

复星医药 (600196.SH)

医药流通行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

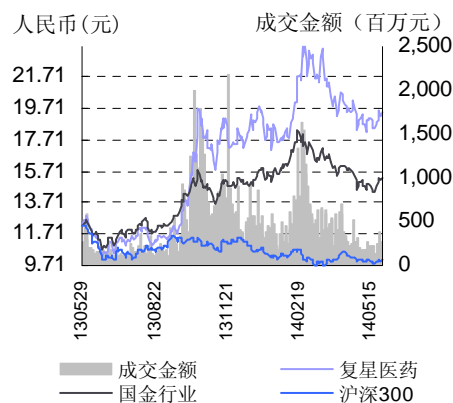
市价(人民币): 19.47元

## 聚焦主业、加速前行的“医疗帝国”；

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,904.39
流通港股(百万股)	403.28
总市值(百万元)	45,007.07
年内股价最高最低(元)	23.67/10.34
沪深300指数	2155.16
上证指数	2040.60



## 相关报告

1. 《医药工业稳步推进,服务打造大型医疗集团》, 2014.4.29
2. 《业绩超预期,医疗服务和新药研发值得期待》, 2014.3.25
3. 《控股美中互利,医疗服务战略布局加速》, 2014.2.18

郭妮妮 联系人  
(8621)61038315  
guonini@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)60230220  
huangting@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.698	0.905	1.031	1.238	1.465
每股净资产(元)	6.05	6.84	7.81	8.99	10.40
每股经营性现金流(元)	0.30	0.45	0.60	0.84	1.05
市盈率(倍)	15.03	21.65	18.65	15.52	13.12
行业优化市盈率(倍)	19.02	26.06	25.70	25.70	25.70
净利润增长率(%)	34.17%	29.61%	17.53%	20.17%	18.29%
净资产收益率(%)	11.53%	13.22%	13.61%	14.22%	14.53%
总股本(百万股)	2,240.46	2,240.46	2,311.61	2,311.61	2,311.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 聚焦制药业务、医疗服务和医疗器械,打造制药、服务、器械、商业协同一体的全产业链医疗帝国。公司已过了原始积累阶段,逐渐进入制药、医疗服务和医疗器械时代,依靠高效的内生增长、外延扩张以及整合发展而迅速成长。2011年至2013年,公司收入复合增速24%,预计2014年至2016年,公司收入复合增速维持25%左右。
- 制药业务核心地位确立,内生增长可观,在研产品线有望成为公司发展新引擎。15个规模过亿核心产品,其收入总和达到制药业务的53.5%,内生增速达到29.3%,其中奥德金、邦亭、炎琥宁为持续高增速的明星产品,而优帝尔、非布司他已成为蓄势待发的下一季明星产品。公司目前在研新药及疫苗119项,申报进入临床试验29项,临床试验中10项,等待审批上市26项。4个单抗产品已申报临床,其中CD20产品(美罗华仿制药)已取得临床批件。1项小分子药物获得临床批件,赖脯胰岛素已取得临床批件,甘精胰岛素在向前推进。
- 医疗服务乘政策东风,将成为新的经济增长极,加速成长为“中国的HCA”。医疗服务大发展是未来十年的主线,虽然公司在医疗服务领域布局较早,但也仍处于起步期。外延扩张和内生增长并行,一方面随着美中互利私有化而加速布局高端医疗,另一方面继续并购大型医院。另一方面,对旗下医院进行床位扩张,并通过增加手术科室/项目、调整科室比例结构、建高端科室等方式提升效率。
- 类似Alma的国际化业务将成为新的增长方向。公司提早布局与国际接轨,以引领国内行业发展。公司收购全球领先的激光美容设备供应商Alma Lasers,并投资了专注于个性化药物剂量诊断检测的美国企业Saladax Biomedical, Inc.,以及结核病体外诊断产品及服务供应商OXFD,并对韩国快速诊断产品生产企业SDB进行第二轮融资。

## 投资建议

- 我们预测公司2014-2016年的EPS分别为1.03、1.24、1.47元,对应估值分别为19.1、15.9、13.4倍。公司已过了原始积累阶段,医疗服务加速发展,在研产品线有望成为公司发展新引擎。公司作为我们“马年战斗序列”的医疗服务代表,持续的医疗服务领域的扩展继续推动投资机会的提升,我们维持“增持”评级。

风险: 资金风险; 业绩的综合性预测风险、估值下移风险。

## 内容目录

业务脉络清晰，聚焦主业 .....	3
业务脉络清晰 .....	3
聚焦主业，业绩平稳提升 .....	3
利润来源稳定，扣非净利润平稳增长 .....	3
战略眼光独到，资源整合能力强 .....	7
医疗服务：新的经济增长极加速形成 .....	9
布局高端医疗、特色专科、区域综合的医疗巨头 .....	9
外延扩张、内生增长双驱动 .....	10
制药业务：在研产品线有望成为公司发展新引擎 .....	13
核心产品内生增速较高，外延扩张持续 .....	13
在研产品线有望成为公司发展新引擎 .....	13
医疗器械与医学诊断：国际化成为新的增长方向 .....	15
国药控股：分销渠道霸主，分享协同效应 .....	15
盈利预测与投资建议 .....	16
附录：三张报表预测摘要 .....	17

## 图表目录

图表 1：收入和利润结构脉络清晰 .....	4
图表 2：主营业务收入和占比平稳提升 .....	5
图表 3：主营业务和整体毛利率稳步提升，净利润、扣非后净利润平稳增长 ..	6
图表 4：公司联营合营企业以及可供出售金融资产总额巨大 .....	7
图表 5：公司具有精准投资眼光、超强资源整合能力 .....	8
图表 7：公司高端医疗、特色专科、区域综合的战略布局已初步形成 .....	9
图表 8：乘政策东风，医院网络外延扩张加速 .....	11
图表 8：依靠床位扩张和效率提高，内生增长值得期待 .....	12
图表 6：核心产品覆盖主要治疗领域 .....	14
图表 9：国药控股收入、利润较为稳定 .....	15
图表 10：主营业务盈利预测 .....	16

## 业务脉络清晰，聚焦主业

### 业务脉络清晰

- **聚焦制药业务、医疗服务和医疗器械，打造制药、服务、器械、商业协同一体的全产业链医疗帝国。**公司已过了原始积累阶段，逐渐进入制药、医疗服务和医疗器械时代，依靠高效的内生增长、外延扩张以及整合发展而迅速成长。2011年至2013年，公司收入复合增速24%，预计2014年至2016年，公司收入复合增速维持25%左右。
- **通过2013年财务结构，了解公司主要营业收入以及利润来源。**复星医药历来是研究成本较高的公司，因为其营业收入、利润的复杂来源，以及投资收益的难以测算和把握。为了对公司有直观的认识，我们首先来分析公司的财务结构。
  - **营业收入：目前主要来源于制药业务，其次是医药商业和医疗器械。**2013年，公司主营收入达到99.96亿，其中制药业务为65.87亿，医药商业14.51亿，医疗器械9.87亿。医疗服务为公司近年来重点培养方向，虽然目前占比仅4.76%，但未来有可能直追制药业务。
  - **利润三大来源：主营业务营业利润、联合合营企业投资收益、非经常性投资收益，主营业务利润比重不断提高。**以2013年为例，估测公司主营业务营业利润约13.79亿，联合合营企业投资收益约7.72亿，非经常性投资收益约13.69亿，比例约为1:0.56:0.99，其中前两者共同构成了公司的扣非后净利润为10.26亿，三者共同构成归属母公司股东净利润为20.27亿。

### 聚焦主业，业绩平稳提升

- **业务逐渐清晰，聚焦制药业务、医疗服务、医疗器械。**制药业务是公司核心产业，其收入在总收入中占比从2003年的28%提高到2013年的66%。医疗服务是公司重点战略方向，该业务从2011年开始发展，其收入占比从2011年的0.18%提高到4.8%。医疗器械是公司持续发展的业务，其收入占比从2003年的10%提高到2013年的14%。医药商业在公司业务中逐步弱化，其收入占比从50%降低到14%。2013年，各业务毛利在总毛利中占比，制药业务达到77.6%，医疗服务达到2.8%，医疗器械达到15.4%，三者之和达到95.8%。
- **制药业务、医疗服务、医疗器械，在不同增长阶段。**制药业务稳定增长，增速维持在20%以上。医疗服务从2011年开始发展，现在正在外延翻倍式增长阶段。医疗器械，之前不温不火增长，现在进入到国际化发展阶段。
- **主营业务毛利率、整体毛利率稳步提升。**2009年至2013年，公司制药业务和整体毛利率处于稳步提升状态，制药业务毛利率从42.5%提高到52.1%，整体毛利率从32.6%提高到44.6%。医疗服务、医疗器械毛利率处于正常的上下浮动，但随着医疗器械逐渐国际化，预计毛利率有一定提升空间。

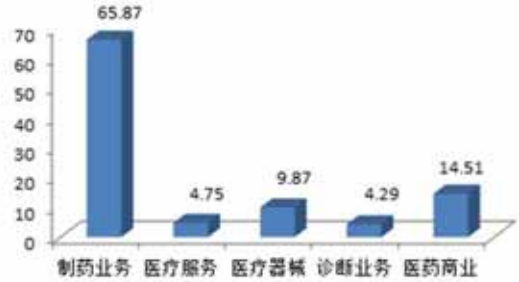
### 利润来源稳定，扣非净利润平稳增长

- **净利润、扣非后净利润趋于平稳增长。**2011年至2013年，公司扣非后净利润在净利润中占比趋于平稳，净利润和扣非后净利润增速平稳增长，其中扣非后净利润增速稳定在20%以上，净利润增速稳定在30%以上。
- **联营、合营企业投资收益稳定。**联营、合营企业中最重要的是国药控股，2013年公司联营、合营企业投资收益共7.72亿，其中国药控股贡献6.75亿。国药控股净利润较为稳定，虽近年净利润增速有所下降，但仍稳定在10%以上。
- **非经常性投资收益取决于市场价格，长期股权投资和可供出售金融资产的权益总值数额巨大。**长期股权投资共55家公司，2013年末权益99.78亿。可供出售上市公司资产，2013年末权益16.73亿。

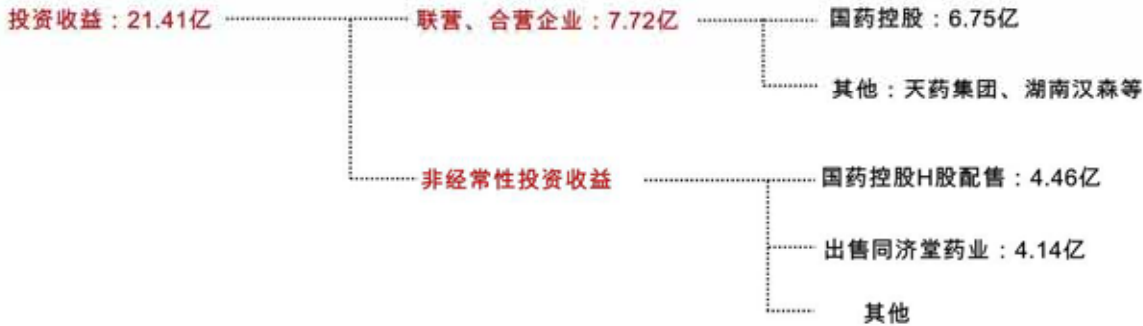
图表1: 收入和利润结构脉络清晰

复星医药收入结构和利润结构 (2013年)

收入结构



利润结构



所得税：5.06亿；母公司费用等；少数股东损益：3.73亿



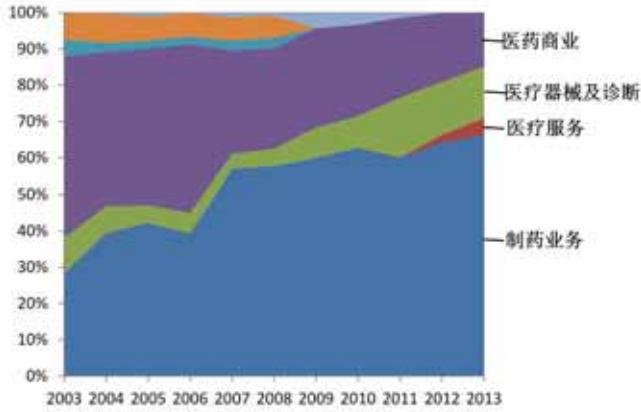
来源：公司年报，国金证券研究所



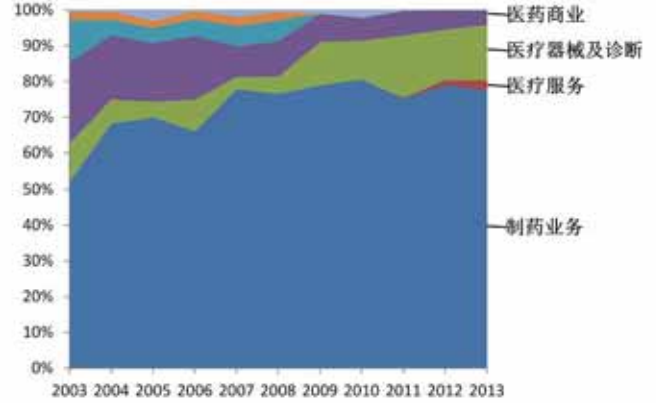
图表2: 主营业务收入和占比平稳提升

公司收入和毛利构成：逐渐集中到制药业务、医疗服务、医疗器械及诊断

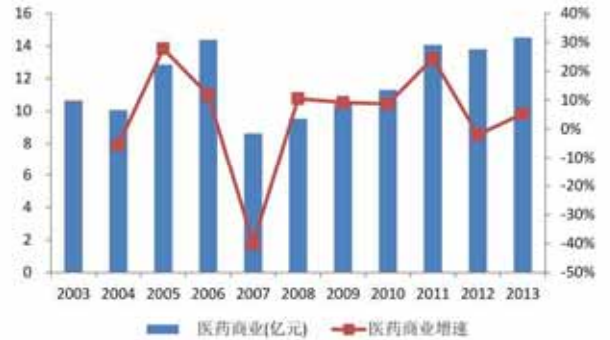
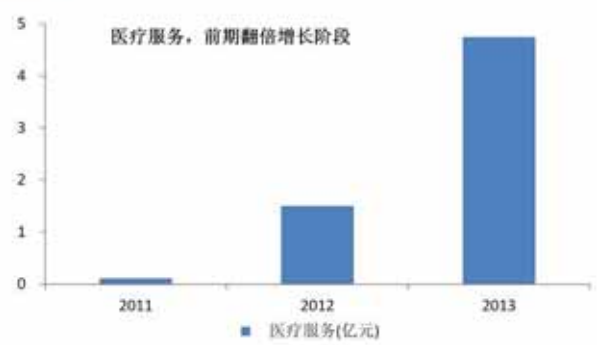
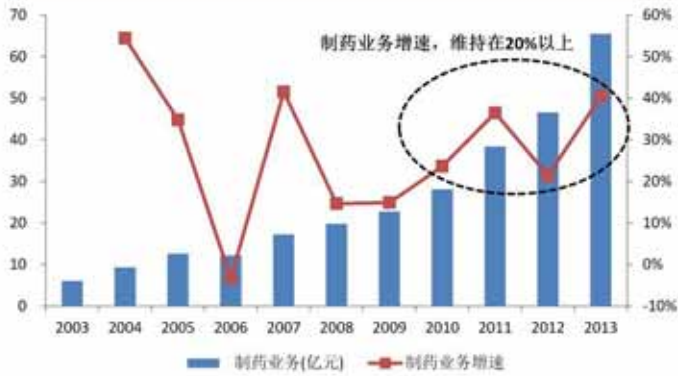
收入构成：



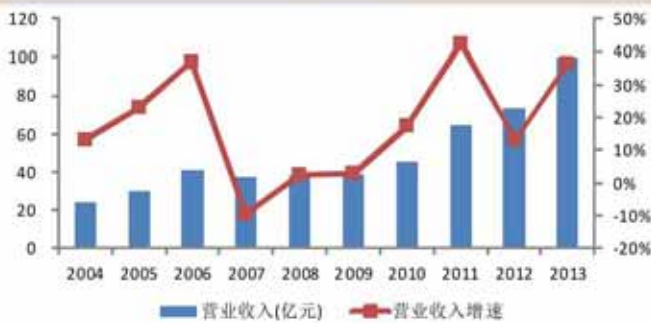
毛利构成：



制药业务、医疗服务、医疗器械，在不同增长阶段



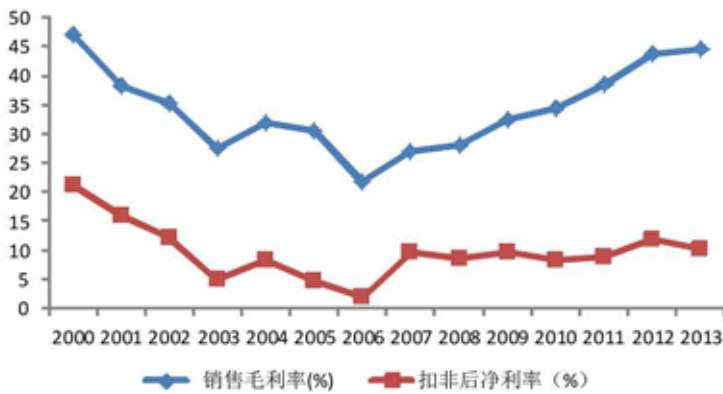
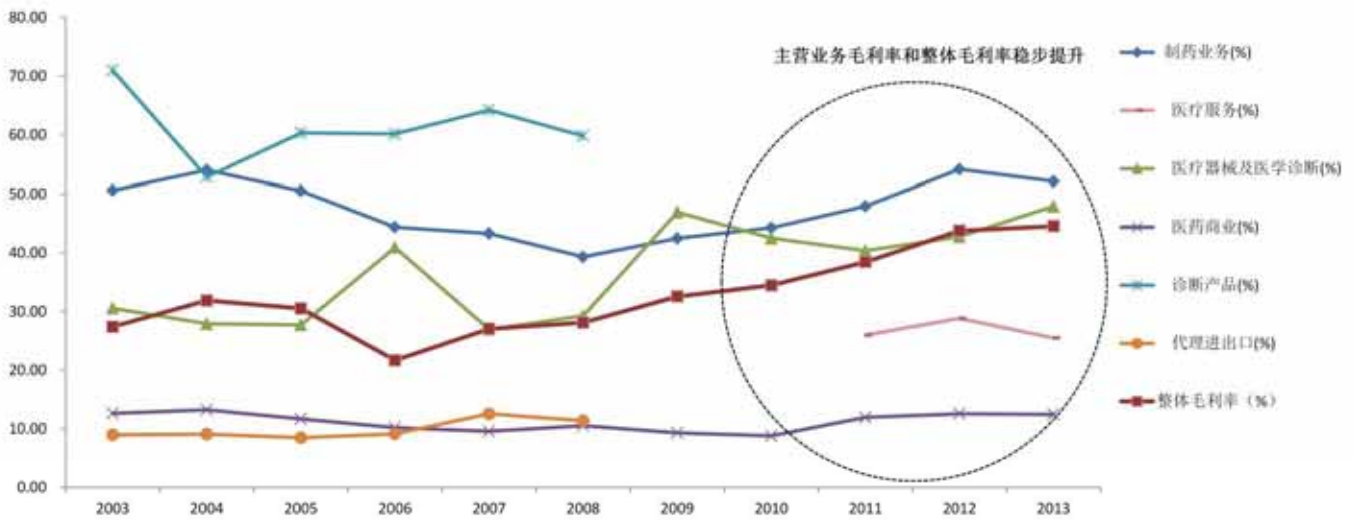
整体营业收入依靠内生外延而高速增长



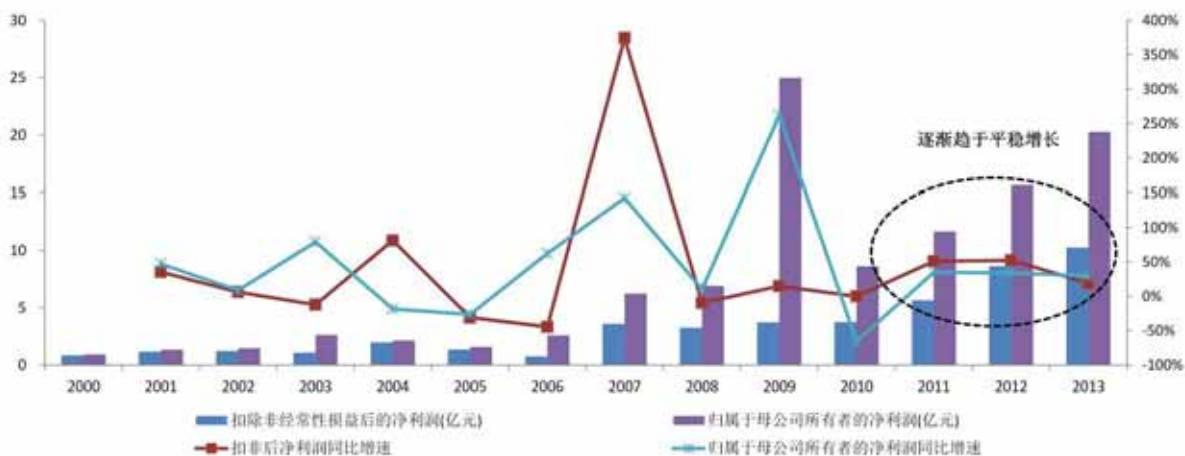
来源：公司公告，国金证券研究所

图表3: 主营业务和整体毛利率稳步提升, 净利润、扣非后净利润平稳增长

主营业务毛利率、整体毛利率、扣非后净利率稳步提升



净利润、扣非后净利润逐渐趋于平稳增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

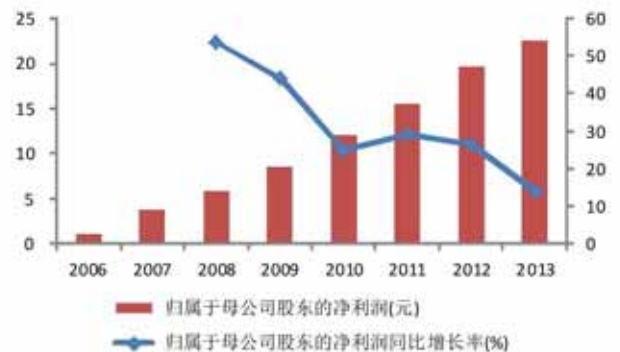
图表4: 公司联营合营企业以及可供出售金融资产总额巨大

重要联营合营企业投资收益稳定

2013年贡献投资收益

合营企业：南洋肿瘤医院 (50%)	0.0016亿
联营企业：国药控股 (29.98%)	6.75亿
天津药业集团 (25%)	0.11亿
湖南汉森制药 (14.45%)	0.15亿
湖南时代阳光药业 (36.65%)	0.15亿
北京金象复星医药 (50%)	0.06亿
承德颈复康药业 (25%)	0.14亿
SD Biosensor, INC (19.43%)	-0.01亿

国药控股净利润稳定，贡献稳定投资收益



其他合营企业：重庆杰尔 (50%)、香港复晟 (51%)、龙沙复星 (50%)、汇丰复美 (50%)

其他联营企业：广西花红 (36.65%)、上海药房 (27%)、北京永安 (46%)、联华复星 (50%)、利意大药房 (35%)、台州定向 (49%)、浙江强龙 (20.04%)、澳林制药 (49%)、浙江老娘舅 (23%)、汇星投资 (40%)、中生北控 (23.83%)、安徽山河 (20%)、英诺华 (25%)、江西盛富莱 (35.59%)、深圳倍泰 (5%)、大连万春 (20%)、复高科技 (10%)、蓝卫通 (8.97%)、中勤世帝 (15%) 等

总计：合营企业+联营企业共55家，2013年末权益 99.78亿。

可供出售金融资产(上市公司)

羚锐制药 (0.5%)、东富龙 (0.1%)、金城医药 (9.87%)、澳化股份 (6.25%)、佰利联 (5%)、隆基股份 (3.02%)、海翔药业 (0.21%)、美中互利 (17.5%)、迪安诊断 (4.47%)

总计：2013年末权益 16.73亿

来源：公司年报，国金证券研究所

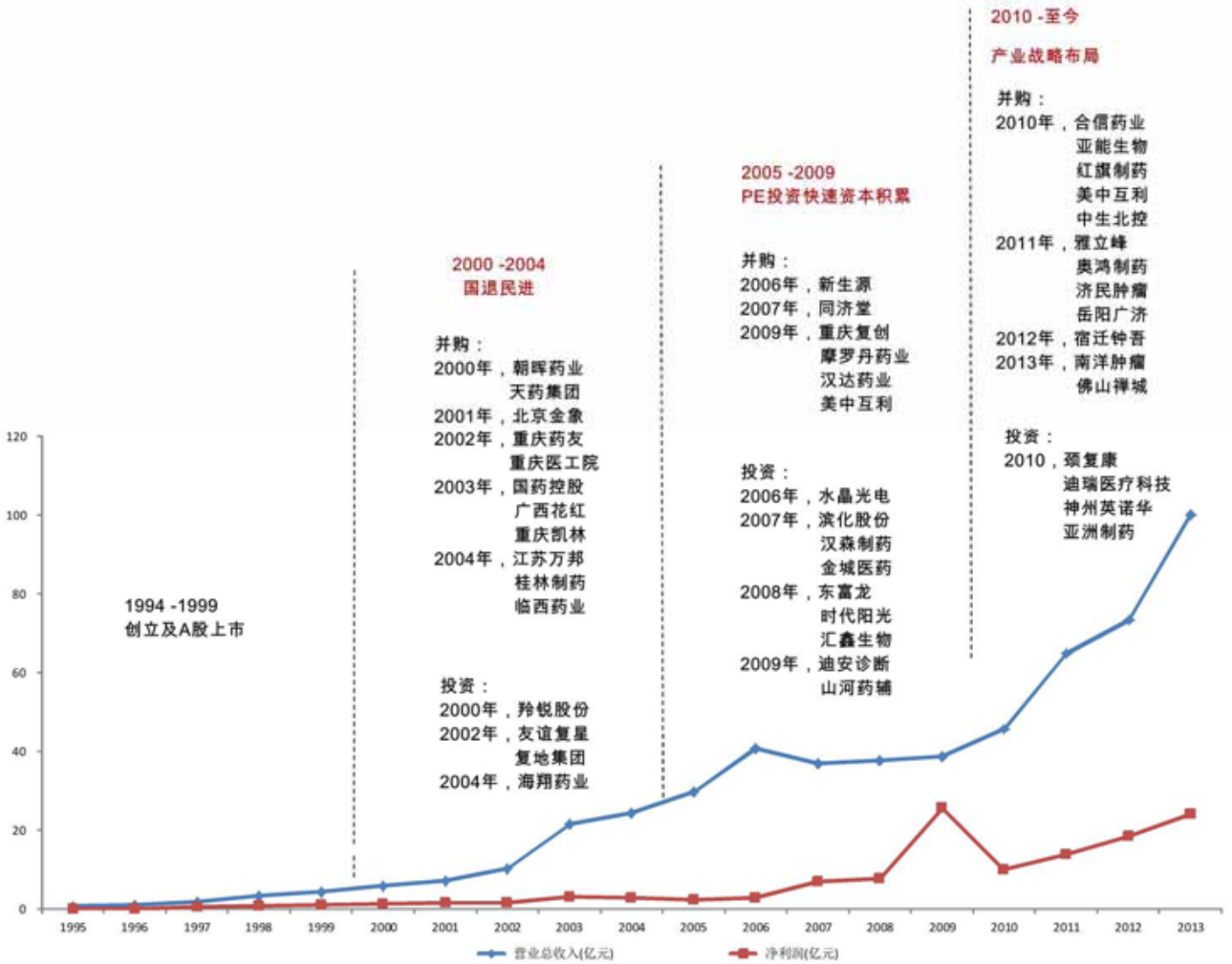
战略眼光独到，资源整合能力强

- 公司具有精准投资眼光，超强资源整合能力，2010年后逐渐进入显效期。公司紧跟国家政策前沿，能做到把握各个时期最有价值的产业投资机会。2002-2006年，参与国有企业重组；2005-2010年，参与医药行业PE；2009至今，并购整合医药企业及医疗服务机构。同时，公司在长期医药产业投资中逐渐积累起的经验，包括挑选企业、药品品种以及收购后管理、整合的经验，在2010年后逐渐进入显效期。我们相信，依据公司的既往并购整合业绩，公司将最大程度的享受深化医改红利。
- 资源尽量集中，重点培育医疗服务以及国际化。中国医疗服务业具有巨大的市场潜力，2013年10月的40号文标志着医疗服务行业改革启动，而公司的医疗服务业务实际于2010年便已开始，目前公司依靠先发优势，继续将并购整合医疗机构作为重点发展方向。国际化业务，公司继续做行

业的引领者。不论是基因测序等生物新技术，还是先进的医疗器械，我国与国际的时间差越来越小，公司已提早布局与国际接轨，以引领国内行业发展。

图表5: 公司具有精准投资眼光、超强资源整合能力

公司具有精准眼光、超强资源整合能力



来源: 国金证券研究所



## 医疗服务：新的经济增长极加速形成

### 布局高端医疗、特色专科、区域综合的医疗巨头

- 沿海城市高端医疗、二三线城市专科和综合医院相结合的战略布局已初步形成。其中，和睦家是独立业务，二三线城市综合医院和肿瘤医院互相支撑。

图表6：公司高端医疗、特色专科、区域综合的战略布局已初步形成



来源：国金证券研究所

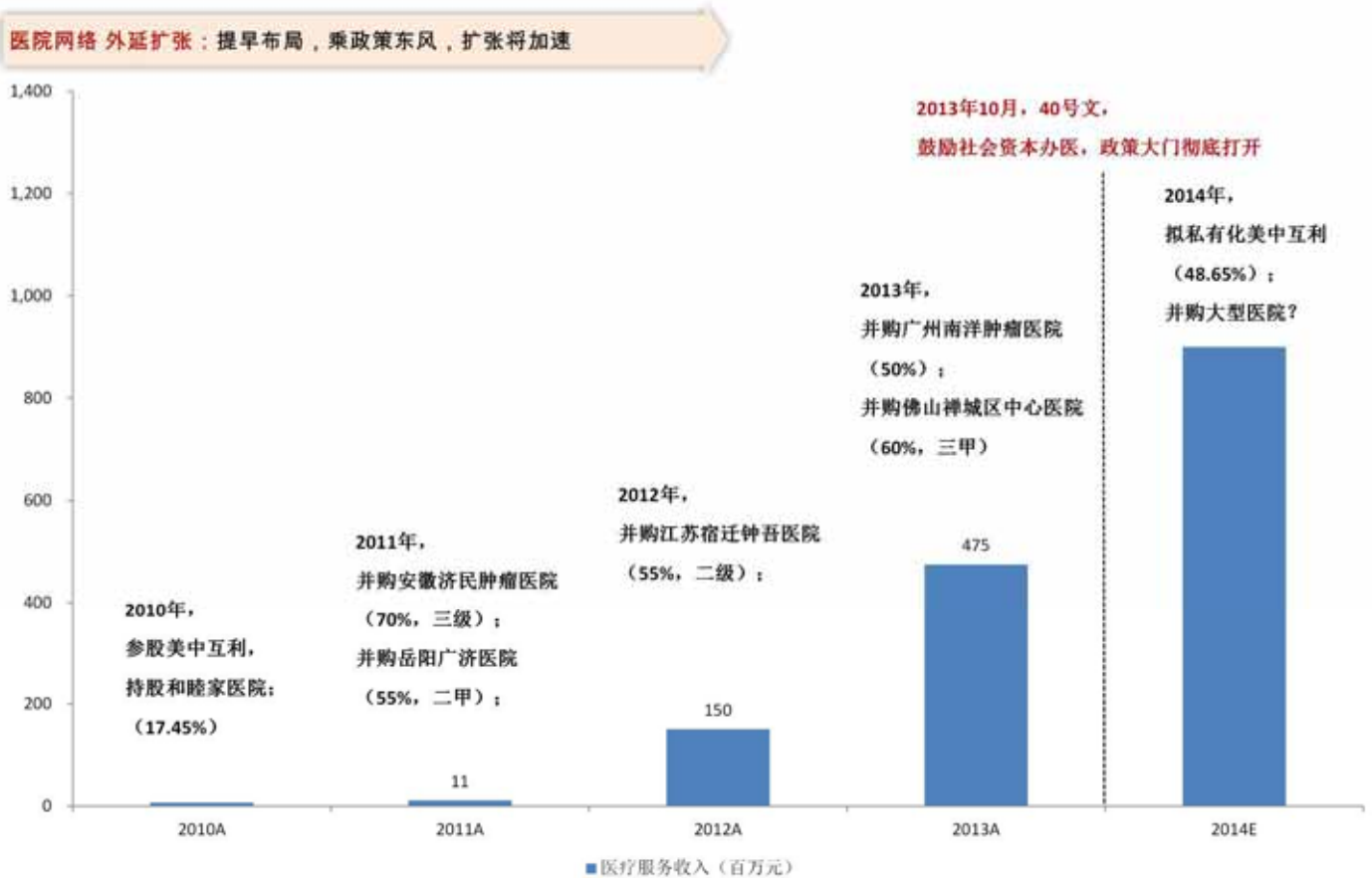
- 和睦家定位高端医疗，人群针对性和定价有独特性，其业务相对独立。目前，尽快布局是战略重点。国内高端医疗需求大、缺口大，但竞争对手也在加速。旗下3个综合医院分别分布在北京、上海、天津，1个康复医院在北京，12个卫星诊所主要分布在北京、上海、天津、广州。目前，和睦家在青岛、成都、无锡等地尽快建综合医院和诊所。
- 二三线城市专科，目前主要集中在肿瘤专科，安徽济民肿瘤医院为非营利性三级医院；广州南洋肿瘤医院为营利性国际医院。肿瘤医院要和综合医院形成相互支撑，各地综合医院预留足够床位建肿瘤科或肿瘤医院，如禅城医院在建肿瘤治疗中心，钟吾医院也在进行相关工作。

- **战略布局核心是二三线城市的综合医院**，将其做到服务优化的 1000 张床位的三级医院。目前主要三家医院：湖南岳阳广济医院，为营利性二甲医院；江苏宿迁钟吾医院，为营利性二级医院；佛山禅城区中心医院，为营利性三甲医院。医院重点专科：肿瘤、心脑血管、血透。肿瘤发病率趋高，而地级市肿瘤医院供给少且技术力量弱，这是公司现在整合医疗资源重点发展方向。

### 外延扩张、内生增长双驱动

- **公司在医疗服务领域提早布局，乘政策东风，扩张将加速。** 医疗服务领域真正的政策东风是 2013 年 10 月的 40 号文，而公司在 2010 年已经开始在医疗服务领域布局，依次参股美中互利、并购安徽济民肿瘤医院、岳阳广济医院、江苏宿迁钟吾医院、广州南洋肿瘤医院、佛山禅城区中心医院。2014 年，公司在医疗服务领域将加速扩张，首先看到高端医疗在国内的巨大需求和严重缺乏的供给，公司着手拟私有化美中互利，对其股权由 17.45% 提高至 48.65%，虽然私有化价格由 19.5 元提高至 24 元，但这是私有化过程中的常规行为。其次，公司将利用在该领域已积累的人脉和资源，继续并购大型医院。
- **公司在医院网络扩张中具有明显优势：**一是产业链优势，公司产业链资源丰富；二是行业先发优势，公司从 2010 年便切入医疗服务领域；三是公司是一定体量的上市公司，对医院持续投入能力强。
- **依靠床位扩张和效率提高，公司医疗服务内生增长值得期待。** 对现有医院扩容，提升服务能力，将肿瘤、心血管、血透、骨科作为重点发展的科室，关键要在医院产能提升的拐点阶段收购医院。
  - **床位扩张是医院收入和利润提高的最有效方式，其一定程度上代表了医院住院部的产能。** 在经营情况良好的医院，医院收入和床位数直接相关。2013 年底核定床位 2079 张，实际床位预计已近 3000 张，2014 年禅城新大楼投入使用，若能再收购一两家医院，我们预计实际床位将达 5000 张。
  - 和睦家医院现有 179 张床位，开始一二线城市同时扩张。目前在广州和青岛筹建和睦家综合医院，预计 2015-2016 年开业；同时在规划杭州、厦门、成都、南京的和睦家诊所或医院筹建。济民肿瘤医院，总投资 20 亿的济民国际医疗健康产业园在规划中。岳阳广济医院，投资 8000 万元建设门诊大楼，于 2012 年启动，将新增住院床位 300 张，全员总床位达 800 张。宿迁钟吾医院，投资 6000 万元扩建，一期门诊大楼、医疗辅助楼已投入使用，二期病房大楼在建设，将增加床位 550 张。佛山禅城区中心医院，新建高端医疗区和老年医学区，综合大楼 500 张床位将陆续投入使用。
  - **管理提升、效率提高是医院内生增长的重要方式，这需要专业管理能力，**重要指标是单张病床产出，具体指标是门诊/住院人次、次均门诊/住院费用、病床使用率、病床周转率。路径一般为 1) 制度改变、环境改善；2) 增加手术科室/项目；3) 调整科室比例结构；4) 建高端科室。
  - 和睦家医院，在通过增加手术科室/项目、调整科室比例结构以提高效率，即由妇产科转向综合，建造先进手术室，建立心脏科、神经外科等大科室。岳阳广济、宿迁钟吾医院，在争取三级医院认证、国际 JCI 认证以提高效率，统计数据显示，国内三级医院单张床位平均产出约 55 万，二级医院约 26 万，相差一倍以上。佛山禅城区中心医院，2012 年净利润 4749 万，而对赌协议要求 2013-2015 年净利润不低于 9000 万、1.08 亿、1.296 亿，这需要该医院通过管理红利、效率提升实现。

图7: 乘政策东风, 医院网络外延扩张加速



**改革催生的发展机遇**

当前阶段：三个机遇并行（本质是引入市场机制，利益重新分配）

- 1、医院改制并购：大量体制内医院放到体制外，民营资本接手，类似90年代末的国企改革
- 2、医院证券化：部分医院登陆资本市场，二级市场PE购买一级市场PB、PS
- 3、医院效率提升：制度红利、管理提升（改革红利）

床位空间：到2015年，民营医院床位数要达到20%，2011年是12.5%

假设总床位的年复合增长率维持2011年之前的速率8.2%，

则预计2015年民营医院床位将达到100万张，比2011年民营医院床位翻番还多

	机构数量 (家)	床位数 (万张)	诊疗人次数 (亿人次)	入院人数 (万人)	床位使用率
公立医院	13539	324.40	20.53	9711.80	92.0%
民营医院	8440	46.20	2.06	1043.20	62.3%
公立医院占比	61.60%	87.53%	90.88%	90.30%	
民营医院占比	38.40%	12.47%	9.12%	9.70%	

公立医院占比：美国：19%  
德国：31%  
台湾：20%  
法国：35%

医院空间：若5%-10%的三级/二级医院转制/并购/新建？

- 三级医院：1624家（三甲医院 989家）
- 二级医院：6566家
- 一级医院：5962家

来源：国金证券研究所

图表8: 依靠床位扩张和效率提高, 内生增长值得期待



来源：国金证券研究所

- **医院可与医药、器械形成一定协同效应。**在高附加值的药品上，尽量形成协同效应。综合医院可以发展血透中心，与 EPO 形成协同效应。肿瘤中心或肿瘤医院，与正在研发的单抗以及小分子药物，在未来形成协同。Alma 在和禅城医院合作，重点是美容、皮肤、外科美容等方向，未来在华南建立品牌，和更多三甲医院合作。



## 制药业务：在研产品线有望成为公司发展新引擎

### 核心产品内生增速较高，外延扩张持续

- **公司制药工业主要覆盖五大治疗领域，同比增速达到 40.8%**：该五大治疗领域主要为新陈代谢及消化道、心血管、抗感染、中枢神经系统、血液系统，五个领域产品在整体制药业务收入中占比达到 57.3%，同比增速达到 40.0%。
- **15 个销售额过亿的核心产品，覆盖五大主要治疗领域，同口径增速（内生增速）达到 29.3%**。15 个规模过亿核心产品，其收入总和达到制药业务的 53.5%，内生增速达到 29.3%，其中奥德金、邦亭、炎琥宁为持续高增速的明星产品，而优帝尔、非布司他已成为蓄势待发的下一季明星产品。奥德金小牛血清去蛋白注射液从血清提取，安全性和效果更高，2013 年销售额达到 6.38 亿，同比增速达到 44.7%。优帝尔注射用前列地尔干乳剂，是前列地尔第三代，以脂微球为载体，属于高效、稳定的靶向药物制剂，无需冷链运输和储存。优帝尔是市场潜力较大品种，目前处于前期翻倍增长阶段，2012 年销售额 5000 万，2013 年 1.07 亿，2014 年仍有望翻番增长。下一个潜力品种是优立通（非布司他），主要用于治疗痛风和高尿酸，现在正在各省招标，今年一季度超预期，非布司他潜力不逊于优帝尔。
- **收购锦州奥鸿余下 28.146% 股权，将把锦州奥鸿作为平台公司，利用其生产和分销能力，聚集新产品**。锦州奥鸿从 2011 年进入公司，过去三年从小企业成长为产品优势明显的企业。公司计划将奥鸿纳入复星医药的大战略体系，更好整合奥鸿的各方面资源如品牌、渠道，将奥鸿整合成为药友、万邦这样的平台公司，实现持续发展。

### 在研产品线有望成为公司发展新引擎

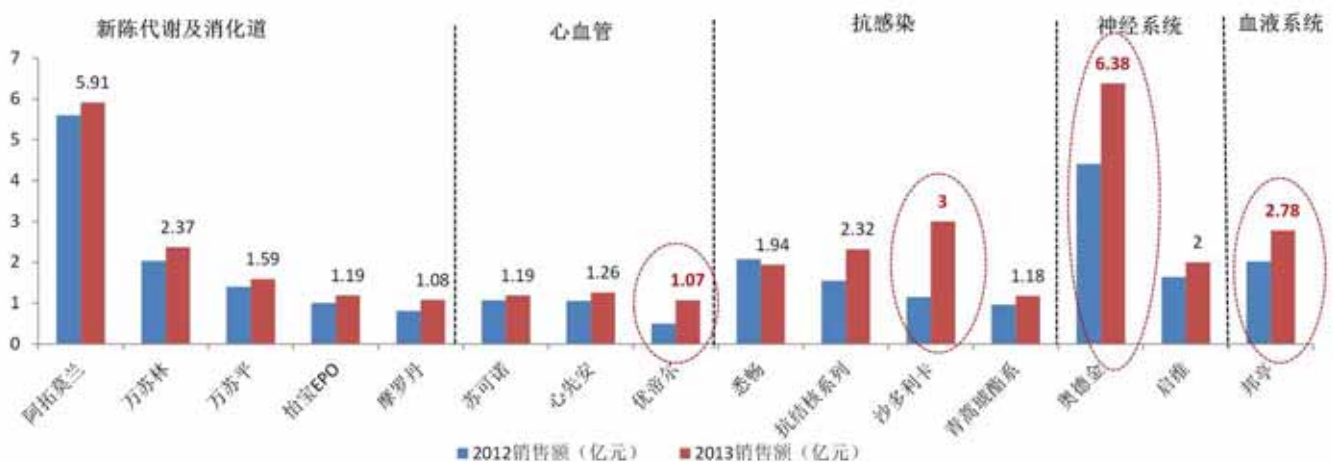
- **公司高度重视研发能力提升**，2013 年研发费用同比增长 43%，占比达到 4.4%，而股权激励中要求每年 5% 的研发费用比例。公司持续“仿床结合”的药品研发体系，在上海、重庆、美国旧金山三地建立高效的国际化研发团队，研发项目持续专注于新陈代谢及消化道、心血管、中枢神经系统、抗肿瘤及免疫调节、抗感染等治疗领域，且主要产品均在各自细分市场占据领先地位。
- **公司具有成功的研发佳绩**，公司已取得肝病、糖尿病、结核病等细分市场的竞争优势，在全球市场，公司已成为抗疟药物研制的领先者。2013 年公司向海外转让两项独立研发的新药 Fotagliptin Benzoate（苯甲酸复格列汀）及 Pan-HER Inhibitors（Pan-HER 受体抑制剂）知识产权，并优立通取得新药批件，恩替卡韦原料获得生产批件。
- **在研产品线强劲**。目前在研新药及疫苗 119 项，申报进入临床试验 29 项，临床试验中 10 项，等待审批上市 26 项。4 个单抗产品已申报临床，其中 CD20 产品（美罗华仿制药）已取得临床批件。1 项小分子药物获得临床批件。人重组胰岛素预计 2015 年底至 2016 年完成临床，赖脯胰岛素已取得临床批件，甘精胰岛素在向前推进。

图表9: 核心产品覆盖主要治疗领域

五大治疗领域，覆盖制药业务57.3%



15 个销售额过亿品种，优帝尔、沙多利卡、奥德金、邦亭增速较高



五大治疗领域主要品种化学名及适应症

新陈代谢及消化道	阿拓莫兰: 还原型谷胱甘肽, 用于肝病相关治疗 万苏林: 动物胰岛素产品, 用于糖尿病 万苏平: 格列美脲, 用于二型糖尿病 怡宝EPO: 促红细胞生成素 摩罗丹: 用于胃部问题, 包括慢性萎缩性胃炎、胃神经痛等
心血管系统	苏可诺: 肝素钠, 抗血栓类 心先安: 环磷腺苷葡胺, 用于心力衰竭、心肌炎等 优帝尔: 前列地尔干乳
抗感染	悉畅: 头孢美唑钠, 用于多种由微生物引发的传染病 抗结核系列: 乙胺系列, 用于肺结核; 利福系列, 用于结核病、肠球菌感染等 沙多利卡: 炎琥宁, 用于病毒性肺炎及病毒性上呼吸道感染 青蒿琥酯: 用于各种疟疾, 尤其是多重抗药性恶性疟疾
神经系统	奥德金: 小牛血清去蛋白注射液, 用于改善脑部血液循环 启维: 富马酸喹硫平, 精神分裂症双相障碍, 精神分裂样障碍
血液系统	邦亭: 注射用白眉蛇毒血凝酶, 用于止血

来源: 公司年报, 国金证券研究所

### 医疗器械与医学诊断：国际化成为新的增长方向

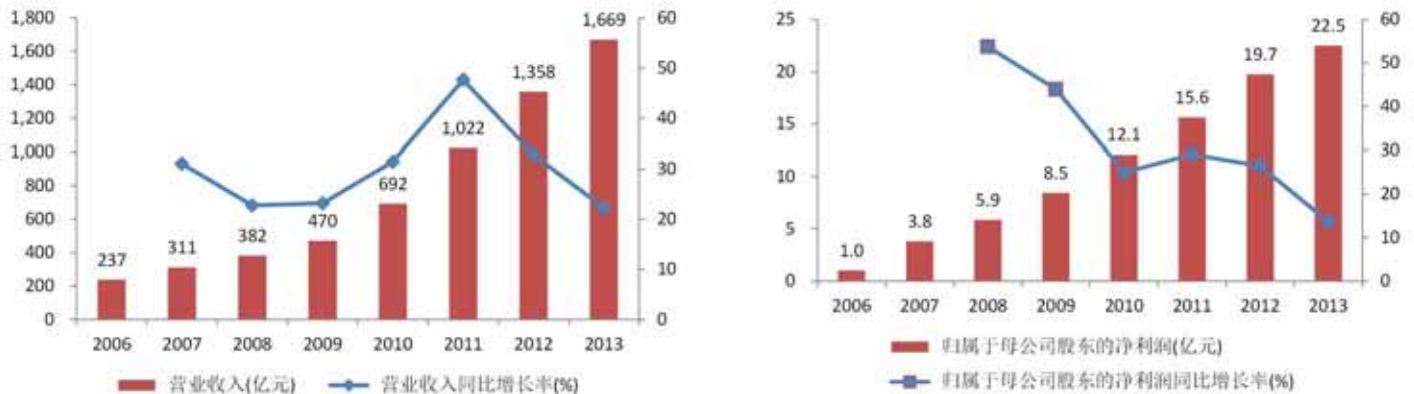
- **走向国际化，以 Alma Lasers 作突破口。**2013 年，公司收购了全球领先的激光美容医疗设备供应商 Alma Lasers，Alma Lasers 为研发主导型的以色列公司，其产品在美国具有较强的品牌知名度，公司将帮助其营销改善以及品牌塑造。医学诊断方面，公司投资了专注于个性化药物剂量检测的美国企业 Saladax Biomedical, Inc.，以及结核病体外诊断产品及服务供应商 OXFD，并对韩国快速诊断产品生产企业 SDB 进行第二轮融资。
- **医疗器械及诊断业务，内生增速达到 29.33%。**剔除 Alma Lasers 并表因素，2013 年医疗器械与医学诊断制药业务收入规模达 7.58 亿元，同比增长 29.33%。

### 国药控股：分销渠道霸主，分享协同效应

- **国内最大的医药分销企业，提供稳定投资收益。**公司间接持有国药控股 29.98% 的股份，国药控股经营较为稳定。2013 年，国药控股收入达到 1668 亿元，同比增长 22.9%；归属母公司净利润达到 22.5 亿元，同比增长 14%。

图表10：国药控股收入、利润较为稳定

#### 国药控股收入、利润较为稳定



来源：国药控股年报，国金证券研究所

- **受益于国药控股广泛的分销渠道、以及零售药店体系，公司可持续分享其分销渠道以及药店的协同效应。**国药控股是国内领先的药品供应链服务商，经营国内最大的医药分销网络，以及国内最大的零售药店体系，其具有良好的行业声誉及完备的物流服务体系。公司是国内领军的医药企业，五大治疗领域优势明显，可与国药控股形成明显的分销渠道及药店的协同效应。

## 盈利预测与投资建议

### ■ 重要假设:

- 2014-2016 年, 制药业务内生增速 15%以上, 并购贡献 5%-10%, 总体同比增速约 25%;
- 2014 年, 医疗服务收入翻倍增长; 2015-2015 年, 医疗服务收入增速约 50%。
- 2014-2016 年, 医疗器械与诊断业务增速约 30%;
- 公司能够完成股权激励行权要求: 扣非后净利润 2014 年不低于 12.5 亿, 2015 年不低于 15.6 亿, 即扣非后 EPS 2014 年不低于 0.54 元, 2015 年不低于 0.68 元。

- **投资建议:** 预测公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 1.03、1.24、1.47 元, 对应估值分别为 19.1、15.9、13.4 倍。公司已过了原始积累阶段, 医疗服务加速发展, 在研产品线有望成为公司发展新引擎。公司作为我们“马年战斗序列”的医疗服务代表, 持续的医疗服务领域的扩展继续推动投资机会的提升, 我们维持“增持”评级。

图表11: 主营业务盈利预测

项目	规模 (百万元)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
制药业务	销售收入	2812.36	3838.30	4659.67	6544.60	8180.75	10225.94	12782.42
	增长率	23.61%	36.48%	21.40%	40.45%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	44.27%	47.92%	54.14%	52.11%	53.00%	53.00%	53.00%
	毛利	1245.03	1839.31	2522.75	3410.39	4335.80	5419.75	6774.68
医药商业	销售收入	1130.26	1406.16	1378.31	1451.04	1523.59	1599.77	1679.76
	增长率	8.82%	24.41%	-1.98%	5.28%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	8.68%	11.95%	12.58%	12.47%	12.50%	12.50%	12.50%
	毛利	99.69	168.04	173.39	180.94	190.45	199.97	209.97
医学诊断及 医疗器械	销售收入	393.59	1056.64	1057.21	1413.58	1837.65	2388.95	3105.64
	增长率	24.36%	168.46%	0.05%	33.71%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	42.50%	40.39%	42.75%	47.92%	45.00%	45.00%	45.00%
	毛利	167.28	426.78	451.96	677.39	826.94	1075.03	1397.54
医疗服务	销售收入		11.26	150.35	474.60	1044.12	1566.18	2349.27
	增长率			1235.26%	215.66%	120.00%	50.00%	50.00%
	毛利率		25.99%	28.84%	25.50%	26.50%	26.50%	26.50%
	毛利		2.93	43.36	121.02	276.69	415.04	622.56
总计	销售总收入	4555.42	6485.54	7340.78	9996.41	12586.12	15780.84	19917.09
	毛利	1570.71	2494.34	3213.79	4453.40	5629.88	7109.78	9004.75
	平均毛利率	34.48%	38.46%	43.78%	44.55%	44.73%	45.05%	45.21%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

**风险:** 资金风险; 业绩的综合性预测风险、估值下移风险。



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,486</b>	<b>7,341</b>	<b>9,996</b>	<b>12,586</b>	<b>15,780</b>	<b>19,917</b>	货币资金	2,895	4,973	3,067	5,800	6,300	7,235
增长率		13.2%	36.2%	25.9%	25.4%	26.2%	应收款项	1,553	1,637	2,038	2,322	2,911	3,675
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,991</b>	<b>-4,127</b>	<b>-5,543</b>	<b>-6,956</b>	<b>-8,671</b>	<b>-10,913</b>	存货	1,124	1,273	1,614	1,811	2,257	2,840
%销售收入	61.5%	56.2%	55.5%	55.3%	55.0%	54.8%	其他流动资产	478	498	267	297	358	439
<b>毛利</b>	<b>2,494</b>	<b>3,214</b>	<b>4,453</b>	<b>5,630</b>	<b>7,109</b>	<b>9,004</b>	流动资产	6,049	8,382	6,987	10,229	11,827	14,189
%销售收入	38.5%	43.8%	44.5%	44.7%	45.1%	45.2%	%总资产	27.1%	32.9%	23.7%	31.3%	33.0%	35.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-53</b>	<b>-62</b>	<b>-75</b>	<b>-94</b>	<b>-118</b>	<b>-149</b>	长期投资	10,243	10,047	11,605	12,706	13,805	14,905
%销售收入	0.8%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	2,627	3,480	4,907	5,466	5,781	6,011
<b>营业费用</b>	<b>-1,210</b>	<b>-1,512</b>	<b>-1,844</b>	<b>-2,321</b>	<b>-2,910</b>	<b>-3,673</b>	%总资产	11.8%	13.6%	16.6%	16.8%	16.1%	15.1%
%销售收入	18.7%	20.6%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	无形资产	3,304	3,466	5,646	4,230	4,389	4,748
<b>管理费用</b>	<b>-886</b>	<b>-1,046</b>	<b>-1,421</b>	<b>-1,788</b>	<b>-2,242</b>	<b>-2,830</b>	非流动资产	16,242	17,126	22,489	22,405	23,977	25,666
%销售收入	13.7%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	%总资产	72.9%	67.1%	76.3%	68.7%	67.0%	64.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>345</b>	<b>594</b>	<b>1,114</b>	<b>1,426</b>	<b>1,838</b>	<b>2,352</b>	<b>资产总计</b>	<b>22,291</b>	<b>25,507</b>	<b>29,475</b>	<b>32,634</b>	<b>35,803</b>	<b>39,855</b>
%销售收入	5.3%	8.1%	11.1%	11.3%	11.7%	11.8%	短期借款	2,187	875	1,424	1,979	996	0
<b>财务费用</b>	<b>-290</b>	<b>-370</b>	<b>-384</b>	<b>-27</b>	<b>19</b>	<b>99</b>	应付款项	2,442	2,029	3,106	3,760	4,695	5,914
%销售收入	4.5%	5.0%	3.8%	0.2%	-0.1%	-0.5%	其他流动负债	366	989	748	684	800	950
<b>资产减值损失</b>	<b>-136</b>	<b>-18</b>	<b>-83</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	4,995	3,893	5,278	6,423	6,491	6,864
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-25</b>	<b>-36</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	1,347	217	126	126	126	127
<b>投资收益</b>	<b>1,685</b>	<b>1,866</b>	<b>2,141</b>	<b>1,950</b>	<b>2,050</b>	<b>2,150</b>	其他长期负债	4,578	6,092	6,406	5,773	5,773	5,773
%税前利润	97.6%	87.9%	73.7%	56.5%	51.2%	45.7%	<b>负债</b>	<b>10,920</b>	<b>10,202</b>	<b>11,811</b>	<b>12,323</b>	<b>12,391</b>	<b>12,765</b>
<b>营业利润</b>	<b>1,581</b>	<b>2,036</b>	<b>2,819</b>	<b>3,349</b>	<b>3,907</b>	<b>4,601</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>9,772</b>	<b>13,559</b>	<b>15,332</b>	<b>17,499</b>	<b>20,137</b>	<b>23,300</b>
营业利润率	24.4%	27.7%	28.2%	26.6%	24.8%	23.1%	少数股东权益	1,599	1,746	2,332	2,812	3,275	3,790
<b>营业外收支</b>	<b>146</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>22,291</b>	<b>25,507</b>	<b>29,475</b>	<b>32,634</b>	<b>35,803</b>	<b>39,855</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,727</b>	<b>2,123</b>	<b>2,906</b>	<b>3,449</b>	<b>4,007</b>	<b>4,701</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	26.6%	28.9%	29.1%	27.4%	25.4%	23.6%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>所得税</b>	<b>-342</b>	<b>-284</b>	<b>-506</b>	<b>-586</b>	<b>-681</b>	<b>-799</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.8%	13.4%	17.4%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.612	0.698	0.905	1.031	1.238	1.465
<b>净利润</b>	<b>1,385</b>	<b>1,839</b>	<b>2,400</b>	<b>2,862</b>	<b>3,326</b>	<b>3,902</b>	每股净资产	5.131	6.052	6.843	7.810	8.988	10.400
<b>少数股东损益</b>	<b>219</b>	<b>275</b>	<b>373</b>	<b>480</b>	<b>463</b>	<b>515</b>	每股经营现金净流	0.166	0.297	0.452	0.597	0.836	1.051
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,166</b>	<b>1,564</b>	<b>2,027</b>	<b>2,382</b>	<b>2,863</b>	<b>3,387</b>	每股股利	0.100	0.210	0.000	0.100	0.100	0.100
净利率	18.0%	21.3%	20.3%	18.9%	18.1%	17.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	11.93%	11.53%	13.22%	13.61%	14.22%	14.53%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	5.23%	6.13%	6.88%	7.30%	8.00%	8.50%
<b>净利润</b>	<b>1,385</b>	<b>1,839</b>	<b>2,400</b>	<b>2,862</b>	<b>3,326</b>	<b>3,902</b>	投入资本收益率	1.45%	2.36%	3.67%	4.20%	5.03%	5.92%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>351</b>	<b>313</b>	<b>504</b>	<b>539</b>	<b>637</b>	<b>720</b>	主营业务收入增长率	42.37%	13.19%	36.18%	25.91%	25.38%	26.22%
<b>非经营收益</b>	<b>-1,326</b>	<b>-1,474</b>	<b>-1,905</b>	<b>-1,927</b>	<b>-2,044</b>	<b>-2,208</b>	EBIT增长率	95.87%	71.87%	87.68%	28.01%	28.92%	27.95%
<b>营运资金变动</b>	<b>-1</b>	<b>-17</b>	<b>-411</b>	<b>-136</b>	<b>-47</b>	<b>-58</b>	净利润增长率	34.96%	34.17%	29.61%	17.53%	20.17%	18.29%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>409</b>	<b>662</b>	<b>588</b>	<b>1,338</b>	<b>1,872</b>	<b>2,355</b>	总资产增长率	32.52%	14.43%	15.56%	10.72%	9.71%	11.32%
<b>资本开支</b>	<b>-793</b>	<b>-1,151</b>	<b>-1,034</b>	<b>658</b>	<b>-1,009</b>	<b>-1,209</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-1,089</b>	<b>459</b>	<b>-1,329</b>	<b>-1,101</b>	<b>-1,100</b>	<b>-1,100</b>	应收账款周转天数	49.6	45.6	40.2	40.0	40.0	40.0
<b>其他</b>	<b>115</b>	<b>-286</b>	<b>560</b>	<b>1,950</b>	<b>2,050</b>	<b>2,150</b>	存货周转天数	94.1	106.0	95.1	95.0	95.0	95.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,767</b>	<b>-979</b>	<b>-1,803</b>	<b>1,507</b>	<b>-59</b>	<b>-159</b>	应付账款周转天数	67.8	67.8	58.2	58.0	58.0	58.0
<b>股权募资</b>	<b>76</b>	<b>3,151</b>	<b>31</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	87.8	129.0	130.8	117.3	96.2	76.8
<b>债权募资</b>	<b>1,516</b>	<b>-456</b>	<b>-28</b>	<b>5</b>	<b>-983</b>	<b>-995</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-685</b>	<b>-639</b>	<b>-966</b>	<b>-117</b>	<b>-331</b>	<b>-266</b>	净负债/股东权益	26.17%	-0.27%	14.22%	1.64%	-4.91%	-11.36%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>907</b>	<b>2,056</b>	<b>-963</b>	<b>-112</b>	<b>-1,313</b>	<b>-1,260</b>	EBIT利息保障倍数	1.2	1.6	2.9	52.0	-97.9	-23.9
<b>现金净流量</b>	<b>-450</b>	<b>1,739</b>	<b>-2,179</b>	<b>2,733</b>	<b>500</b>	<b>935</b>	资产负债率	48.99%	40.00%	40.07%	37.76%	34.61%	32.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	3	5	8
增持	0	6	8	19	23
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.75	1.74	1.77	1.76

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2014-02-18	增持	21.82	N/A
2 2014-03-25	增持	21.08	N/A
3 2014-04-29	增持	18.73	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD