

2019年11月05日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元/港元)

29/29

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2019/11/4)	25.85		
上证指数(2019/11/4)	2975.49		
股价 12 个月高/低	31.85/20.36		
总发行股数(百万)	2562.90		
A 股数(百万)	1910.52		
A 市值(亿元)	493.87		
主要股东	上海复星高科技(集团)有限公司(36.60%)		
每股净值(元)	11.95		
股价/账面净值	2.16		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	2.3	6.3	-5.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2019/09/04	25.86	买入

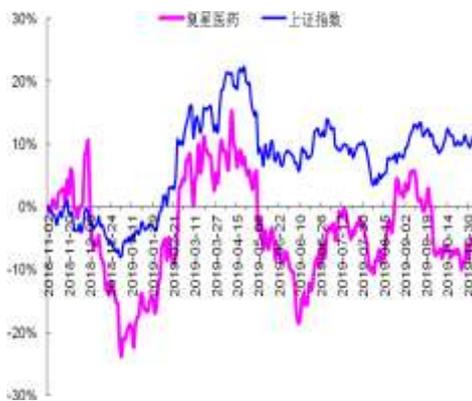
产品组合

药品制造与研发	61.4%
医疗器械及服务	15.1%
医药分销和零售	13.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.5%
一般法人	53.5%

股价相对大盘走势



复星医药(600196.SH/2196.HK) buy 买入

2019Q3 业绩恢复, Gland Pharma 拟在印度上市

结论与建议:

- 公司业绩:** 公司 2019Q1-Q3 实现营业收入 212.3 亿, 同比增长 17.0%, 录得净利润 20.6 亿, 同比-1.4%, 扣非后净利 17.2 亿元, YOY+8.2%, 较上半年扣非后净利 YOY-2.8% 的增速已有所恢复。其中, 公司 Q3 单季度实现营业收入 70.6 亿元, YOY+12.3%, 录得净利 5.5 亿元, YOY+2.6%, 扣非后净利 55.5 亿元, YOY+41.9%, 公司 Q3 净利恢复较好, 这一方面与 2018Q3 基期偏低 (2018Q3 扣非净利 YOY-33%) 有关, 另一方面本期联营企业国药控股业绩恢复有关。
- 工业板块稳定增长, 创新药将逐步上市, 达芬奇机器人销量恢复:** 在非布司他片、匹伐他汀钙片、依诺肝素、利妥昔单抗等产品的推动下, 估计公司 2019Q3 医药工业板块延续良好的增长势头, 阿达木单抗及曲妥珠单抗均处于在审评审批状态中, 预计后续将会逐步上市, 提升医药工业板块的增速; 医疗器械板块随着达芬奇机器人销售量的增加, 增速估计也有所恢复。
- 毛利率微升, 费用率微降, 投资收益恢复助推净利增速:** 公司 2019Q3 单季综合毛利率为 58.4%, 同比小幅提升 0.2 个百分点; 销售费用率为 34.1%, 同比下降 0.2 个百分点; 管理费用率为 9.7%, 同比增加 0.1 个百分点; 研发费用率为 6.3%, 同比下降 0.2 个百分点; 由于有息负债增加及汇率波动缘故, 公司财务费用率同比增加 0.4 个百分点至 2%。综合来看, 公司 Q3 期间费用率为 52.7%, 同比微增 0.1 个百分点。公司 Q3 投资收益为 4.9 亿元, 同比多增 1.8 亿元, 主要是国药控股业绩恢复贡献 (国药控股 2019Q3 录得净利 16.2 亿元, YOY+30%), 助推了公司 Q3 扣非净利的增长。公司后续预计还将获得因出售和睦家股份的投资收益 16.7 亿元, 预计将会继续抬升业绩增速, 并且将有利于公司资本结构的优化, 财务费用率预计将会下降。
- Gland Pharma 拟在印度上市:** 旗下子公司复宏汉霖于 9 月 25 日在港交所上市后, 公司又推动印度子公司 Gland Pharma 在印度上市, 随着公司各子公司的陆续上市, 我们认为公司资本结构将会逐步优化。
- 定增近期解禁:** 约有 1 亿股非公开发行的股份到期解禁 (约占公司总股本 3.9%), 将于 11 月 8 日上市流通, 可能会对股价在近期构成一定压力。
- 盈利预测:** 由于和睦家出售还未完成, 暂不加入相应的投资收益。我们预计 2019/2020 年公司实现净利润 29.8 亿元和 35.8 亿元, YOY 分别 +10.2%、+20.0%, EPS 分别为 1.2 元/1.4 元, 对应 A 股 PE 分别为 22 倍/19 倍, 对应 H 股 PE 分别为 18 倍/15 倍。公司业绩恢复明显, 重磅生物药研发稳步推进, “创新+国际化” 的模式也将保障公司未来的发展, 我们维持公司 A/H 股 “买入” 建议。
- 风险提示:** 定增解禁对公司股价的压力, 研发进度不及预期, 销售不及预期, 并购企业业绩不达预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2806	3124	2708	2984	3580
同比增减	%	14.05	11.36	-13.33	10.19	19.99
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.21	1.27	1.07	1.16	1.40
同比增减	%	13.08	4.96	-15.75	8.81	19.99
A 股市盈率 (P/E)	X	21.36	20.35	24.16	22.20	18.50
H 股市盈率 (P/E)	X	16.88	16.08	19.09	17.55	14.62
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.38	0.32	0.35	0.42
GON 股息率 (Yield)	%	1.35	1.47	1.24	1.35	1.62

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	14629	18534	24918	30880	38631
经营成本	6718	7609	10365	12497	15066
营业税金及附加	153	223	256	290	402
销售费用	3704	5791	8488	10712	13366
管理费用	2312	2749	2239	2506	3091
财务费用	401	555	724	1068	1352
资产减值损失	79	62	97	104	100
投资收益	2125	2307	1815	2045	2000
营业利润	3399	4075	3536	4065	4859
营业外收入	195	13	83	87	80
营业外支出	23	27	39	47	40
利润总额	3572	4062	3580	4105	4899
所得税	350	476	560	663	784
少数股东损益	416	461	312	458	535
归属于母公司所有者的净利润	2806	3124	2708	2984	3580

附二: 合并资产负债表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
货币资金	5996	7249	8547	9829	11303
存货	1965	3248	3624	4058	4545
应收账款	1671	2751	3287	3781	4348
流动资产合计	10764	15056	18002	21602	25922
长期股权投资	16176	18451	21428	24856	28833
固定资产	5140	6556	7083	7437	7809
无形资产及其他资产合计	1160	1758	2040	2325	2651
资产总计	33003	46915	52550	59381	67101
流动负债合计	43768	61971	70551	80983	93023
长期负债合计	10109	16600	17923	19357	20906
负债合计	8409	15629	19035	23223	28332
少数股东权益	18517	32230	36959	42580	49238
股东权益合计	3060	4415	5615	7412	9784
负债及股东权益合计	22190	25327	27978	30991	34002

附三: 合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	2110	2580	2950	3,245	3,570
投资活动产生的现金流量净额	-2447	-10504	-5245	-5500	-5600
筹资活动产生的现金流量净额	1446	9909	3138	3000	3000

现金及现金等价物净增加额	1189	1812	825	745	970
--------------	------	------	-----	-----	-----

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。