

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): 40.18 元

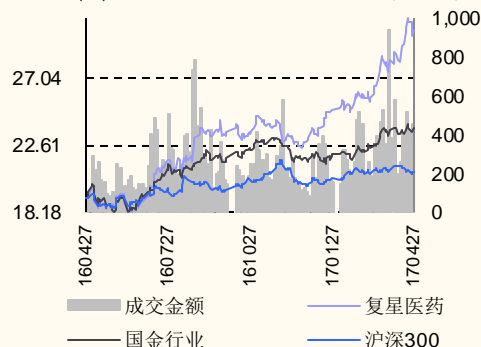
三季度业绩受并表拖累，研发进入收获期

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)	483.94
总市值(百万元)	100,254.37
年内股价最高最低(元)	41.75/22.50
沪深 300 指数	4009.72
上证指数	3390.34

人民币(元) 成交金额(百万元)



相关报告

1. 《获得生产许可证，Biosimilar 上市再进一步-复星医药公...》，2017.9.22
2. 《修改 Gland 收购方案，国际化突破-复星医药公司点评》，2017.9.18
3. 《研发进入收获期，创新驱动综合医疗集团远航-复星医药公司点评》，2017.8.30
4. 《收入超预期，创新驱动综合医疗集团远航-复星医药公司点评》，2017.4.28
5. 《收购 CML 剩余股权，加速创新驱动的医疗器械业务板块的发展。-...》，2017.4.11

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	1.239	1.428	1.660
每股净资产(元)	7.86	9.19	10.20	11.27	12.52
每股经营性现金流(元)	0.03	0.03	1.43	1.52	1.39
市盈率(倍)	22.10	19.91	32.43	28.14	24.21
行业优化市盈率(倍)	17.92	17.92	17.92	17.92	17.92
净利润增长率(%)	16.43%	14.05%	10.17%	15.23%	16.26%
净资产收益率(%)	13.53%	12.64%	12.55%	13.09%	13.70%
总股本(百万股)	2,314.08	2,414.51	2,495.13	2,495.13	2,495.13

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 复星医药 2017 年三季报：收入 129.60 亿，同比增长 21.83%，归母净利润 24.19 亿，同比增长 11.13%，扣非归母净利润 18.56 亿，同比增长 11.70%，经营活动现金流净额 17.234 亿，同比增长 13.12%。单季度来看，2017 年第三季度收入 46.07 亿，同比增长 24.48%，归母净利润 7.30 亿，同比增长 7.92%，扣非归母净利润 5.87 亿，同比增长 8.35%。
- 控股子公司上海复宏汉霖生物技术股份有限公司研制的重组抗 TNF α 全人单克隆抗体注射液用于治疗斑块状银屑病适应症启动临床 III 期试验。
- 复宏汉霖研制的利妥昔单抗注射液用于非霍奇金淋巴瘤治疗获国家食品药品监督管理总局药品注册审评受理。

点评

- 受国药控股业绩并表影响，表现业绩略低于预期；作为国内生物药龙头，临床如期进展。
- 单抗研发进入收获期，持续高研发投入保证未来增长。
 - a. 研发费用 7.00 亿，同比增长 45.90%，主要由于报告期内持续加大对单克隆抗体生物创新药及生物类似药、小分子创新药的研发投入以及一致性评价的集中投入所致。
 - b. 针对 CD20 靶点的利妥昔单抗生物类似物国内申报生产，目前国内上市的利妥昔单抗注射液仅为上海罗氏制药有限公司的美罗华®。根据 IMS CHPA 资料，2016 年度，利妥昔单抗注射液于中国境内销售额约为人民币 15 亿元。估计整齐市场渗透率在 10%，我们认为随着生物仿制药上市及医保覆盖，未来市场渗透率将逐步提高，假设峰值渗透率在 40%，复宏汉霖覆盖超过三分之一的用药病人，折现后现值过 10 亿；目前复宏汉霖临床最快，神州细胞、信达生物紧随其后，同时复宏汉霖也开展了针对类风湿性关节炎的临床 I 期。
 - c. 复宏汉霖生物技术股份有限公司研制的重组抗 TNF α 全人单克隆抗体注射液用于治疗斑块状银屑病适应症启动临床 III 期试验。目前国内上市的 TNF α 抑制剂主要包括阿达木单抗注射液、注射用英夫利昔单抗、注射用依那西普、注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白(包含益赛普、强克及安佰诺)。根据 IMS CHPA 资料，2016 年度，TNF α 抑制剂于中国境内销售额约为人民币 9.5 亿元。

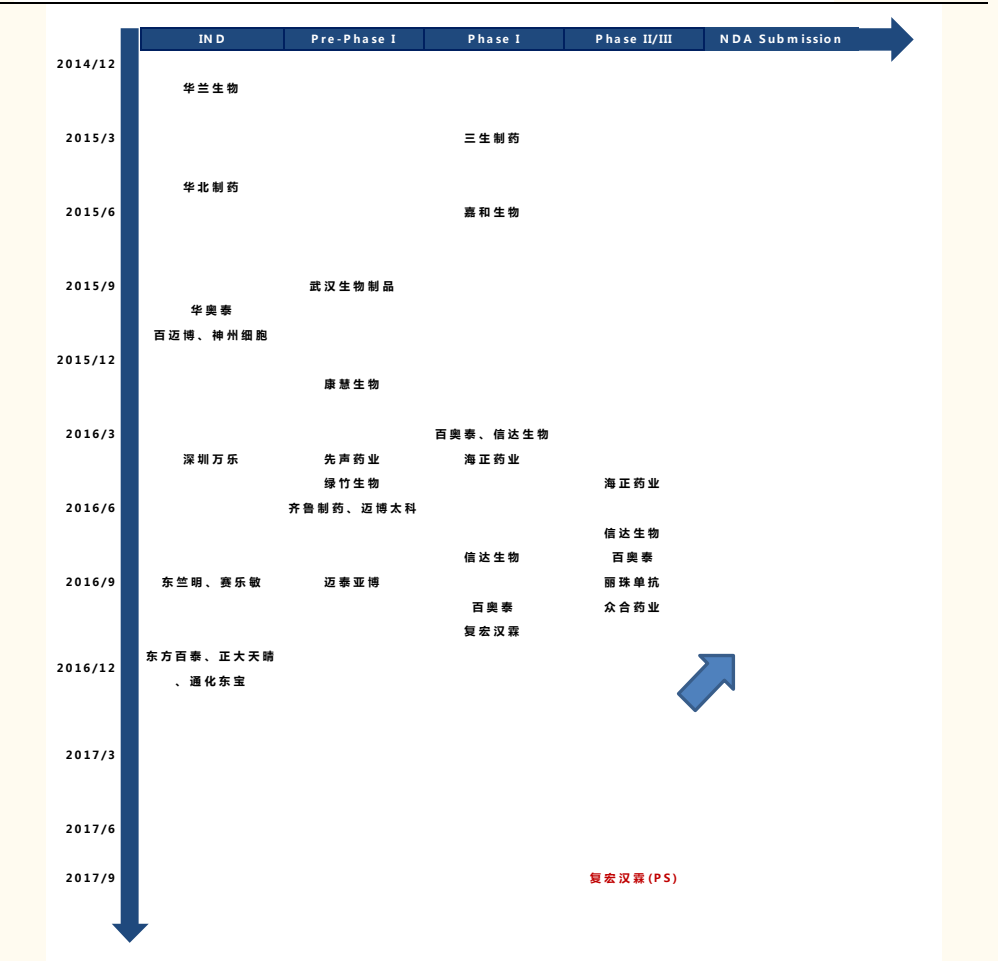
王建礼 联系人
wjianli@gjzq.com.cn李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

图表 1：国内针对 CD20 靶点生物药竞争图（截止 2017 年 10 月）



数据来源：公司公告、CFDA、国金证券研究所

图表 2：国内针对 TNF α 靶点生物药竞争图（截止 2017 年 10 月）

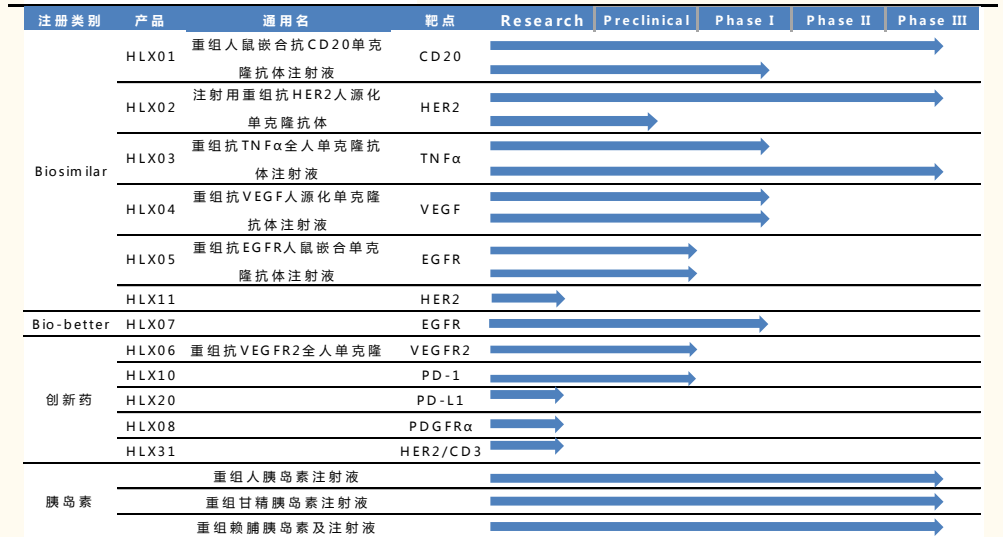


数据来源：公司公告、CFDA、国金证券研究所

- d. 复星医药作为国内生物药龙头，进入收获期。目前公司单抗类生物药主要分为 Biosimilar、biobetter、创新生物药；其中重组人鼠嵌合

抗 CD20 单克隆抗体注射液申报生产，注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体临床 III 期，同时处于第一梯队，预计未来一年内有 3-5 个新产品进入临床 III 期；并且重点产品同步开展国际临床，推进核心优势产品国际化。同时公司重组人胰岛素注射液、重组甘精胰岛素注射液、重组赖脯胰岛素及注射液进入临床 III 期，有望在 18 年完成临床并申报生产。整体来看，公司经过多年投入，生物药进入收获期。

图表 3：复星医药生物药产品线



数据来源：公司公告、CFDA、国金证券研究所

■ 国药控股并表影响表现业绩，公司自营业务保持高速增长。

- 国药控股 2017 年 1-3 季度收入 2084.18 亿元，同比增长 8.10%。净利润 36.60 亿元，同比增长 1.54%。由于行业整体放缓和利率上行，国药控股三季度经营状况低于预期。我们认为随着两票制、零加成等政策落地，降价补偿和返利的逐步到位，国药控股业绩有望改善。核心自营业务板块保持高速增长。
- 制药板块：受益品种放量，维持高速增长。**核心品种匹伐他汀、前列地尔干乳、非布司他、培美曲塞二钠进入 2017 年医保，加速放量；在核心产品中，代谢及消化系统疾病治疗领域的非布司他片（优立通）及还原型谷胱甘肽系列（阿拓莫兰针、阿拓莫兰片），心血管系统疾病治疗领域核心产品前列地尔干乳（优帝尔）及抗感染疾病治疗领域的青蒿琥酯抗疟系列销售快速增长。现已经形成了 3,500 余人的营销队伍，覆盖国内主要市场。整体来看，我们预计公司制药板块内生增长在 15% 左右，利润快于收入。
- 医疗服务：规模效应初现，业绩高速增长。**控股的禅城医院、济民医院、广济医院、钟吾医院及温州老年病医院等核定床位合计 3,018 张；积极拓展“和睦家”高端服务品牌，青岛和睦家已投入运营，广州和睦家医院和上海浦东和睦家医院也在加紧建设中。推进台州浙东医院、玉林心血管专科医院、玉林脑科医院以及钟吾医院、广济医院等项目的建设，并积极寻求新的医疗服务并购机会。巩固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战略布局。
- 医疗器械与医学诊断：HPV 试剂、医疗美容器械及牙科数字化产品线保持较快增长；**达芬奇手术机器人手术量继续保持快速增长；子公司 Sisram 的香港成功上市，在积极整合的基础上大力拓展与境外企

业的合作业务以及寻求国内外优秀器械企业的投资机会和高端医疗器械的引进，以精准医疗为目标，

- e. **医药分销和零售：**国药控股下属分销网络已覆盖中国 31 个省、自治区、直辖市。我们认为随着两票制的落地，分销业务对国控的影响将逐步下滑，但是直销及零售业务将继续保持高速增长，未来受益于行业集中度提高，并从产业链中获得更多增值服务利润。
- f. **国际化：**完成印度 Gland 收购，依赖其平台拓展海外市场，截止目前已有十余个原料药通过美国 FDA、欧盟、日本厚生省和德国卫生局等国家卫生部门的 GMP 认证，桂林南药有 1 条口服固体制剂生产线、5 个原料药通过 WHO-PQ 认证检查，重庆药友有 1 条口服固体制剂生产线通过加拿大卫生部认证和美国 FDA 认证。

- **重申我们的推荐逻辑：**从利润结构来看，复星医药经常性损益占比越来越高，经常性损益中的药品和器械占比逐步提高；研发投入逐年大幅增加，带来估值重构；研发和医疗服务经过多年投入，进入收获期；公司通过并购 Gland、与 Kite 成立合资公司等模式，弯道超车，进入制剂出口和细胞治疗第一梯队。整体来看，复星医药成为创新驱动的综合医疗集团，市场地位提高和未来空间进一步打开。

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 30.9/35.6/41.4 亿，如果 Gland 依诺肝素钠注射在美国顺利获批，预计 Gland 整体 18 年并表利润在 2-3 亿人民币之间，后续将根据产品获批进度进一步调整。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

附录：三张表预测摘要
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	17,786	20,998	24,354
增长率		4.8%	16.0%	21.6%	18.1%	16.0%
主营业务成本	-6,719	-6,308	-6,718	-7,198	-8,384	-9,436
% 销售收入	55.9%	50.0%	45.9%	40.5%	39.9%	38.7%
毛利	5,307	6,301	7,910	10,589	12,614	14,918
% 销售收入	44.1%	50.0%	54.1%	59.5%	60.1%	61.3%
营业税金及附加	-87	-106	-153	-224	-265	-307
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-2,300	-2,815	-3,704	-4,758	-5,711	-6,771
% 销售收入	19.1%	22.3%	25.3%	26.8%	27.2%	27.8%
管理费用	-1,727	-1,906	-2,312	-2,668	-3,328	-4,486
% 销售收入	14.4%	15.1%	15.8%	15.0%	15.9%	18.4%
息税前利润（EBIT）	1,192	1,473	1,742	2,939	3,310	3,355
% 销售收入	9.9%	11.7%	11.9%	16.5%	15.8%	13.8%
财务费用	-379	-450	-401	-1,276	-1,318	-490
% 销售收入	3.1%	3.6%	2.7%	7.2%	6.3%	2.0%
资产减值损失	-334	-70	-79	0	0	0
公允价值变动收益	-11	-2	12	0	0	0
投资收益	1,925	2,347	2,125	2,200	2,200	2,200
% 税前利润	70.8%	69.6%	59.5%	55.5%	51.3%	42.6%
营业利润	2,394	3,297	3,399	3,863	4,192	5,065
营业利润率	19.9%	26.2%	23.2%	21.7%	20.0%	20.8%
营业外收支	324	75	172	100	100	100
税前利润	2,718	3,372	3,572	3,963	4,292	5,165
利润率	22.6%	26.7%	24.4%	22.3%	20.4%	21.2%
所得税	-348	-501	-350	-436	-472	-568
所得税率	12.8%	14.9%	9.8%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	2,370	2,871	3,222	3,527	3,820	4,597
少数股东损益	257	411	416	436	258	456
归属于母公司的净利润	2,113	2,460	2,806	3,091	3,562	4,141
净利率	17.6%	19.5%	19.2%	17.4%	17.0%	17.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	0	0	0	3,527	3,820	4,597
少数股东损益	257	411	416	436	258	456
非现金支出	334	70	79	658	701	744
非经营收益	0	0	0	-748	-766	-1,996
营运资金变动	0	0	0	19	-96	14
经营活动现金净流	334	70	79	3,456	3,659	3,358
资本开支	0	0	0	-4,618	-594	-419
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	2,200	2,200	2,200
投资活动现金净流	0	0	0	-2,419	1,606	1,781
股权筹资	0	0	0	0	0	0
债权筹资	0	0	0	33,076	-37,438	1
其他	0	0	0	-2,310	-2,524	-1,414
筹资活动现金净流	0	0	0	30,766	-39,962	-1,413
现金净流量	334	70	79	31,804	-34,697	3,726

来源：公司公告、国金证券研究所

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	37,800	3,103	6,829
应收款项	2,175	2,348	2,621	2,792	3,296	3,823
存货	1,605	1,649	1,671	1,775	2,044	2,275
其他流动资产	1,188	300	477	407	437	465
流动资产	8,664	8,325	10,764	42,773	8,880	13,391
% 总资产	24.5%	21.8%	24.6%	53.6%	19.3%	26.7%
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	6,314	6,371	6,208
% 总资产	16.1%	15.1%	14.4%	7.9%	13.9%	12.4%
无形资产	6,180	6,562	7,144	11,338	11,275	11,214
非流动资产	26,672	29,876	33,003	37,083	37,076	36,852
% 总资产	75.5%	78.2%	75.4%	46.4%	80.7%	73.3%
资产总计	35,336	38,202	43,768	79,856	45,956	50,243
短期借款	3,951	7,334	5,650	39,238	1,800	1,800
应付款项	3,107	2,467	2,799	2,948	3,478	4,038
其他流动负债	1,890	1,138	1,659	1,719	1,896	2,148
流动负债	8,948	10,939	10,109	43,905	7,174	7,986
长期贷款	771	1,676	2,183	2,183	2,183	2,184
其他长期负债	6,514	4,917	6,226	5,641	5,642	5,629
负债	16,233	17,532	18,517	51,728	14,999	15,799
普通股股东权益	16,675	18,182	22,190	24,632	27,204	30,235
少数股东权益	2,428	2,488	3,060	3,496	3,753	4,209
负债股东权益合计	35,336	38,202	43,768	79,856	45,956	50,243

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.914	1.063	1.162	1.239	1.428	1.660
每股净资产	7.214	7.857	9.190	10.202	11.267	12.522
每股经营现金净流	0.144	0.030	0.033	1.431	1.515	1.391
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.360	0.410	0.460
回报率						
净资产收益率	12.67%	13.53%	12.64%	12.55%	13.09%	13.70%
总资产收益率	5.98%	6.44%	6.41%	3.87%	7.75%	8.24%
投入资本收益率	3.60%	3.75%	4.11%	3.50%	7.36%	6.86%
增长率						
主营业务收入增长率	20.30%	4.85%	16.02%	21.58%	18.06%	15.99%
EBIT增长率	7.05%	23.57%	18.23%	68.70%	12.64%	1.35%
净利润增长率	4.23%	16.43%	14.05%	10.17%	15.23%	16.26%
总资产增长率	19.88%	8.11%	14.57%	82.45%	-42.45%	9.33%
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	101.6	82.1	66.6
偿债能力						
净负债/股东权益	21.35%	33.11%	20.50%	24.75%	13.63%	1.44%
EBIT利息保障倍数	3.1	3.3	4.3	2.3	2.5	6.8
资产负债率	45.94%	45.89%	42.31%	64.78%	32.64%	31.45%

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	11	14	15
增持	0	1	6	9	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.35	1.39	1.42

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。

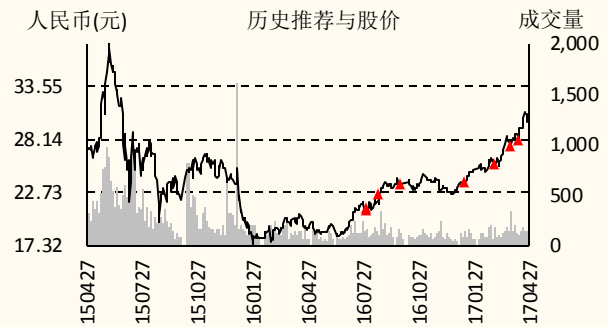
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-01-11	买入	23.73	N/A
2	2017-03-03	买入	25.68	N/A
3	2017-03-29	买入	27.48	N/A
4	2017-04-11	买入	28.66	N/A
5	2017-04-28	买入	30.20	N/A
6	2017-08-30	买入	30.14	N/A
7	2017-09-18	买入	30.98	N/A
8	2017-09-22	买入	32.77	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 7GH