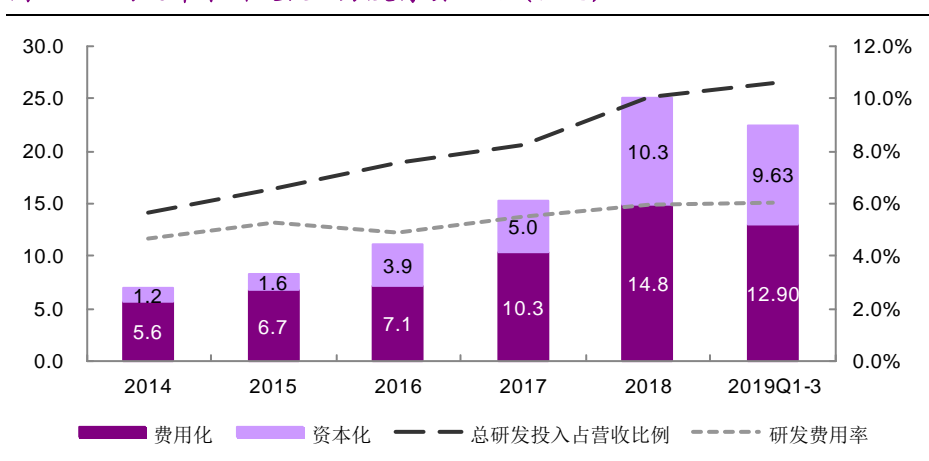
资料来源：Wind、光大证券研究所

表 1: 公司 19 年非经常性损益减少 (百万元)

项目	2019 年		2018 年	
	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3
非流动资产处置损益	7	55	7	117
计入当期损益的政府补助, 但与公司正常经营业务密切相关, 符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	65	124	9	70
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外, 持有交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债产生的公允价值变动损益, 以及处置交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债和其他债权投资取得的投资收益	-95	232	170	394
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	49	27	-9	-10
少数股东权益影响额 (税后)	-15	-33	-2	-9
所得税影响额	-16	-64	-33	-60
合计	-7	341	143	502

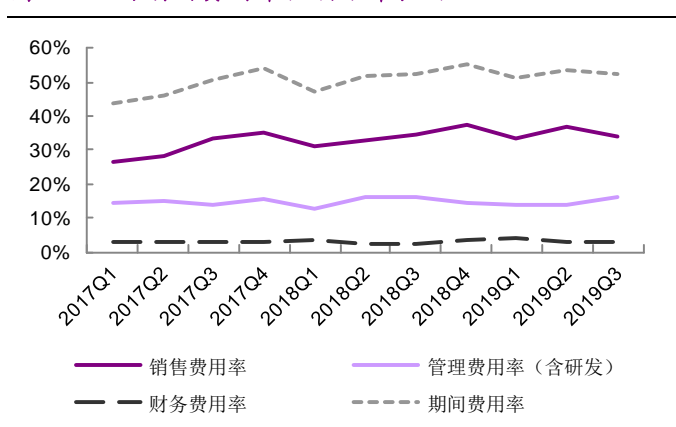
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 3: 公司近年来研发投入力度持续加大 (亿元)



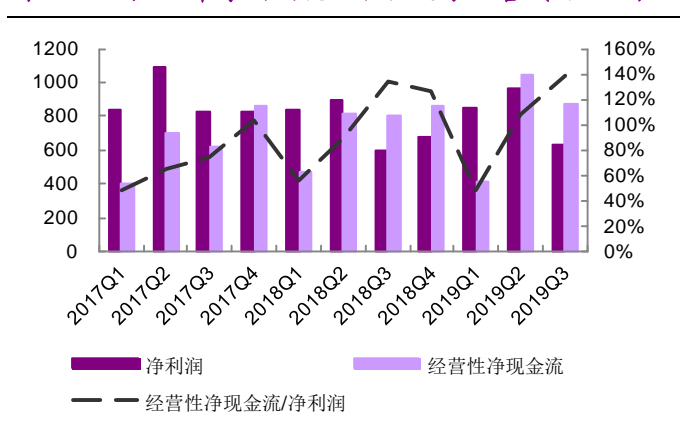
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 4: 公司期间费用率控制水平良好



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 5: 公司 19 年净利润现金含量逐季改善 (百万元)



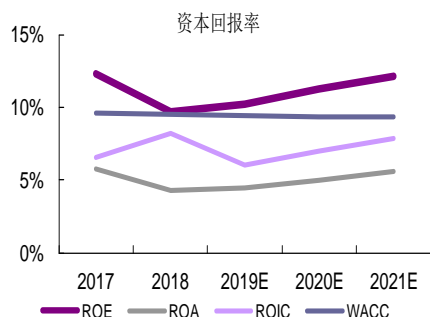
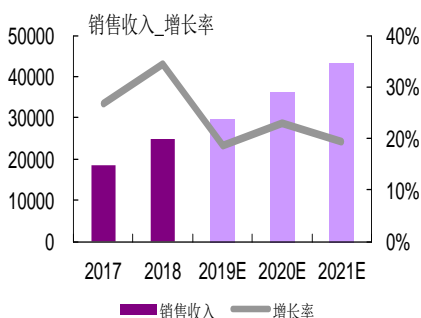
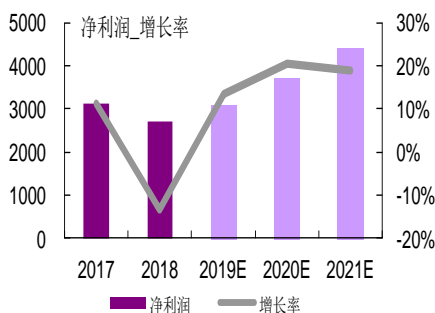
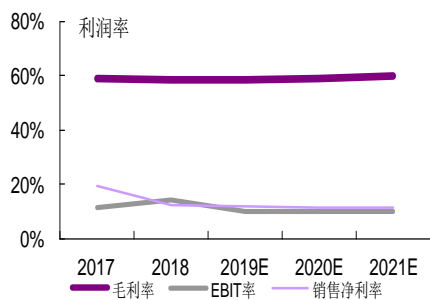
资料来源: Wind、光大证券研究所

表 2: 公司部分进入临床阶段的创新药和生物药研发管线 (截至 2019.10)

阶段	公司	治疗领域	靶点	通用名	联用	适应症	治疗地位	地区			
上市	复宏汉霖	肿瘤	CD20	利妥昔单抗 (HLX01)	CHOP	非霍奇金淋巴瘤 (NHL)	1 线	中国			
NDA	复宏汉霖	肿瘤	HER2	曲妥珠单抗 (HLX02)	NA	HER2 阳性的早期/转移性乳腺癌, HER2 阳性的转移性胃或胃食管交界处腺癌	辅助治疗、1-2 线	欧盟			
					NA	HER2 阳性的早期/转移性乳腺癌, HER2 阳性的转移性胃或胃食管交界处腺癌	辅助治疗、1-2 线	中国			
		自身免疫疾病	TNF- α	阿达木单抗 (HLX03)	NA	中至重度斑块型银屑病 (PS)	2 线及以上	中国			
III 期	复宏汉霖	肿瘤	PD-1	HLX10	卡铂+依托泊苷	广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC)	1 线	国际多中心			
					化疗	PD-L1 阳性 (CPS ≥ 10) 胃腺癌	新辅助/辅助治疗	国际多中心			
					化疗	PD-L1 阳性 (CPS $\geq 1\%$) 局部晚期/转移性食管鳞癌 (ESCC)	1 线	中国			
					HLX04+ 化疗	EGFR-/ALK-转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国			
					卡铂+白蛋白紫杉醇	局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国			
					奥沙利铂+氟尿嘧啶	转移性结肠直肠癌	1 线	中国			
					自身免疫疾病	CD20	利妥昔单抗 (HLX01)	甲氨蝶呤	中度至重度类风湿性关节炎 (RA)	2 线	中国
II 期	江苏万邦	代谢疾病	胰岛素受体	赖脯胰岛素 赖脯胰岛素 (50R)	NA NA	2 型糖尿病 2 型糖尿病	NA NA	中国 中国			
	复创医药	肿瘤	ALK/ROS1	丁二酸复瑞替尼 (SAF-189)	NA	ALK 阳性局部晚期和/或转移性 III 期 B 和 IV 期非小细胞肺癌 (NSCLC)	2 线	中国			
II 期	复宏汉霖	肿瘤	EGFR	HLX07	NA	实体瘤	1 线	中国			
					HLX04	晚期肝细胞癌 (HCC)	2 线	中国			
					NA	不可切除或转移性 MSI-H 或 dMMR 实体瘤	NA	中国			
I 期	复创医药	代谢疾病	DPP-4	苯甲酸复格列汀 (FCN-005)	NA	糖尿病	NA	中国			
	复创医药/复星医药产业发展	肿瘤	CDK4/6	FCN-437c	NA	晚期不可切除/转移性实体瘤	NA	美国			
					NA	NRAS 变异/突变的晚期黑色素瘤	2 线	中国			
	复创医药/锦州奥鸿	肿瘤	CDK4/6	FCN-437c	NA	ER+、HER2-的晚期乳腺癌绝经后女性患者	NA	中国			
					NA	EGFR&HER2&HER4	FCN-411	NA	转移性 NSCLC 和 HSNCC	NA	中国
					NA	HER2	HLX22	NA	HER2 阳性胃癌和乳腺癌	NA	中国
	复宏汉霖	肿瘤	PD-1	HLX10	NA	实体瘤	2 线	中国 (台湾)			
					NA	PD-L1	HLX20	NA	实体瘤	1 线	澳大利亚
					NA	VEGF	贝伐珠单抗 (HLX04)	奥沙利铂	非小细胞肺癌	NA	中国

			+ 氟尿嘧啶				
			雷莫芦单抗 (HLX12)	NA	晚期胃癌或胃食管结合部腺癌、非小细胞肺癌、结直肠癌适应症	1 线	中国
		VEGFR2	HLX06	NA	晚期或转移性实体瘤	2 线	中国 (台湾)
复星弘创	肿瘤	未公布	ORIN1001	NA	复发性、难治性、转移性乳腺癌	3 线	美国
复星凯特	肿瘤	CD19	益基利仑赛 (FKC876)	NA	难治性侵袭性非霍奇金淋巴瘤 (NHL)	2 线及以上	中国
复星医药产业	肿瘤	HER2	重组 HER2 人源化单抗单甲基奥瑞他汀 F 偶联剂 (FS-1502)	NA	HER2 阳性的晚期乳腺癌和/或晚期恶性实体瘤	NA	中国
	代谢疾病	GLP-1	利拉鲁肽	NA	2 型糖尿病	NA	中国
江苏万邦	代谢疾病	SGLT2	万格列净	NA	2 型糖尿病	NA	中国
	代谢疾病	胰岛素受体	甘精胰岛素	NA	2 型糖尿病	NA	中国
凯茂生物	肿瘤	NA	多西他赛聚合物胶束	NA	HER2 阴性的复发转移性乳腺癌	2 线	中国
星泰医药/复星医药产业	抗感染	未公布	PA-824	NA	结核病	NA	中国
	肿瘤	未公布	FN-1501	NA	复发/难治的急性髓性白血病	NA	中国

资料来源: CDE、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,534	24,918	29,528	36,287	43,294
营业成本	7,609	10,365	12,314	14,890	17,521
折旧和摊销	946	1,347	1,501	1,533	1,552
营业税费	223	256	322	396	472
销售费用	5,791	8,488	9,654	12,291	14,952
管理费用	2,749	2,239	4,317	5,033	5,980
财务费用	555	724	1,154	1,360	1,412
公允价值变动损益	44	204	204	204	204
投资收益	2,307	1,815	2,081	2,333	2,611
营业利润	4,075	3,536	3,992	4,817	5,740
利润总额	4,062	3,580	4,036	4,861	5,784
少数股东损益	461	312	354	427	508
归属母公司净利润	3,124	2,708	3,076	3,705	4,409

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	61,971	70,551	77,345	83,430	88,722
流动资产	15,056	18,002	22,115	26,661	31,297
货币资金	7,249	8,547	11,260	13,837	16,509
交易型金融资产	219	616	600	700	800
应收帐款	3,248	3,624	3,976	4,541	5,006
应收票据	578	713	874	1,074	1,282
其他应收款	380	416	498	612	730
存货	2,751	3,287	3,847	4,392	5,007
可供出售投资	2,673	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	18,451	21,428	22,226	23,141	24,186
固定资产	6,556	7,083	8,085	8,716	8,866
无形资产	7,248	7,151	6,484	5,883	5,342
总负债	32,230	36,959	41,142	44,009	45,484
无息负债	11,936	13,752	13,909	15,254	16,639
有息负债	20,293	23,207	27,234	28,754	28,845
股东权益	29,741	33,593	36,203	39,422	43,239
股本	2,495	2,563	2,563	2,563	2,563
公积金	11,333	12,920	12,918	12,918	12,918
未分配利润	11,112	12,772	15,027	17,819	21,129
少数股东权益	4,415	5,615	5,969	6,396	6,904

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,580	2,950	1,981	3,627	4,234
净利润	3,124	2,708	3,076	3,705	4,409
折旧摊销	946	1,347	1,501	1,533	1,552
净营运资金增加	2,693	2,421	668	3,438	3,502
其他	-4,184	-3,526	-3,264	-5,048	-5,229
投资活动产生现金流	-10,504	-5,245	-1,879	-635	508
净资本支出	-2,070	-3,146	-3,152	-2,157	-1,162
长期投资变化	18,451	21,428	-799	-915	-1,045
其他资产变化	-26,884	-23,527	2,071	2,437	2,716
融资活动现金流	9,909	3,138	2,612	-415	-2,070
股本变化	81	68	0	0	0
债务净变化	9,072	2,914	4,027	1,521	91
无息负债变化	4,640	1,815	157	1,346	1,384
净现金流	1,812	825	2,713	2,577	2,672

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.69%	34.45%	18.50%	22.89%	19.31%
净利润增长率	11.36%	-13.33%	13.59%	20.45%	19.00%
EBITDA 增长率	27.15%	57.83%	-9.52%	18.61%	13.82%
EBIT 增长率	26.78%	64.75%	-17.64%	27.26%	19.13%
估值指标					
PE	21	24	21	18	15
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	23	16	19	16	14
EV/EBIT	34	23	29	23	19
EV/NOPLAT	38	27	34	27	22
EV/Sales	4	3	3	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	58.94%	58.40%	58.30%	58.97%	59.53%
EBITDA 率	16.48%	19.34%	14.77%	14.26%	13.60%
EBIT 率	11.37%	13.94%	9.69%	10.03%	10.02%
税前净利润率	21.92%	14.37%	13.67%	13.40%	13.36%
税后净利润率 (归属母公司)	16.86%	10.87%	10.42%	10.21%	10.18%
ROA	5.79%	4.28%	4.44%	4.95%	5.54%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.34%	9.68%	10.17%	11.22%	12.13%
经营性 ROIC	6.50%	8.22%	5.99%	6.98%	7.83%
偿债能力					
流动比率	0.91	1.00	1.00	1.06	1.16
速动比率	0.74	0.82	0.82	0.88	0.98
归属母公司权益/有息债务	1.25	1.21	1.11	1.15	1.26
有形资产/有息债务	2.22	2.25	2.19	2.30	2.49
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.22	1.06	1.20	1.45	1.72
每股红利	0.37	0.32	0.36	0.43	0.51
每股经营现金流	1.01	1.15	0.77	1.42	1.65
每股自由现金流(FCFF)	-0.74	-0.46	0.07	-0.36	0.24
每股净资产	9.88	10.92	11.80	12.89	14.18
每股销售收入	7.23	9.72	11.52	14.16	16.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼