

研发投入高速增长, 再次验证公司创新属性

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2017年实现收入185.3亿元, 同比增长26.69%, 同口径20.26%; 归母净利润31.2亿元, 同比增长11.36%; 扣非后归母净利润23.5亿元, 同比增长12.10%。
- **药品板块收入高速增长, 维持高强度研发投入, 收获期来临。** 公司2017年药品制造与研发业务收入132.0亿元, 同比增长28.62%, 同口径增长22.35%。实现分部利润18.3亿元, 同比增长12.05%; 分部研发投入12.8亿元, 同比增长32.39%; 分部研发费用8.0亿元, 同比增长43.62%。根据IQVIA统计, 2017年集团生产医院用处方药销售收入居全国第7。除新并购的Gland Pharma外, 公司有21个过亿元的制剂产品。其中超过5亿元的品种包括小牛血清去蛋白注射液(奥德金)、还原型谷胱甘肽系列(阿拓莫兰)、注射用前列地尔干乳剂(优帝尔)、注射用头孢美唑钠系列、注射用炎琥宁(沙多力卡)等产品。公司核心创新药子公司复宏汉霖目前有6个单抗品种、11个适应症已于中国大陆获临床试验批准, 其中利妥昔单抗、曲妥珠单抗和阿达木单抗进入临床III期。利妥昔单抗注射液(用于非霍奇金淋巴瘤的治疗)于2017年已报新药上市申请, 有望率先打破国产单抗生物类似药零的突破。根据IMS CHPA资料, 2016年, 利妥昔单抗在中国实现销售额约15亿元, 为重磅品种。
- **公司医疗服务龙头优势确立, 未来规模效应可期。** 2017年公司医疗服务分部收入20.9亿元, 同比增长24.49%, 同口径增长14.95%。由于已运营医院的业绩稳步提升, 实现分部利润2.2亿元, 同比增长49.93%。随着恒生及珠海延年的收购完成, 公司投资控股的医院核定床位已达3818张, 未来规模优势可期。
- **医疗器械与医学诊断维持稳定增长。** 医疗器械与医学诊断收入32.1亿元, 同比增长20.65%, 同口径增长15.08%。实现分部利润3.9亿元, 同比增长20.01%。HPV诊断试剂、医疗美容器械及牙科数字化产品线保持较快增长, 同时达芬奇手术机器人手术量在大陆及香港地区超过2.8万台, 同比增长约46%。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为1.56元、1.82元、2.11元, 对应当前股价PE分别为30倍、26倍和22倍, 新产品研发推进和精准医疗布局将有望推动公司估值提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 药品研发进度或低于预期的风险、外延并购整合或低于预期的风险。

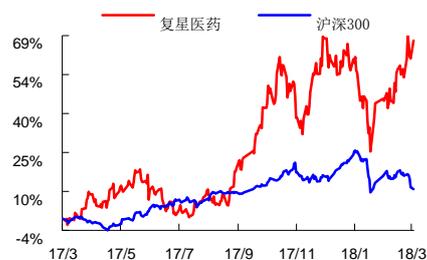
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18533.56	22584.39	26654.80	31264.69
增长率	26.69%	21.86%	18.02%	17.29%
归属母公司净利润(百万元)	3124.50	3896.19	4539.02	5256.02
增长率	11.36%	24.70%	16.50%	15.80%
每股收益EPS(元)	1.25	1.56	1.82	2.11
净资产收益率ROE	12.05%	12.48%	12.69%	12.81%
PE	37	30	26	22
PB	3.90	3.24	2.82	2.46

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn
联系人: 张祝源
邮箱: zzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.95
流通A股(亿股)	19.10
52周内股价区间(元)	27.48-46.99
总市值(亿元)	1,159.24
总资产(亿元)	564.92
每股净资产(元)	10.23

相关研究

1. 复星医药(600196): 业绩符合预期, 生物药研发稳步推进 (2017-10-31)
2. 复星医药(600196): 收入稳定增长, 高强度研发推动产品创新 (2017-08-30)
3. 复星医药(600196): Sisram 迎发展新机遇, 研发即将进入收获期 (2017-06-08)
4. 复星医药(600196): 器械整合持续推进, 打造综合性医药集团 (2017-04-09)
5. 复星医药(600196): 外延+内生打造综合性医药集团, 高强度研发保障持续增长 (2017-04-05)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	18533.56	22584.39	26654.80	31264.69	净利润	3585.26	4470.74	5208.37	6031.10
营业成本	7608.95	9339.63	11074.03	13004.52	折旧与摊销	945.91	1425.88	1543.14	1632.64
营业税金及附加	222.92	246.11	298.43	351.27	财务费用	554.78	706.07	563.02	513.80
销售费用	5790.54	5871.94	6930.25	8128.82	资产减值损失	62.41	80.00	80.00	80.00
管理费用	2749.35	3613.50	4264.77	5002.35	经营营运资本变动	-1224.12	-53.89	-363.93	-287.58
财务费用	554.78	706.07	563.02	513.80	其他	-1344.02	-2427.46	-2522.96	-2724.06
资产减值损失	62.41	80.00	80.00	80.00	经营活动现金流净额	2580.23	4201.34	4507.64	5245.90
投资收益	2306.99	2300.00	2400.00	2600.00	资本支出	-7647.62	-1300.00	-1000.00	-700.00
公允价值变动损益	44.07	44.07	44.07	44.07	其他	-2856.48	2293.75	2478.52	2641.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10504.10	993.75	1478.52	1941.56
营业利润	4074.89	5071.21	5888.37	6828.01	短期借款	5888.66	-5914.87	0.00	0.00
其他非经营损益	-13.18	-13.18	-13.18	-13.18	长期借款	3396.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	4061.72	5058.03	5875.20	6814.83	股权融资	1301.32	2011.03	0.00	0.00
所得税	476.46	587.29	666.83	783.73	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3585.26	4470.74	5208.37	6031.10	其他	-677.95	-1865.85	-563.02	-513.80
少数股东损益	460.76	574.56	669.35	775.09	筹资活动现金流净额	9908.63	-5769.69	-563.02	-513.80
归属母公司股东净利润	3124.50	3896.19	4539.02	5256.02	现金流量净额	1812.28	-574.59	5423.14	6673.66
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	7248.87	6674.28	12097.42	18771.08	成长能力				
应收和预付款项	4479.30	4945.45	5938.60	7026.47	销售收入增长率	26.69%	21.86%	18.02%	17.29%
存货	2750.52	3048.75	3765.46	4381.17	营业利润增长率	19.87%	24.45%	16.11%	15.96%
其他流动资产	577.81	534.44	645.96	710.02	净利润增长率	11.30%	24.70%	16.50%	15.80%
长期股权投资	18450.58	18450.58	18450.58	18450.58	EBITDA 增长率	22.82%	29.19%	10.99%	12.26%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8313.95	8625.09	8618.97	8223.35	毛利率	58.94%	58.65%	58.45%	58.41%
无形资产和开发支出	16738.83	16305.51	15772.18	15238.86	三费率	49.07%	45.13%	44.11%	43.64%
其他非流动资产	3411.17	3514.73	3457.60	3462.74	净利率	19.34%	19.80%	19.54%	19.29%
资产总计	61971.01	62098.82	68746.77	76264.27	ROE	12.05%	12.48%	12.69%	12.81%
短期借款	9714.87	3800.00	3800.00	3800.00	ROA	5.79%	7.20%	7.58%	7.91%
应付和预收款项	3348.05	3863.92	4620.92	5446.06	ROIC	23.40%	22.43%	24.81%	28.16%
长期借款	5579.51	5579.51	5579.51	5579.51	EBITDA/销售收入	30.08%	31.89%	29.99%	28.70%
其他负债	13587.13	13028.61	13711.19	14372.45	营运能力				
负债合计	32229.55	26272.04	27711.62	29198.02	总资产周转率	0.35	0.36	0.41	0.43
股本	2495.13	2495.13	2495.13	2495.13	固定资产周转率	3.17	3.27	3.61	4.18
资本公积	9078.27	11089.30	11089.30	11089.30	应收账款周转率	7.11	6.69	6.89	6.77
留存收益	13366.54	17262.72	21801.74	27057.76	存货周转率	3.33	3.14	3.18	3.13
归属母公司股东权益	25326.87	30837.63	35376.65	40632.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.43%	—	—	—
少数股东权益	4414.59	4989.14	5658.50	6433.58	资本结构				
股东权益合计	29741.45	35826.77	41035.14	47066.25	资产负债率	52.01%	42.31%	40.31%	38.29%
负债和股东权益合计	61971.01	62098.82	68746.77	76264.27	带息债务/总负债	60.60%	51.82%	49.13%	46.63%
					流动比率	0.91	1.43	1.86	2.28
					速动比率	0.74	1.14	1.55	1.95
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	5575.59	7203.16	7994.53	8974.45	每股收益	1.25	1.56	1.82	2.11
PE	37.10	29.75	25.54	22.06	每股净资产	11.92	14.36	16.45	18.86
PB	3.90	3.24	2.82	2.46	每股经营现金	1.03	1.68	1.81	2.10
PS	6.25	5.13	4.35	3.71	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	22.49	16.55	14.24	11.94					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn