

复星医药 (600196.SH)

医药流通行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格 (人民币): 27.48 元

扣非指标改善明显，内生外延战略卓有成效

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)	1,908.97
流通港股(百万股)	403.28
总市值(百万元)	66,350.79
年内股价最高最低(元)	28.54/18.18
沪深 300 指数	3465.19
上证指数	3241.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.063	1.162	1.427	1.613	1.821
每股净资产(元)	7.86	9.19	9.93	10.25	11.61
每股经营性现金流(元)	0.70	0.87	0.70	1.04	1.31
市盈率(倍)	22.10	19.91	19.72	17.45	15.45
行业优化市盈率(倍)	44.01	43.06	48.46	48.46	48.46
净利润增长率(%)	16.43%	14.05%	22.82%	13.00%	12.93%
净资产收益率(%)	13.53%	12.64%	14.38%	15.74%	15.69%
总股本(百万股)	2,314.08	2,414.51	2,414.47	2,414.47	2,414.47

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

2016 年营业收入 146 亿，同比增长 16.02%；归属上市公司股东的净利润 28.05 亿，同比增长 14.05%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 20.93 亿，同比增长 26.36%；经营活动产生的现金流量净额 21.10 亿，同比增长 30.17%。基本每股收益 1.21 元/股，同比增长 13.08%，稀释每股收益 1.20 元/股，同比增长 13.21%；扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.91 元/股，同比增长 26.39%，扣非后加权平均净资产收益率增加 1.06 个百分点至 10.63%。

点评

■ 整体业务来看，经常性利润占比逐步提高，且经常性利润中高毛利药品占比提高，收益质量提高，估值重构。分板块来看：

- 药品制造与研发业务实现营业收入 102.60 亿元，较 2015 年增长 14.83%；剔除 2015 年出售邯郸制药及 2016 年新并购万邦天诚等公司的影响后，营业收入较 2015 年同口径增长 16.27%；药品制造与研发业务实现分部业绩 15.80 亿元，较 2015 年增长 24.39%；实现分部利润 16.40 亿元，较 2015 年增长 32.50%。由于前列地尔、小牛血清去蛋白注射液等产品销量大幅增长，公司心血管、中枢神经系统、抗肿瘤产品线实现快速增长，增速分别高达 41.76%、36.46%、35.43%。除了主要核心产品及青蒿琥酯等抗疟系列、抗结核系列产品销售保持较快增长，新产品和次新品中，心血管系统疾病治疗领域的前列地尔干乳（优帝尔）、代谢系统治疗领域的非布司他片（优立通）的销售快速增长。报告期内共有 18 个制剂单品或系列销售过亿元，奥德金、优帝尔、头孢美唑制剂、阿拓莫兰等产品或系列销售额均超过人民币 5 亿元。
- 医疗服务业务实现营业收入 16.78 亿元，较 2015 年增长 21.67%；剔除 2016 年新设温州老年病医院等公司的影响后，营业收入较 2015 年同口径增长 13.57%；实现分部业绩 2.31 亿元，较 2015 年增长 13.96%；实现分部利润 1.49 亿元，较 2015 年增长 96.06%，其中控股企业净利润同口径增长 31.29%。
- 医疗器械与医学诊断业务实现营业收入 26.64 亿元，较 2015 年增长 18.17%；实现分部业绩 4.35 亿元，较 2015 年增长 13.47%；实现分部利润 3.23 亿元，较 2015 年增长 18.51%。代理业务收入的增长主要源于

相关报告

- 《复星医药 Warning Letter 点评：整体影响仅限于医工...》，2017.3.3
- 《牵手 KITE 成立合资公司，进入细胞治疗第一梯队-复星医药公司...》，2017.1.11
- 《与 Intuitive 成立合资公司，深度绑定-复星医药公司点评》，2016.9.30
- 《综合医疗集团：布局完善，盈利质量提升-复星医药公司点评》，2016.8.24
- 《公布 Gland 审计报告，协同效应带来潜在收益-复星医药公司点...》，2016.8.4

王建礼 联系人
wjianli@gjzq.com.cn

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

“达芬奇手术机器人”设备装机及替代传统手术的手术量快速增加而带动耗材销量增加。

- d) 医药分销和零售：报告期内，集团参股的国药控股继续加速行业整合，扩大医药分销网络建设，并保持业务快速增长。2016年，国药控股实现营业收入 2583.88 亿元、净利润 68.92 亿元、归属净利润 46.47 亿元，分别较 2015 年增长 12.99%、20.04%和 23.20%。

■ 研发持续高投入，进入收获期，特别在单抗领域处于领先地位。

- a) 研发投入：2016 年研发投入（含资本化）共计人民币 110,612 万元，较 2015 年增长 33.23%，其中：药品制造与研发板块的研发投入为人民币 96,314 万元，较 2015 年增长 38.03%。
- b) 研发成果：截止至 2016 年底，公司共有 6 个单抗品种（10 个适应症）已获批中国临床，其中 2 个产品已经进入临床三期；4 个 1.1 类小分子创新药已获得临床批文；在研新药、仿制药、生物类似药及疫苗等项目 173 项，6 个项目正在申报进入临床试验、22 个项目正在进行临床试验、42 个项目等待审批上市。同时，本集团已形成国际化的研发布局和较强的研发能力，通过在上海、重庆、美国旧金山、台湾的布局建立互动一体化的研发体系。截至报告期末，本集团研发人员已近 1,000 人。

复星医药重点研发项目进展

序号	药（产）品研发项目（注）名称	情况研发类型	注册类别	研发阶段	进展情况	累计研发投入	已申报的厂家数量	已批准的国产仿制厂家数量
1	重组抗EGFR人源化单克隆抗体注射液	生物创新药研发	治疗用生物制品1类	批准临床	临床研究筹备中	4,413	7	0
2	FC-110	小分子创新药研发	原化药1.1类	临床研究	I期临床	4,094	1	0
3	FC-102	小分子创新药研发	原化药1.1类	临床研究	临床研究筹备中	2,608	1	0
4	PA-824	小分子创新药研发	原化药1.1类	批准临床	临床研究筹备中	1,907	1	0
5	重组人鼠嵌合抗CD20单克隆抗体注射液	生物类似药	治疗用生物制品2类	临床研究	III期临床	21,159	13	0
6	注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体	生物类似药	治疗用生物制品2类	临床研究	III期临床	17,266	13	0
7	重组抗TNFα全人单克隆抗体注射液	生物类似药	治疗用生物制品2类	批准临床	I期临床	4,124	11	0
8	重组抗VEGF人源化单克隆抗体注射液	生物类似药	治疗用生物制品2类	批准临床	I期临床	3,962	16	0
9	重组抗EGFR人鼠嵌合单克隆抗体注射液	生物类似药	治疗用生物制品2类	批准临床	临床研究进行中	1,692	8	0
10	芍药舒筋片	中药创新药研发	中药6类	临床研究	II期临床	2,742	1	0
11	固冲颗粒	中药创新药研发	中药6类	临床研究	III期临床	3,069	1	0
12	重组胰岛素及注射液	生物类似药	治疗用生物制品15类	临床研究	临床研究进行中	5,185	3	1
13	重组人胰岛素及注射液	生物类似药	治疗用生物制品15类	临床研究	临床研究进行中	3,662	14	4
14	人用狂犬病疫苗（Vero细胞）	生物类似药	治疗用生物制品15类	批准生产	获得生产批件	7,106	21	9

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 医疗服务规模效应初显

- a) 已基本形成的沿海发达城市高端医疗、二三线城市专科和综合医院相结合的医疗服务业务的战略布局，打造区域性医疗中心和大健康产业链，寻求与地方大型国有企业、公立医院及大学附属医院合作，加快互联网医疗发展战略，持续提升业务规模和盈利能力；
- b) 实现分部利润 1.49 亿元，较 2015 年增长 96.06%

■ 内部整合及营运效率提升。

- a) 通过集中采购等措施持续优化供应链管理、降低采购成本、提升运营效益；新设区域财务共享中心，实现相关地区控股子公司/单位会计核算、报表编制、税务管理、财务分析、内控建设的集成化。此外，秉承“互联网+”发展策略，在制药板块率先上线 SAP 系统、在医疗服务板块与总部间建成融通信息平台，实现集团内资源互通、信息共享，满足了跨区域集团化管控需求。
- b) 2016 年通过集中采购，本集团已定标项目的采购价格平均降幅在 23% 左右，其中单品采购价格最高降幅为 83%

■ 国际化高歌猛进

- a) 与“达芬奇手术机器人”技术和产品拥有者 Intuitive Surgical 共同投资设立合资公司，以期借助 Intuitive Surgical 在微创手术机器人技术领域

- 的领先地位，与 Intuitive Surgical 共同实现品牌和业务共赢。
- b) 并购印度领先的注射剂出口企业 Gland，弯道超车进入制剂出口第一梯队，并有望反补国内药品业务。
 - c) 与国际领先细胞治疗公司 Kite Pharma 成立合资公司，共同拓展细胞治疗产品在国内注册和产业化，与公司现有单抗业务产生协同。
 - d) 子公司 Alma Lasers 进一步加强新产品尤其是医用治疗器械的开发，产品线向临床治疗领域拓展，Alma Lasers 2016 年实现营业收入约 7.86 亿元，较 2015 年增长 14.19%；在积极推进 Alma Lasers 业务发展的同时，2016 年集团启动并推进 Sisram 集团于联交所的上市准备。
 - e) 2016 年，公司还完成对位于硅谷的呼吸疾病检测公司 Spirosure 的 C 轮投资，进一步拓展医疗器械产品布局，开拓呼吸检测治疗领域。

盈利预测

- 不考虑 Gland 并表，我们预计公司 17-19 年归母净利润分别为 34.1/38.9/44.0 亿，对应目前 PE 分别为 20×、17×、15×，考虑到公司利润结构改善带来的估值重构以及研发的收获期，给予买入评级。

风险提示

- 并购低于预期、整合低于预期、新产品获批低于预期、产品降价

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	12,026	12,609	14,629	17,246	21,065	25,815
增长率		4.8%	16.0%	17.9%	22.1%	22.5%
主营业务成本	-6,719	-6,308	-6,718	-8,610	-10,498	-12,840
% 销售收入	55.9%	50.0%	45.9%	49.9%	49.8%	49.7%
毛利	5,307	6,301	7,910	8,636	10,568	12,975
% 销售收入	44.1%	50.0%	54.1%	50.1%	50.2%	50.3%
营业税金及附加	-87	-106	-153	-145	-177	-217
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-2,300	-2,815	-3,704	-3,794	-4,634	-5,679
% 销售收入	19.1%	22.3%	25.3%	22.0%	22.0%	22.0%
管理费用	-1,727	-1,906	-2,312	-2,604	-3,181	-3,898
% 销售收入	14.4%	15.1%	15.8%	15.1%	15.1%	15.1%
息税前利润 (EBIT)	1,192	1,473	1,742	2,093	2,575	3,180
% 销售收入	9.9%	11.7%	11.9%	12.1%	12.2%	12.3%
财务费用	-379	-450	-401	-226	-198	-210
% 销售收入	3.1%	3.6%	2.7%	1.3%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-334	-70	-79	-20	-4	-5
公允价值变动收益	-11	-2	12	0	0	0
投资收益	1,925	2,347	2,125	2,500	2,500	2,500
% 税前利润	70.8%	69.6%	59.5%	55.3%	49.6%	44.4%
营业利润	2,394	3,297	3,399	4,347	4,874	5,465
营业利润率	19.9%	26.2%	23.2%	25.2%	23.1%	21.2%
营业外收支	324	75	172	170	170	170
税前利润	2,718	3,372	3,572	4,517	5,044	5,635
利润率	22.6%	26.7%	24.4%	26.2%	23.9%	21.8%
所得税	-348	-501	-350	-671	-749	-837
所得税率	12.8%	14.9%	9.8%	14.9%	14.9%	14.9%
净利润	2,370	2,871	3,221	3,846	4,294	4,797
少数股东损益	257	411	416	400	400	400
归属于母公司的净	2,113	2,460	2,806	3,446	3,894	4,397
净利率	17.6%	19.5%	19.2%	20.0%	18.5%	17.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,370	2,871	3,221	3,846	4,294	4,797
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	898	728	819	711	804	914
非经营收益	-1,582	-1,903	-1,677	-2,280	-2,432	-2,355
营运资金变动	-486	-74	-253	-582	-159	-192
经营活动现金净流	1,200	1,621	2,110	1,696	2,508	3,165
资本开支	-992	-1,214	-1,860	298	-1,039	-1,040
投资	-1,801	-1,076	-575	-1	0	0
其他	315	420	-12	2,500	2,500	2,500
投资活动现金净流	-2,478	-1,870	-2,447	2,797	1,461	1,460
股权筹资	1,466	116	2,728	0	-2,122	0
债权筹资	3,087	2,004	571	-3,536	1,360	981
其他	-2,682	-1,532	-1,773	-1,153	-1,207	-1,405
筹资活动现金净流	1,872	587	1,526	-4,689	-1,969	-425
现金净流量	594	338	1,189	-196	2,000	4,200

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,696	4,029	5,996	5,800	7,800	12,000
应收款项	2,175	2,348	2,621	2,756	3,366	4,125
存货	1,605	1,649	1,671	2,123	2,560	3,096
其他流动资产	1,188	300	477	274	323	384
流动资产	8,664	8,325	10,764	10,953	14,050	19,605
% 总资产	24.5%	21.8%	24.6%	25.5%	30.2%	37.4%
长期投资	14,405	17,234	18,850	18,851	18,850	18,850
固定资产	5,681	5,765	6,305	6,880	7,350	7,710
% 总资产	16.1%	15.1%	14.4%	16.0%	15.8%	14.7%
无形资产	6,180	6,562	7,144	6,322	6,263	6,205
非流动资产	26,672	29,876	33,003	32,056	32,465	32,766
% 总资产	75.5%	78.2%	75.4%	74.5%	69.8%	62.6%
资产总计	35,336	38,202	43,768	43,009	46,514	52,372
短期借款	3,951	7,334	5,650	2,166	3,526	4,506
应付款项	3,107	2,467	2,799	3,193	3,895	4,767
其他流动负债	2,479	1,138	1,659	1,955	2,315	2,733
流动负债	9,537	10,939	10,109	7,314	9,736	12,006
长期贷款	771	1,676	2,183	2,183	2,183	2,184
其他长期负债	5,925	4,917	6,226	6,088	5,988	5,888
负债	16,233	17,532	18,517	15,585	17,907	20,078
普通股股东权益	16,675	18,182	22,190	23,964	24,747	28,034
少数股东权益	2,428	2,488	3,060	3,460	3,860	4,260
负债股东权益合计	35,336	38,202	43,768	43,009	46,514	52,372

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.914	1.063	1.162	1.427	1.613	1.821
每股净资产	7.214	7.857	9.190	9.925	10.249	11.611
每股经营现金净流	0.519	0.701	0.874	0.702	1.039	1.311
每股股利	0.270	0.280	0.320	0.360	0.410	0.460
回报率						
净资产收益率	12.67%	13.53%	12.64%	14.38%	15.74%	15.69%
总资产收益率	5.98%	6.44%	6.41%	8.01%	8.37%	8.40%
投入资本收益率	3.60%	3.75%	4.11%	4.84%	5.58%	6.17%
增长率						
主营业务收入增长率	20.30%	4.85%	16.02%	17.89%	22.15%	22.55%
EBIT增长率	7.05%	23.57%	18.23%	20.17%	23.03%	23.49%
净利润增长率	4.23%	16.43%	14.05%	22.82%	13.00%	12.93%
总资产增长率	19.88%	8.11%	14.57%	-1.73%	8.15%	12.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.5	46.9	46.2	42.0	42.0	42.0
存货周转天数	87.4	94.1	90.2	90.0	89.0	88.0
应付账款周转天数	49.6	52.3	54.3	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	140.3	137.8	128.2	116.8	100.3	84.1
偿债能力						
净负债/股东权益	21.35%	33.11%	20.50%	6.89%	4.37%	-6.10%
EBIT利息保障倍数	3.1	3.3	4.3	9.3	13.0	15.1
资产负债率	45.94%	45.89%	42.31%	36.24%	38.50%	38.34%

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	0	2	2	6	13
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.07

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-02	买入	20.80	24.00~25.00
2	2016-08-04	买入	20.97	N/A
3	2016-08-24	买入	21.57	24.80~28.00
4	2016-09-30	买入	23.22	27.00~30.00
5	2017-01-11	买入	23.73	N/A
6	2017-03-03	买入	25.68	N/A

来源：国金证券研究所



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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD